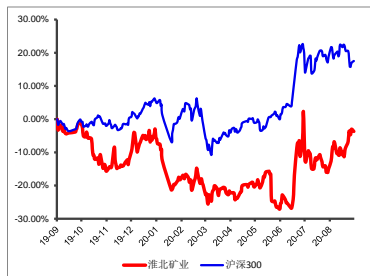


**淮北矿业(600985)/煤炭开采**
**低估值区域性焦煤龙头, 多项业绩增长点齐头并进**
**评级: 买入(维持)**
**分析师: 陈晨**
**执业证书编号: S0740518070011**
**Email: chenchen@r.qizq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	2,172.4
流通股本(百万股)	650.1
市价(元)	10.20
市值(百万元)	22,158.6
流通市值(百万元)	6,630.8

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 资产注入审核通过, 低估值炼焦煤标的凸显投资价值

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,687	60,086	65,792	67,732	69,912
增长率 yoy%	5617.42%	9.87%	9.50%	2.95%	3.22%
净利润	3,549	3,628	3,287	3,561	3,831
增长率 yoy%	2885.31%	2.22%	-9.41%	8.33%	7.60%
每股收益(元)	1.63	1.67	1.51	1.64	1.76
每股现金流量	3.83	4.34	3.92	3.57	3.44
净资产收益率	20.85%	19.06%	15.80%	15.29%	14.75%
P/E	6.24	6.11	6.74	6.22	5.78
PEG	80.26	1.09	0.03	80.01	1.03
P/B	1.30	1.16	1.07	0.95	0.85

备注: 股价为9月14日收盘价

**投资要点**

- 华东地区最大的焦煤企业, 煤炭焦化并驾齐驱。**公司是安徽四大煤企之一的淮矿集团控股的煤炭上市平台, 是华东地区品种最齐全、规模最大的焦煤企业, 2018年通过借壳雷鸣科化实现了上市。商贸、煤炭采选、焦化业务是公司主要收入来源, 2019年收入占比分别为58%、21%、15%; 煤炭采选与焦化业务是公司主要利润来源, 2019年毛利占比分别为49%和40%。
- 公司资源禀赋及区位优势好, 在同行中煤炭业务盈利能力都较强。**公司煤矿以肥煤、焦煤和瘦煤等优质炼焦配煤为主, 煤质具有低硫、特低磷、中等挥发分、中等至中高发热量、粘结性强、结焦性良好等特点。公司处于华东腹地, 靠近下游钢铁、焦化等产业, 具有低成本铁路运输优势。2019年淮北矿业吨煤毛利达280元/吨、煤炭毛利率39%, 显著高于炼焦煤行业平均吨煤毛利252元/吨以及36%毛利率水平。2019年公司净资产收益率为20.1%, 显著高于炼焦煤同行11.5%的平均水平。
- 新产能投放将为煤炭采选业务带来利增。**截至2019年末, 公司拥有生产矿井16对, 资源储量为37.09亿吨, 可采储量达16.60亿吨, 核定年产能为3255万吨/年, 权益年产能为3044万吨/年。目前, 公司煤炭板块重点在建工程信湖(花沟)矿井(300万吨/年, 持股60%)进程顺利, 煤种为优质主焦煤, 该矿预计将于2020年末或2021年初投产, 其有望为公司业绩带来显著增量。另外, 位于内蒙的动力煤矿陶忽图(800万吨/年), 已缴纳首笔20%资源价款10.92亿元, 目前正在推进核准准备工作。
- 炼焦煤发展前景稳定, 焦煤价格有望中高位运行。**炼焦煤作为冶炼钢铁必不可少的原料, 在我国属于稀缺资源, 供给侧改革以来国内产量稳定在4.5亿吨左右, 年进口量大约6000-7000万吨。陕蒙地区大型新建矿井以动力煤为主, 进口煤也是有序控制, 整体来看焦煤供给释放较为可控。需求侧来看, 地产基建的投资韧性较足, 下游钢厂、焦化企业开工率稳定在80%左右, 对煤炭需求向好, 对未来炼焦煤价格有支撑。
- 焦化业务规模优势显著, 可转债项目将进一步提高焦化业务盈利能力。**目前, 公司焦炭与甲醇产能分别为440万吨/年与40万吨/年, 是安徽地区最大的独立焦化企业。公司2019年可转债项目——焦炉煤气综合利用制甲醇项目预计于2021年10月完工, 能为公司增加50万吨/年的甲醇产能, 公司焦化的副产品回收能力将大幅提高, 根据公司预案, 该项目预计满产后实现税后利润1.7亿元/年。
- 砂石骨料有望成为公司重要的经济利润增长点。**控股子公司雷鸣科化从2016年就着手布局砂石骨料业务, 目前共拥有4个矿, 主要生产建筑用石子、石粉, 总产能为648万吨/年。一方面受政策影响, 矿山开采权数量减少小矿退出, 另一方面骨料单位成本较低但运输成本较高, 存在一定区域垄断, 砂石骨料毛利率水平较高, 2019年三家水泥上市公司此项业务毛利率平均高达71%, 该项业务有望成为公司重要的经济利润增长点。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司的净利润分别为 32.9/35.6/38.3 亿元，同比增长-9.4%、+8.3%、+7.6%，折合 EPS 分别是 1.51/1.64/1.76 元/股，当前股价 10.2 元（9 月 14 日收盘价）对应 PE 分别为 6.7/6.2/5.8 倍。公司 2019 年利润分配政策为每 10 股派发现金红利 6 元（含税），分红率为 35.9%，若按此分红率执行，当前股价（10.2 元）折算未来两年股息率都将约为 6.0%，在当前货币政策宽松的大背景下价值性凸显。我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**信湖煤矿建设进度低于预期的风险；煤炭产品价格波动的风险；可再生能源持续替代风险；甲醇产品价格波动的风险。

## 内容目录

一、概况：华东地区最大的焦煤企业，煤炭焦化并驾齐驱 .....	- 6 -
安徽省龙头煤企，煤炭业务与焦化业务相辅相成 .....	- 6 -
淮矿集团上下游较为完备，对淮北矿业形成良好的外部支撑 .....	- 8 -
二、煤矿产能结构性调整基本结束，新产能投放将为煤炭采洗业务带来利增..	- 11 -
信湖新矿即将投产，陶忽图煤矿进展顺利 .....	- 11 -
地处华东腹地，靠近下游产业，地域优势凸显 .....	- 14 -
炼焦煤发展前景稳定，焦煤价格有望中高位运行 .....	- 15 -
商品煤销售价格相对高位运行，焦煤业务保持较强的盈利能力 .....	- 17 -
同业比较中，公司资源禀赋较好，煤炭业务毛利较高 .....	- 19 -
三、焦化业务规模优势显著，可转债项目将进一步提高焦化业务盈利能力 .....	- 25 -
四、砂石骨料有望成为重要的经济利润增长点，贸易业务规模较大但盈利能力有限，民爆业务运营 稳定 .....	- 28 -
五、盈利预测与估值 .....	- 31 -
盈利预测假设条件阐述 .....	- 31 -
盈利预测与估值 .....	- 33 -
六、风险提示 .....	- 35 -

## 图表目录

一、概况：华东地区最大的焦煤企业，煤炭焦化并驾齐驱 .....	- 6 -
安徽省龙头煤企，煤炭业务与焦化业务相辅相成 .....	- 6 -
淮矿集团上下游较为完备，对淮北矿业形成良好的外部支撑 .....	- 8 -
二、煤矿产能结构性调整基本结束，新产能投放将为煤炭采洗业务带来利增..	- 11 -
信湖新矿即将投产，陶忽图煤矿进展顺利 .....	- 11 -
地处华东腹地，靠近下游产业，地域优势凸显 .....	- 14 -
炼焦煤发展前景稳定，焦煤价格有望中高位运行 .....	- 15 -
商品煤销售价格相对高位运行，焦煤业务保持较强的盈利能力 .....	- 17 -
同业比较中，公司资源禀赋较好，煤炭业务毛利较高 .....	- 19 -
三、焦化业务规模优势显著，可转债项目将进一步提高焦化业务盈利能力 .....	- 25 -
四、砂石骨料有望成为重要的经济利润增长点，贸易业务规模较大但盈利能力有限，民爆业务运营 稳定 .....	- 28 -
五、盈利预测与估值 .....	- 31 -
盈利预测假设条件阐述 .....	- 31 -
盈利预测与估值 .....	- 33 -
六、风险提示 .....	- 35 -

图表 1: 淮矿股份发展历史	- 6 -
图表 2: 淮北矿业股权结构以及主营业务示意图 (截止至 2020 年 6 月 30 日)	- 7 -
图表 3: 淮北矿业近 5 年营业收入 (单位: 亿元, %)	- 7 -
图表 4: 淮北矿业近五年归母净利润 (单位: 亿元, %)	- 7 -
图表 5: 近年来公司分板块营收 (单位: 亿元, %)	- 8 -
图表 6: 2019 年分板块营收分布 (单位: 亿元, %)	- 8 -
图表 7: 2019 年分板块毛利分布 (单位: 亿元, %)	- 8 -
图表 8: 2019 年分板块毛利分布 (单位: 亿元, %)	- 8 -
图表 9: 淮矿集团业务产能概况 (截至 2019 年末)	- 9 -
图表 10: 淮矿集团 2019 年营收分布 (单位: 亿元 %)	- 10 -
图表 11: 淮矿集团 2019 年毛利分布 (单位: 亿元 %)	- 10 -
图表 12: 淮矿集团近 10 年营收及增速 (亿元 %)	- 10 -
图表 13: 淮矿集团近 10 年归母净利润及增速 (亿元 %)	- 10 -
图表 14: 截至 2020 年 6 月 30 日, 公司在产矿井情况	- 11 -
图表 15: 供给侧改革以来, 公司及集团减少产能明细	- 12 -
图表 16: 淮北矿业动力煤洗煤厂	- 13 -
图表 17: 淮北矿业炼焦煤洗煤厂	- 13 -
图表 18: 2019 年淮矿集团华东地区煤炭销量分布	- 14 -
图表 19: 2019 年煤炭业务前五大客户	- 15 -
图表 20: 近年来焦化企业开工率在 80% 左右	- 15 -
图表 21: 生铁与焦炭产量、增速 (单位: 百万吨)	- 15 -
图表 22: 近 10 年炼焦精煤产量 (单位: 百万吨)	- 16 -
图表 23: 近 10 年炼焦煤进口量 (单位: 百万吨)	- 16 -
图表 24: 京唐港主焦煤价格与炼焦煤供需缺口 (单位: 万吨, 元/吨)	- 16 -
图表 25: 公司原煤产量以及产能利用率 (单位: 万吨/年, 万吨)	- 17 -
图表 26: 吨煤价格、毛利 (单位: 元/吨 %)	- 18 -
图表 27: 吨煤成本结构 (单位: 元/吨)	- 18 -
图表 28: 2019 年, 分煤种营收分布 (含自用) (单位: 亿元)	- 18 -
图表 29: 2019 年, 分煤种毛利分布 (含自用) (单位: 亿元)	- 18 -
图表 30: 2019 年煤炭主要经营情况 (含自用)	- 19 -
图表 31: 炼焦煤产销量、价格 (单位: 万吨, 元/吨)	- 19 -
图表 32: 动力煤产销量、价格 (单位: 万吨, 元/吨)	- 19 -
图表 33: 对比公司情况 (2019 年底数据)	- 20 -
图表 34: 各公司原煤产量对比 (单位: 百万吨)	- 20 -
图表 35: 各公司商品煤销量对比 (单位: 百万吨)	- 20 -
图表 36: 2019 年公司精煤销量占商品煤销量比	- 21 -
图表 37: 单位商品煤销售价格 (元/吨)	- 21 -
图表 38: 单位商品煤销售成本 (元/吨)	- 21 -
图表 39: 单位商品煤毛利 (元/吨)	- 22 -
图表 40: 单位商品煤毛利率	- 22 -
图表 41: 存货周转天数 (单位: 天)	- 22 -
图表 42: 应收账款周转天数 (单位: 天)	- 22 -
图表 43: 净利率对比 (单位: %)	- 23 -
图表 44: 净资产收益率对比 (单位: %)	- 23 -

图表 45: 利息费用、利息费用占营业收入比例 (单位: 百万元)	- 23 -
图表 46: 资产负债率 (单位: %)	- 24 -
图表 47: 现金流量利息保障倍数	- 24 -
图表 48: 焦化业务营业收入 (单位: 亿元)	- 25 -
图表 49: 焦化业务毛利、毛利率 (单位: 亿元)	- 25 -
图表 50: 焦化分产品营收分布	- 26 -
图表 51: 焦炭销售收入以及同比增速 (单位: 亿元)	- 26 -
图表 52: 焦炭产销量及售价 (单位: 万吨, 元/吨)	- 26 -
图表 53: 甲醇销售收入以及同比增速 (单位: 亿元)	- 27 -
图表 54: 甲醇产销量及售价 (单位: 万吨, 元/吨)	- 27 -
图表 55: 2019 年焦化业务前五大客户	- 28 -
图表 56: 子公司雷鸣科化非煤矿山情况	- 29 -
图表 57: 上市公司砂石骨料板块盈收水平	- 29 -
图表 58: 2020 年安徽省砂石价格情况 (单位: 元/吨)	- 30 -
图表 59: 2020 年湖南省怀化市砂石价格情况 (单位: 元/吨)	- 30 -
图表 60: 商贸业务营收、毛利率 (单位: 亿元, %)	- 30 -
图表 61: 民爆业务营收、毛利率 (单位: 亿元, %)	- 30 -
图表 62: 民爆营收分布 (单位: 亿元)	- 31 -
图表 63: 炸药产量、产能 (单位: 万吨, 万吨/年)	- 31 -
图表 64: 业绩假设	- 32 -
图表 65: 可比公司盈利预测与估值	- 33 -
图表 65: 公司三张报表摘要	- 34 -

## 一、概况：华东地区最大的焦煤企业，煤炭焦化并驾齐驱

安徽省龙头煤企，煤炭业务与焦化业务相辅相成

- **公司简介：**淮北矿业控股股份有限公司（“淮北矿业”）是淮北矿业(集团)有限责任公司（“淮矿集团”）控股的煤炭上市平台，集团地处全国 14 个大型煤炭生产基地之一的两淮煤炭基地，是安徽省四大煤炭企业集团之一，煤炭资源储量较丰富，肥煤、焦煤和瘦煤等稀缺煤种占总储量的 80%以上，是华东地区品种最齐全、规模最大的焦煤企业。其主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售，焦化产品的生产、销售等。

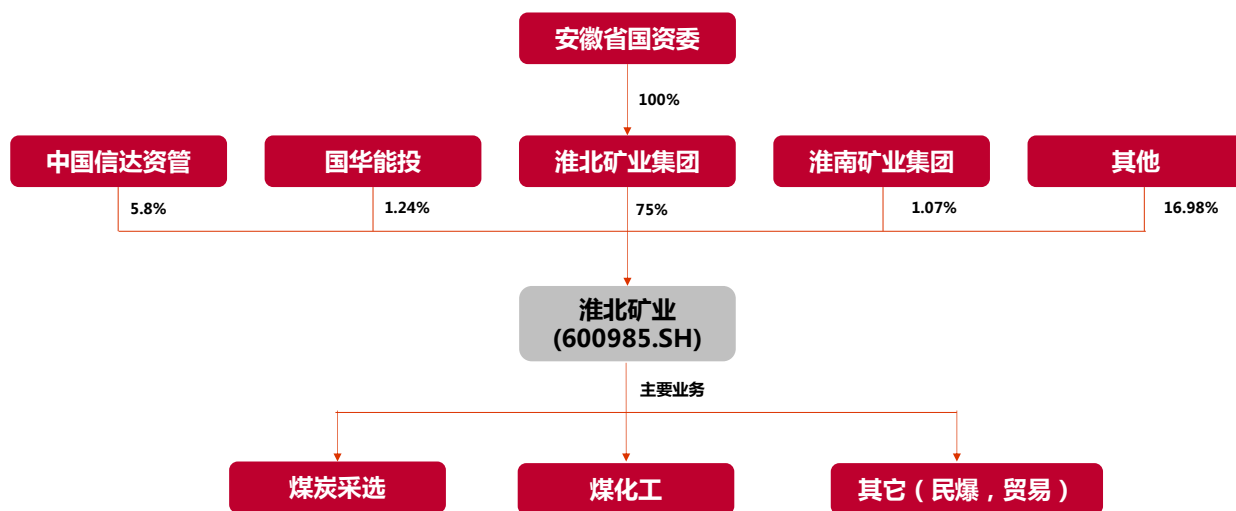
图表 1：淮矿股份发展历史



来源：可转债募集说明书，中泰证券研究所

- **2018年，淮矿股份 100%注入“雷鸣科化”，上市成功。**淮矿股份前身为煤业有限（即为淮北矿业（集团）煤业有限责任公司），是 2001 年由淮矿集团净资产出资，国开行，信达资产，华融资产等债权出资成立。2005 年，临涣焦化成立标志着公司正式进军焦化行业。2011 年 9 月，淮矿股份进行了 IPO 申报，但由于行业下行严重影响公司业绩，导致发行股价不符合国资委监管部门的要求，于 2014 年撤回上市文件。2018 年内公司完成重大资产重组，淮矿股份 100%资产注入上市公司“雷鸣科化”，上市后，由于主营业务变化，公司由“雷鸣科化”变更为“淮北矿业”。淮北矿业的最大股东为淮矿集团，实际控制人为安徽省国资委。

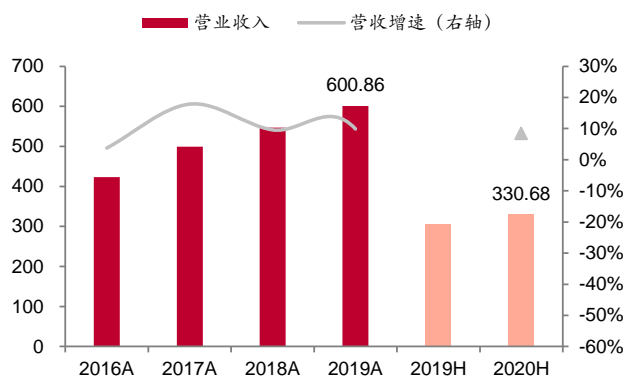
图表 2: 淮北矿业股权结构以及主营业务示意图 (截止至 2020 年 6 月 30 日)



来源: 2020 年半年报, 中泰证券研究所

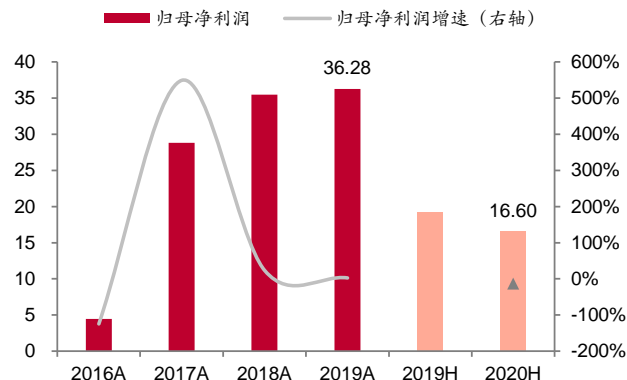
- 公司近几年营收保持正增长, 年复合增长率达 12.4%。2019 年, 公司实现营业收入 600.86 亿元, 同比增加 4.0%; 实现归母净利润 36.28 亿元, 同比增长 1.88%。经过煤炭行业供给侧改革, 2016 年以来, 公司营业收入总体呈现正增长态势, 年化复合增长率达 12.4%。2020 年上半年, 在新冠疫情影响下, 公司营收依旧实现正增长, 达到 330.68 亿元, 同比上升 8.4%, 但由于煤炭价格下行, 利润空间被压减, 归母净利润同比下降 13.76% 至 16.60 亿元。

图表 3: 淮北矿业近 5 年营业收入 (单位: 亿元, %)



来源: 年报, 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 4: 淮北矿业近五年归母净利润 (单位: 亿元, %)

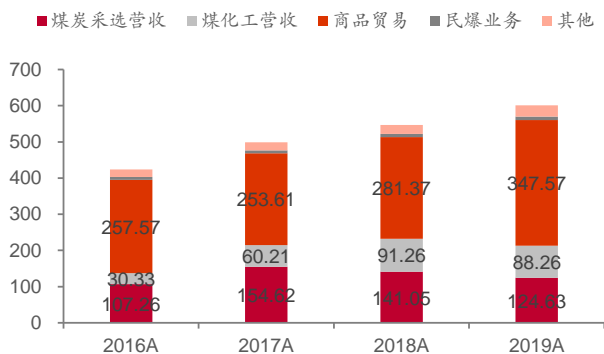


来源: 年报, 招股说明书, 中泰证券研究所

- 商贸、煤炭采选、焦化业务为公司主要收入来源。2019 年, 公司煤炭采选业收入达 124.63 亿元, 占总营业收入的 21%; 焦化行业营收达 88.26 亿元, 占比 15%; 商品贸易营收达 347.57 亿元, 占比 58%, 民爆业务

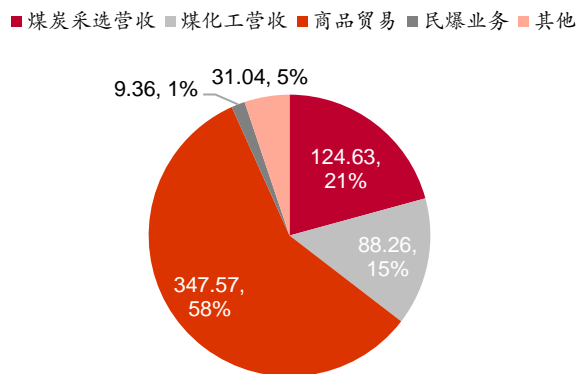
营收达 9.36 亿元，占比 2%；其他业务营收达 31.04 亿元，占比 5%。总体来看，商贸/煤炭采选/焦化业务为公司主要收入来源。

图表 5: 近年来公司分板块营收 (单位: 亿元, %)



来源: 招股说明书, 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

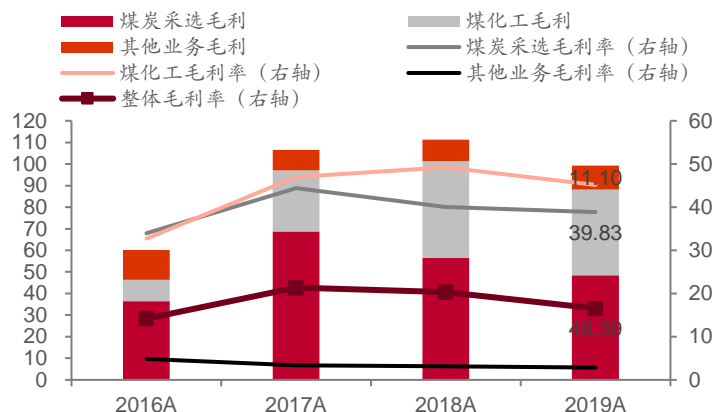
图表 6: 2019 年分板块营收分布 (单位: 亿元, %)



来源: 招股说明书, 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

- **煤炭采选业务与焦化业务是公司的主要利润来源。**2019 年, 公司实现毛利 99.32 亿元, 其中, 煤炭采选业实现毛利 48.39 亿元, 占总毛利润的 49%, 焦化行业实现毛利 39.83 亿元, 占比 40.1%, 商贸业务毛利为 2.43 亿元, 占比 2.4%, 民爆业务毛利为 3.76 亿元, 占比 3.8%。煤炭采选业务与焦化业务为公司的主要盈利业务。

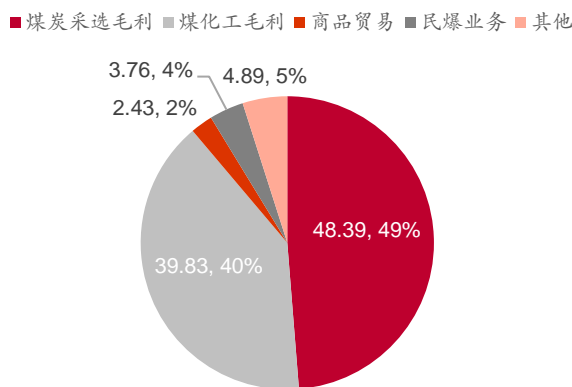
图表 7: 2019 年分板块毛利分布 (单位: 亿元, %)



来源: 招股说明书, 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

备注: 其他包括民爆、商贸、其他等

图表 8: 2019 年分板块毛利分布 (单位: 亿元, %)



来源招股说明书, 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

准矿集团上下游较为完备, 对淮北矿业形成良好的外部支撑



- 淮矿集团简介。**淮矿集团前身为淮北矿务局，始建于 1958 年 5 月，属原煤炭工业部下属企业。1997 年 12 月，淮北矿务局改建为国有独资公司。1998 年 3 月，淮北矿务局改制为淮北矿业（集团）责任有限公司，并于同年 8 月，划转为安徽省直属企业，出资人为安徽省国资委，持有本公司 100% 股权。淮矿集团是安徽省四大国有重点煤炭企业之一，实力雄厚，在 2020 年中国煤炭企业 50 强名单中排名 16。上市公司作为淮矿集团煤炭以及焦化业务运营主体，在资源以及资金方面得到了股东的有力支。

**图表 9：淮矿集团业务产能概况（截至 2019 年末）**

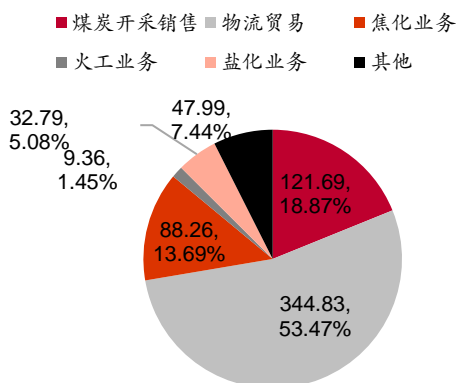
	业务主体	产能
煤炭开采销售	淮北矿业控股股份有限公司	3,391 万吨/年
焦化业务	临涣焦化股份有限公司	焦炭 440 万吨/年，甲醇 40 万吨/年
火工业务	安徽雷鸣科化股份有限公司	炸药 8.7 万吨/年，雷管 6500 万发/年
盐化业务	安徽华塑股份有限公司	PVC(46 万吨/年)、烧碱(32 万吨/年)，水泥(115 万吨/年)， 电力(2*30 万千瓦)
物流贸易	淮北矿业集团大榭煤炭运销有限公司 淮北煤联工贸有限责任公司	/

来源：集团年报，中泰证券研究所

- 淮矿集团在煤炭开采方面**，除淮北矿业外，另有子公司石台矿业拥有 70 万吨/年的产能，主要生产焦煤，双龙公司 66 万吨/年的核定产能，主要生产瘦煤、焦煤。截止 2019 年年末，集团是 3391 万吨，上市公司淮北矿业总体产能为 3255 万吨/年，是集团煤炭采选业的主力。2019 年，煤炭开采实现营业收入 121.7 亿元，占比 19%，毛利为 44.4 亿元，占比 39%。
- 集团焦化业务也是主要利润来源之一。**焦化业务包括焦炭产能 440 万吨/年、甲醇 40 万吨/年，皆由上市公司运营。2019 年，焦化业务实现营业收入 88.26 亿元，占总营收的 13.69%，实现板块毛利 39.83 亿元。占总毛利 35%。
- 集团火工业务**主要由孙公司雷鸣科化运营（由淮北矿业上市公司控股）。截至 2019 年底，拥有炸药产能 8.7 万吨/年、雷管 6500 万发/年。2019 年，火工业务实现营业收入 9.36 亿元，占总营收的 1%，毛利 3.76 亿元，占比 3%，对集团业绩起一定的补充作用。
- 集团子公司安徽华塑股份有限公司（持股 58%）**是经营盐化业务的主体。截至 2019 年末，集团持有 PVC 产能 46 万吨/年、烧碱产能 32 万吨/年，水泥产能 115 万吨/年，电力产能 2\*30 万千瓦。2019 年，公司盐化业务运营稳定，实现总营业收入 32.8 亿元，占比 5%，毛利为 7.73 亿元，

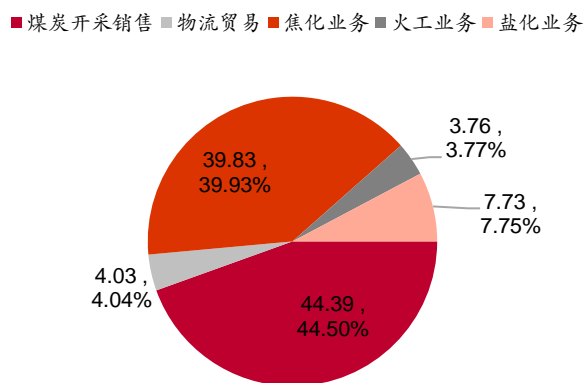
占比 6.8%。

图表 10: 淮矿集团 2019 年营收分布 (单位: 亿元 %)



来源: 集团年报, 中泰证券研究所

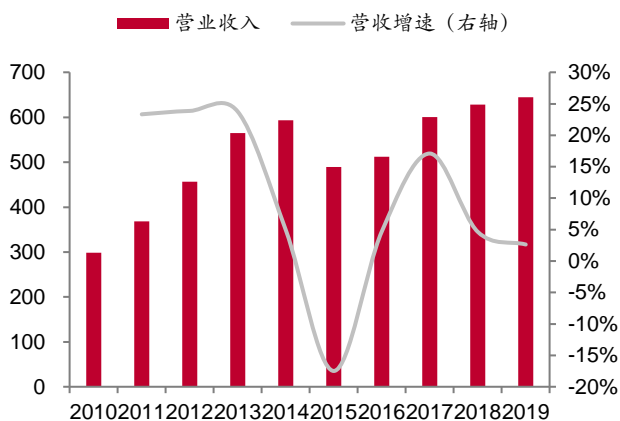
图表 11: 淮矿集团 2019 年毛利分布 (单位: 亿元 %)



来源: 集团年报, 中泰证券研究所

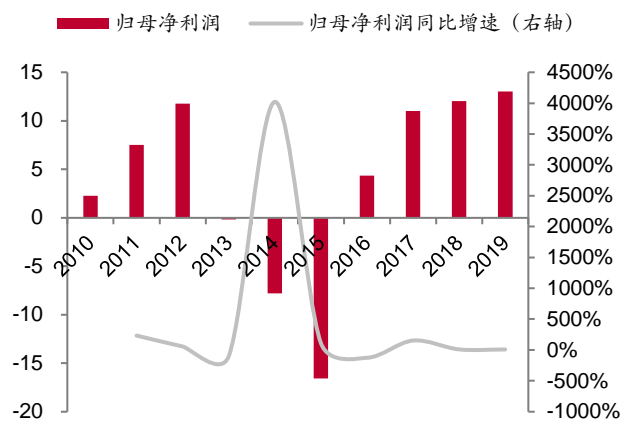
- 供给侧改革以来, 集团营收与净利润呈正增长态势。2013-2014 年受宏观经济影响, 下游行业需求减少, 导致煤炭行业整体盈利水平降低, 公司 2013-2015 年皆有亏损。2016 年以来的供给侧改革, 推动淘汰落后煤炭产能, 推进煤企进行兼并重组, 为煤企营造了较为良好的发展环境。公司自 2016 年起恢复盈利, 并且营收与利润保持正增长态势。2019 年, 集团实现总营业收入 644.92 亿元, 同比增长 2.65%, 2016-2019 的年复合增长率为 7.96%。2019 年, 公司实现归母净利润 13.03 亿元, 同比增长 8.08%, 2016-2019 年复合增长率达 44.06%。

图表 12: 淮矿集团近 10 年营收及增速 (亿元 %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 淮矿集团近 10 年归母净利润及增速 (亿元 %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 二、煤矿产能结构性调整基本结束，新产能投放将为煤炭采洗业务带来利增

信湖新矿即将投产，陶忽图煤矿进展顺利

- **公司煤矿资源禀赋优秀，储量丰富，核定产能达 3255 万吨/年。**公司煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚，拥有焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等主要煤种，其中肥煤、焦煤和瘦煤等煤种占总储量的 70% 以上，煤质具有低硫，特低磷，中等挥发分，中等至中高发热量，粘结性强，结焦性良好的特点，所产煤炭产品含硫量低，磷、砷、氯等有害元素含量极少。截止至 2019 年末，公司拥有生产矿井 16 对，资源储量为 37.09 亿吨，可采储量达 16.60 亿吨，核定年产能为 3255 万吨/年，权益年产能为 3044 万吨/年。
- **2019 年集团煤炭产能占安徽省煤炭产能的 27.9%。**截止至 2019 年年底，安徽省全省在册生产矿井 42 处，产能为 12906 万吨/年，淮矿集团煤矿 19 处，产能 3601 万吨/年，占比 27.9%；2019 年，安徽省全省原煤产量为 10988.42 万吨，淮北矿业原煤产量 2721.75 万吨，占比 24.77%，仅次于淮河能源。

图表 14: 截至 2020 年 6 月 30 日，公司在产矿井情况

矿井名称	股权比例	分区	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	剩余年限 (年)	煤种
朱庄煤矿	100%	濉肖区	1,409.9	160	160	3	瘦煤、焦煤
芦岭煤矿	100%	宿州区	9,135.0	230	230	24	1/3 焦煤
朱仙庄煤矿	100%	宿州区	4,568.2	240	240	14	气煤
临涣煤矿	100%	临涣区	17,390.2	260	260	34	焦煤、肥煤
海孜煤矿	100%	临涣区	539.6	50	50	8	焦煤
童亭煤矿	100%	临涣区	5,927.7	150	150	21	1/3 焦煤, 焦煤、肥煤
桃园煤矿	100%	宿州区	7,285.7	175	175	30	气煤
祁南煤矿	100%	宿州区	24,095.2	260	260	57	气煤
许疃煤矿	100%	临涣区	17,707.3	350	350	37	肥煤
涡北煤矿	100%	涡阳区	4,348.9	180	180	12	焦煤
孙疃煤矿	100%	临涣区	10,317.1	270	270	28	1/3 焦煤
杨柳煤矿	100%	临涣区	15,197.1	180	180	70	肥煤
青东煤矿	62.50%	临涣区	14,231.1	180	113	49	焦煤
袁店一井煤矿	100%	临涣区	14,131.0	180	180	40	焦煤、肥煤
袁店二井煤矿	60%	临涣区	7,320.1	150	90	59	肥煤
邹庄煤矿	65%	濉肖区	12,409.7	240	156	38	气煤
<b>合计</b>			<b>166,013.80</b>	<b>3,255</b>	<b>3044</b>		

来源：可转债跟踪评级报告，公司年报，中泰证券研究所

- 2019 年因产能核减以及杨庄煤矿关停, 公司产能下降 350 万吨/年。**2020 年 1 月, 公司产能为 210 万吨/年的杨庄煤矿完成退出验收。此煤矿于 1966 年正式投产, 建矿历史长, 开采时间久, 资源储量日趋枯竭, 煤层赋存及地质条件日益复杂, 开采难度不断增加, 开采成本持续升高, 投入产出矛盾突出, 且无后续发展潜力。杨庄煤矿退出对损益未造成较大影响。此外, **四个矿井产能有进行核减:** 朱庄煤矿 30 万吨/年、临涣煤矿 40 万吨/年、童亭煤矿 30 万吨/年和祁南煤矿 40 万吨/年。
- 上述所核减的产能在折算后拟用于公司下属孙公司鄂尔多斯市成达矿业有限公司**陶忽图**矿产能置换 (800 万吨/年)。2010 年度淮矿股份子公司淮矿集团投资有限公司与奇瑞汽车签订了《煤炭合开发协议》, 协议约定奇瑞汽车将其持有的成达矿业 51% 股权以 21.246 亿元价格转让给淮矿投资, 同时奇瑞汽车需协助成达矿业取得陶忽图井田 10 亿吨煤炭资源的探矿权。2019 年公司取得矿产资源勘察许可证, 勘查面积 71.87 平方公里, 资源储量 144860 万吨, 有效期限至 2022 年 1 月 7 日。探矿权总出让收益为 54.6 亿元, 2019 年已缴纳首笔 20% 资源价款 10.92 亿元, 公司正在推进该项目的核准准备工作。

**图表 15: 供给侧改革以来, 公司及集团减少产能明细**

关停煤矿	事项	减少产能 (万吨/年)	关闭时间
刘店煤矿	关停	150	2016 年 6 月
袁庄煤矿	关停	69	2016 年 9 月
海孜大井	关停	120	2016 年 7 月
杨庄煤矿	关停	210	2020 年 1 月
朱庄煤矿	核减	30	2019 年 7 月
童亭煤矿	核减	30	2019 年 7 月
临涣煤矿	核减	40	2019 年 7 月
祁南煤矿	核减	40	2019 年 7 月
以下关停煤矿属于淮北矿业集团			
岱河煤矿	关停	120	2017 年 8 月
朔里煤矿	关停	165	2019 年 10 月

来源: 集团、公司年报, 安徽省发改委、中泰证券研究所

- 逐步淘汰落后矿井, 整体煤矿质量逐渐提高。**2016 年安徽省发布煤炭行业化解过剩产能计划后, 公司陆续关停刘店煤矿, 袁庄煤矿, 海孜 (大井) 煤矿, 产能分别为 150 万吨/年, 69 万吨/年, 120 万吨/年, 合计 339 万吨/年。2020 年 1 月, 自杨庄煤矿关停后, 安徽省提前完成“十三五”煤炭行业去产能目标。公司现有矿井单井产量较高, 资源禀赋优秀, 能在未来较长一段时间提供稳定的煤炭产出。
- 目前, 公司煤炭板块重点在建工程信湖 (花沟) 矿井进程顺利。**该矿并于 2013 年开始建设 (持股 67.85%), 于 2015 年 8 月获得国家能源局批复, 设计产能为 300 万吨/年, 权益产能 180 万吨/年, 煤种为焦煤。项

目计划总投资 36.49 亿元，截至 2020 年 6 月 30 日，累计投资 33.70 亿元，施工进度达 87.73%，项目预计将于 2020 年末或 2021 年初投产，投产后将使得公司新增 300 万吨/年焦煤产能。未来，信湖（花沟）矿井的投产将进一步提升公司产能规模，提高焦精煤产量。

**图表 16: 淮北矿业动力煤洗煤厂**

动力煤选煤厂	设计能力 (万吨/年)	洗选工艺	选煤粒度 (毫米)	产品质量标准 (发热量 (卡/克))
朱仙庄选煤厂	300	原煤筛分—重介—压滤	50-0	≥5,000
祁南选煤厂	150	原煤筛分—重介—压滤	50-0	≥5,000
桃园选煤厂	150	原煤筛分—重介—压滤	50-0	≥5,000
邹庄选煤厂	240	原煤筛分—重介—压滤	50-0	≥5,000
杨柳选煤厂	180	原煤筛分—跳汰—压滤	50-0	≥5,000

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **选洗方面产能达到 3920 万吨/年。**公司拥有动力煤选煤厂 5 座，入洗能力 1,020 万吨/年，目前以生产发热量在 5000 卡/克左右的动力煤为主。另外，公司拥有炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2900 万吨/年，其中临涣选煤厂设计能力达 1600 万吨/年，位于全国前列。各炼焦煤选煤厂技术水平居行业前列，出精煤效率较高，是公司实现“精煤战略”强有力的支撑。

**图表 17: 淮北矿业炼焦煤洗煤厂**

炼焦煤选煤厂	设计能力 (万吨/年)	选煤粒度 (毫米)	产品质量标准	
			灰分 (%)	水分 (%)
			10.51~11.00	
临涣选煤厂	1600	50-0	9.51~10.00	≤12.0
			9.01~9.50	
			12.01~12.50	
淮北选煤厂	400	50-0	10.51~11.00	≤12.0
			10.01~10.50	
			10.51~11.00	
涡北选煤厂	600	50-0	10.01~10.50	≤12.0
			9.51~10.00	
芦岭选煤厂	300	50-0	9.01~9.5	≤14.0

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **公司向煤炭开采智能化继续迈进。**2019 年，公司发行可转债，募集资金 27.574 亿元，其中，4.85 亿元用于智能化采煤工作面设备购置，拟分别应用于公司杨柳煤矿、孙疃煤矿、许疃煤矿，实现智能化生产。截止至 2020 年 6 月 30 日，公司已建成 4 个智能化综采工作面、1 个智能化掘进工作面、16 条巷修机械化作业线，综采电液控覆盖率达到 78%。
- **煤炭智能化是煤炭行业的战略发展方向。**根据《煤炭工业“十四五”科技创新发展指导意见（征求意见稿中）》，目前全国已建成 280 余个智能

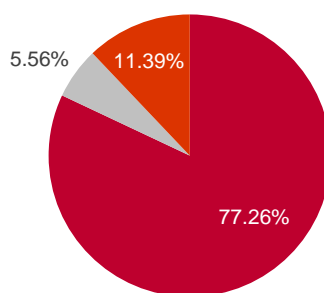
化采掘工作面，形成了“有人巡视、无人操作”的智能开采工作面新模式控制等功能，实现采煤工作面的自动化、智能化、安全化的高效开采。采煤工作面智能化设备在煤炭行业领域的应用极大地提高了生产效率，同时有效地降低了井下作业人员的安全风险，成为国内外越来越多煤炭企业的选择，有力地推动着煤炭行业高质量发展，已然成为煤炭行业未来发展趋势。根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》（征求意见稿）规划，行业将以推进煤矿智能化建设为抓手，至十四五末建成智能化煤矿 1000 处以上。

### 地处华东腹地，靠近下游产业，地域优势凸显

- **靠近消费地，公司区位优势明显。**我国煤炭运输呈现西煤东送，北煤南运特征，主要原因为煤炭资源消费结构的不平衡。东部经济发达，煤炭需求高，西部资源丰富，产能较高。公司处于华东腹地，靠近下游钢铁，焦化等产业，作为华东地区主要煤炭生产商之一，淮北矿业的竞争优势突出。
- **公司主要采用铁路运输，运输成本较低。**公司煤炭运输主要方式采用铁路运输，此外还有水运，水陆联运等运输方式。公司内部铁路线路长 503 公里，接入京沪，京九，陇海等铁路干线。公司为铁路公司大客户，运力能得到有效保障，运输成本较低，具有较强的竞争优势。根据《淮北矿业(集团)有限责任公司主体与相关债项 2020 年度跟踪评级报告》，集团大部分煤炭销售往华东地区，2019 年 77.26% 销往安徽省内，5.56% 销往江苏，11.39% 销往上海、江西、浙江和山东等地区。

**图表 18: 2019 年淮矿集团华东地区煤炭销量分布**

■ 安徽 ■ 江苏 ■ 其他: 上海、江西、浙江、山东



来源：集团年度跟踪评级报告书，中泰证券研究所

- **长协煤占比 87%，有利于锁定煤价，减少煤价波动影响。**公司下游用户主要为大型钢铁，化工和发电企业，多年来，公司与华东地区大型钢铁和电企建立了合作关系，签署了中长期煤炭购销协议，2019 年长协煤占比约为 87%（来自《淮北矿业 2019 年公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2020）》），有利于锁定价格，稳定煤价，降低因煤价波动对煤炭销售的影响程度。

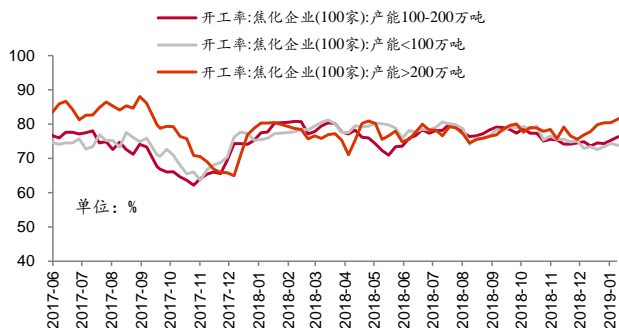
**图表 19: 2019 年煤炭业务前五大客户**

2019 年煤炭业务下游五大客户	销售收入占比
马鞍山钢铁股份有限公司	18.15
芜湖海螺贸易有限公司	5.94
淮北申皖发电有限公司	4.12
中信泰富特钢有限公司	3.79
江苏南钢环宇贸易有限公司	3.47
合计	35.47

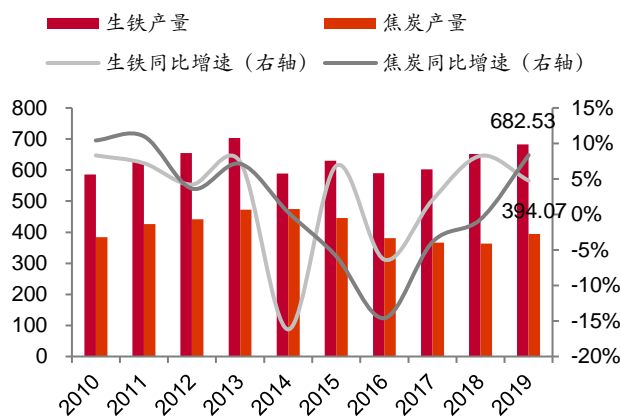
来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

### 炼焦煤发展前景稳定, 焦煤价格有望中高位运行

- 焦炭与生铁产量稳中有升, 焦煤需求端韧性较足。** 焦煤的生产、销售与下游焦炭、钢铁等行业需求息息相关。地产基建的投资韧性较足, 焦炭、钢铁产量近年来稳中有升, 焦化企业开工率稳定在 80% 左右, 对煤炭需求向好, 对未来炼焦煤价格有支撑。

**图表 20: 近年来焦化企业开工率在 80% 左右**


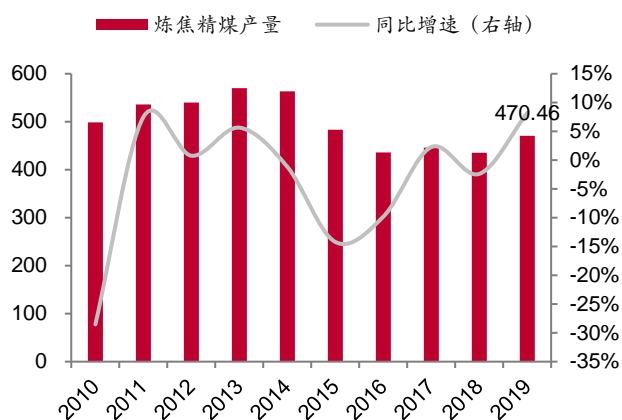
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 21: 生铁与焦炭产量、增速 (单位: 百万吨)**


来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

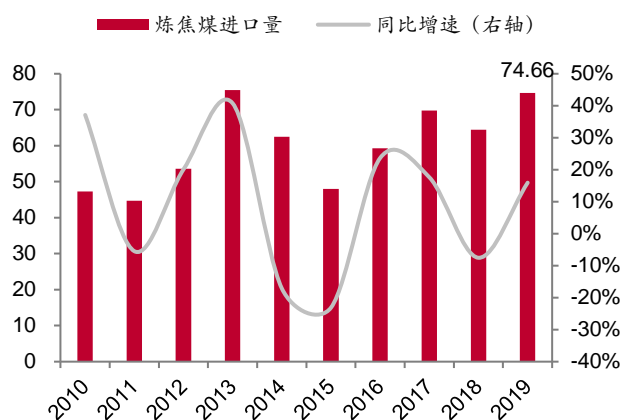
- 炼焦煤供给端可控有序。** 炼焦煤在我国属于稀缺资源, 供给侧改革以来国内产量稳定在 4.5 亿吨左右, 年进口量大约 6000-7000 万吨。陕蒙地区大型新建矿井以动力煤为主, 行业内新增焦煤产能偏少, 进口端也是有序控制, 整体来看焦煤供给释放较为可控。

图表 22: 近 10 年炼焦精煤产量 (单位: 百万吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

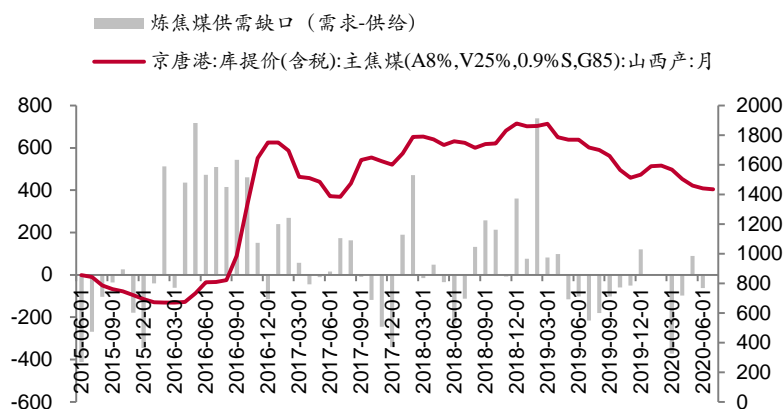
图表 23: 近 10 年炼焦煤进口量 (单位: 百万吨)



来源: 海关总署, 中泰证券研究所

- 供需关系基本平衡, 价格预计在中高位运行。2019 年炼焦煤总供给 5.45 亿吨, 同比增长 9.18%, 总需求 5.48 亿吨, 同比增长 7.04%, 近年来炼焦煤基本处于供需平衡状态。2019 年京唐港主焦煤均价在 1716 元/吨左右, 较上年的 1764 元/吨下跌 48 元/吨。预计未来价格将维持在中高位运行。

图表 24: 京唐港主焦煤价格与炼焦煤供需缺口 (单位: 万吨, 元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

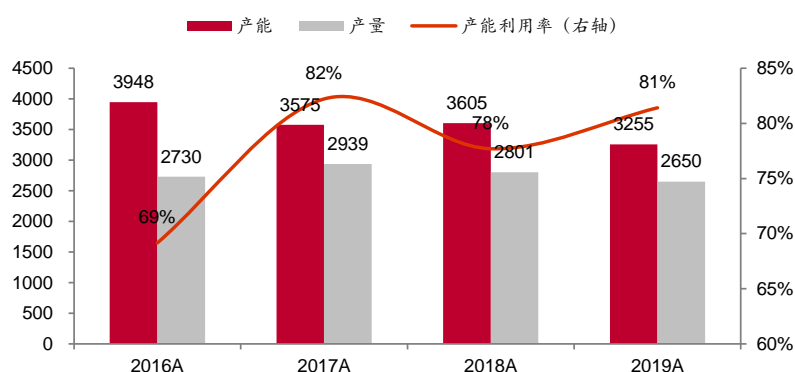
备注: 右轴为炼焦煤价格



商品煤销售价格相对高位运行，焦煤业务保持较强的盈利能力

- 2019 年底公司在产产能 3255 万吨/年，2019 年原煤产量 2650 万吨。**2019 年末煤炭产能为 3255 万吨/年，同比下降 9.71%（主因杨庄煤矿关闭和四个煤矿产能核减，合计减少产能 350 万吨/年）。2019 年，一方面受产能减少影响，另一方面受朱仙庄、桃园煤矿地质条件变化导致产量阶段性下降影响，公司原煤产量达 2650 万吨，同比下降 5.38%。煤矿产能利用率为 81%，同比上升 3.72 个百分点，弥补了部分产能收缩对煤炭产销量的影响。

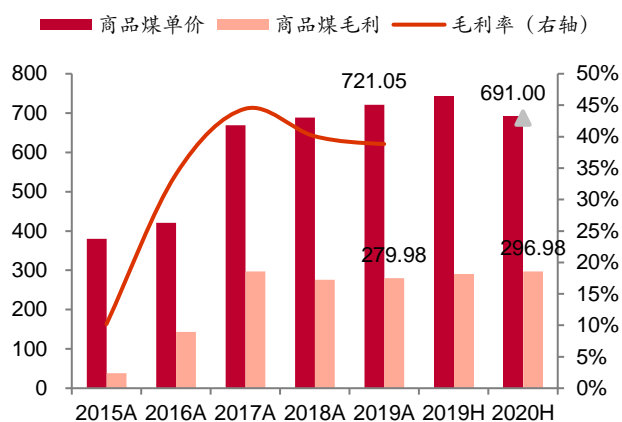
图表 25: 公司原煤产量以及产能利用率 (单位: 万吨/年, 万吨)



来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

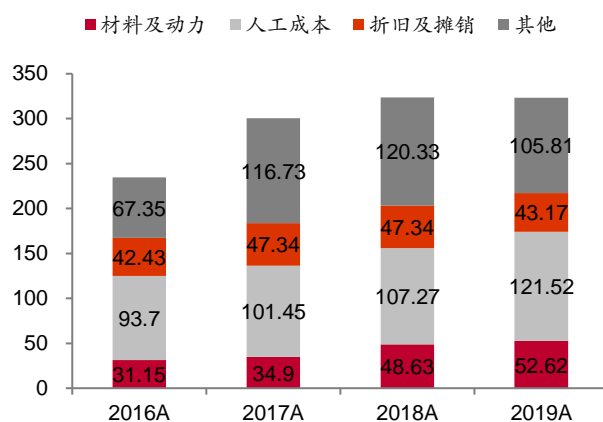
- 2020 上半年，公司吨煤售价为 691 元/吨，吨煤成本为 394.02 元/吨，吨煤毛利为 296.98 元/吨。**2020 年上半年，公司商品煤售价为 691 元/吨，同比下降 6.79%，公司长协煤占比较高，售价相对稳定。吨煤销售成本为 394.02 元/吨，同比下降 12.83%，吨煤毛利为 296.98 元/吨，同比上升 2.64%，毛利率为 43%，同比增加 4 个百分点。2020 年上半年，公司加大修旧利废严控成本，部分生产工程受疫情影响未按进度完成，其他成本有所下降，同时员工社保等获得优惠政策，成本下跌幅度大于售价下跌幅度，挤出一定利润空间。
- 公司煤炭矿井开采难度较大，人工成本占比最高。**2019 年，公司吨煤开采成本为 323.12 元/吨（不含运费），基本与 2018 年持平，其中材料与动力是 52.62 元/吨，占比 16%，人工成本为 121.52 元/吨，占比 38%，折旧摊销是 43.17 元/吨，占比 13%，其他 105.81 元/吨，占比为 33%。

图表 26: 吨煤价格、毛利 (单位: 元/吨 %)



来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

图表 27: 吨煤成本结构 (单位: 元/吨)

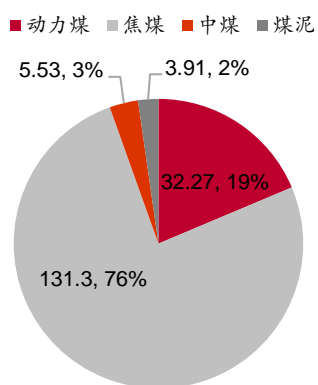


来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

备注: 其他成本包括维简井巷费用、安全费用、地面塌陷补偿费等

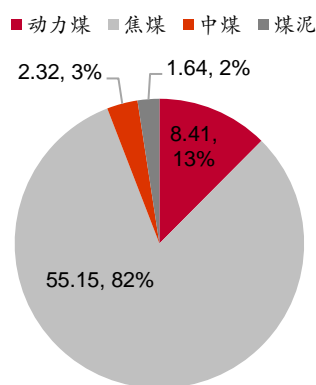
- 煤炭开采业务的主要盈利来源为焦煤。**2019 年煤炭销售总营收(含自用)为 173.01 亿元, 其中, 焦煤销售收入(含自用)占总销售收入(含自用)的 76%, 动力煤占 19%, 其他煤种占 5%。焦煤毛利占总毛利(含自用)的 82%, 动力煤占 13%, 其他煤种占 5%。可以看出, 焦煤是煤炭板块收入和利润的主要来源。2019 年, 焦煤(含自用)均价 1317 元/吨, 毛利(含自用)为 552.97 元/吨, 动力煤(含自用)均价为 433.5 元/吨, 毛利(含自用)为 112.96 元/吨。

图表 28: 2019 年, 分煤种营收分布 (含自用)(单位: 亿元)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 29: 2019 年, 分煤种毛利分布 (含自用)(单位: 亿元)



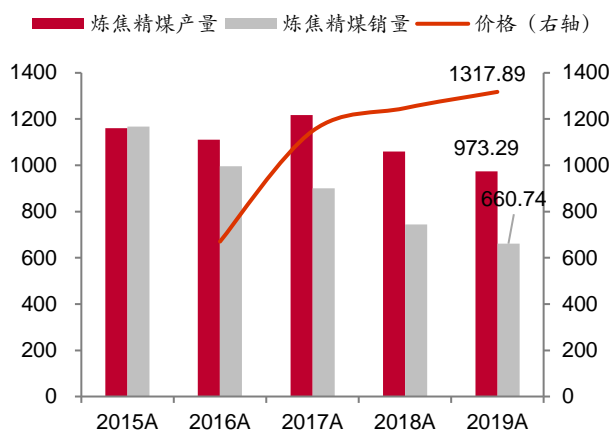
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 30: 2019 年煤炭主要经营情况 (含自用)**

	价格	同比	成本	同比	毛利	同比	毛利率	同比
动力煤	433.45	0.23%	320.49	-4.47%	112.96	16.50%	26.06%	3.64%
焦煤	1316.50	4.59%	763.53	16.23%	552.97	-8.11%	42.00%	-5.81%
中煤	312.13	14.48%	181.18	-9.24%	130.95	79.33%	41.95%	15.17%
煤泥	132.92	-10.20%	77.17	-28.69%	55.75	40.06%	41.94%	15.05%
合计	781.73	3.87%	476.65	7.96%	305.08	-1.93%	39.03%	-2.31%

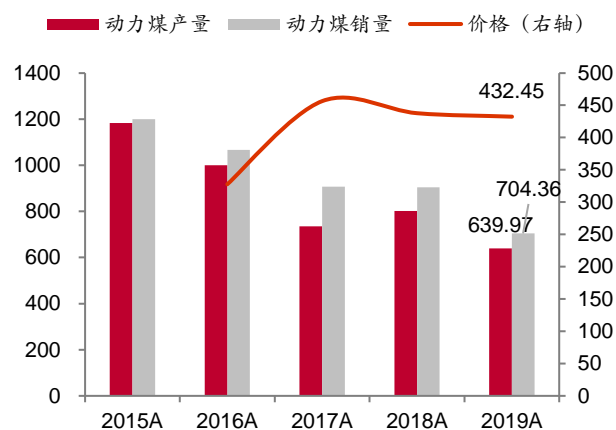
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 2019 年炼焦煤产量 973.29 万吨, 销量 997.3 万吨; 动力煤产量 639.97 万吨, 销量 744.5 万吨。**2019 年, 公司商品煤产量 2084.1 万吨, 其中生产焦煤 973.29 万吨, 占比 47%, 动力煤 639.97 万吨, 占比 31%, 其他煤种 (中煤+煤泥) 470.84 万吨, 占比 23%。2019 年, 商品煤销量 2213.2 万吨, 其中销售焦煤 997.3 万吨 (其中自用 336.6 万吨, 对外销售 660.7 万吨), 动力煤 744.5 万吨 (其中自用 40 万吨, 对外销售 704.4 万吨), 其他煤种 471.3 万吨 (其中自用 108 万吨, 对外销售 363.3 万吨)。

**图表 31: 炼焦煤产销量、价格 (单位: 万吨, 元/吨)**


来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

备注: 售价、销量皆不包括自用煤

**图表 32: 动力煤产销量、价格 (单位: 万吨, 元/吨)**


来源: 可转债评级跟踪报告, 中泰证券研究所

备注: 售价、销量皆不包括自用煤

### 同业比较中, 公司资源禀赋较好, 煤炭业务毛利较高

- 淮北矿业煤炭储量处于同业中游水平, 产能处于行业平均水平。**平煤股份, 西山煤电, 淮北矿业, 盘江股份, 冀中能源皆为国资委控股的大型焦煤企业, 其中, 截至 2019 年底, 淮北矿业可采储量达 13.5 亿吨, 核定产能为 3255 万吨/年, 处于行业平均水平, 可采储量为 13.5 亿吨, 次

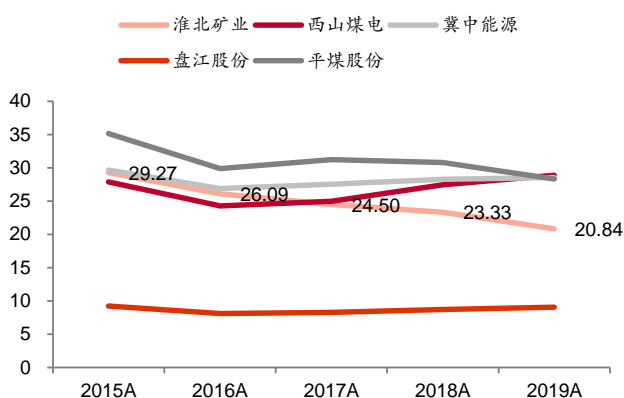
于盘江股份与西山煤电。

**图表 33: 对比公司情况 (2019 年底数据)**

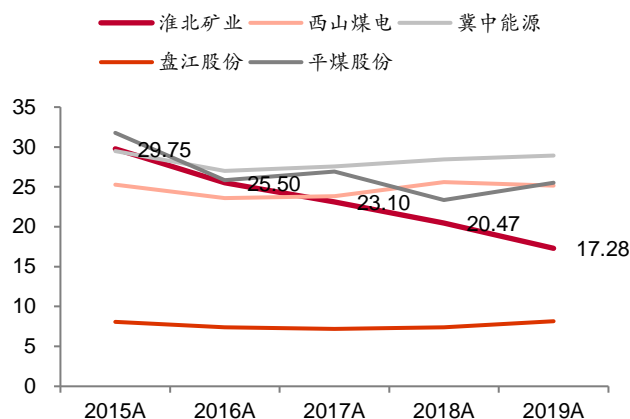
	淮北矿业	盘江股份	冀中能源	平煤股份	西山煤电
股票	600985.SH	600395.SH	000937.SZ	601666.SH	000983.SZ
省份	安徽	贵州	河北	河南	山西
股东	淮北矿业(集团)有限责任公司(75%)	贵州盘江投资控股(集团)有限公司(58.07%)	冀中能源集团有限责任公司(44.48%)	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司(57.12%)	山西焦煤集团有限责任公司(54.40%)
控制人	安徽省国资委	贵州省国资委	河北省国资委	河南省国资委	山西省国资委
主营业务	煤炭采洗, 焦化, 火工, 商贸等	原煤生产、洗选加工	煤炭、化工、电力、建材	动力煤和冶炼精煤	煤炭的生产、洗选加工、销售及发供电
资源禀赋	焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤	气煤、肥煤、1/3 焦煤、主焦煤、瘦煤、贫煤、无烟煤	炼焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气肥煤以及瘦煤	1/3 焦煤、焦煤及肥煤	焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤
可采储量(亿吨)	13.5	30.2	7.05	9.5	21
核定生产能力(万吨)	3255	1330	3420	3365	3260

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2019 年, 淮北矿业煤炭产销量略有下滑。**2019 年, 淮北矿业淘汰落后煤矿, 个别煤矿进行产能核减, 商品煤产销量有一定下降。2019 年, 淮北矿业原煤产量 2084 万吨, 同比下降 10.7%, 商品煤销量为 1728 万吨, 同比下降 15.58%。2020 年 1 月杨庄煤矿关停后, 公司列入去产能计划的煤矿已全部停产, 并且未来随着新产能投放, 预计将来煤炭产销量将稳中有升。

**图表 34: 各公司原煤产量对比 (单位: 百万吨)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 35: 各公司商品煤销量对比 (单位: 百万吨)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 淮北矿业、西山煤电、冀中能源、平煤股份等四家公司精煤销售量约为 1000-1200 万吨。**2019 年, 四家原煤产能较为接近的公司(淮北矿业、西山煤电、冀中能源、平煤股份), 精煤销售量约为 1000-1200 万吨。淮北矿业精煤销量在商品煤销量中占比 45.06%, 达 997.34 万吨, 同期

西山煤电精煤销售为 1175 万吨、冀中能源为 1213 万吨、平煤股份为 1046 万吨。

图表 36: 2019 年公司精煤销量占商品煤销量比

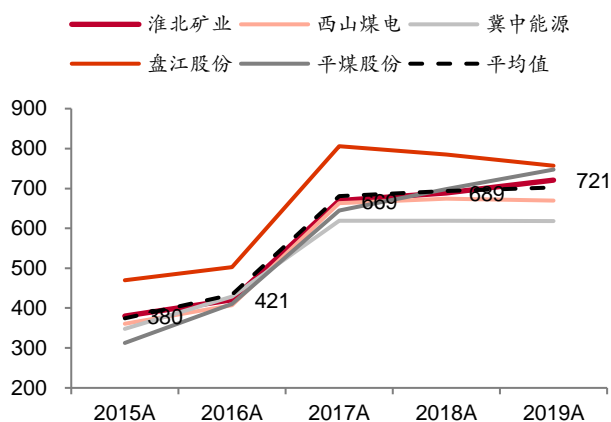
公司	原煤产量	商品煤总销量	精煤	占比
西山煤电	2889	2517	1175	46.68%
冀中能源	2854	2895	1213	41.91%
盘江股份	907	817	399	48.79%
平煤股份	2832	2554	1046	40.97%
淮北矿业	2084	2213	997	45.06%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 淮北矿业此处数据含自用

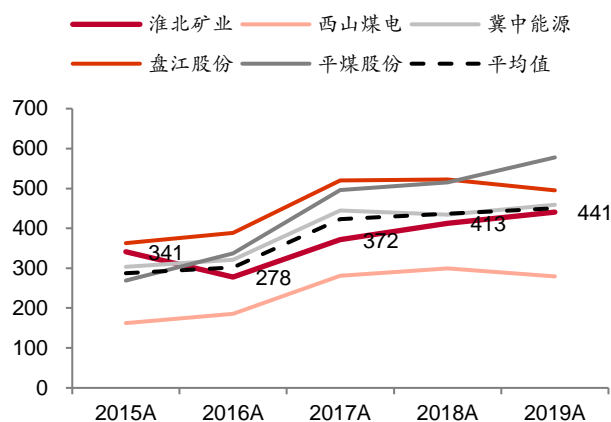
- 淮北矿业商品煤中销售价格偏高, 吨煤成本相对偏低。2019 年淮北矿业吨煤价格为 721 元/吨, 在行业中排名第三, 仅次于盘江股份, 平煤股份, 高于行业均值 703 元/吨。2019 年淮北矿业吨煤销售成本为 441 元/吨, 仅高于西山煤电, 低于行业均值 450 元/吨, 这一定程度上与公司靠近消费地销售成本偏低等有关。

图表 37: 单位商品煤销售价格 (元/吨)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

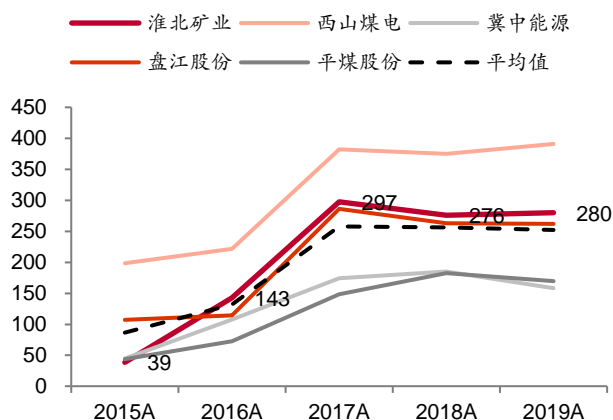
图表 38: 单位商品煤销售成本 (元/吨)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

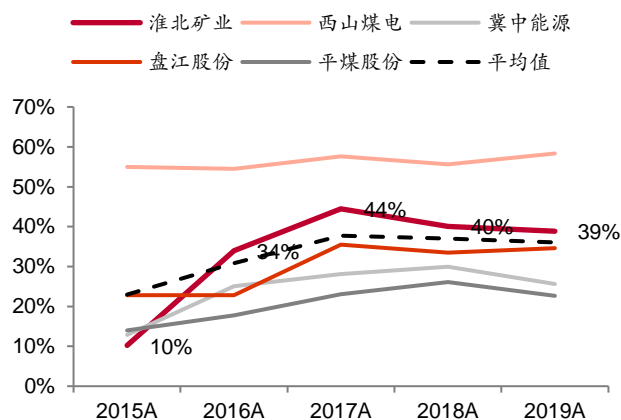
- 淮北矿业吨煤毛利较高。2019 年淮北矿业吨煤毛利达 280 元/吨, 吨煤毛利率 39%, 同业中皆排名第二, 高于行业平均吨煤毛利 252 元/吨以及 36% 毛利率水平。公司地处华东地区, 靠近下游企业, 运输成本相对较低, 利润空间较大。西山煤电毛利较高是因为成本中未包含运费。

图表 39: 单位商品煤毛利 (元/吨)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

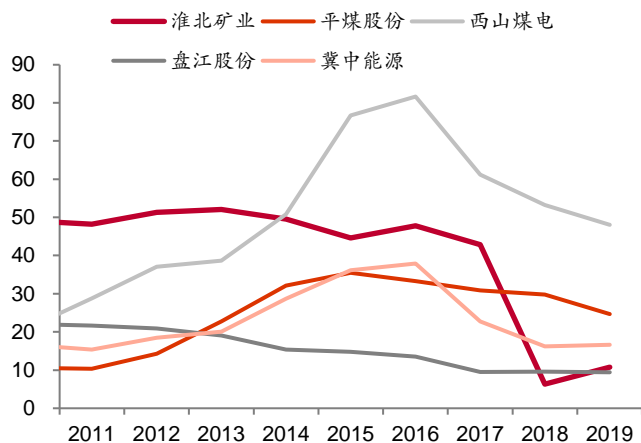
图表 40: 单位商品煤毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司商品周转速度较快。**2019年, 淮北矿业存货周转天数为 10.75 天, 仅次于盘江股份 9.4 天, 低于行业均值 21.9 天。得益于区域优势, 靠近下游客户, 公司存货变现速度较快, 存货管理工作效率较高。2019年, 公司应收账款周转天数为 7.5 天, 表现最快, 低于行业均值 20.6 天, 主要回收款项能力较强。

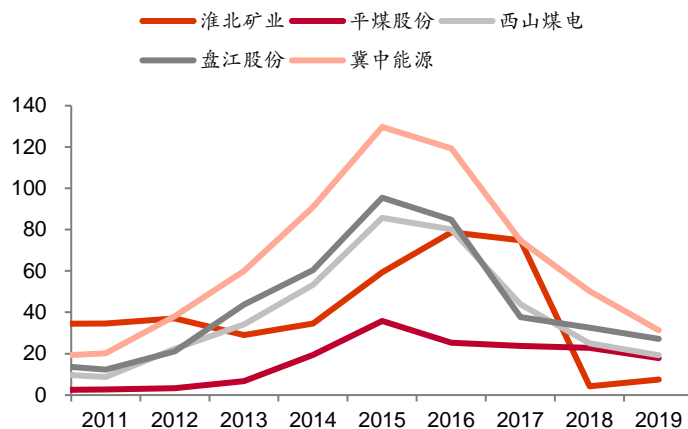
图表 41: 存货周转天数 (单位: 天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据

图表 42: 应收账款周转天数 (单位: 天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

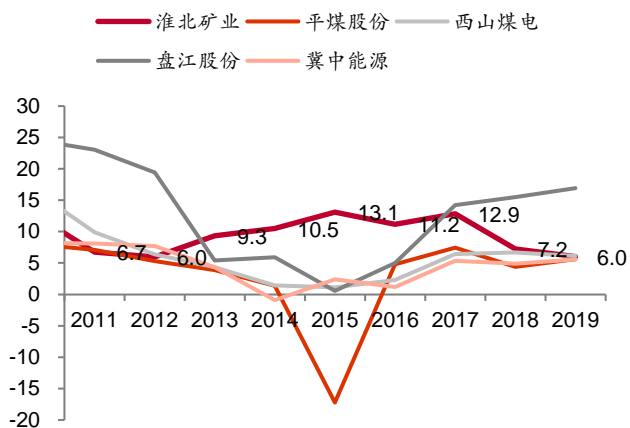
备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据

- 2019 年公司净利率为 6.01%, 主要受到商贸收入占比较高的拖累。**2019 年公司净利润/营业总收入为 6.01%, 低于盘江股份 16.9% 和西山煤电 6.13%, 高于平煤股份 5.6% 和冀中能源 5.5%, 主要是因为公司商品贸易业务毛利率较低, 营收规模大 (2019 年商贸收入占比 58%), 拉低公司总营业收入的利润水平。公司在 2019 年 9 月顺利通过高新技术企业

复审并取得安徽省科技厅、安徽省财政厅、安徽省税务局核发的高新技术企业证书，三年内继续享受国家高新技术企业 15%的企业所得税优惠税率，有利于公司保持高盈利水平。

- 2019 年，公司净资产收益率为 20.1%，同业中最高。2019 年公司，净资产收益率为 20.1%，显著高于同行 11.5%的平均水平，位居第一位。

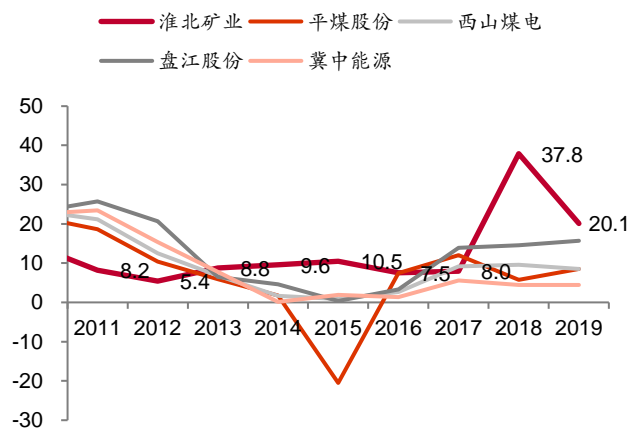
图表 43: 净利率对比 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据

图表 44: 净资产收益率对比 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据

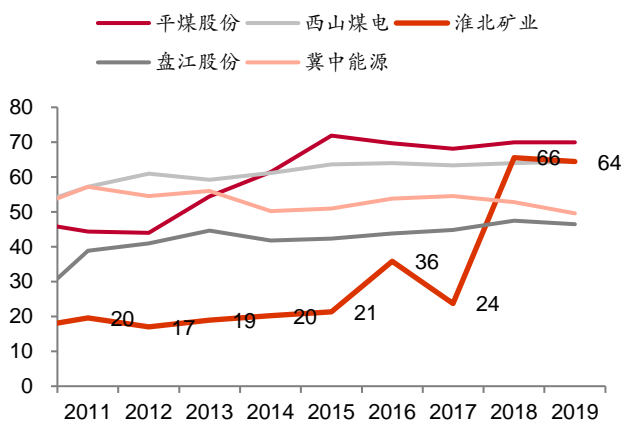
- 淮北矿业利息费用率 (或财务费用率) 相对偏低, 偿债能力较强。2019 年, 淮北矿业资产负债率为 64.4%, 低于平煤股份的 70%和西山煤电的 64.5%, 高于盘江股份的 46.5%和冀中能源的 49.6%。2019 年公司的财务费用得到有效控制, 同比下降 18.25%至 11.52 亿元, 占营业收入比重为 1.92%, 同业中排名第四, 利息费用率 (或财务费用率) 相对偏低。得益于利息费用的节省以及良好的现金流量, 2019 年现金流量利息保障倍数相较 2018 年上涨 2.28x 至 8.19x, 仅次于盘江股份 24.2 和西山煤电 9.3, 高于平煤股份 1.4 和冀中能源 4.5, 处于行业中上游水平。

图表 45: 利息费用、利息费用占营业收入比例 (单位: 百万元)

可比公司	2019A	2018A	同比	营业收入占比 (2019)
淮北矿业	1152.28	1409.50	-18.25%	1.92%
平煤股份	1250.98	1109.12	12.79%	5.29%
西山煤电	809.35	919.99	-12.03%	2.46%
盘江股份	71.89	59.68	20.47%	1.11%
冀中能源	764.47	763.15	0.17%	3.52%

来源: Wind, 中泰证券研究所

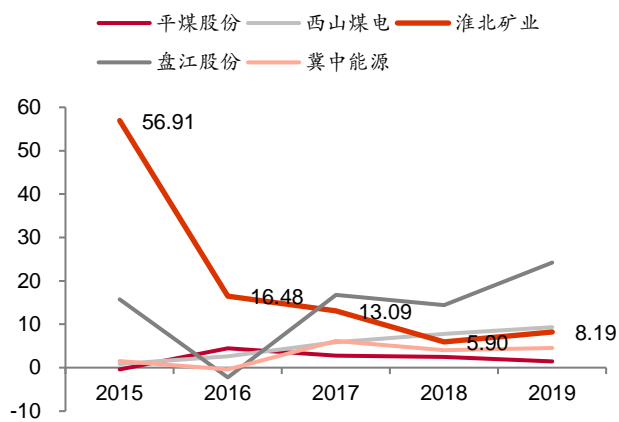
图表 46: 资产负债率 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据

图表 47: 现金流量利息保障倍数



来源: Wind, 中泰证券研究所

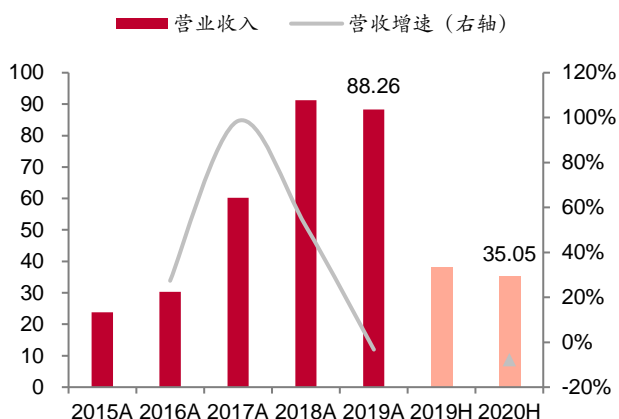
备注: 淮北矿业 2018 年上市, 2017 年及之前数据为雷鸣科化数据



### 三、焦化业务规模优势显著，可转债项目将进一步提高焦化业务盈利能力

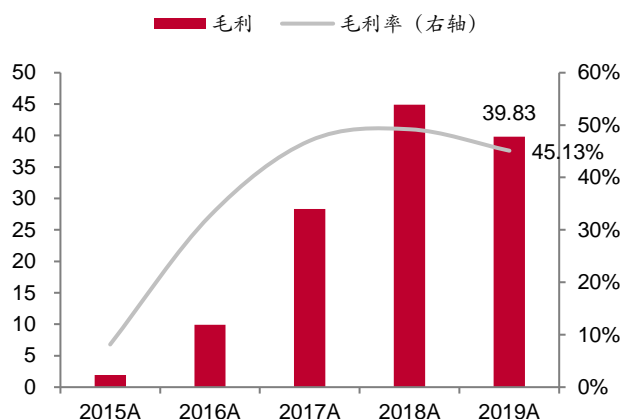
- 公司的焦化业务主要由子公司临涣焦化股份有限公司（公司持股 67.65%）经营。**焦化产品主要以焦炭为主，具有低硫、冷热强度高特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业；焦化副产品有甲醇、粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。2019 年 9 月 9 日，临涣焦化顺利通过高新技术企业复审，将在未来三年继续享受国家高新技术企业 15% 的企业所得税优惠税率。截至 2020 年 6 月底，公司焦炭产能与甲醇产能分别为 440 万吨/年与 40 万吨/年，焦炭和甲醇权益产能分别为 298 万吨/年、27 万吨/年，是安徽地区最大的独立焦化企业。
- 2017 年公司焦化二期投产，焦化业务盈利能力较强。**公司焦化业务共分两期，其中焦化一期（焦炭 220 万吨，联产 20 万吨甲醇）于 2005 年 6 月建成投产，焦化二期（焦炭 220 万吨，联产 20 万吨甲醇、10 万吨焦油、2.9 万吨粗苯以及 2.5 万吨硫铵）于 2017 年建成投产。随着 2017 年焦化二期的投产，公司焦化业务的营收也实现较大幅度的提升。2019 年，公司焦化业务营收达 88.26 亿，占收入比重为 15%，2019 年，毛利为 39.83 亿元，占公司毛利比重为 40%，毛利率为 45.13%（2019 年，公司焦化业务原材料内部采购占比约为 64%，内部抵消使得焦化业务毛利率水平较高）。总体来说，公司焦化业务在公司盈利体系中占据较大权重。

图表 48: 焦化业务营业收入 (单位: 亿元)



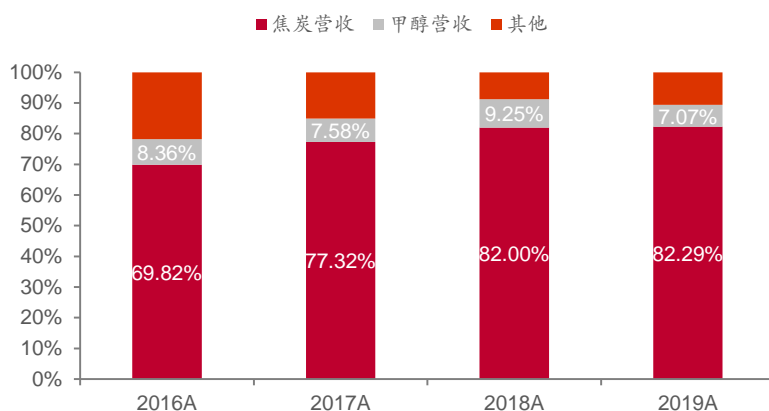
来源: 可转债跟踪评级报告, 公司年报, 中泰证券研究所

图表 49: 焦化业务毛利、毛利率 (单位: 亿元)



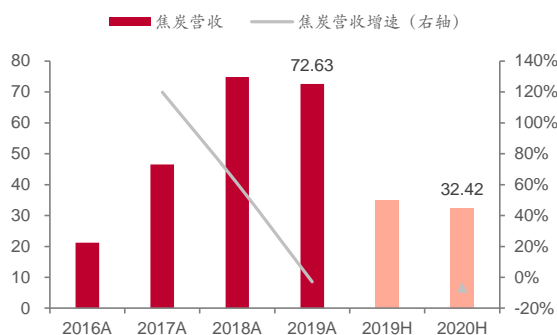
来源: 可转债跟踪评级报告, 公司年报, 中泰证券研究所

- 焦化行业的主要营业收入来自于焦炭产品。**2019 年，焦炭产品销售收入占焦化板块销售收入的 82.29%，是焦化业务主要营收来源；甲醇销售收入占 7.07%；其他化工品销售收入占比 10.64%。

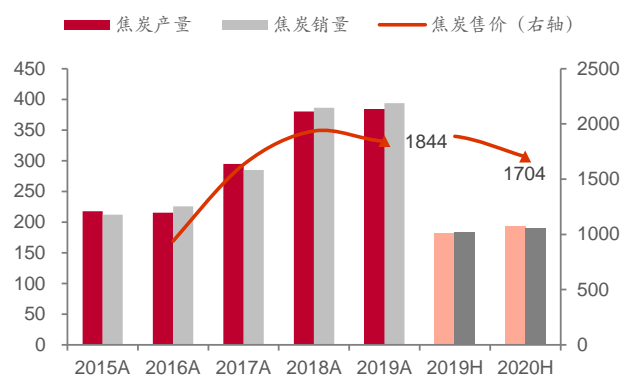
**图表 50: 焦化分产品营收分布**


来源: 可转债跟踪评级报告, 年报, 中泰证券研究所

- 2020 上半年, 焦炭价格下落导致营收下滑。**2016-2018 年, 公司焦炭营收增长迅速, 营收增长来自于焦炭产量以及价格的双重驱动, 2019 年, 公司焦炭产量有所上涨 (+0.75%), 但由于焦炭价格小幅回落 (-4.77%), 导致销售收入较去年稍有下降 (-2.95%)。2020 年上半年, 受疫情等因素影响, 焦炭价格延续 2019 年的下降趋势, 平均售价为 1704 元/吨, 较 2019 年同期售价下降了 9.8%, 焦炭销量为 190.3 万吨, 同比增加 3.5%, 营收为 32.4 亿元, 同比下降 6.6%。

**图表 51: 焦炭销售收入以及同比增速 (单位: 亿元)**


来源: 可转债跟踪评级报告, 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 52: 焦炭产销量及售价 (单位: 万吨, 元/吨)**


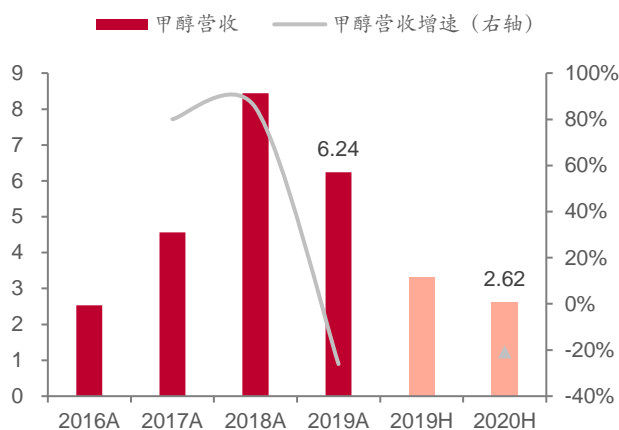
来源: 可转债跟踪评级报告, 公司年报, 中泰证券研究所

- 2020 上半年甲醇价格下跌幅较大, 盈利空间被挤压。**2019 年甲醇销售收入达 6.24 亿元, 同比下降 26.06%, 生产甲醇 33.08 万吨, 同比下降 2.25%, 销售甲醇 32.95 万吨, 同比下降 2.77%, 甲醇售价为 1895.06 元/吨, 同比下降 23.95%, 受国际油价下调以及下游需求萎靡影响, 2019 年甲醇售价降幅明显, 导致甲醇盈利能力降低。2020 年上半年甲醇平均售价为 1561 元/吨, 较 2019 年同期平均售价下降 449 元/吨 (或为 22.35%), 销售量 16.8 万吨, 同比增加 1.94%, 营收为 2.62 亿元, 同

比下降 20.8%。

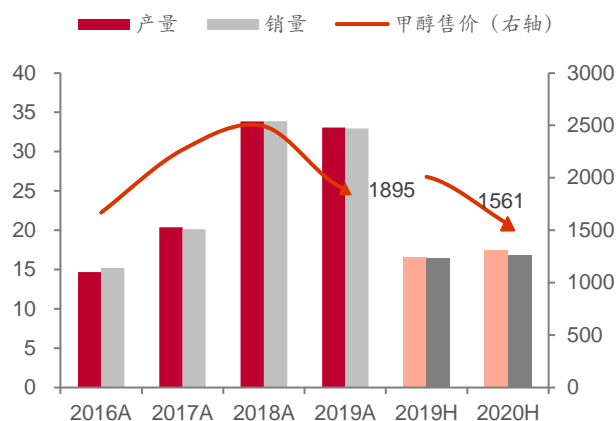
- 在建焦炉煤气综合利用制甲醇项目预计为公司带来 50 万吨/年的甲醇产能增量，预计于 2021 年 10 月投产。**公司的焦炉煤气综合利用制甲醇项目于 2019 年开工建设，系在对临涣焦化股份有限公司一、二期焦炉气制甲醇弛放气综合利用的基础上，实现年产 50 万吨甲醇的生产规模，预计 2021 年 10 月完工，能为公司增加 50 万吨/年的甲醇产能，同比增加 125%，项目总投资约 16.87 亿元（公司 2019 年可转债项目募集资金 27.6 亿元，其中 15.73 亿元用于该项目）。截至 2020 上半年末，该项目累计投资 2.5 亿元，工程进度约为 14.71%，完工后，公司焦化的副产品回收能力将大幅提高，业内竞争力也将进一步增强。根据公司预案，该项目预计满产后实现税后利润 1.7 亿元/年（销售均价参考 2017 年、2018 年公司甲醇售价 2268、2492 元/吨，两年平均为 2380 元/吨来测算）。

图表 53: 甲醇销售收入以及同比增速 (单位: 亿元)



来源: 可转债跟踪评级报告, 年报, 中泰证券研究所

图表 54: 甲醇产销量及售价 (单位: 万吨, 元/吨)



来源: 可转债跟踪评级报告, 年报, 中泰证券研究所

- 2019 年焦化业务原材料 64% 内部供应。**焦化业务原材料基本采用内部采购的模式，2019 年内部采购占比 64%，主要商品为炼焦煤，按市场价格进行结算。公司焦化产品主要销往大型国有钢铁企业和贸易企业，2019 年前五大客户销售额占总销售额的 48.65%，客户集中度较高。焦化行业作为炼焦煤的下游行业，公司在焦化方面的发展能更好的发挥公司作为煤炭龙头的优势，减少外部采购，节约成本，并且能提高煤炭产品附加值与煤炭资源的利用率，从而增厚利润。

**图表 55: 2019 年焦化业务前五大客户**

2019 年临涣焦化下游五大客户	销售收入占比
马鞍山钢铁股份有限公司	26.95
江苏南钢环宇贸易有限公司	6.39
新余钢铁股份有限公司	5.65
武汉钢铁有限公司	5.40
濉溪县志诚工贸有限责任公司	4.26
合计	48.65

来源：可转债跟踪评级报告，中泰证券研究所

#### 四、砂石骨料有望成为重要的经济利润增长点，贸易业务规模较大但盈利能力有限，民爆业务运营稳定

- **公司 2016 年开始布局砂石骨料行业，2019 年复产扩产。**2016 年，雷鸣科化以总价 4.35 亿元竞拍取得安徽省萧县三处建筑石料用灰岩矿采矿权，并将三处资产注入全资子公司安徽雷鸣矿业有限责任公司。同年，雷鸣科化子公司靖州民爆出资 610 万元，购买靖州八姑岩石料有限公司 70% 股权，并于 2019 年更名为靖州亿安砂石有限公司。2019 年，雷鸣科化石灰岩矿山复产扩产，实现矿山开采、爆破服务、民爆产品“一体化”发展。
- **2020 年产能将进一步释放，预计为公司经济利润增长点。**目前，公司共拥有 4 个矿，主要生产建筑用石子、石粉，总产能为 648 万吨/年。截至 2020 年 4 月，雷鸣科化瓦子口矿已全面复工复产，王山窝矿、所里东山矿也按下了建成投产的“快进键”。靖州亿安砂石八姑岩 48 万吨/年稳定生产（靖州苗族侗族自治县普通建筑材料用砂石土矿专项规划(2019—2025) 年文件中，2019 年实际产量为 80 万吨），该矿山周边资源潜力大，具备扩储扩能条件。根据《靖州苗族侗族自治县普通建筑材料用砂石土矿专项规划(2019—2025 年)》初步估算，矿区资源潜力为 8000 万吨，拟设开采规模 200 万吨/年，该矿权预期 2021 年投放。综上，预计今年石料开采量将有所扩大，非煤矿山是淮北矿业集团今年重要的经济利润增长点。

**图表 56: 子公司雷鸣科化非煤矿山情况**

矿山	地区	储量(万吨)	矿区面积(平方公里)	设计产能(万吨/年)	核定产能(万吨/年)
雷鸣矿业-萧县瓦子口北	安徽省宿州市	2651.4	0.2480	400	200
雷鸣矿业-萧县王窝山象山	安徽省宿州市	2575.5	0.3081	400	200
雷鸣矿业-萧县所里东山	安徽省宿州市	2356.5	0.1262	400	200
靖州亿安-八姑岩	湖南省靖州市	588.3	0.0812	-	48

来源: 公司公告, 靖州苗族侗族自治县普通建筑材料用砂石土矿专项规划(2019—2025年), 中泰证券研究所

- **砂石骨料行业毛利高。**我们从三家水泥上市公司的砂石骨料业务来看, 砂石骨料板块毛利率水平较高, 2019 年华新水泥此板块毛利率为 64.76%, 上峰水泥 77.84%, 海螺水泥 70.60%。

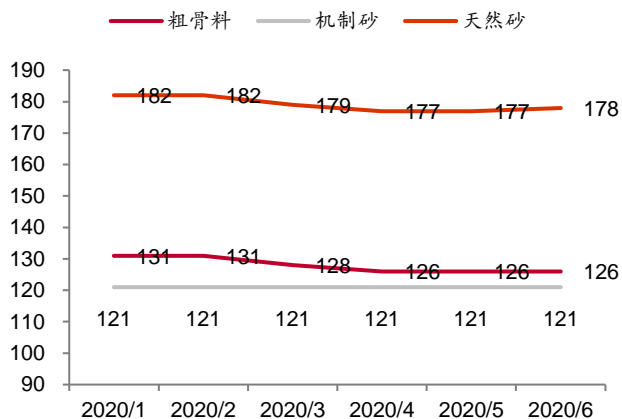
**图表 57: 上市公司砂石骨料板块盈收水平**

	毛利率	产能(万吨/年)	销量(万吨)	收入(亿元)	吨毛利(元/吨)
华新水泥	64.76%	3950	1759	10.3	38.0
上峰水泥	77.84%	300	-	4.6	-
海螺水泥	70.60%	5530	-	10.2	-

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

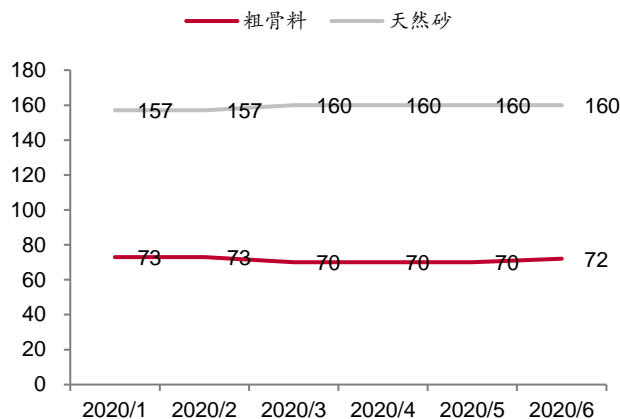
- 我们判断砂石骨料行业毛利率高的主要原因有如下: (1) **受政策影响, 矿山开采权数量减少小矿退出, 现阶段供不应求。**如安徽省 2020 年文件《关于促进砂石行业健康有序发展的实施意见》指出“到 2020 年底, 全省年产量 500 万吨以上高质量机制砂石生产企业不少于 10 家, 到 2025 年底, 全省砂石市场供需总量实现基本平衡, 规范有序的砂石产业体系基本形成。”砂石骨料产能结构往规模大, 产能优方向发展, 加之环境监管更加严格, 对企业资质要求更高, 中小型无证矿数量有所减少, 导致骨料市场阶段性的供不应求, 骨料价格上涨幅度颇大。(2) **骨料单位成本较低但运输成本较高, 如若区域内垄断, 则可压缩运输成本, 给利润更多空间。**骨料单位货值低使得运输半径有限。从骨料的开采成本看, 骨料的完全开采成本仅约 15~20 元, 而砂石骨料价格处于较高水平。2020 年 6 月份, 安徽省砂石价格天然砂价格为 178 元/吨, 粗骨料 126 元/吨, 湖南怀化天然砂价格为 160 元/吨, 粗骨料价格位 72 元/吨, 去除成本后, 砂石骨料产品毛利水平凸显。

图表 58: 2020 年安徽省砂石价格情况 (单位: 元/吨)



来源: 砂石骨料网, 中泰证券研究所

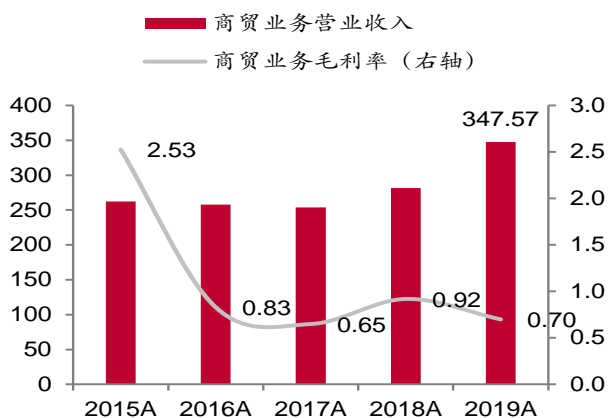
图表 59: 2020 年湖南省怀化市砂石价格情况 (单位: 元/吨)



来源: 砂石骨料网, 中泰证券研究所

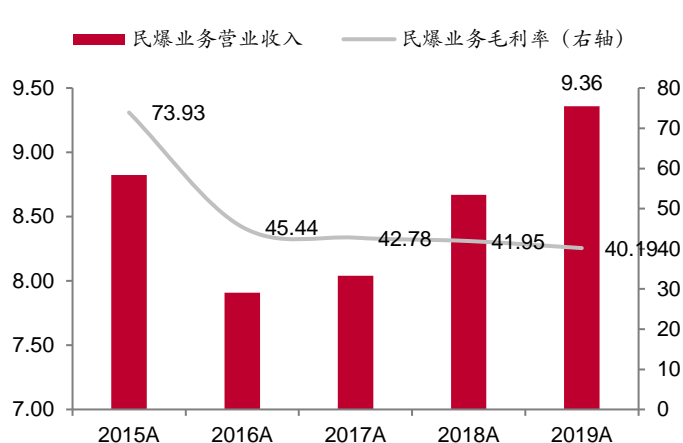
- 商贸板块营收规模较大, 业务盈利占比较小。**公司贸易业务主要以销售煤炭、钢材、化工产品为主; 公司煤炭贸易业务主要为以销定采模式, 供应商以稀缺煤炭品种的生产企业, 港口煤炭贸易企业, 以及煤炭进出口企业为主。2019 年, 商贸板块营收达 347.57 亿元, 同比上升 23.53%, 占公司比重为 58%, 但毛利与毛利率分别为 2.43 亿元、0.70%, 毛利占比为 2%, 业务盈利能力有限。业务毛利率水平近几年相对稳定, 在 0.6%-1% 区间波动。商贸业务的下游客户以央企或地方国企电力、焦化、钢铁企业等为主, 承担风险较小。

图表 60: 商贸业务营收、毛利率 (单位: 亿元, %)



来源: 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

图表 61: 民爆业务营收、毛利率 (单位: 亿元, %)



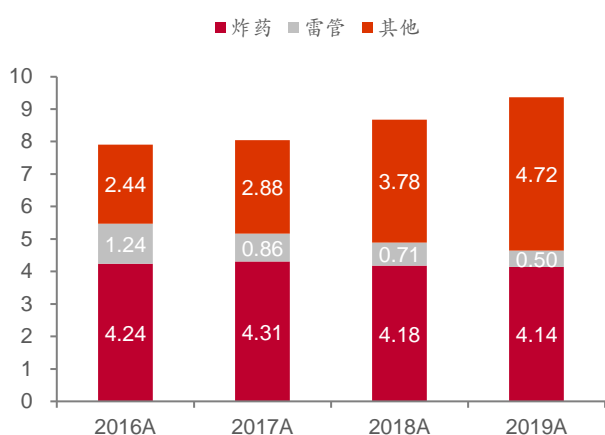
来源: 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

- 民爆业务毛利水平约 40%, 为公司提供一定的稳定利润。**公司的民爆业务由子公司安徽雷鸣科化有限责任公司运营, 主要从事民爆器材产销、矿山开采、爆破服务等业务, 主要产品为工业炸药和工业雷管。2016 年-2019 年, 民爆营收持续增长, 年化复合增速为 5.77%, 年毛利率稳

定在 40%以上。2019 年，民爆业务营收达 9.36 亿元，占公司比重 2%，毛利与毛利率分别为 3.76 亿元与 40.19%，毛利占公司比重为 4%。

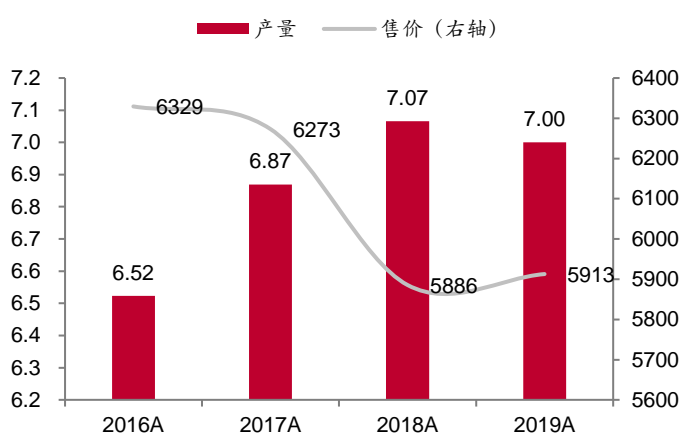
- **民爆业务主要产品为炸药。**公司的水胶炸药在全国范围内占有技术、质量、产能优势，市场份额占全国水胶炸药 40%以上。2019 年，雷鸣科化炸药产能达 8.7 万吨/年，较去年增长 4000 吨/年，产量 7.0 万吨，产能利用率达 80.46%，销售收入达 4.14 亿元，占民爆业务营收的 44.26%。雷管近几年营收有所下降，2019 年雷管产能为 6500 万发/年，产能较去年缩小一半，2019 年雷管产量为 2123 万发，产能利用率为 32.67%。

图表 62: 民爆营收分布 (单位: 亿元)



来源: 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

图表 63: 炸药产量、产能 (单位: 万吨, 万吨/年)



来源: 可转债跟踪评级报告, 中泰证券研究所

## 五、盈利预测与估值

### 盈利预测假设条件阐述

- 煤炭产销量方面, 预计信湖 (花沟) 2020 年末或 2021 年初投产, 产能 300 万吨/年, 将带来煤炭产销量增量; 价格方面, 受下游焦炭、钢铁支撑, 炼焦煤价格始终处于较为稳定的区间; 成本方面, 公司人工成本较高, 煤矿智能化有利于节省人工成本。
- 我们预计 2020-2022 年, 公司原煤产量 2669、2819、2969 万吨, 商品煤销量 1583、1696、1808 万吨。
- 预计 2020-2022 年, 公司煤炭销售均价分别为 692、713、727 元/吨, 吨煤成本分别为 397、401、409 元/吨。
- 焦化业务方面, 预计新建 50 万吨/年甲醇项目将于 2021 年 10 月份投产, 将带来甲醇产销量增量; 焦化业务价格与成本变动方向较为一致; 毛利率相对稳定。

- 我们预计 2020-2022 年, 公司焦炭产量 410、410、410 万吨, 销量 410、410、410 万吨, 甲醇产量 35、40、60 万吨, 销量 35、40、59 万吨。
- 预计 2020-2022 年, 公司焦化业务综合销售均价分别为 1861、1917、1975 元/吨, 综合销售平均成本分别为 1044、1065、1086 元/吨。
- 预计 2020-2022 年, 公司总营业收入 657.9、677.3、699.1 亿元; 总毛利 94.7、105.3、113.5 亿元, 毛利率 14.4%、15.6%、16.2%。

图表 64: 业绩假设

业务	项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭业务	原煤产量 (万吨)	2801	2650	2669	2819	2969
	商品煤产量 (万吨)	2333	2084	2111	2261	2411
	商品煤销量 (万吨)	2047	1728	1583	1696	1808
	产销率	88%	83%	75%	75%	75%
	单位价格 (元/吨)	689	721	692	713	727
	单位成本 (元/吨)	413	441	397	401	409
	吨煤毛利 (元/吨)	276	280	295	312	318
	销售收入 (百万元)	14105	12463	10959	12090	13150
	销售成本 (百万元)	8454	7623	6285	6798	7394
	毛利 (百万元)	5651	4840	4675	5292	5756
	毛利率	40.06%	38.83%	42.66%	43.77%	43.77%
焦炭业务	焦炭产量 (万吨)	380.22	383.08	410.00	410.00	410.00
	焦炭销量 (万吨)	386.41	393.81	410.00	410.00	410.00
	产销率	101.63%	102.80%	100.00%	100.00%	100.00%
	甲醇产量 (万吨)	34	33	35	40	60
	甲醇销量 (万吨)	34	33	35	40	59
	产销率	100%	100%	99%	99%	99%
	单位综合售价	2171	2068	1861	1917	1975
	单位综合成本	1103	1135	1044	1065	1086
	销售收入 (百万元)	9126	8826	8276	8620	9269
	销售成本 (百万元)	4634	4843	4642	4788	5099
	毛利 (百万元)	4492	3983	3634	3832	4171
	毛利率	49%	45%	44%	44%	45%
其他业务	销售收入 (百万元)	34544	38797	46557	47022	47492
	销售成本 (百万元)	33519	37687	45393	45611	46068
合计	销售收入合计 (百万元)	57775	60086	65792	67732	69912
	销售成本合计 (百万元)	46608	50153	56319	57198	58560
	毛利合计 (百万元)	11168	9933	9473	10534	11351
	毛利率	19.33%	16.53%	14.40%	15.55%	16.24%

来源: 公司公告、中泰证券研究所



## 盈利预测与估值

- 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司的净利润分别为 32.9/35.6/38.3 亿元，同比增长-9.4%、+8.3%、+7.6%，折合 EPS 分别是 1.51/1.64/1.76 元/股，当前股价 10.2 元（9 月 14 日收盘价）对应 PE 分别为 6.7/6.2/5.8 倍。公司 2019 年利润分配政策为每 10 股派发现金红利 6 元（含税），分红率为 35.9%，若按此分红率执行，当前股价（10.2 元）折算未来两年股息率都将约为 6.0%，在当前货币政策宽松的大背景下价值性凸显。我们维持公司“买入”评级。

图表 65：可比公司盈利预测与估值

	股价 (20200914)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
淮北矿业	10.20	1.51	1.64	1.76	6.8	6.2	5.8	1.1
平煤股份	5.84	0.54	0.61	0.66	10.8	9.6	8.8	1.0
西山煤电	4.17	0.42	0.44	0.48	9.9	9.5	8.7	0.8
盘江股份	5.92	0.59	0.76	0.87	10.0	7.8	6.8	1.4
冀中能源	3.72	0.31	0.35	0.38	12.0	10.6	9.8	0.6
平均	5.97	0.67	0.76	0.83	9.91	8.74	7.99	0.98

来源：Wind，中泰证券研究所

注：除淮北矿业外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

图表 66: 公司三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	54,687	60,086	65,792	67,732	69,912
增长率	5617.4%	9.9%	9.5%	2.9%	3.2%
营业成本	-43,560	-50,153	-56,319	-57,198	-58,560
%销售收入	79.7%	83.5%	85.6%	84.4%	83.8%
毛利	11,127	9,933	9,473	10,534	11,351
%销售收入	20.3%	16.5%	14.4%	15.6%	16.2%
营业税金及附加	-645	-566	-658	-677	-699
%销售收入	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-278	-228	-329	-339	-350
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-3,419	-3,035	-3,290	-4,064	-4,544
%销售收入	6.3%	5.1%	5.0%	6.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	6,784	6,104	5,197	5,455	5,758
%销售收入	12.4%	10.2%	7.9%	8.1%	8.2%
财务费用	-1,391	-1,189	-1,100	-1,000	-950
%销售收入	2.5%	2.0%	1.7%	1.5%	1.4%
资产减值损失	81	0	50	50	50
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	254	31	200	200	200
%税前利润	4.7%	0.6%	4.5%	4.2%	3.9%
营业利润	5,729	4,947	4,347	4,705	5,058
营业利润率	10.5%	8.2%	6.6%	6.9%	7.2%
营业外收支	-373	28	50	50	50
税前利润	5,355	4,976	4,397	4,755	5,108
利润率	9.8%	8.3%	6.7%	7.0%	7.3%
所得税	-469	-571	-644	-698	-751
所得税率	8.8%	11.5%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	3,947	3,613	3,652	3,956	4,257
少数股东损益	398	-15	365	396	426
归属于母公司的净利润	3,549	3,628	3,287	3,561	3,831
净利率	6.5%	6.0%	5.0%	5.3%	5.5%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	3,947	3,613	3,652	3,956	4,257
加: 折旧和摊销	2,727	2,230	2,343	2,473	2,596
资产减值准备	81	73	0	0	0
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0
财务费用	1,379	1,137	1,100	1,000	950
投资收益	-254	-31	-200	-200	-200
少数股东损益	398	-15	365	396	426
营运资金的变动	6,322	-2,643	1,629	530	-132
经营活动现金净流	8,320	9,434	8,524	7,759	7,471
固定资本投资	-34,218	-1,585	-1,000	-1,000	-1,000
投资活动现金净流	-2,214	-4,197	-1,800	-1,800	-1,800
股利分配	-1,086	-1,086	-986	-1,068	-1,149
其他	-4,418	-1,709	-2,456	-2,096	-1,754
筹资活动现金净流	-5,504	-2,796	-3,442	-3,164	-2,904
现金净流量	602	2,441	3,282	2,795	2,767

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,141	5,635	8,917	11,712	14,479
应收款项	6,677	2,724	2,274	2,357	2,314
存货	1,447	1,549	1,893	1,603	1,976
其他流动资产	826	2,734	2,902	2,990	3,175
流动资产	12,092	12,643	15,986	18,661	21,945
%总资产	20.5%	20.3%	24.4%	27.6%	31.1%
长期投资	930	848	1,048	1,248	1,448
固定资产	30,159	31,011	30,653	30,064	29,268
%总资产	51.2%	49.8%	46.9%	44.4%	41.5%
无形资产	9,266	10,196	11,003	11,793	12,565
非流动资产	46,865	49,638	49,404	49,043	48,564
%总资产	79.5%	79.7%	75.6%	72.4%	68.9%
资产总计	58,957	62,281	65,390	67,705	70,508
短期借款	5,876	7,798	6,500	6,500	6,500
应付款项	11,000	13,196	14,861	15,242	15,591
其他流动负债	13,739	5,616	5,313	5,111	4,993
流动负债	30,614	26,610	26,674	26,853	27,084
长期贷款	4,761	7,025	9,000	9,000	9,000
其他长期负债	3,290	6,500	5,438	4,687	4,152
负债	38,666	40,135	41,113	40,540	40,236
普通股股东权益	17,020	19,036	20,802	23,294	25,976
少数股东权益	3,271	3,110	3,475	3,871	4,296
负债股东权益合计	58,957	62,281	65,390	67,705	70,508

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	1.63	1.67	1.51	1.64	1.76
每股净资产 (元)	7.83	8.76	9.58	10.72	11.96
每股经营现金净流 (元)	3.83	4.34	3.92	3.57	3.44
每股股利 (元)	0.50	0.50	0.45	0.49	0.53
<b>回报率</b>					
净资产收益率	20.85%	19.06%	15.80%	15.29%	14.75%
总资产收益率	6.70%	5.80%	5.59%	5.84%	6.04%
投入资本收益率	399.48%	13.62%	13.00%	14.50%	15.82%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	5617.42%	9.87%	9.50%	2.95%	3.22%
EBIT增长率	4567.59%	-11.80%	-12.88%	4.83%	5.42%
净利润增长率	2885.31%	2.22%	-9.41%	8.33%	7.60%
总资产增长率	2337.34%	5.64%	4.99%	3.54%	4.14%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	5.8	9.6	8.7	7.8	7.0
存货周转天数	5.0	9.0	9.4	9.3	9.2
应付账款周转天数	27.8	49.8	50.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	100.8	183.2	168.7	161.4	152.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	63.92%	52.73%	33.21%	15.46%	36.69%
EBIT利息保障倍数	5.0	5.2	4.9	5.6	6.2
资产负债率	65.58%	64.44%	62.87%	59.88%	57.07%

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 六、风险提示

- **（1）信湖煤矿建设进度低于预期的风险。**信湖煤矿预计 2020 年末或 2021 年初投产，如建设进度低于预期，公司营业表现将低于预期。
- **（2）煤炭产品价格波动的风险。**煤炭产业属于周期性行业，且受下游焦化，钢铁，房地产行业等需求影响，煤炭价格有下行风险。另外，供给侧改革仍是主导行业需求格局的重要因素，煤价波动如若超出绿色范围，可能政策调控介入。
- **（3）可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- **（4）甲醇产品价格波动的风险。**甲醇产品价格与国际大宗商品联动性较强，若受国际形势以及甲醇市场供需影响，甲醇价格可能存在波动幅度较大风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。