

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

淮北矿业（600985）

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

吨煤售价同比上涨&成本管控，上半年业绩稳健优异

2023年8月29日

事件：2023年8月29日，淮北矿业发布半年度报告，2023年上半年，公司实现营业收入373亿元，同比下降2.92%，实现归母净利润35.88亿元，同比增长1.09%；扣非后净利润34.39亿元，同比下降8.80%。经营活动现金流量净额61.46亿元，同比下降11.16%；基本每股收益1.45元/股，同比增长1.40%。资产负债率为54.11%，较2022年全年下降0.67pct。

2023年第二季度，公司单季度营业收入183亿元，同比下降10.75%，环比下降3.62%；单季度归母净利润14.77亿元，同比下降23.91%，环比下降30.03%；单季度扣非后净利润13.64亿元，同比下降35.99%，环比下降34.27%。

点评：

- **受益吨煤售价同比上涨&成本管控，公司煤炭业务毛利水平不断提升。**
2023年上半年公司商品煤产量1133万吨，同比下降111万吨（-8.93%）；其中，二季度商品煤产量565万吨，环比基本持平，同比下降76万吨（-11.87%）。上半年公司商品煤销量982万吨，同比下降66万吨（-6.29%）；其中，二季度商品煤销量472万吨，环比下降39万吨（-7.57%），同比下降57万吨（-10.83%）。公司上半年商品煤售价上涨至1269元/吨，同比增长86元/吨（+7.26%）；其中，二季度商品煤售价1142元/吨，环比下降245元/吨（-17.70%），同比下降91元/吨（-7.36%）。公司加强成本费用管控，公司上半年吨煤成本降至670元/吨，同比下降16元/吨（-2.27%）；其中，二季度吨煤成本降至623元/吨，环比下降91元/吨（-12.77%），同比下降120元/吨（-16.14%）。此外，公司上半年管理费用受职工薪酬下滑影响同比大幅下降4亿元（-15.55%）。总体来看，受吨煤售价上涨及成本管控的影响，公司煤炭业务毛利率不断上升，上半年煤炭业务毛利率达47.18%，同比+5.15pct；其中，二季度煤炭业务毛利率为45.43%，环比-3.08pct，同比+5.71pct。
- **受焦炭、甲醇部分产能减产、停产影响，上半年煤化工板块表现不佳。**
焦炭产品方面：受焦炭业务亏损影响，公司二季度焦炭有所减产。2023年上半年公司焦炭产量173万吨，同比下降17万吨（-9.11%）；其中，二季度焦炭产量86万吨，环比下降2万吨（-2.29%），同比下降17万吨（-16.65%）。上半年公司焦炭销量170万吨，同比下降25万吨（-12.63%）；其中，二季度焦炭销量84万吨，环比下降3万吨（-3.08%），同比下降19万吨（-18.17%）。公司上半年焦炭售价（不含税）大幅下降至2525元/吨，同比下降621元/吨（-19.73%）；其中，二季度焦炭售价（不含税）2364元/吨，环比下降317元/吨（-11.84%），同比下降990元/吨（-29.51%）。总体来看，上半年公司焦炭销售收入43亿元，同比下降18亿元（-29.87%）；其中，二季度焦炭销售收入20亿元，环比下降3亿元（-14.56%）。同比下降15亿元（-42.32%）。**甲醇产品方面：**2022年9月，50万吨/年甲醇项目投产，甲醇总产能增至90万吨/年。2023年上半年，受部分甲醇产能亏损影响，上半年甲醇产量增

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

量有所下降。公司 40 万吨/年甲醇项目因全部使用焦炉尾气保持正常生产。2023 年上半年公司甲醇产量 24.8 万吨，同比增长 8 万吨 (+47.44%)；其中，二季度甲醇产量 9 万吨，环比下降 6.8 万吨 (-43.03%)，同比增长 0.5 万吨 (+6.01%)。上半年公司甲醇销量 25.1 万吨，同比增长 8.8 万吨 (+54.40%)；其中，二季度甲醇销量 10 万吨，环比下降 5.1 万吨 (-33.95%)，同比增长 1.4 万吨 (+16.32%)。需要注意的是，虽然甲醇产销增量受到停产的影响，公司 50 万吨/年甲醇项目主要是为未来的 60 万吨/年乙醇项目做配套服务，因此停产对战略影响有限。受市场价格大幅下跌影响，公司上半年甲醇售价（不含税）大幅下降至 2177 元/吨，同比下降 242 元/吨 (-10%)；其中，二季度甲醇售价（不含税）2044 元/吨，环比下降 217 元/吨 (-9.59%)，同比下降 403 元/吨 (-16.48%)。总体来看，上半年公司甲醇销售收入 5.46 亿元，同比增长 1.5 亿元 (+38.93%)；其中，二季度甲醇销售收入 2.04 亿元，环比下降 1.4 亿元 (-40.35%)。同比下降 0.1 亿元 (-2.86%)。

- **受煤化工业务部分产能停产影响，公司外购煤量同比下降。**2023 年上半年公司采购洗精煤 241 万吨，同比下降 22 万吨 (-8.38%)；其中，二季度采购洗精煤 116 万吨，环比下降 8 万吨 (-6.80%)，同比下降 27 万吨 (-19.06%)。受煤炭市场价格下跌影响，公司上半年采购单价（不含税）降至 2024 元/吨，同比下降 132 元/吨 (-6.14%)；其中，二季度采购单价（不含税）1872 元/吨，环比下降 293 元/吨 (-13.54%)，同比下降 393 元/吨 (-17.36%)。
- **受益于经济复苏和地产链修复带来的需求弹性，叠加刚性供给，炼焦煤或更具有中长期投资价值。**7 月 24 日，中央政治局召开会议，提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，地产链有望获得修复，焦煤需求或将得到支撑。我们认为，在经济复苏好转及地产链修复预期下，焦煤板块在地产链中或拥有较高弹性。一方面我国炼焦煤供给弹性较弱甚至还有进一步收缩的风险，而需求有弹性且蕴含着较大的预期差，长期看供需或仍是偏紧的格局，尤其是伴随钢铁高质量转型发展和高炉大型化背景下优质主焦煤或更加稀缺；另一方面，产地端安全监管趋强以及房地产等经济刺激政策等可能带来的供需短期边际好转，有望继续支撑炼焦煤市场走强，叠加焦煤板块整体处于低估水平（3-5 倍 pe），焦煤板块或仍具备中长期投资价值。
- **持续推进强链延链补链战略，打造强韧业绩增长体系。**公司已经形成从煤炭开采、洗选、加工到焦炭冶炼、甲醇生产及煤化工产品加工、煤泥矸石发电为一体的煤炭综合利用产业链条。**公司煤炭主业强链后劲增强。**陶忽图煤矿开工建设，公司预计 2025 年底建成投产，煤种为优质动力煤，产能 800 万吨/年。**公司化工产业延链项目加快实施。**碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成；临涣焦化驰放气制备高纯氢项目已试生产、10 万吨 DMC 项目正在加快建设。雷鸣科化加快非煤矿山资源项目收储及建设，上半年收储资源 1.74 亿吨，积极推进靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好焦煤行业基本面和公司持续推进煤炭产业强链、化工产业延链、新兴产业补链战略带来的业绩韧性，在钢铁行

业转型升级进程中的业绩弹性，以及精益经营带来的强劲动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 60.54 亿、88.44 亿、97.92 亿，EPS 分别 2.44/3.56/3.95 元/股；截至 8 月 29 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 5.07/3.47/3.14 倍；我们重点推荐公司，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	65,526	69,225	65,384	69,794	71,564
同比(%)	25.1%	5.6%	-5.5%	6.7%	2.5%
归属母公司净利润(百万元)	4,908	7,010	6,054	8,844	9,792
同比(%)	41.5%	42.8%	-13.6%	46.1%	10.7%
毛利率(%)	20.0%	23.1%	21.2%	25.1%	26.2%
ROE(%)	18.0%	21.0%	16.2%	20.2%	19.7%
EPS (摊薄)(元)	1.98	2.83	2.44	3.56	3.95
P/E	6.26	4.38	5.07	3.47	3.14
P/B	1.13	0.92	0.82	0.70	0.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表						单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
流动资产	16,518	21,041	24,899	31,096	36,992					
货币资金	5,189	8,453	12,730	18,495	24,202					
应收票据	1,028	997	944	1,008	1,034					
应收账款	1,762	1,569	1,485	1,585	1,625					
预付账款	489	628	610	618	625					
存货	2,532	2,775	2,694	2,733	2,761					
其他	5,517	6,620	6,436	6,656	6,745					
非流动资产	56,946	62,995	65,109	65,709	66,216					
长期股权投资	1,084	1,121	1,121	1,121	1,121					
固定资产(合计)	36,920	39,598	38,839	38,033	37,176					
无形资产	12,925	15,737	16,237	16,737	17,237					
其他	6,017	6,539	8,912	9,817	10,682					
资产总计	73,464	84,035	90,008	96,804	103,208					
流动负债	28,439	26,891	26,184	26,577	26,814					
短期借款	5,298	1,960	1,960	1,960	1,960					
应付票据	1,684	1,715	1,666	1,689	1,707					
应付账款	9,738	10,627	10,320	10,467	10,574					
其他	11,719	12,589	12,238	12,460	12,573					
非流动负债	13,230	19,142	21,626	21,626	21,626					
长期借款	7,099	6,079	6,079	6,079	6,079					
其他	6,131	13,063	15,547	15,547	15,547					
负债合计	41,668	46,033	47,810	48,203	48,440					
少数股东权益	4,528	4,613	4,724	4,887	5,068					
归属母公司股东权益	27,267	33,390	37,475	43,714	49,701					
负债和股东权益	73,464	84,035	90,008	96,804	103,208					

重要财务指标						单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
营业总收入	65,526	69,225	65,384	69,794	71,564					
同比(%)	25.1%	5.6%	-5.5%	6.7%	2.5%					
归属母公司净利润	4,908	7,010	6,054	8,844	9,792					
同比(%)	41.5%	42.8%	-13.6%	46.1%	10.7%					
毛利率(%)	20.0%	23.1%	21.2%	25.1%	26.2%					
ROE%	18.0%	21.0%	16.2%	20.2%	19.7%					
EPS(摊薄)(元)	1.98	2.83	2.44	3.56	3.95					
P/E	6.26	4.38	5.07	3.47	3.14					
P/B	1.13	0.92	0.82	0.70	0.62					
EV/EBITDA	3.94	2.76	3.09	1.97	1.45					

利润表						单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
营业总收入	65,526	69,225	65,384	69,794	71,564					
营业成本	52,417	53,091	51,539	52,276	52,809					
营业税金及附加	696	894	847	904	927					
销售费用	184	188	163	174	179					
管理费用	3,589	4,388	3,792	4,048	4,151					
研发费用	1,660	1,624	1,308	1,396	1,431					
财务费用	724	633	554	559	524					
减值损失合计	-21	-245	-100	-100	-100					
投资净收益	40	100	95	101	104					
其他	163	372	332	355	364					
营业利润	6,436	8,633	7,508	10,794	11,911					
营业外收支	-171	-376	-376	-376	-376					
利润总额	6,266	8,257	7,132	10,418	11,535					
所得税	879	1,118	966	1,411	1,562					
净利润	5,386	7,139	6,166	9,007	9,973					
少数股东损益	479	129	112	163	180					
归属母公司净利润	4,908	7,010	6,054	8,844	9,792					
EBITDA	10,054	13,574	10,997	14,378	15,551					
EPS(当年)(元)	2.09	2.83	2.44	3.56	3.95					

现金流量表						单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	11,053	16,669	10,159	13,336	14,475					
净利润	5,386	7,139	6,166	9,007	9,973					
折旧摊销	2,908	4,321	3,311	3,401	3,492					
财务费用	706	641	605	635	635					
投资损失	-40	-100	-95	-101	-104					
营运资金变动	1,991	4,197	-213	-38	48					
其它	101	472	384	431	430					
投资活动现金流	-5,974	-7,848	-5,295	-4,330	-4,327					
资本支出	-5,369	-6,867	-4,434	-4,431	-4,430					
长期投资	-670	-1,068	-100	0	0					
其他	65	87	-760	101	104					
筹资活动现金流	-3,119	-5,539	-587	-3,240	-4,441					
吸收投资	50	84	30	0	0					
借款	10,346	8,073	0	0	0					
支付利息或股息	-2,525	-2,507	-3,210	-3,240	-4,441					
现金流净增加额	1,960	3,282	4,277	5,765	5,708					

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。