

# 淮北矿业 (600985.SH)

精煤产率提升，煤化工承压，新项目加快推进

买入

## 核心观点

**公司业绩平稳，二季度同比下降。**2023H1，报告期公司实现总营收 374.06 亿元，同比下降 2.81%；归母净利润 35.88 亿元，同比增长 1.09%；扣非净利润 34.39 亿元，同比下降 8.80%；基本每股收益 1.45 元。2023Q2 归母净利润 14.77 亿元，同比下降 23.59%；营业收入 183.63 亿元，同比下降 10.62%。收入下降主因焦炭量价同比下降。

**煤炭产量下降，精煤产率提升。**2023H1，公司商品煤产 1132.6 万吨，同比下降 8.9%，因倒工作面、过断层原因致产销量下降。精煤产率 52.89%，高于计划 4.09 个百分点。价格方面，2023H1 商品煤售价 1269.3 元/吨，同比增长 7.3%。毛利方面，2023H1 公司吨煤成本下降 2.3%，吨煤毛利增加 20.4%，主因精煤产率提升、成本下降。

**焦炭量价齐跌，化工板块承压。**受市场行情影响，临涣焦化焦炭产销量及价格下降，导致上半年销售收入 54.22 亿元，同比减少 20.05 亿元，净利润-7.05 亿元，同比减少 12.01 亿元。上半年焦炭均价 2524.9 元/吨，同比下降 19.7%。甲醇方面，公司上半年甲醇产量 24.8 万吨，同比增长 47.4%，产能大增主因新项目投产；甲醇均价 2177.4 元/吨，同比下降 10.0%。近期甲醇价格企稳，盈利水平有望改善。

**公司项目建设加快推进。**陶忽图煤矿开工建设，预计 2025 年底建成投产，产能 800 万吨/年。化工产业延链项目加快实施，碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成；临涣焦化弛放气制备高纯氢项目已试生产、10 万吨 DMC 项目正在加快建设。雷鸣科化加快非煤矿山资源项目收储及建设，上半年收储资源 1.74 亿吨，积极推进靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2023-2025 年归母净利润 60.8/62.0/62.4 亿元（原预测为 71.5/74.5/76.4 亿元），同比增速为 -13.3%/2.0%/0.6%；摊薄 EPS=2.45/2.50/2.51 元，当前股价对应 PE=5.2/5.1/5.1x。考虑公司精煤产率提升、煤焦化一体以及新建乙醇项目，积极发展新材料，维持“买入”评级。

**风险提示：**能源化工品需求下降、突发事件扰动、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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65,038	69,225	72,928	77,219	80,690
(+/-%)	24.2%	6.4%	5.3%	5.9%	4.5%
净利润(百万元)	4780	7010	6080	6202	6240
(+/-%)	37.8%	46.6%	-13.3%	2.0%	0.6%
每股收益(元)	1.93	2.83	2.45	2.50	2.51
EBIT Margin	10.4%	13.1%	10.3%	9.8%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	17.5%	21.0%	16.7%	15.7%	14.6%
市盈率 (PE)	6.6	4.5	5.2	5.1	5.1
EV/EBITDA	7.6	5.9	7.7	7.8	8.0
市净率 (PB)	1.16	0.95	0.87	0.80	0.74

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·财报点评

### 煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

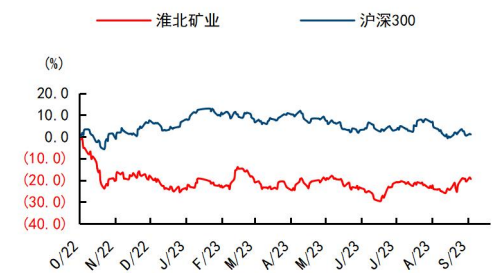
fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.66 元
总市值/流通市值	31410/31410 百万元
52 周最高价/最低价	17.60/11.01 元
近 3 个月日均成交额	179.34 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

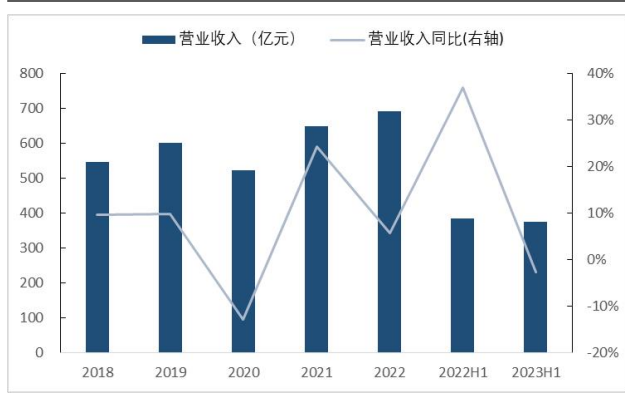
### 相关研究报告

《淮北矿业 (600985.SH) - 煤焦一体业绩稳健，精细化延伸可期》  
——2023-03-30

《淮北矿业 (600985.SH) - 煤焦化一体已成型，精细化延伸促成长》  
——2022-11-14

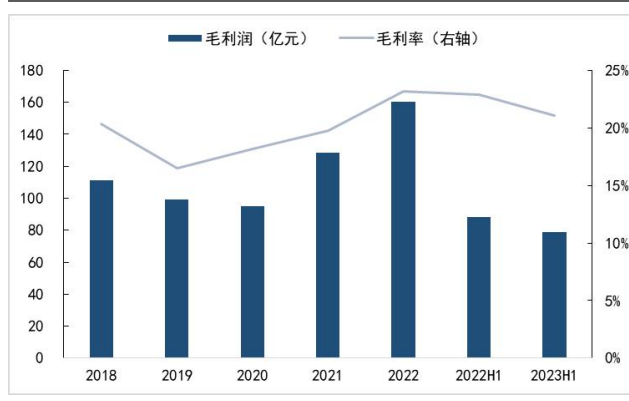
**公司业绩平稳，二季度同比下降。**2023H1，报告期公司实现总营收 374.06 亿元，同比下降 2.81%；归母净利润 35.88 亿元，同比增长 1.09%；扣非净利润 34.39 亿元，同比下降 8.80%；基本每股收益 1.45 元。2023Q2 归母净利润 14.77 亿元，同比下降 23.59%；营业收入 183.63 亿元，同比下降 10.62%。收入下降主因焦炭量价同比下降。

图1：营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：毛利润及毛利率（单位：亿元）

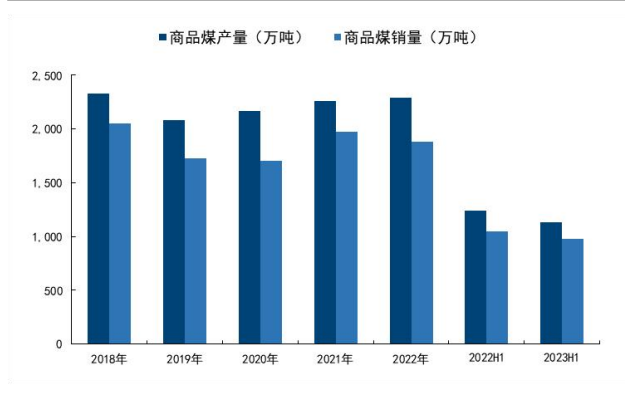


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**煤炭产量下降，精煤产率提升。**2023H1，公司商品煤产 1132.6 万吨，同比下降 8.9%，因倒工作面、过断层原因致产销量下降。精煤产率 52.89%，高于计划 4.09 个百分点。价格方面，2023H1 商品煤售价 1269.3 元/吨，同比增长 7.3%。毛利方面，2023H1 公司吨煤成本下降 2.3%，吨煤毛利增加 20.4%，主因精煤产率提升、成本下降。

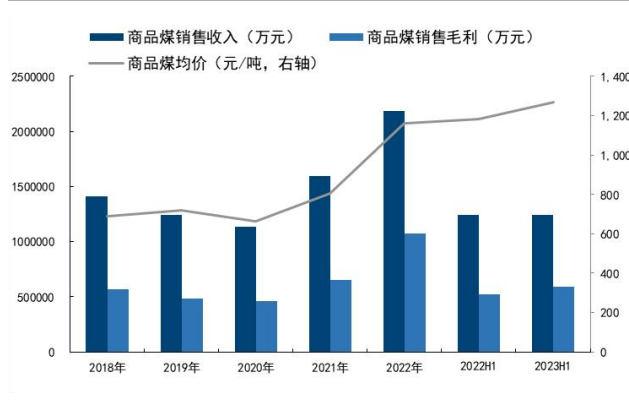
**焦炭量价齐跌，化工板块承压。**受市场行情影响，临涣焦化焦炭产销量及价格下降，导致上半年销售收入 54.22 亿元，同比减少 20.05 亿元，净利润-7.05 亿元，同比减少 12.01 亿元。上半年焦炭均价 2524.9 元/吨，同比下降 19.7%。甲醇方面，公司上半年甲醇产量 24.8 万吨，同比增长 47.4%，产能大增主因新项目投产；甲醇均价 2177.4 元/吨，同比下降 10.0%。近期甲醇价格企稳，盈利水平有望改善。

图3：煤炭产销量变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：商品煤销售收入、毛利及均价



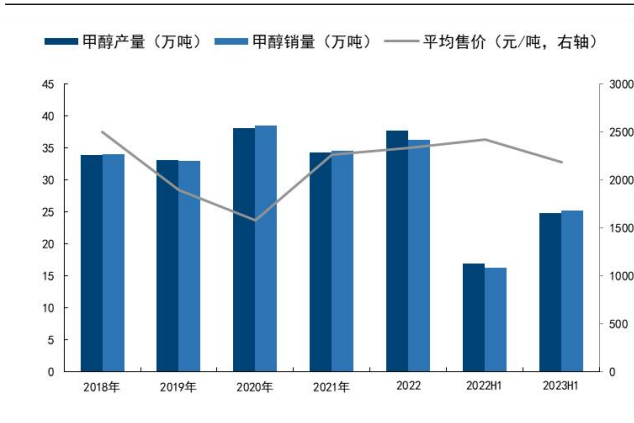
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 焦炭产销量、价格变化



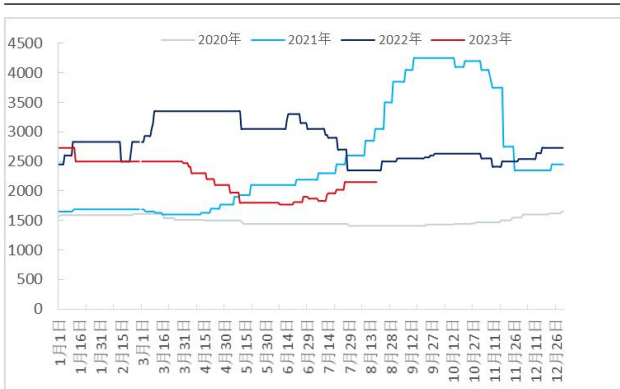
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 甲醇产销量、价格变化



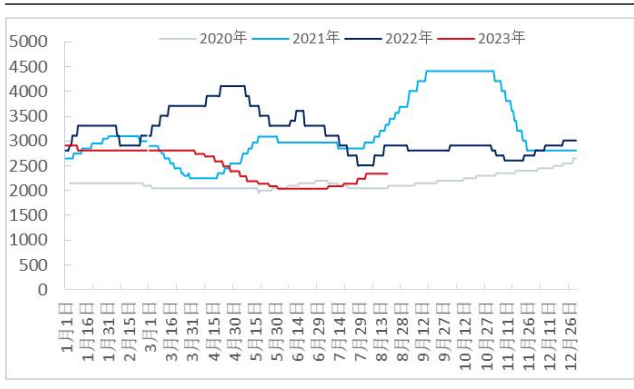
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 京唐港焦煤价格变化 (元/吨)



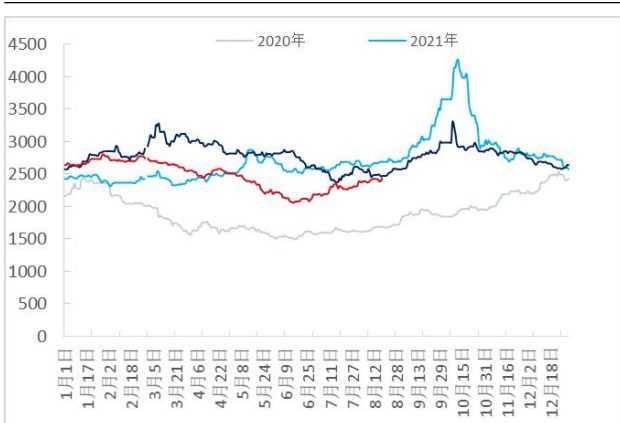
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 京唐港一级冶金焦价格变化 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 华东甲醇价格变化 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 螺纹钢价格变化 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表1：煤炭产品的产量、销量、收入、成本及毛利情况**

项目	单位	2023年1-6月	2022年1-6月	变动比率(%)	
商品煤	产量	万吨	1,132.64	1,243.75	-8.93
	销售量	万吨	981.70	1,047.60	-6.29
	销售收入	万元	1,246,115.89	1,239,825.21	0.51
	销售成本	万元	658,166.09	718,664.76	-8.42
	销售毛利	万元	587,949.80	521,160.45	12.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表2：煤化工产品的产量、销量及收入实现情况**

主要产品	经营指标	单位	2023年1-6月	2022年1-6月	变动比率(%)
焦炭	产量	万吨	173.00	190.35	-9.11
	销售量	万吨	170.45	195.09	-12.63
	销售收入	万元	430,371.53	613,661.05	-29.87
	平均售价(不含税)	元/吨	2,524.90	3,145.46	-19.73
甲醇	产量	万吨	24.77	16.80	47.44
	销售量	万吨	25.09	16.25	54.40
	销售收入	万元	54,625.62	39,327.94	38.90
	平均售价(不含税)	元/吨	2,177.44	2,419.59	-10.01

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表3：煤化工产品的主要原材料的采购量、消耗量及价格变动情况**

主要原材料	单位	2023年1-6月	2022年1-6月	变动比率(%)	
洗精煤	采购量	万吨	241.31	263.39	-8.38
	采购金额(不含税)	万元	488,345.71	567,909.02	-14.01
	采购单价(不含税)	元/吨	2,023.69	2,156.18	-6.14
	消耗数量	万吨	244.79	261.13	-6.26

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表4：主要产品营收成本预测假设调整(百万元)**

		2023E	2024E	2025E
煤炭业务	销售收入	23,073.60	21,600.00	23,220.00
	成本	12,690.48	12,528.00	13,932.00
	销售收入增长率	5.68%	-6.39%	7.50%
	毛利率	45.00%	37.00%	37.00%
煤化工业务	销售收入	11,931.85	15,465.11	15,511.11

	成本	9,058.50	10,850.07	10,878.13
	销售收入增长率	-8.72%	29.61%	0.30%
	毛利率	24.08%	29.84%	29.87%
	销售收入	37,922.57	40,153.87	41,958.70
其他业务	成本	36,595.28	38,748.48	40,490.15
	销售收入增长率	10.50%	5.88%	4.49%
	毛利率	3.50%	3.50%	3.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

综合考虑商品价格下降、毛利率下降等对业绩的影响，结合上半年的营收增速以及毛利率，我们重点对煤炭、化工业务的营收增速以及毛利率水平进行调整。其他业务维持不变。

(1) 煤炭业务：公司 23-25 年煤炭业务营收增速由原预测的 6.08%/-3.34%/7.50%调整为 5.68%/-6.39%/7.50%，毛利率由原预测的 46%/41%/41%调整为 45%/37%/37%。

(2) 煤化工业务：公司 23-25 年煤化工板块营收增速由原预测的 7.62%/19.44%/0.27%调整为 -8.72%/29.61%/0.30%，毛利率由原预测的 34.74%/35.31%/35.32%调整为 24.08%/29.84%/29.87%。

**公司项目建设加快推进。**陶忽图煤矿开工建设，预计 2025 年底建成投产，产能 800 万吨/年。化工产业延链项目加快实施，碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成；临涣焦化弛放气制备高纯氢项目已试生产、10 万吨 DMC 项目正在加快建设。雷鸣科化加快非煤矿山资源项目收储及建设，上半年收储资源 1.74 亿吨，积极推进靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2023-2025 年归母净利润 60.8/62.0/62.4 亿元（原预测为 71.5/74.5/76.4 亿元），同比增速为 -13.3%/2.0%/0.6%；摊薄 EPS=2.45/2.50/2.51 元，当前股价对应 PE=5.2/5.1/5.1x。考虑公司精煤产率提升、煤焦化一体以及新建乙醇项目，积极发展新材料，维持“买入”评级。

**风险提示：**能源化工品需求下降、突发事件扰动、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5189	8453	18957	25705	32490	营业收入	65038	69225	72928	77219	80690
应收款项	3086	2848	3001	3177	3320	营业成本	52120	53074	58344	62127	65300
存货净额	2532	2775	3104	3305	3473	营业税金及附加	696	894	744	788	823
其他流动资产	5217	4575	5105	5405	5648	销售费用	184	188	190	201	210
<b>流动资产合计</b>	<b>16518</b>	<b>21041</b>	<b>30666</b>	<b>38092</b>	<b>45431</b>	管理费用	3589	4388	4349	4568	4745
固定资产	39362	41645	41862	41900	41787	研发费用	1660	1624	1823	1930	2017
无形资产及其他	12925	15737	15107	14478	13848	财务费用	724	633	330	270	215
投资性房地产	3575	4492	4492	4492	4492	投资收益	40	100	30	30	30
长期股权投资	1084	1121	1151	1181	1211	资产减值及公允价值变动	(17)	(236)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>73464</b>	<b>84035</b>	<b>93279</b>	<b>100143</b>	<b>106770</b>	其他收入	(1532)	(1279)	(1823)	(1930)	(2017)
短期借款及交易性金融负债	7424	4504	8000	8000	8000	营业利润	6214	8633	7179	7366	7410
应付款项	11422	12342	13809	14701	15450	营业外净收支	(171)	(376)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	9592	10045	11129	11843	12443	<b>利润总额</b>	<b>6043</b>	<b>8257</b>	<b>7159</b>	<b>7346</b>	<b>7390</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>28439</b>	<b>26891</b>	<b>32938</b>	<b>34544</b>	<b>35893</b>	所得税费用	845	1118	966	1028	1035
长期借款及应付债券	8896	8875	8875	10875	12875	少数股东损益	418	129	112	115	116
其他长期负债	4334	10267	10367	10467	10567	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4780</b>	<b>7010</b>	<b>6080</b>	<b>6202</b>	<b>6240</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13230</b>	<b>19142</b>	<b>19242</b>	<b>21342</b>	<b>23442</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>41668</b>	<b>46033</b>	<b>52180</b>	<b>55886</b>	<b>59335</b>	净利润	4780	7010	6080	6202	6240
少数股东权益	4528	4613	4669	4726	4784	资产减值准备	17	224	11	1	(1)
股东权益	27267	33390	36430	39531	42651	折旧摊销	2810	4183	3400	3591	3743
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>73464</b>	<b>84035</b>	<b>93279</b>	<b>100143</b>	<b>106770</b>	公允价值变动损失	17	236	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	724	633	330	270	215
每股收益	1.93	2.83	2.45	2.50	2.51	营运资本变动	1114	7321	1651	1029	894
每股红利	1.02	1.01	1.23	1.25	1.26	其它	180	(141)	45	57	58
每股净资产	10.99	13.46	14.68	15.93	17.19	<b>经营活动现金流</b>	<b>8919</b>	<b>18832</b>	<b>11187</b>	<b>10880</b>	<b>10934</b>
ROIC	12.08%	16.43%	15%	17%	18%	资本开支	0	(5976)	(3000)	(3000)	(3000)
ROE	17.53%	20.99%	17%	16%	15%	其它投资现金流	616	(1896)	1891	0	0
毛利率	20%	23%	20%	20%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>472</b>	<b>(7909)</b>	<b>(1139)</b>	<b>(3030)</b>	<b>(3030)</b>
EBIT Margin	10%	13%	10%	10%	9%	权益性融资	(1)	84	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	15%	15%	14%	负债净变化	1808	(1020)	0	2000	2000
收入增长	24%	6%	5%	6%	4%	支付股利、利息	(2525)	(2507)	(3040)	(3101)	(3120)
净利润增长率	38%	47%	-13%	2%	1%	其它融资现金流	(5903)	(690)	3496	0	0
资产负债率	63%	60%	61%	61%	60%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(7337)</b>	<b>(7659)</b>	<b>456</b>	<b>(1101)</b>	<b>(1120)</b>
股息率	8.0%	7.9%	9.6%	9.8%	9.9%	<b>现金净变动</b>	<b>2053</b>	<b>3264</b>	<b>10504</b>	<b>6749</b>	<b>6785</b>
P/E	6.6	4.5	5.2	5.1	5.1	货币资金的期初余额	3136	5189	8453	18957	25705
P/B	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7	货币资金的期末余额	5189	8453	18957	25705	32490
EV/EBITDA	7.6	5.9	7.7	7.8	8.0	企业自由现金流	0	13357	8520	8161	8168
						权益自由现金流	0	11647	11731	9929	9983

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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