

## 淮北矿业 (600985.SH) 高分红低估值焦煤龙头，关注新产能投放

2021年03月28日

——公司年报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/3/26
当前股价(元)	11.40
一年最高最低(元)	12.36/7.63
总市值(亿元)	253.51
流通市值(亿元)	79.97
总股本(亿股)	22.24
流通股本(亿股)	7.01
近3个月换手率(%)	132.59

### ● 高分红低估值焦煤龙头，关注新产能投放。维持“买入”评级

公司发布年报，2020年实现营业收入523亿元(同比-13%); 归母净利润34.7亿元(同比-4.48%); 扣非后归母净利润31.8亿元(同比+0.01%)。2020年受疫情影响，公司主要产品价格下降，但通过控制成本实现对冲，其中三项费用均同比下降，合计减费4亿元(同比-7.1%)，业绩韧性十足。非经损益主要为政府补助。考虑到各产品价格持续向好，增量产能有序推进，我们上调盈利预测，预计2021/2022/2023年分别实现归母净利润45.3/49.6/51.1亿元(2021/2022前值42.4/45.9)，同比增长30.7%/9.4%/3%; EPS分别为2.04/2.23/2.3元(2021/2022前值1.95/2.12)，对应当前股价，PE分别为5.6/5.1/5.0倍。维持“买入”评级。

### ● 煤炭板块降本维持业绩稳健，煤化工板块甲醇跌价明显

**煤炭业务:** 煤炭销量基本稳定。2020年公司实现商品煤产/销量2168/1704万吨(同比+4%/-1.4%)，其中炼焦煤产量占比45.2%(同比-1.5pct)。降本对冲煤价下行，毛利率实现增长。2020年吨煤价格(不含税)665元/吨(同比-7.8%)，吨煤成本392元/吨(同比-11.1%)，吨煤毛利273元/吨(同比-2.6%)，煤炭毛利率41%(同比+2.2pct)。煤炭业务实现营收/毛利113/46.5亿元(同比-9.1%/-4%)。

**煤化工业务:** 焦炭产销量大增，售价小降。2020年实现焦炭产/销量412.4/413万吨(同比+7.6%/+4.9%)，产能利用率为93.7%，提升明显。焦炭平均售价为1771元/吨(同比-3.9%)，公司焦炭主要采用长协定价，有助于稳定焦价。**甲醇产销量大增，价格大跌。**2020年甲醇产/销量38/38.4万吨(同比+14.9%/+16.5%)，平均售价1575元/吨(同比-16.9%)。煤化工业务实现营收/毛利86/35.7亿元(同比-2.6%/-10.3%)，毛利率41.6%(同比-3.5pct)，煤化工业务主要受价格下行拖累。但四季度以来，焦炭及甲醇价格已实现修复，煤化工板块业绩有望得到改善。

### ● 煤炭及煤化工增量产能有序推进

**煤炭:** 信湖矿300万吨焦煤产能建设进度99.74%，预计2021年5月底可联合试运转，陶忽图矿800万吨动力煤产能仍在规划中。**煤化工:** 50万吨焦炉煤气制甲醇项目预计于10月建设完工，60万吨甲醇制乙醇项目仍在规划中。**砂石业务:** 两座矿山全面达产，雷鸣矿业2020年贡献2.1亿元利润(同比+1.4亿元)。

### ● 积极回馈股东，分红率增长至41.7%

根据公司2020年度利润分配方案，公司拟分红14.5亿元(含税)，每股股利0.65元，分红率达41.7%(同比+5.7pct)。以3月26日收盘价计算，股息率达5.7%。

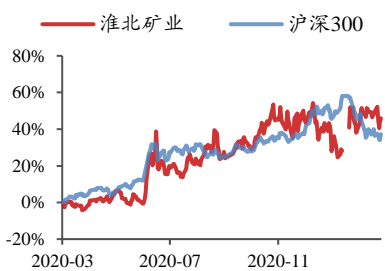
### ● 风险提示: 经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，新增产能进度落后预期

#### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,086	52,276	60,882	62,229	62,911
YOY(%)	9.9	-13.0	16.5	2.2	1.1
归母净利润(百万元)	3,628	3,468	4,533	4,959	5,108
YOY(%)	2.2	-4.5	30.7	9.4	3.0
毛利率(%)	16.5	18.2	18.3	18.7	18.9
净利率(%)	6.0	6.6	7.4	8.0	8.1
ROE(%)	16.3	14.4	16.6	16.0	14.6
EPS(摊薄/元)	1.63	1.56	2.04	2.23	2.30
P/E(倍)	7.0	7.3	5.6	5.1	5.0
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

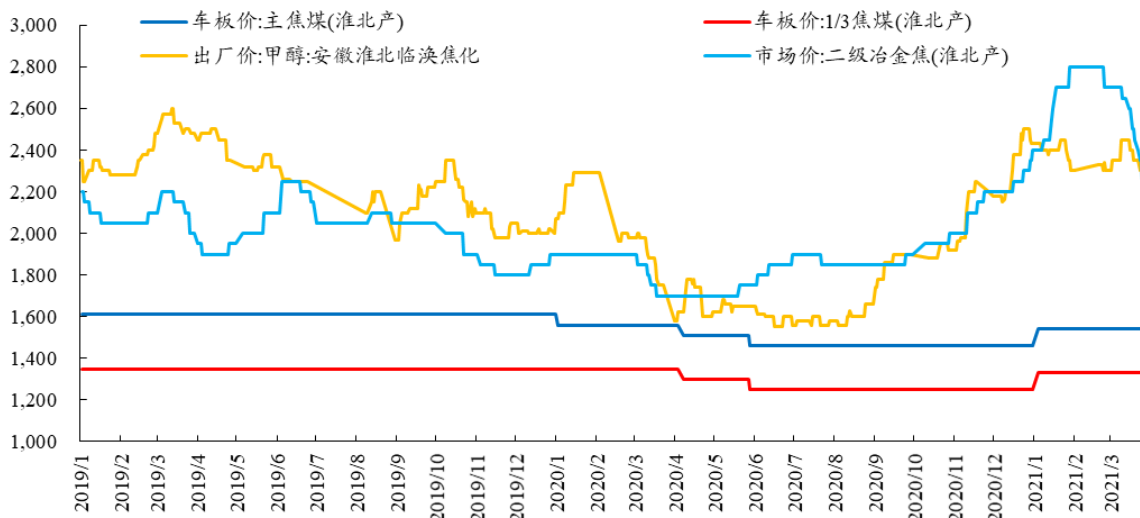
### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-低估值高股息焦煤龙头，新业务贡献增长极》- 2020.12.23

**表1: 公司 2020 年经营数据汇总**

	2019	2020	同比
<b>煤炭业务</b>			
原煤产量 (万吨)	2650	2713	2.4%
商品煤产量 (万吨)	2084	2168	4.0%
商品煤销量 (万吨, 不含内部自用)	1728	1704	-1.4%
吨煤价格 (元/吨)	721	665	-7.8%
吨煤成本 (元/吨)	441	392	-11.1%
吨煤毛利 (元/吨)	280	273	-2.6%
煤炭业务收入 (亿元)	124.6	113.3	-9.1%
煤炭业务成本 (亿元)	76.2	66.8	-12.4%
煤炭业务毛利 (亿元)	48.4	46.5	-4.0%
煤炭业务毛利率	38.8%	41.0%	+2.19pct
<b>煤化工业务</b>			
<b>焦炭</b>			
产量 (万吨)	383	412	7.6%
销量 (万吨)	394	413	4.9%
平均售价 (元/吨)	1844	1771	-3.9%
<b>甲醇</b>			
产量 (万吨)	33.1	38.0	14.9%
销量 (万吨)	33.0	38.4	16.5%
平均售价 (元/吨)	1895	1575	-16.9%
煤化工业务收入 (亿元)	88.3	86.0	-2.6%
煤化工业务成本 (亿元)	48.4	50.2	3.7%
煤化工业务毛利 (亿元)	39.8	35.7	-10.3%
煤化工业务毛利率	45.1%	41.6%	-3.55pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图1: 公司各主要产品产地价格趋势 (元/吨)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	12643	13493	13115	10954	16604
现金	5635	3136	1795	359	5166
应收票据及应收账款	2398	3072	3299	3213	3370
其他应收款	346	237	442	252	450
预付账款	289	407	404	425	413
存货	1549	1513	2046	1576	2077
其他流动资产	2425	5129	5129	5129	5129
<b>非流动资产</b>	49638	53517	58373	58755	58951
长期投资	848	940	1083	1239	1401
固定资产	31011	31892	35574	34861	33419
无形资产	10196	9915	11676	13707	16150
其他非流动资产	7583	10772	10040	8948	7981
<b>资产总计</b>	62281	67011	71488	69709	75555
<b>流动负债</b>	26610	28810	31371	27764	31648
短期借款	7798	5861	5861	5861	5861
应付票据及应付账款	10065	10991	13481	11430	13694
其他流动负债	8746	11958	12029	10473	12093
<b>非流动负债</b>	13525	12739	11245	9189	7108
长期借款	10461	9811	8317	6261	4180
其他非流动负债	3064	2928	2928	2928	2928
<b>负债合计</b>	40135	41550	42616	36953	38756
少数股东权益	3110	4178	4417	4678	4946
股本	2172	2173	2224	2224	2224
资本公积	5869	5772	5772	5772	5772
留存收益	10460	12688	15742	19083	22524
<b>归属母公司股东权益</b>	19036	21283	24455	28079	31853
负债和股东权益	62281	67011	71488	69709	75555

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	9434	5508	11500	6160	12447
净利润	3613	3670	4772	5220	5377
折旧摊销	2230	2474	2769	3115	3297
财务费用	1189	875	866	857	849
投资损失	-31	-174	-115	-144	-116
营运资金变动	2409	-1349	3209	-2889	3040
其他经营现金流	25	12	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-4197	-5648	-7509	-3354	-3377
资本支出	3531	5536	4712	226	34
长期投资	-697	-587	-143	-174	-162
其他投资现金流	-1363	-699	-2940	-3302	-3505
<b>筹资活动现金流</b>	-2796	-2667	-5331	-4242	-4263
短期借款	1922	-1937	0	0	0
长期借款	5700	-649	-1494	-2056	-2081
普通股增加	60	0	51	0	0
资本公积增加	157	-96	0	0	0
其他筹资现金流	-10635	15	-3888	-2186	-2182
<b>现金净增加额</b>	2441	-2807	-1340	-1437	4807

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	60086	52276	60882	62229	62911
营业成本	50153	42776	49717	50609	51041
营业税金及附加	566	535	609	622	629
营业费用	228	179	244	249	252
管理费用	3035	2865	3044	3111	3146
研发费用	1244	1373	1218	1245	1258
财务费用	1189	875	866	857	849
资产减值损失	-0	-4	0	0	0
其他收益	468	414	300	300	300
公允价值变动收益	2	9	0	0	0
投资净收益	31	174	115	144	116
资产处置收益	58	-23	0	0	0
<b>营业利润</b>	4156	4331	5601	5979	6153
营业外收入	106	49	51	62	67
营业外支出	78	90	100	100	100
<b>利润总额</b>	4185	4290	5552	5941	6120
所得税	571	620	780	721	743
<b>净利润</b>	3613	3670	4772	5220	5377
少数股东损益	-15	202	239	261	269
<b>归母净利润</b>	3628	3468	4533	4959	5108
EBITDA	7408	7673	8901	9619	9862
EPS(元)	1.63	1.56	2.04	2.23	2.30

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.9	-13.0	16.5	2.2	1.1
营业利润(%)	-13.2	4.2	29.3	6.8	2.9
归属于母公司净利润(%)	2.2	-4.5	30.7	9.4	3.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.5	18.2	18.3	18.7	18.9
净利率(%)	6.0	6.6	7.4	8.0	8.1
ROE(%)	16.3	14.4	16.6	16.0	14.6
ROIC(%)	10.5	10.3	12.2	12.7	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.4	62.0	59.6	53.0	51.3
净负债比率(%)	80.5	74.2	59.5	50.5	26.2
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	13.8	19.1	19.1	19.1	19.1
应付账款周转率	5.7	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.63	1.56	2.04	2.23	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	4.24	2.48	5.17	2.77	5.60
每股净资产(最新摊薄)	8.42	9.43	10.84	12.47	14.16
<b>估值比率</b>					
P/E	7.0	7.3	5.6	5.1	5.0
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	6.2	5.1	4.7	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn