

炼焦煤

淮北矿业（600985.SH）

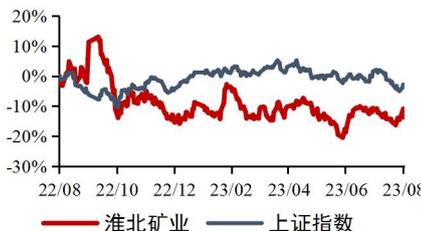
增持-A(首次)

主焦煤毛利率仍可观，关注新项目投产情况

2023年8月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月30日

收盘价（元）：	11.99
年内最高/最低（元）：	17.60/11.01
流通A股/总股本（亿）：	24.81/24.81
流通A股市值（亿）：	297.48
总市值（亿）：	297.48

资料来源：最闻

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益：	1.45
摊薄每股收益：	1.45
每股净资产（元）：	15.97
净资产收益率：	8.74

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年半年度报告：报告期内公司实现营业收入373.00亿元，同比-2.92%，归母净利润35.88亿元，同比+1.09%，扣非后归母净利润34.39亿元，同比-8.80%。经营活动产生的现金流量净额61.46亿元，同比-11.16%；基本每股收益为1.45元，同比+1.40%；加权平均ROE为10.12%，同比减少1.96个百分点。其中Q2营业收入183.63亿元，同比-10.62%；归母净利润14.77亿元，同比-23.59%。

事件点评

➢ 上半年煤焦产业链价格整体下行，公司业绩同比有所下滑。2023年上半年受宏观经济复苏延后及煤炭进口增量较大等，煤、焦产业链价格以回调为主。秦皇岛港动力末煤Q5500H1均价1023元/吨，同比-13.93%，京唐港山西产主焦煤H1均价2242元/吨，同比-27%。煤价下行主要发生在二季度，Q2秦港动力煤及京唐港主焦煤分别同比下跌-24%和-39%，环比分别-19%和-23%。焦炭方面，2023年H1淮北产二级冶金焦均价2463元/吨，同比-25.54%；Q2均价2281元/吨，同比-35.14%，环比-13.94%。公司产品售价的下行拖累公司业绩；报告期内公司获得包括产能指标处置及增值税返还等非经常性损益合计1.49亿元，比2022年增加1.1亿，扣非前净利润实现+1.09%增长。

➢ H1煤炭产销同比下滑，受益Q1主焦煤价格较高，H1毛利率提高，但Q2有所下滑。公司实现商品煤产量1132.64万吨，同比-8.93%；商品煤销量981.7万吨，同比-6.29%；吨煤售价1269.34元/吨，同比+7.25%；吨煤成本670.44元/吨，同比下降2.27%；煤炭业务毛利率为47.18%，同比抬升5.15个百分点。Q2吨煤售价1141.72元/吨，环比-17.70%，吨煤成本623.07元/吨，同比-12.76%，煤炭业务毛利率45.43%，环比降低3.09个百分点。

➢ 煤化工板块受成本压制及售价下行影响，H1毛利亏损。报告期内公司实现焦炭产量173万吨，同比-9.11%；销量170.45万吨，同比-12.63%；吨焦售价2524.9元/吨，同比-19.73%；实现甲醇产量24.77万吨，同比47.44%，销售25.09万吨，同比54.4%，单位售价2177.44元/吨，同比-10.01%。其中，焦炭为煤化工主要产品，实现销售收入43.04亿元，同比-29.87%，焦煤成本的刚性导致毛利下滑；Q2甲醇产销量分别环比-43%和-34%，也是煤化工板块业绩下滑的一个因素。公司煤化工板块H1平均毛利率-8.20%。

➢ 公司优质焦煤价值待显，关注新项目投产情况。截止6月30日，公司现拥有煤炭生产矿井17对，核定产能3,555万吨/年，以优质焦煤矿井为主；焦炭核定产能440万吨/年；后期随着稳经济政策发力，主焦煤价格继续下



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





行空间不大，Q3 以来，京唐港主焦煤均价 2025 元/吨，环比+4.58%，毛利率仍然可观，将持续为公司贡献利润。另外，建议关注新增项目投产情况：公司预计内蒙古陶忽图煤矿 2025 年底建成投产；碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成，靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设也在稳步推进。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 2.85\2.87\2.93 元，对应公司 8 月 29 日收盘价 12.38 元，2023-2025 年动态 PE 分别为 4.3\4.3\4.2 倍，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

风险提示

1) **宏观经济增速不及预期风险**；煤炭行业与宏观经济发展密切相关，目前国际环境复杂严峻，国内经济修复面临挑战；2023 年 GDP 不变价累计同比 5.5%，仍低于疫情前水平。国内固定资产投资累计增速 3.8%，其中房地产开发投资累计增速-7.9%，对煤炭需求有所压制；2) **煤炭价格超预期下行风险**；二季度以后国内煤炭均价继续下行，Q3 动力煤长协 Q3 均价 702.5 元/吨，同比-2.3%，环比-2.0%，焦煤价格虽有反弹，但后期若粗钢平控趋严则需求可能下滑拖累焦煤价格；Q3 以来淮北产耳机冶金焦焦炭均价 2150 元/吨，环比-5.73%；3) **安全生产风险**；煤炭行业为高危行业，甘肃地区地质条件相对较差、煤矿生产系统复杂、各类自然灾害加剧、安全生产基础薄弱，未来或面临一定安全生产风险。同时，民爆、化工、基建等产业点多线长面广，安全、环保工作任务也较重等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65,038	69,225	67,779	70,019	73,164
YoY(%)	24.2	6.4	-2.1	3.3	4.5
净利润(百万元)	4,780	7,010	7,063	7,130	7,259
YoY(%)	37.8	46.6	0.8	0.9	1.8
毛利率(%)	19.9	23.3	22.2	22.5	21.9
EPS(摊薄/元)	1.93	2.83	2.85	2.87	2.93
ROE(%)	16.4	18.8	16.4	15.2	14.1
P/E(倍)	6.4	4.4	4.3	4.3	4.2
P/B(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
净利率(%)	7.4	10.1	10.4	10.2	9.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16518	21041	23690	30090	35626
现金	5189	8453	10023	16484	21443
应收票据及应收账款	2790	2566	2856	2597	3092
预付账款	489	628	466	664	517
存货	2532	2775	2775	2938	3078
其他流动资产	5517	6620	7571	7408	7497
非流动资产	56946	62995	64730	63602	63274
长期投资	1084	1121	1183	1246	1308
固定资产	36920	39598	38483	37781	37819
无形资产	12925	15737	16318	16145	15968
其他非流动资产	6017	6539	8745	8431	8179
资产总计	73464	84035	88420	93693	98900
流动负债	28439	26891	26143	27601	29003
短期借款	5298	1960	763	800	800
应付票据及应付账款	11422	12342	13187	13157	14856
其他流动负债	11719	12589	12193	13644	13347
非流动负债	13230	19142	19926	18688	17510
长期借款	8896	8875	7220	5815	4630
其他非流动负债	4334	10267	12706	12873	12880
负债合计	41668	46033	46069	46289	46513
少数股东权益	4528	4613	4473	4567	4679
股本	2481	2481	2481	2481	2481
资本公积	8330	8346	8377	8377	8377
留存收益	15960	21294	25673	30228	34882
归属母公司股东权益	27267	33390	37878	42837	47708
负债和股东权益	73464	84035	88420	93693	98900

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11053	16669	10907	12313	11686
净利润	5199	7139	6923	7224	7371
折旧摊销	2814	4187	3244	3393	3596
财务费用	724	633	418	304	178
投资损失	-40	-100	-88	-94	-91
营运资金变动	2213	4197	678	1382	645
其他经营现金流	143	613	-267	105	-13
投资活动现金流	-5974	-7848	-4754	-2165	-3169
筹资活动现金流	-3119	-5539	-4583	-3687	-3558
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.93	2.83	2.85	2.87	2.93
每股经营现金流(最新摊薄)	4.45	6.72	4.40	4.96	4.71
每股净资产(最新摊薄)	10.99	13.37	15.17	17.17	19.13

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	65038	69225	67779	70019	73164
营业成本	52120	53074	52718	54269	57146
营业税金及附加	696	894	733	782	834
营业费用	184	188	188	192	202
管理费用	3589	4388	4018	4295	4413
研发费用	1660	1624	1590	1643	1717
财务费用	724	633	418	304	178
资产减值损失	-208	-233	-222	-233	-242
公允价值变动收益	4	9	6	7	7
投资净收益	40	100	88	94	91
营业利润	6214	8633	8315	8722	8855
营业外收入	92	51	72	61	66
营业外支出	263	426	345	386	365
利润总额	6043	8257	8041	8397	8556
所得税	845	1118	1118	1173	1185
税后利润	5199	7139	6923	7224	7371
少数股东损益	418	129	-140	95	112
归属母公司净利润	4780	7010	7063	7130	7259
EBITDA	9739	13107	11799	12159	12415

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.2	6.4	-2.1	3.3	4.5
营业利润(%)	43.5	38.9	-3.7	4.9	1.5
归属于母公司净利润(%)	37.8	46.6	0.8	0.9	1.8
获利能力					
毛利率(%)	19.9	23.3	22.2	22.5	21.9
净利率(%)	7.4	10.1	10.4	10.2	9.9
ROE(%)	16.4	18.8	16.4	15.2	14.1
ROIC(%)	12.8	14.7	13.3	12.8	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.7	54.8	52.1	49.4	47.0
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	22.2	25.8	25.0	25.7	25.7
应付账款周转率	4.7	4.5	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	6.4	4.4	4.3	4.3	4.2
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.0	3.3	3.4	2.6	2.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

