

# 淮北矿业 (600985.SH)

## 煤焦化一体已成型，精细化延伸促成长

买入

### 核心观点

**公司位于华东重要煤炭基地，具备煤种、区位优势。**公司所处的淮北矿区是13个国家亿吨级大型煤炭基地之一的两淮煤炭基地的重要组成部分，是华东地区品种最全、单个矿区冶炼能力最大的炼焦生产企业。公司地处华东腹地，靠近长三角地区，区域内焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，区域竞争优势突出。公司目标成为国内一流的能源化工示范企业。

**煤炭业务和煤化工业务是利润主要来源。**2021年，煤炭和煤化工业务营业收入分别占总营业收入的24.5%和19.4%，煤炭产品和煤化工产品毛利分别占总毛利的50.7%和39.2%，是公司主要的利润来源。

**公司煤炭业务以炼焦精煤为主，动力煤为辅。**截止2021年底，公司拥有煤炭生产矿井17对，核定产能3,555万吨/年，权益产能3248万吨/年。公司还投资建设了陶忽图煤矿项目，矿井设计产能800万吨/年，预计“十四五”未建成。2018-2021年，公司焦煤产量占比从45.4%提升到46.9%。

**煤化工以焦炭和甲醇为主，逐步延伸产业链。**截止2021年底，公司拥有焦炭产能440万吨/年、甲醇产能40万吨/年、煤焦油20万吨/年、苯精加工8万吨/年的能力。此外，焦炉煤气综合利用50万吨甲醇项目已于2022年9月正式投产。此外，公司投资甲醇制乙醇60万吨项目，预期2024年投产。

**依托现有焦化产业，向高端新材料延伸。**基于当前煤焦生产一体化优势，公司启动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，充分发挥煤种优势，延伸产业链条，优化产品结构，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨碳基新材料项目。2019年，公司成立全资子公司碳鑫科技，并以碳基新材料为其核心业务。2022年，公司绿色化工新材料研究院揭牌。

**现金分红维持高位，股息率显著提升。**2021年，公司现金分红金额为17.37亿元，同比增长16.9%；2021年平均每股股利0.7元，股息率为6.26%。根据公司公告，未来三年公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的30%，最高可达80%。

**盈利预测与估值：**预计公司2022-24年归母净利润67.6/65.3/68.1亿元，利润增速为41.4%/-3.4%/4.2%；每股收益22-24年分别为2.72/2.63/2.74元。通过多角度估值，我们认为公司股票合理估值区间在17.08-17.36元之间，相对于公司目前股价有19.4%-21.3%溢价空间，考虑公司煤焦化一体以及新建乙醇和煤矿产能，同时积极发展新材料，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**估值风险、盈利预测风险、煤炭需求下降、新能源替代煤电需求、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 52,369 | 65,038 | 78,319 | 79,973 | 83,821 |
| (+/-%)      | -12.8% | 24.2%  | 20.4%  | 2.1%   | 4.8%   |
| 净利润(百万元)    | 3468   | 4780   | 6759   | 6530   | 6805   |
| (+/-%)      | -4.4%  | 37.8%  | 41.4%  | -3.4%  | 4.2%   |
| 每股收益(元)     | 1.60   | 1.93   | 2.72   | 2.63   | 2.74   |
| EBIT Margin | 8.9%   | 10.4%  | 11.6%  | 10.8%  | 10.7%  |
| 净资产收益率(ROE) | 16.3%  | 17.5%  | 22.1%  | 19.3%  | 18.2%  |
| 市盈率(PE)     | 9.0    | 7.4    | 5.3    | 5.4    | 5.2    |
| EV/EBITDA   | 10.2   | 8.0    | 6.1    | 6.3    | 6.4    |
| 市净率(PB)     | 1.46   | 1.30   | 1.16   | 1.05   | 0.95   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

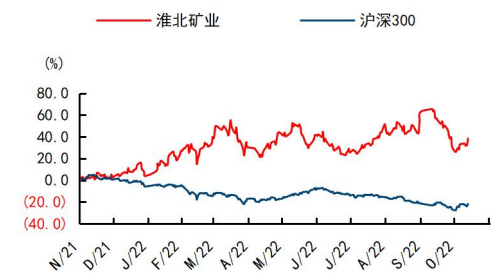
fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(首次覆盖)       |
| 合理估值       | 17.08 - 17.36元 |
| 收盘价        | 14.31元         |
| 总市值/流通市值   | 35503/35503百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 17.83/10.58元   |
| 近3个月日均成交额  | 342.71百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

# 内容目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 公司概况                  | 4  |
| 公司沿革及经营概况             | 4  |
| 主营业务及经营情况             | 5  |
| 现金分红维持高位，股息率显著提升      | 6  |
| 公司竞争优势                | 8  |
| 以煤为基，多元发展             | 8  |
| 以煤为基，发展主业             | 8  |
| 炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略     | 8  |
| 新增煤矿投资，核定产能再突破        | 9  |
| 延伸产业，发展煤化             | 11 |
| 煤化工以焦炭和甲醇为主，逐步推进产业延伸  | 11 |
| 焦化产量同比下降，毛利受下游挤压      | 12 |
| 甲醇产能扩张，加速产业链一体化发展     | 12 |
| 成立专业子公司和研究院，探索碳基新材料   | 14 |
| 碳基新材料符合我国未来发展战略       | 14 |
| 提升公司转型引领能力，高端化工向新材料延伸 | 14 |
| 成立碳鑫科技公司，发展碳基新材料      | 14 |
| 淮北矿业绿色化工新材料研究院揭牌      | 14 |
| 盈利预测                  | 15 |
| 假设前提                  | 15 |
| 未来3年业绩预测简表            | 16 |
| 盈利预测的敏感性分析            | 16 |
| 估值与投资建议               | 17 |
| 绝对估值：17.08-18.17元     | 17 |
| 相对估值：15.78-17.36元     | 18 |
| 投资建议                  | 19 |
| 风险提示                  | 19 |
| 附表：财务预测与估值            | 21 |
| 免责声明                  | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司历史沿革情况 .....                          | 4  |
| 图 2: 淮北矿业股权结构 .....                          | 5  |
| 图 3: 2018 年以来公司营业总收入及同比增速 .....              | 6  |
| 图 4: 2018 年以来公司毛利润及毛利率 .....                 | 6  |
| 图 5: 公司 2018 年以来各项业务及毛利占比 (%) .....          | 6  |
| 图 6: 公司归母净利润及分红情况 (亿元) .....                 | 7  |
| 图 7: 2018 年以来各商品煤产量及其占比 (万吨) .....           | 9  |
| 图 8: 2018 年以来各商品煤销售收入及其占比 (亿元) .....         | 9  |
| 图 9: 2018 年以来各商品煤平均销售单价 (元/吨) .....          | 10 |
| 图 10: 2018 年以来商品煤平均价格 (元/吨) 及毛利率 .....       | 10 |
| 图 11: 公司煤化工业务主要技术路线 .....                    | 11 |
| 图 12: 2018 年以来公司焦炭产销量 (万吨) 及平均售价 (元/吨) ..... | 12 |
| 图 13: 2018 年以来公司甲醇产销量 (万吨) 及平均售价 (元/吨) ..... | 13 |
| <br>   |    |
| 表 1: 公司未来三年 (2022-2024 年) 股东回报计划 .....       | 7  |
| 表 2: 公司煤矿基本情况 (截止 2021 年底) .....             | 9  |
| 表 3: 公司煤化工相关产品产能与开工情况 .....                  | 11 |
| 表 4: 公司业绩预测 (百万元) .....                      | 15 |
| 表 5: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....                 | 16 |
| 表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....                   | 16 |
| 表 7: 公司盈利预测假设条件 (%) .....                    | 17 |
| 表 8: 资本成本假设 .....                            | 17 |
| 表 9: 公司 FCFF 估值表 .....                       | 18 |
| 表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....        | 18 |
| 表 11: 同类公司估值比较 .....                         | 19 |

## 公司概况

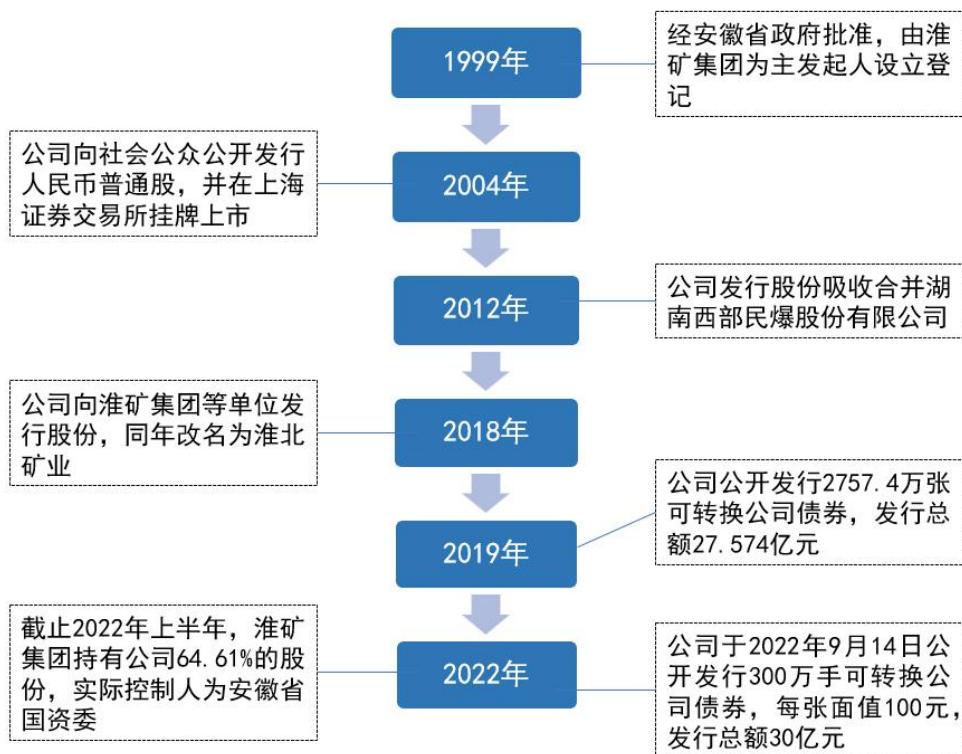
### 公司沿革及经营概况

公司是华东地区主要的煤炭生产企业之一。截止2022年上半年，公司拥有煤炭生产矿井17对，核定产能3,555万吨/年；焦炭核定产能440万吨/年。自2018年以来，公司营业总收入和利润平稳上升。

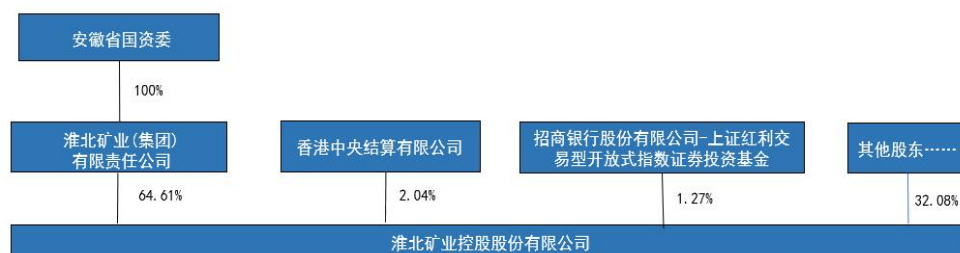
淮北矿业控股股份有限公司（以下简称“公司”）为华东地区主要的煤炭生产企业之一，煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚。公司前身“雷鸣科化”是由淮北矿业（集团）有限责任公司（以下简称“集团”）为主成立，其主营民爆器材生产销售、爆破服务等业务，于2004年4月在上交所挂牌上市。2018年8月2日，雷鸣科化通过定增对淮矿股份（集团下属子公司）100%的股权进行收购，并于同年10月更名为淮北矿业，主营业务变更为煤炭与煤化工业务。公司重组后实控人仍为安徽省国资委，截至2022年上半年，淮北矿业（集团）有限责任公司持有64.61%的股份。2022年9月14日，公司公开发行300万手可转换公司债券，发行总额30亿元。

公司控股股东淮北矿业集团始建于1958年，1998年改制为淮北矿业（集团）有限责任公司，同年由原直属煤炭部转为安徽省直属企业，现已发展成为以煤电、化工、现代服务为主导产业，跨区域、跨行业、跨所有制的大型能源化工集团。截至2021年底，集团现有资产超1000亿元，在岗员工4.8万人，生产矿井18对。年产商品煤2200万吨、焦炭440万吨、甲醇40万吨、聚氯乙烯64万吨，电力总装机规模200万千瓦。60多年来，累计生产煤炭10亿多吨，上缴利税600多亿元；曾先后荣获全国先进基层党组织、全国煤炭工业科技创新先进企业、国家首批矿产资源综合利用示范基地等称号。

图1：公司历史沿革情况



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**图2：淮北矿业股权结构**


资料来源：同花顺、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 主营业务及经营情况

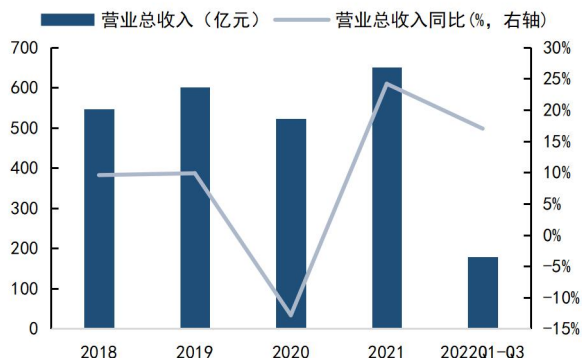
**公司的主营业务为煤炭业务和煤化工业务。**当前，公司主营业务包括煤炭采掘、洗选加工、销售，煤化工产品的生产、销售等，其中以煤炭业务和煤化工业务为核心。煤炭产品主要包括炼焦精煤和动力煤的产销。此外还有少量天然焦、煤层气等，品种丰富，可供炼焦、高炉喷吹、气化、液化、化工、发电、建材、各种锅炉等工业及民用用途。煤化工产品以焦炭为主，具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业；以甲醇为辅，其余煤化工产品有粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。

截止 2022 年上半年，公司拥有煤炭生产矿井 17 对，核定产能 3,555 万吨/年；焦炭核定产能 440 万吨/年。公司业绩主要受煤炭、焦炭销售价格、煤炭开采及洗选成本、运输成本和相关税费等影响。其中，煤炭及焦炭价格是影响行业利润水平的最重要因素。

**自 2018 年以来，公司营业总收入和利润平稳上升。**营业收入方面，2018 年-2021 年，年均复合增速达到 5.9%，2021 年达到 650.4 亿元。净利润（归母）方面，2018 年-2021 年，年均复合增速达到 10.4%，2021 年达到 47.8 亿元。从产品结构来看，煤炭和煤化工业务是公司毛利最主要来源。2021 年，煤炭和煤化工业务营业收入分别占总营业收入的 24.5%和 19.4%，煤炭产品和煤化工产品毛利分别占总毛利的 50.7%和 39.2%。

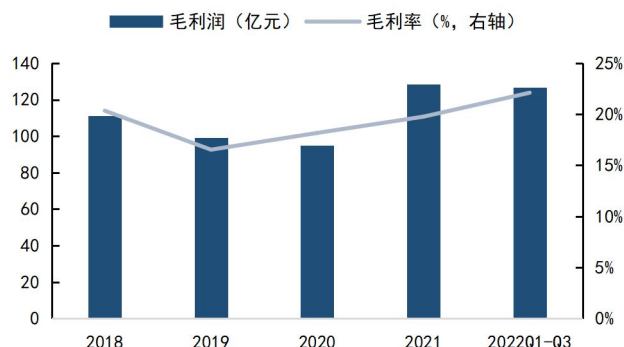
**2022 年前三季度，营业总收入及利润继续增长。**公司实现营业总收入 574.2 亿元，同比增加 17.0%。其中煤炭产品收入 181.3 亿元，同比增加 65.0%；焦炭产品收入 83.2 亿元，同比增加 12.9%；甲醇产品收入 5.6 亿元，同比减少 0.48%，与往期基本持平；实现毛利润 126.7 亿元，毛利率达 22.1%；实现归母净利润 52.2 亿元，同比增长 31.5%。

图3：2018年以来公司营业总收入及同比增速



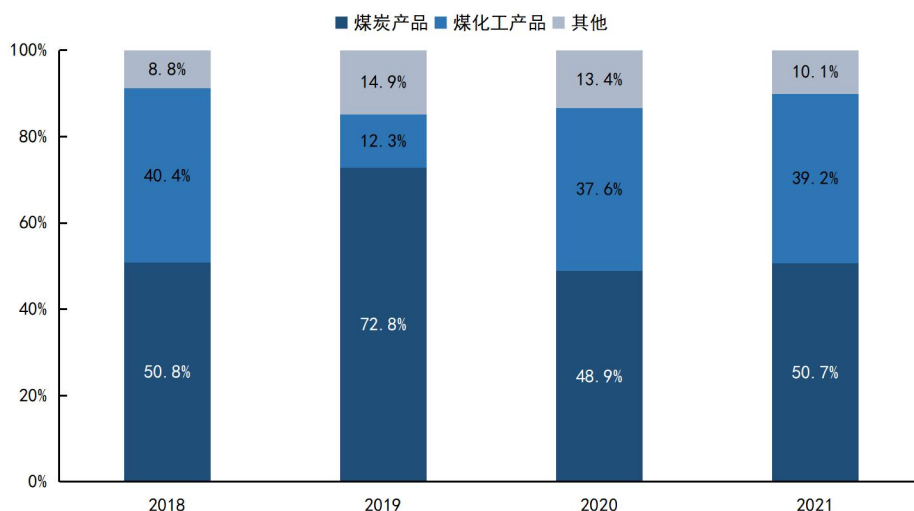
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：2018年以来公司毛利润及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司2018年以来各项业务及毛利占比 (%)

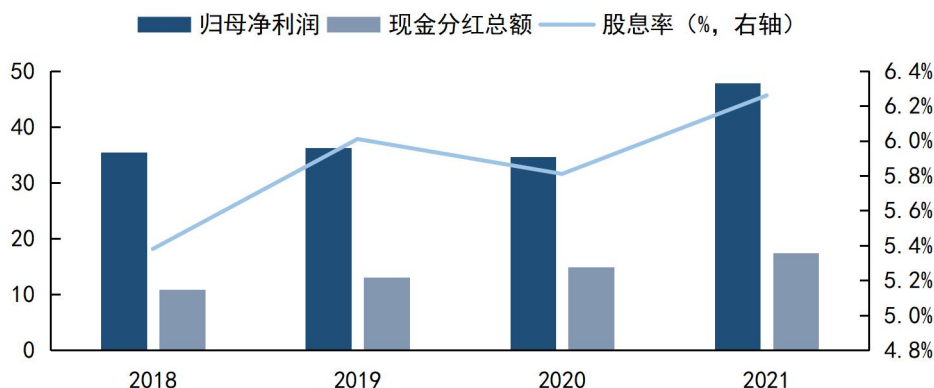


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 现金分红维持高位，股息率显著提升

**现金分红维持高位，股息率显著提升。**2021年，公司现金分红金额为17.37亿元，同比增长16.9%；2021年平均每股股利0.7元，股息率为6.26%（年度最后一天收盘价对应的股息率）。根据公司2021年11月发布的《未来三年（2022-2024）股东回报规划》，在符合现金分红条件的情况下，未来三年（2022-2024年）公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的30%。此外，综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素情况下，拟定差异化的现金分红政策，最高可达80%。

图6: 公司归母净利润及分红情况 (亿元)



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

表1: 公司未来三年 (2022-2024 年) 股东回报计划

| 股东回报规划         | 具体内容   |
|----------------|--|
| 利润分配形式         | 公司可以采取现金、股票或者资本公积金转增股本及其他符合法律、行政法规的合理方式进行利润分配。相对于股票股利, 公司优先采用现金分红的利润分配方式   |
| 利润分配期间间隔       | 公司原则上按年进行利润分配, 公司董事会也可以根据公司的盈利状况和资金状况提议进行中期利润分配  |
| 现金分红条件         | (1) 公司上一会计年度盈利且累计可分配利润为正值, 且现金流充裕, 实施现金分红不会影响公司后续持续经营;<br>(2) 公司在未来 12 个月内不存在影响利润分配的重大投资计划或现金支出事项 (募集资金投资项目除外)   |
| 现金分红最低比例       | 在符合现金分红条件的情况下, 未来三年 (2022-2024 年) 公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 30%   |
| 公司发放股票股利的条件    | 公司注重股本扩张与业绩增长同步, 董事会认为公司股票价格与股本规模不匹配可以实施股票股利分配   |
| 实际分红的差异化现金分红政策 | (1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%;<br>(2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%;<br>(3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。 |

料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司竞争优势

位于华东重要煤炭基地，具备煤种煤质优越、工艺先进、交通便利等多种优势。公司所处的淮北矿区是 13 个国家亿吨级大型煤炭基地之一的两淮煤炭基地的重要组成部分，是华东地区品种最全、单个矿区冶炼能力最大的炼焦生产企业。公司产品以炼焦精煤为主，约占公司商品煤产量 50% 左右，且煤种齐全，涵盖焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等多个品种，具有低硫，特低磷，中等挥发分，中等-中高发热量，粘结性强，结焦性良好等特点，有很强的市场竞争力。公司煤化工业务主要产品为焦炭，目前已具备生产焦炭、甲醇、焦油、硫铵、粗苯、精苯等较完整的煤化工系列产品的能力。从煤炭洗选工艺来看，公司依托炼焦煤资源禀赋优势，大力发展煤炭洗选深加工，加工洗选能力居煤炭行业前列。截止 2022 年上半年，公司现有炼焦煤选煤厂 4 座，其中年入洗能力达 1,600 万吨的临涣选煤厂（综合性选煤厂）处理能力位于国内前列。各炼焦煤选煤厂技术水平居行业前列。领先的炼焦煤洗选工艺能够提高炼焦精煤产率，增加精煤产量，稳定产品质量，为公司实施精煤战略提供了有力保障。从区域运输来看，公司地处华东腹地，靠近经济发达的长三角地区，区域内焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，经济发展速度和煤炭需求量、调入量均居全国前列。公司作为华东地区主要煤炭生产企业之一，区域竞争优势突出。

## 以煤为基，多元发展

近年来，淮北矿业始终坚持“稳中精进、转型升级、聚焦双效、实干兴企”工作总基调，坚持“依托煤炭、延伸煤炭、超越煤炭”发展战略，狠抓安全体系、开源提效、节流增效、管理创效，积极探索人工智能、工业物联网、大数据、智能装备与现代煤炭开发利用深度融合。目前，公司已形成从煤炭开采、洗选、加工到焦炭冶炼及煤化工产品加工、煤泥矸石发电为一体的煤炭综合利用产业链条。此外，公司还提供信息化技术咨询、方案设计、运营维护及相关项目建设服务；智能化系统运营与服务；技术、经济咨询服务；化学用品销售以及危险货物、普通货物的运输及仓储、装卸搬运服务等。未来，公司将坚持高质量发展主题不动摇，以安全发展为前提，以转型升级为主线，以改革创新为动力，以效率效益为导向，聚焦煤炭主业升级改造、高端化工向新材料延伸，进一步提升公司转型发展的引领能力，奋力将公司建设成为国内一流的能源化工示范企业。

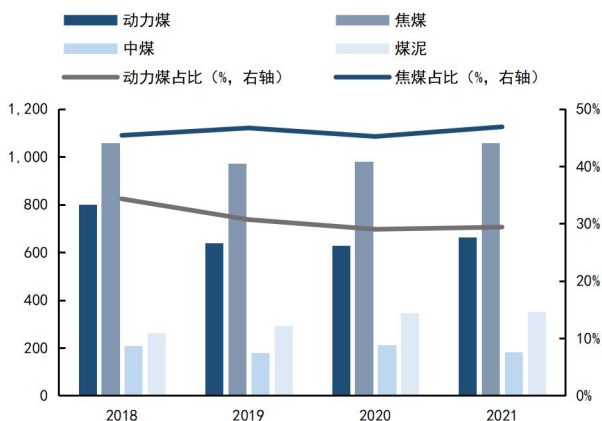
## 以煤为基，发展主业

### 炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略

公司煤炭业务以炼焦精煤为主，动力煤为辅。现有总煤矿核定产能为 3555 万吨/年，同时新增 800 万吨/年煤矿项目投资。新增产能带来成长空间。

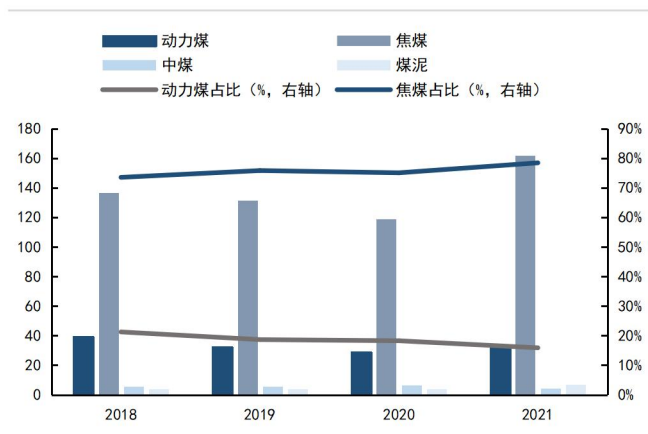
依托煤种禀赋优势，公司形成了以炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略，精煤占比提升。2018-2021 年，公司焦煤产量占比均维持在 45% 以上，2021 年达到 46.9%，动力煤产量占比从 34.3% 下降至 2021 年的 29.4%。公司焦煤销售收入占比由 2018 年的 73.5%，上升至 2021 年的 78.4%；动力煤销售收入占比则从 21.2% 降低至 15.9%。2021 年，公司焦煤和动力煤产量分别为 1058.8 万吨和 663.9 万吨。焦煤和动力煤的销售收入分别为 161.7 亿和 32.7 亿元。2022 年前三季度，公司商品煤产销量分别为 1796.27 万吨和 1524.21 万吨，销售收入达 181.3 亿元，毛利率为 42%。目前，公司拥有“九神”牌冶金用焦精煤、“青龙山”牌冶金焦用瘦精煤等安徽省名牌产品，在煤炭产品市场中具有较高的市场认可度。

图7：2018年以来各商品煤产量及其占比（万吨）



资料来源：公司公告、同花顺、国信证券经济研究所整理

图8：2018年以来各商品煤销售收入及其占比（亿元）



资料来源：公司公告、同花顺、国信证券经济研究所整理

## 新增煤矿投资，核定产能再突破

**新增陶忽图煤矿投资，核定产能新增800万吨/年。**截止2021年底，公司拥有煤炭生产矿井17对，核定产能3,555万吨/年，权益产能3248万吨/年。此外，根据公司2022年7月公告，为加大公司煤炭资源储备，增强公司煤炭主业发展后劲，公司将投资建设陶忽图煤矿项目。陶忽图煤矿煤质为优质动力煤，矿井设计产能800万吨/年，资源储量14.29亿吨，项目预计总投资为96.67亿元，建设周期约52个月，预计在“十四五”期间完成建设并投产。根据公司公告，预计项目达产后实现销售收入约28.4亿元，利润总额约为10.4亿元。该项目已获得国家发改委核准批复，目前正在办理采矿权新立手续。

表2：公司煤矿基本情况（截止2021年底）

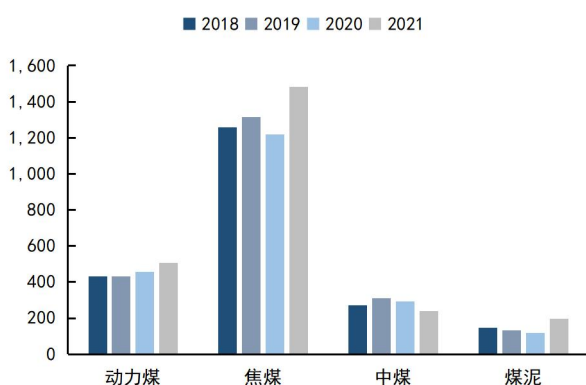
| 主要矿区   | 主要煤种           | 核定产能<br>(万吨/年) | 权益产能<br>(万吨/年) | 剩余可采<br>年限(年) | 资源量<br>(万吨) |
|--------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| 信湖煤矿   | 焦煤、1/3焦煤       | 300            | 204            | 66            | 79271       |
| 祁南煤矿   | 1/3焦煤、肥煤、气煤    | 260            | 260            | 57            | 46692       |
| 青东煤矿   | 焦煤、1/3焦煤、肥煤    | 180            | 113            | 49            | 46636       |
| 许疃煤矿   | 1/3焦煤、肥煤       | 350            | 350            | 37            | 36284       |
| 袁店一井煤矿 | 焦煤、1/3焦煤、肥煤、气煤 | 180            | 180            | 440           | 34780       |
| 临涣煤矿   | 焦煤、1/3焦煤、肥煤    | 260            | 260            | 34            | 31992       |
| 邹庄煤矿   | 1/3焦煤、气煤       | 240            | 156            | 38            | 29667       |
| 杨柳煤矿   | 1/3焦煤、气煤、贫煤    | 180            | 180            | 70            | 29340       |
| 孙疃煤矿   | 1/3焦煤、气煤       | 270            | 270            | 28            | 24329       |
| 袁店二井煤矿 | 焦煤、1/3焦煤、肥煤    | 150            | 90             | 59            | 16448       |
| 芦岭煤矿   | 气煤             | 230            | 230            | 24            | 16183       |
| 童亭煤矿   | 焦煤、1/3焦煤、肥煤    | 150            | 150            | 21            | 13517       |

|             |           |             |             |          |               |
|-------------|-----------|-------------|-------------|----------|---------------|
| 桃园煤矿        | 气煤        | 175         | 175         | 30       | 13499         |
| 朱仙庄煤矿       | 气煤        | 240         | 240         | 14       | 10952         |
| 涡北煤矿        | 焦煤、肥煤     | 180         | 180         | 12       | 9465          |
| 朱庄煤矿        | 贫煤、瘦煤、无烟煤 | 160         | 160         | 3        | 2320          |
| 海孜煤矿        | 焦煤、肥煤     | 50          | 50          | 8        | 1643          |
| <b>合计</b>   | <b>/</b>  | <b>3555</b> | <b>3248</b> | <b>/</b> | <b>443019</b> |
| <b>新增产能</b> |           |             |             |          |               |
| 陶忽图煤矿       | 动力煤       | 800         | 408         | /        | 142900        |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

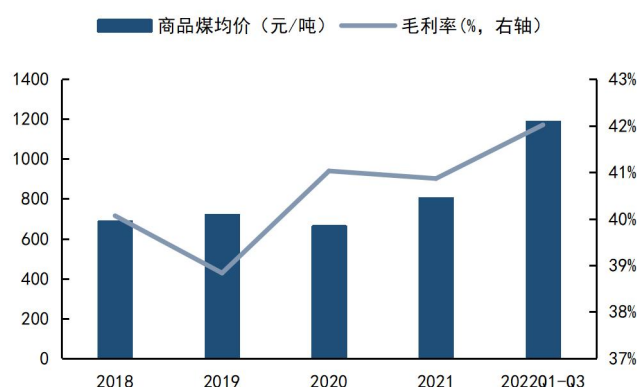
**煤炭业务是公司的核心业务之一，也是公司利润最主要来源。**2018-2021年，商品煤销售收入综合毛利率稳定在40%以上。从单价来看，焦煤和动力煤售价复合增长率分别为5.3%和5.6%。其中，动力煤均价从432元/吨上升至505元/吨，焦煤从1259元/吨上升至1481元/吨。2022年前三季度，商品煤总毛利率达42%，均价已达到1189.55元/吨，相比2018年的688.91元/吨，增长72.7%。

图9：2018年以来各商品煤平均销售单价（元/吨）



资料来源：公司公告、同花顺、国信证券经济研究所整理

图10：2018年以来商品煤平均价格（元/吨）及毛利率



资料来源：公司公告、同花顺、国信证券经济研究所整理

## 延伸产业，发展煤化

### 煤化工以焦炭和甲醇为主，逐步推进产业延伸

公司煤化工业务已具备生产焦炭、甲醇、焦油、硫铵、粗/精苯等较完整的煤化工系列产品能力。截止 2022 年 10 月，公司拥有焦炭产能 440 万吨/年、甲醇产能 90 万吨/年。

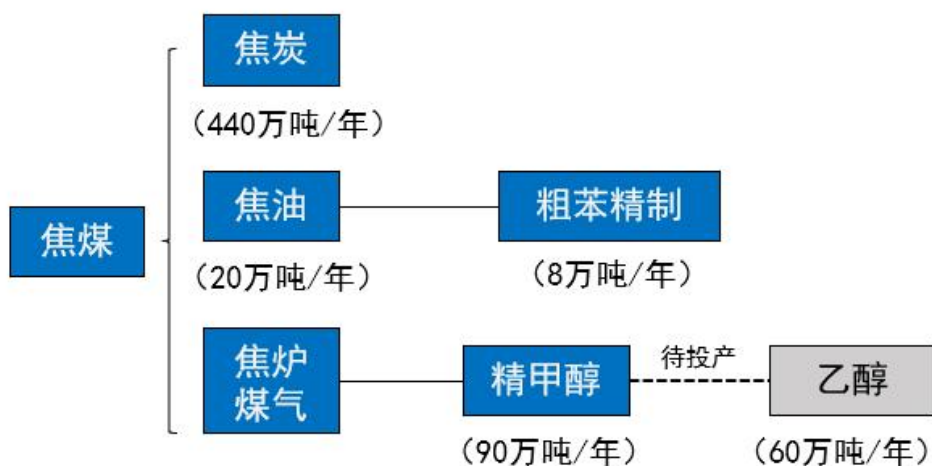
公司煤化工业务已具备生产焦炭、甲醇、焦油、硫铵、粗苯、精苯等较完整的煤化工系列产品的能力。其中煤化工产品以焦炭为主，具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业；同时以甲醇为辅，其余煤化工产品有粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。截止 2021 年底，公司拥有焦炭产能 440 万吨/年、甲醇产能 40 万吨/年、煤焦油 20 万吨/年、苯精加工 8 万吨/年的能力。此外，根据公司 2022 年 9 月公告，焦炉煤气综合利用项目（50 万吨/年甲醇项目）已取得安全生产许可证，实现正式投产。

表 3：公司煤化工相关产品产能与开工情况

| 主要厂区或项目       | 设计产能<br>(万吨/年) | 产能利用率<br>(%) | 在建产能<br>(万吨/年) | 在建产能<br>预计完工时间 |
|---------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 焦炭            | 440            | 93.1         |                |                |
| 甲醇            | 40             | 85.68        |                |                |
| 煤焦油           | 20             | —            |                |                |
| 苯加工           | 8              | —            |                |                |
| 焦炉煤气综合利用制甲醇项目 | 50             | —            |                | 2022.09 投产     |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：公司煤化工业务主要技术路线



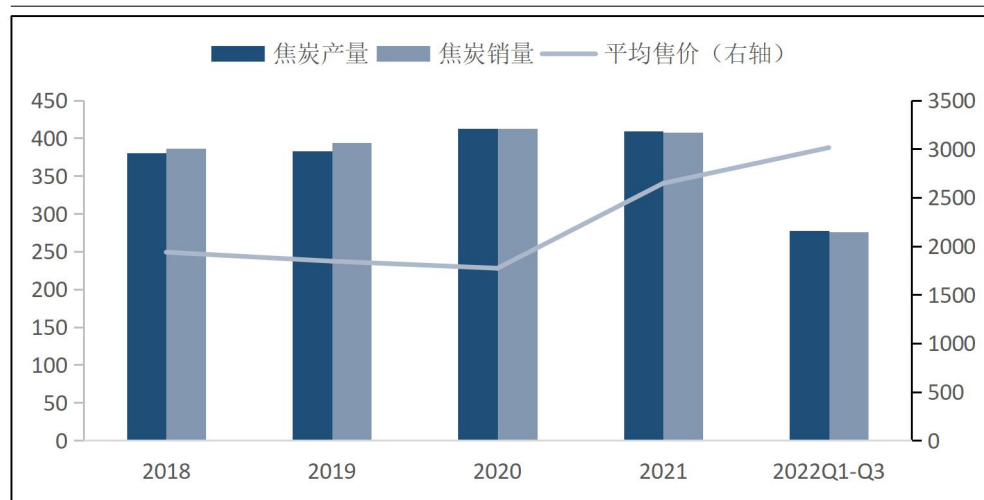
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 焦化产量同比下降，毛利受下游挤压

宏观层面来看，新常态下我国经济增长从高速转为中高速，伴随着发展方式转变、经济结构调整和增长动力转换，焦化行业发展将呈现加快优胜劣汰、整合重组等特点。2021年，受压减粗钢产量政策等因素影响，焦炭消费量低于往年。全国焦炭产量累计为4.64亿吨，同比下降1.49%。2022年1-8月，全国焦炭产量累计3.18亿吨，同比下降0.4%，与2021年产量基本持平。根据中信行业分类板块数据，作为焦炭下游主要消费行业，钢铁板块2022年前三季度总销售毛利率为7.1%，同比下降5.0个百分点。受其影响，2022年前三季度焦炭板块毛利率仅为7.8%，同比下降8.6个百分点。

公司焦炭业务因焦煤价格上涨而营收上涨。2022年1-9月，公司焦炭产销量分别为309.11万吨和308.54万吨，同比下降超过10%。然而，平均销售收入超过3000元/吨，单价达到3012.85元，同比增长26.1%。因此，整体焦炭产品销售收入实现73.3亿元，同比增加12.9%。

图12：2018年以来公司焦炭产销量（万吨）及平均售价（元/吨）



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

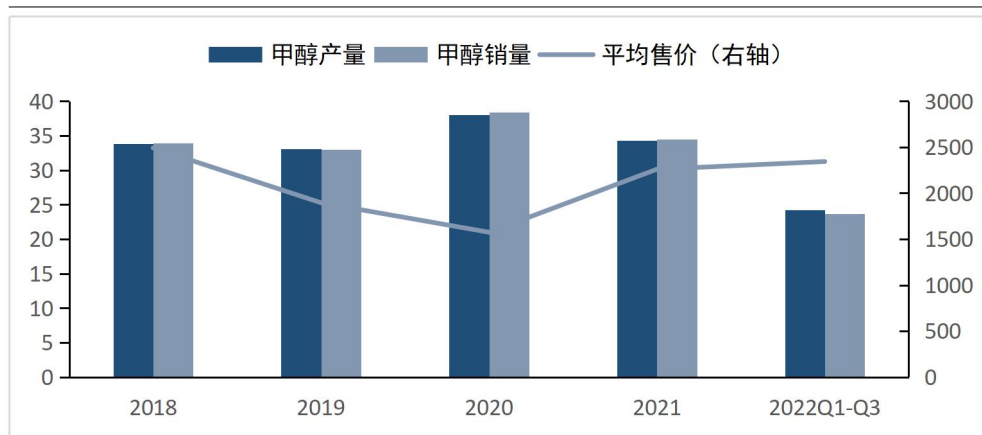
## 甲醇产能扩张，加速产业链一体化发展

### 积极扩张甲醇产能，实现综合利用

2022年公司甲醇量跌价涨，总体收入基本持平。2022年1-9月，公司甲醇产销量分别为24.26和23.64万吨，同比分别下降8.1%和10.2%。同时，甲醇销售单价达到2342.86元/吨，同比增加10.81%。总体甲醇销售收入实现5.54亿元，同比下降0.48%，主因销量下降。

公司甲醇生产主要来自焦炉煤气的综合利用。根据公司2022年9月公告，新焦炉煤气综合利用生产甲醇项目已取得安全生产许可证，实现正式投产。项目投产后，将为公司新增50万吨/年甲醇生产能力，使公司甲醇生产能力增加至90万吨/年。该项目是按循环经济模式对临涣焦化一、二期焦炉气制甲醇项目的综合利用和延伸，有利于煤炭资源的清洁高效利用、提升公司整体核心竞争力、推进公司产业结构转型升级。

图13: 2018年以来公司甲醇产销量(万吨)及平均售价(元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资甲醇制乙醇项目, 生产高附加值产品

近年来, 随着工业化的深度和广度不断强化和拓展、消费结构加快升级, 乙醇成为重要的化工原料和能源化学品。根据公司2022年9月公告, 公司拟使用12亿元向公司全资子公司碳鑫科技增资, 并全部用于实施**甲醇综合利用制乙醇60万吨项目, 为公司发展碳基新材料打好头阵**。项目将利用新一代煤制化学品技术, 以自产甲醇反应脱水生产二甲醚, 二甲醚与一氧化碳羰基化生产乙酸甲酯, 乙酸甲酯加氢生产乙醇。本项目所需甲醇来源于自有50万吨/年甲醇装置, 且毗邻公司下属临涣焦化股份有限公司拥有甲醇产能40万吨/年, 甲醇原料来源可靠, 性质稳定。本项目所需动力混煤和焦粉由公司下属单位提供, 烟煤通过市场采购, 原料供应充足。同时, 本项目实施主体安徽碳鑫科技有限公司拥有日投煤量2000t/d的煤气化装置, 合成气供应稳定。本项目建设周期2年, 建设地点为安徽(淮北)新型煤化工合成材料基地, 预期投产时间为2024年。预计总投资317968.58万元, 其中建设投资314124.89万元, 铺底流动资金3843.69万元。根据公司公告, 本项目预计平均每年新增不含税销售收入343468.00万元, 平均每年新增利润总额66899.00万元, 投资回收期为6.72年(税后, 含建设期), 税后内部收益率18.25%。该项目将丰富公司产品结构, 实现产业链上下一体化, 将资源优势最大程度的转化为经济效益优势, 是公司实现产品升级, 产业转型的重点工程。

## 成立专业子公司和研究院，探索碳基新材料

### 碳基新材料符合我国未来发展战略

公司启动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨碳基新材料项目。2019年，公司成立全资子公司碳鑫科技，并以碳基新材料为其核心业务。2022年绿色化工新材料研究院揭牌。

2021年，工信部将碳基材料纳入“十四五”原材料工业相关发展规划，并将碳化硅复合材料、碳基复合材料等纳入“十四五”产业科技创新相关发展规划，以全面突破关键核心技术，攻克“卡脖子”品种，提高碳基新材料产品质量，推进产业基础高级化、产业链现代化。

### 提升公司转型引领能力，高端化工向新材料延伸

由于煤化工行业受行业周期性波动影响较大，为降低市场波动给企业带来的影响，提高企业抗风险能力，公司启动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，充分发挥煤种优势，延伸产业链条，优化产品结构，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨碳基新材料项目。

### 成立碳鑫科技公司，发展碳基新材料

2019年，公司成立全资子公司碳鑫科技，并以碳基新材料为其核心业务。碳鑫科技经营范围显示，公司主要从事碳基新材料、化工产品的技术咨询、技术服务、技术开发，生产销售化工原料、化工产品（不含危险品），生产销售机械电子设备及配件。

着眼“十四五”，安徽碳鑫科技有限公司全力建设智能化“双百亿（资产、收入）”碳鑫，向高技术含量和高附加值的方向延伸发展，做实精细化工，确立了年产20万吨乙烯-醋酸乙烯共聚树脂（EVA）和年产18万吨碳酸乙烯酯（EC）项目。

公司坚持生态优先、绿色发展的战略定位，按照淮北矿业集团煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展要求，以减碳环保、废气综合利用作为首要标准，依靠科技创新，逐步形成以甲醇、乙醇为基础，EVA、EC等多元并进的上下游一体化发展格局，着力建塑化工行业的“碳鑫品牌”，打造“双一流”百年碳鑫。

### 淮北矿业绿色化工新材料研究院揭牌

2022年10月28日，淮北矿业集团党委副书记、总经理孙方，督导员王圣茂，共同为淮北矿业绿色化工新材料研究院揭牌。集团机关部室负责人、化工产业相关单位负责人及研究院股东代表、董事、监事参加揭牌仪式。**王圣茂主持淮北矿业绿色化工新材料研究院揭牌仪式。**孙方指出，科技创新势在必行，要在思想认识上再提高。集团“十四五”发展思路中明确提出要“做大化工”，推动化工产业高端化、多元化、低碳化发展。成立绿色化工新材料研究院，就是要进一步集聚创新资源，推动化工产业发展向更高层次迈进。孙方强调，**科技创新分秒必争，要在技术攻关上再提速。**关键核心技术是要不来、买不来、讨不来的，必须增强创新意识、提升创新本领、加快创新步伐。要坚持“发展出题目、创新做文章”，围绕新能源材料、高分子材料、精细化工等关键领域，积极开展科研攻关，取得更大突破。要善于引智借力，积极与高等院校、科研院所合作，协同开展化工产业关键核心技术攻关，聚力突破更多“卡脖子”技术。

**其次，科技创新干则必成，要在成果转化上再提效。**成立绿色化工新材料研究院，最终目的是推进成果转化、提高创新效果，让更多的“科技之花”转化为“产业之果”。要坚决走好“创新+产业”发展的路子，让科技成果同集团发展战略、产业实际、市场需求相适应。要健全完善相应的管理机制，让创新源泉充分涌流；

要健全科技研发容错纠错机制，营造支持创新、鼓励担当、宽容失误的良好环境；对成功实现科技成果转化的人员，加大绩效考核及评先评优政策倾斜力度，鼓励科研人员大胆创新、多作贡献。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司 22-24 年收入分别为

122.9/136.3/145.8 亿元，归属母公司净利润 20.7/23.8/24.5 亿元，每股收益 22-24 年分别为 0.96/1.11/1.14 元。

公司业务以煤炭和煤化工（焦化和焦炉煤气制甲醇）为主，预计新建乙醇项目将于 2023 年底完工，2024 年投产。新建煤矿项目在“十四五”未建成，盈利预测不考虑新建煤矿投产对业绩的影响，仅考虑公司乙醇项目的投产。

**煤炭业务：**根据公司 2022 年前三季度生产以及未来煤炭产量规划情况，预计 2022-2024 年，公司商品煤产量 2450 万吨、2500 万吨、2550 万吨，煤炭销售均价为 1180 元/吨、1120 元/吨、1060 元/吨。给予 22-24 年煤炭业务 42.0%/41.5%/41.0% 的毛利率，预计公司 2022-2024 煤炭业务营收为 254.4/246.4/237.9 亿元，同比+59.8%/-3.2%/-3.5%。

**煤化工业务：**公司煤化工业务主要有焦炭和甲醇，2024 年 60 万吨/年乙醇项目会投产。预计 2022-2024 年，公司焦炭产量 380 万吨、400 万吨、400 万吨，焦炭销售均价为 3013 元/吨、2700 元/吨、2700 元/吨；预计 2022-2024 年，公司甲醇产量 40 万吨、79 万吨、40 万吨，焦炭销售均价为 2400 元/吨、2300 元/吨、2300 元/吨；预计乙醇投产后，2024 年，公司乙醇产量 60 万吨，焦炭销售均价为 5800 元/吨。整体煤化工业务看，22-24 年煤化工业务 35.9%/34.3%/36.9% 的毛利率，预计公司 2022-2024 煤化工业务营收为 136.7/137.0/164.0 亿元，同比+8.54%/0.22%/19.7%。

**其他业务：**公司其他业务利润占比较小，我们预测 2022-2024 年，公司其他业务增速为 7.3%、6.2%、4.8%，毛利率维持 3.5% 的水平。

公司各项业务增速及毛利率假设如表 4 所示：

表 4：公司业绩预测（百万元）

| 业务    | 类别           | 2020      | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 煤炭业务  | 销售收入         | 11,329.87 | 15,921.21 | 25,440.80 | 24,640.00 | 23,786.40 |
|       | 成本           | 6,681.58  | 9,415.14  | 14,755.66 | 14,414.40 | 14,271.84 |
|       | 销售收入增长率（自定义） | -9.09%    | 51.11%    | 51.11%    | 51.11%    | 51.11%    |
|       | 毛利率（自定义）     | 41.03%    | 40.86%    | 42.00%    | 41.50%    | 41.00%    |
| 煤化工业务 | 销售收入         | 8,597.02  | 12,596.43 | 13,671.96 | 13,701.60 | 16,400.00 |
|       | 成本           | 5,022.43  | 7,560.91  | 8,758.89  | 8,995.18  | 10,353.20 |
|       | 销售收入增长率（自定义） | -3.41%    | 46.52%    | 8.54%     | 0.22%     | 19.69%    |
|       | 毛利率（自定义）     | 41.58%    | 39.98%    | 35.94%    | 34.35%    | 36.87%    |
| 其他业务  | 销售收入         | 32,348.88 | 36,443.24 | 39,112.76 | 41,536.73 | 43,535.27 |
|       | 成本           | 31,072.33 | 35,144.16 | 37,743.81 | 40,082.95 | 42,011.53 |
|       | 销售收入增长率（自定义） | 0.98%     | 12.66%    | 7.33%     | 6.20%     | 4.81%     |
|       | 毛利率（自定义）     | 3.95%     | 3.56%     | 3.50%     | 3.50%     | 3.50%     |
| 合计    | 营业收入         | 52275.77  | 64960.88  | 78225.51  | 79878.33  | 83721.67  |
|       | 同比增长率        | 42776.34  | 52120.21  | 61258.36  | 63492.52  | 66636.57  |

|      |        |        |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业成本 | -2.10% | 24.27% | 20.42% | 2.11%  | 4.81%  |
| 毛利率  | 18.17% | 19.77% | 21.69% | 20.51% | 20.41% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

综上所述,预计未来3年营收782.3/798.8/837.2亿元,同比+20.4%/+2.1%/+4.8%,毛利率21.7%/20.5%/20.4%,毛利169.7/163.9/170.9亿元,同比+32.1%/-3.4%/+4.3%。

## 未来3年业绩预测简表

表5：未来3年盈利预测表(百万元)

|           | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 65038  | 78319 | 79973 | 83821 |
| 营业成本      | 52120  | 61331 | 63568 | 66716 |
| 销售费用      | 184    | 235   | 208   | 218   |
| 管理费用      | 3589   | 4903  | 4676  | 4960  |
| 财务费用      | 724    | 495   | 399   | 319   |
| 营业利润      | 6214   | 8568  | 8278  | 8626  |
| 利润总额      | 6043   | 8548  | 8258  | 8606  |
| 归属于母公司净利润 | 4780   | 6759  | 6530  | 6805  |
| EPS       | 1.93   | 2.72  | 2.63  | 2.74  |
| ROE       | 17.53% | 22%   | 19%   | 18%   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司22-24年营业总收入分别为783.2/799.7/838.2亿元,归属母公司净利润67.6/65.3/68.1亿元,利润年增速分别为41.4%/-3.4%/4.2%。每股收益22-24年分别为2.72/2.63/2.74元。

## 盈利预测的敏感性分析

表6：情景分析(乐观、中性、悲观)

|             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>乐观预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)   | 52,369 | 65,038 | 78,983 | 80,735 | 84,814 |
| (+/-%)      | -12.8% | 24.2%  | 21.4%  | 2.2%   | 5.1%   |
| 净利润(百万元)    | 3468   | 4780   | 9652   | 9523   | 9995   |
| (+/-%)      | -4.4%  | 37.8%  | 101.9% | -1.3%  | 4.9%   |
| 摊薄EPS       | 1.60   | 1.93   | 3.89   | 3.84   | 4.03   |
| <b>中性预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)   | 52,369 | 65,038 | 78,319 | 79,973 | 83,821 |
| (+/-%)      | -12.8% | 24.2%  | 20.4%  | 2.1%   | 4.8%   |

|              |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润(百万元)     | 3468   | 4780   | 6759   | 6530   | 6805   |
| (+/-%)       | -4.4%  | 37.8%  | 41.4%  | -3.4%  | 4.2%   |
| 摊薄 EPS(元)    | 1.60   | 1.93   | 2.72   | 2.63   | 2.74   |
| <b>悲观的预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)    | 52,369 | 65,038 | 77,655 | 79,213 | 82,834 |
| (+/-%)       | -12.8% | 24.2%  | 19.4%  | 2.0%   | 4.6%   |
| 净利润(百万元)     | 3468   | 4780   | 3961   | 3638   | 3737   |
| (+/-%)       | -4.4%  | 37.8%  | -17.1% | -8.2%  | 2.7%   |
| 摊薄 EPS       | 1.60   | 1.93   | 1.60   | 1.47   | 1.51   |
| 总股本(百万股)     | 2,481  | 2,481  | 2,481  | 2,481  | 2,481  |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 17.08-17.36 元, 相对于公司目前股价有 19.4%-21.3% 溢价空间, 首次覆盖给予买入评级

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：17.08-18.17 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 7：公司盈利预测假设条件 (%)

|             | 2019   | 2020    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | 9.87%  | -12.84% | 24.19% | 20.42% | 2.11%  | 4.81%  | 0.50%  | 0.50%  |
| 营业成本/营业收入   | 83.47% | 81.68%  | 80.14% | 78.31% | 79.49% | 79.59% | 80.00% | 80.00% |
| 管理费用/营业收入   | 4.77%  | 5.10%   | 5.20%  | 5.60%  | 5.20%  | 5.30%  | 6.00%  | 6.00%  |
| 研发费用/营业收入   | 2.07%  | 2.62%   | 2.55%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.80%  | 2.80%  |
| 销售费用/销售收入   | 0.38%  | 0.34%   | 0.28%  | 0.30%  | 0.26%  | 0.26%  | 0.30%  | 0.30%  |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.94%  | 1.02%   | 1.07%  | 1.07%  | 1.07%  | 1.07%  | 1.07%  | 1.07%  |
| 所得税税率       | 13.66% | 14.45%  | 13.98% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 15.00% | 15.00% |
| 股利分配比率      | 66.44% | 69.21%  | 52.82% | 50.00% | 50.00% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 8：资本成本假设

|              |       |             |        |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta     | 2.5   | T           | 14.00% |
| 无风险利率        | 3.00% | Ka          | 20.50% |
| 股票风险溢价       | 7.50% | 有杠杆 Beta    | 3.52   |
| 公司股价(元)      | 13.48 | Ke          | 27.66% |
| 发行在外股数(百万)   | 2481  | E/(D+E)     | 67.76% |
| 股票市值(E, 百万元) | 33444 | D/(D+E)     | 32.24% |
| 债务总额(D, 百万元) | 16896 | WACC        | 20.21% |
| Kd           | 5.30% | 永续增长率(10年后) | 0.5%   |

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间 17.08-18.17 元。

表9：公司 FCFF 估值表

|                | 2022E     | 2023E     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT           | 9,053.1   | 8,666.2   | 8,935.0   | 7,763.3   | 7,804.7   |
| 所得税税率          | 14.00%    | 14.00%    | 14.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| EBIT*(1-所得税税率) | 7,785.7   | 7,452.9   | 7,684.1   | 6,598.8   | 6,634.0   |
| 折旧与摊销          | 4,367.3   | 4,632.3   | 4,833.8   | 5,033.0   | 5,231.3   |
| 营运资金的净变动       | 1,562.3   | 550.2     | 723.0     | (89.0)    | 522.1     |
| 资本性投资          | (3,000.0) | (3,000.0) | (3,000.0) | (3,001.0) | (3,001.0) |
| FCFF           | 10,715.3  | 9,635.5   | 10,240.9  | 8,541.8   | 9,386.4   |
| PV(FCFF)       | 8,913.6   | 6,667.7   | 5,895.1   | 4,090.3   | 3,739.0   |
| 核心企业价值         | 50,633.3  |           |           |           |           |
| 减：净债务          | 6,927.5   |           |           |           |           |
| 股票价值           | 43,705.8  |           |           |           |           |
| 每股价值           | 17.62     |           |           |           |           |

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

|                     |      | WACC 变化 |       |        |       |       |
|---------------------|------|---------|-------|--------|-------|-------|
|                     |      | 19.2%   | 19.7% | 20.21% | 20.7% | 21.2% |
| 永续<br>增长<br>率变<br>化 | 0.8% | 18.78   | 18.21 | 17.67  | 17.16 | 16.67 |
|                     | 0.7% | 18.76   | 18.19 | 17.65  | 17.14 | 16.66 |
|                     | 0.6% | 18.73   | 18.17 | 17.63  | 17.12 | 16.64 |
|                     | 0.5% | 18.71   | 18.14 | 17.61  | 17.10 | 16.62 |
|                     | 0.4% | 18.68   | 18.12 | 17.59  | 17.08 | 16.60 |
|                     | 0.3% | 18.66   | 18.10 | 17.57  | 17.06 | 16.58 |
|                     | 0.2% | 18.63   | 18.08 | 17.55  | 17.05 | 16.57 |

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：15.78-17.36 元

我们预计淮北矿业 2022-2024 年 EPS 分别为 2.72/2.63/2.74 元，考虑到公司作为华东地区焦煤龙头，未来煤炭产能仍有增长，投资甲醇制乙醇项目，生产高附加值产品，未来向高端新材料转型。因此我们重点选取与公司同行业的焦煤公司以及区域煤炭龙头公司进行比较，分别为盘江股份、山西焦煤、陕西煤业。

1) 盘江股份：公司作为西南焦煤龙头上市公司，盘江股份煤炭产能仍有增长，未来火电“风光火储”项目推动新旧能源互补，带来新的业绩增长。考虑公司在煤炭业务和化工新材料均具备较好的成长性，因此我们认为淮北矿业的估值水平可与盘江股份相当或略高于该公司。

2) 山西焦煤：公司作为焦煤龙头，坐拥山西焦煤主产地焦煤资源，未来资产注入带来产能外延增长。考虑到淮北矿业未来煤炭增产和化工新产能主要靠公司内新建产能投产实现，我们认为可给淮北矿业较高的估值溢价。

3) 陕西煤业：公司作为西部煤炭龙头，先天优势明显，享有优质的动力煤资源，资产注入以及核增产能带来未来增量。考虑到淮北矿业未来动力煤增产预期，以及乙醇项目等带来的增量，我们认为淮北矿业可与陕西煤业估值水平相当。

上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 5.8，综合考虑，我们合理预计淮北矿业 2023 年 PE 水平应高于平均值，可取 6.0-6.6，对应公司股票合理估值区间为 15.78-17.36 元。

表 11：同类公司估值比较

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS   |       | PE    |       |
|-----------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |         |          | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 600395.SH | 盘江股份 |      | 7.11    | 170.44   | 1.01  | 1.18  | 7.02  | 6.01  |
| 000983.SZ | 山西焦煤 |      | 12.73   | 548.94   | 2.53  | 2.72  | 5.03  | 4.68  |
| 601225.SH | 陕西煤业 |      | 20.89   | 2096.06  | 3.69  | 3.18  | 5.67  | 6.57  |
|           | 平均值  |      |         |          |       |       | 5.90  | 5.75  |
| 600985.SH | 淮北矿业 |      | 14.31   | 402.67   | 2.72  | 2.63  |       |       |

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（淮北矿业外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测）

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 17.08-17.36 元之间，相对于公司目前股价有 19.4%-21.3%溢价空间。考虑公司煤焦化一体，新建甲醇制乙醇项目带来新增长，产业链进一步向新材料延伸，且煤炭产能仍有增长，具备较好的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观，从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 17.08-17.36 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际更低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、山西焦煤、陕西煤业等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定的溢价，最终给予公司 23 年 6.0-6.6 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 20.4%/2.1%/4.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 21.7%/20.5%/20.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受煤炭价格影响较大，我们预计未来 3 年公司平均煤炭价格为 1180/1120/1060 元/吨，若由于形势变化，煤炭实际价格大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现区域经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

### 新能源快速发展替代煤电需求

我国新能源装机增长迅速，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

### 安全生产事故的影响

公司大多数矿井属于瓦斯突出或高瓦斯矿井，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

### 公司在建产能不及预期

在建化工项目可能会出现工程进度不及预期、产能释放滞后的情况，影响公司业绩。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）         |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |                  | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| 现金及现金等价物         | 3136         | 5189         | 12354        | 20077        | 28325        | 营业收入             | 52369         | 65038         | 78319         | 79973         | 83821         |
| 应收款项             | 3308         | 3086         | 3716         | 3794         | 3977         | 营业成本             | 42776         | 52120         | 61331         | 63568         | 66716         |
| 存货净额             | 1513         | 2532         | 2941         | 3041         | 3192         | 营业税金及附加          | 535           | 696           | 838           | 856           | 897           |
| 其他流动资产           | 4426         | 5217         | 6265         | 6398         | 6706         | 销售费用             | 179           | 184           | 235           | 208           | 218           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13493</b> | <b>16518</b> | <b>25776</b> | <b>33811</b> | <b>42699</b> | 管理费用             | 2865          | 3589          | 4903          | 4676          | 4960          |
| 固定资产             | 39496        | 39362        | 38419        | 37284        | 35948        | 研发费用             | 1373          | 1660          | 1958          | 1999          | 2096          |
| 无形资产及其他          | 9915         | 12925        | 12408        | 11891        | 11374        | 财务费用             | 875           | 724           | 495           | 399           | 319           |
| 投资性房地产           | 3167         | 3575         | 3575         | 3575         | 3575         | 投资收益             | 174           | 40            | 30            | 30            | 30            |
| 长期股权投资           | 940          | 1084         | 1114         | 1144         | 1174         | 资产减值及公允价值变动      | 6             | (17)          | (20)          | (20)          | (20)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>67011</b> | <b>73464</b> | <b>81292</b> | <b>87705</b> | <b>94771</b> | 其他收入             | (987)         | (1532)        | (1958)        | (1999)        | (2096)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 9551         | 7424         | 8000         | 8000         | 8000         | 营业利润             | 4331          | 6214          | 8568          | 8278          | 8626          |
| 应付款项             | 10991        | 11422        | 13266        | 13718        | 14398        | 营业外净收支           | (41)          | (171)         | (20)          | (20)          | (20)          |
| 其他流动负债           | 8269         | 9592         | 11226        | 11535        | 12121        | <b>利润总额</b>      | <b>4290</b>   | <b>6043</b>   | <b>8548</b>   | <b>8258</b>   | <b>8606</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>28810</b> | <b>28439</b> | <b>32492</b> | <b>33254</b> | <b>34519</b> | 所得税费用            | 620           | 845           | 1197          | 1156          | 1205          |
| 长期借款及应付债券        | 9811         | 8896         | 8896         | 10896        | 12896        | 少数股东损益           | 202           | 418           | 592           | 572           | 596           |
| 其他长期负债           | 2928         | 4334         | 4434         | 4534         | 4634         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3468</b>   | <b>4780</b>   | <b>6759</b>   | <b>6530</b>   | <b>6805</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>12739</b> | <b>13230</b> | <b>13330</b> | <b>15430</b> | <b>17530</b> | 现金流量表（百万元）       |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>41550</b> | <b>41668</b> | <b>45821</b> | <b>48684</b> | <b>52048</b> | 净利润              | 3468          | 4780          | 6759          | 6530          | 6805          |
| 少数股东权益           | 4178         | 4528         | 4824         | 5110         | 5408         | 资产减值准备           | (69)          | 17            | 1             | (1)           | (1)           |
| 股东权益             | 21283        | 27267        | 30647        | 33912        | 37315        | 折旧摊销             | 2469          | 2810          | 4367          | 4632          | 4834          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>67011</b> | <b>73464</b> | <b>81292</b> | <b>87705</b> | <b>94771</b> | 公允价值变动损失         | (6)           | 17            | 20            | 20            | 20            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用             | 875           | 724           | 495           | 399           | 319           |
|                  |              |              |              |              |              | 营运资本变动           | (575)         | 1114          | 1562          | 550           | 723           |
|                  |              |              |              |              |              | 其它               | 131           | 180           | 295           | 286           | 299           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              |              | <b>经营活动现金流</b>   | <b>5419</b>   | <b>8919</b>   | <b>13005</b>  | <b>12018</b>  | <b>12680</b>  |
| 每股收益             | 1.60         | 1.93         | 2.72         | 2.63         | 2.74         | 资本开支             | 0             | (2399)        | (3000)        | (3000)        | (3000)        |
| 每股红利             | 1.10         | 1.02         | 1.36         | 1.32         | 1.37         | 其它投资现金流          | (1064)        | 616           | (6)           | 0             | 0             |
| 每股净资产            | 9.80         | 10.99        | 12.35        | 13.67        | 15.04        | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(1155)</b> | <b>(1927)</b> | <b>(3036)</b> | <b>(3030)</b> | <b>(3030)</b> |
| ROIC             | 8.01%        | 12.08%       | 18%          | 18%          | 20%          | 权益性融资            | 0             | 50            | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 16.30%       | 17.53%       | 22%          | 19%          | 18%          | 负债净变化            | (1735)        | 1808          | 0             | 2000          | 2000          |
| 毛利率              | 18%          | 20%          | 22%          | 21%          | 20%          | 支付股利、利息          | (2400)        | (2525)        | (3380)        | (3265)        | (3403)        |
| EBIT Margin      | 9%           | 10%          | 12%          | 11%          | 11%          | 其它融资现金流          | 1508          | (3555)        | 576           | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 14%          | 15%          | 17%          | 17%          | 16%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(6763)</b> | <b>(4939)</b> | <b>(2804)</b> | <b>(1265)</b> | <b>(1403)</b> |
| 收入增长             | -13%         | 24%          | 20%          | 2%           | 5%           | <b>现金净变动</b>     | <b>(2499)</b> | <b>2053</b>   | <b>7165</b>   | <b>7723</b>   | <b>8247</b>   |
| 净利润增长率           | -4%          | 38%          | 41%          | -3%          | 4%           | 货币资金的期初余额        | 5635          | 3136          | 5189          | 12354         | 20077         |
| 资产负债率            | 68%          | 63%          | 62%          | 61%          | 61%          | 货币资金的期末余额        | 3136          | 5189          | 12354         | 20077         | 28325         |
| 股息率              | 6.8%         | 7.1%         | 9.5%         | 9.2%         | 9.6%         | 企业自由现金流          | 0             | 7365          | 10715         | 9635          | 10241         |
| P/E              | 9.0          | 7.4          | 5.3          | 5.4          | 5.2          | 权益自由现金流          | 0             | 5618          | 10865         | 11293         | 11967         |
| P/B              | 1.5          | 1.3          | 1.2          | 1.0          | 1.0          |                  |               |               |               |               |               |
| EV/EBITDA        | 10.2         | 8.0          | 6.1          | 6.3          | 6.4          |                  |               |               |               |               |               |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032