

淮北矿业 (600985.SH) Q3 业绩具韧性, 关注煤矿&煤化工新项目成长

2023 年 11 月 14 日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2023/11/13
当前股价(元)	14.98
一年最高最低(元)	15.09/11.01
总市值(亿元)	371.66
流通市值(亿元)	371.66
总股本(亿股)	24.81
流通股本(亿股)	24.81
近 3 个月换手率(%)	47.31

● Q3 业绩具韧性, 关注煤矿&煤化工新项目成长。维持“买入”评级

公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营业收入 555.4 亿元, 同比-3.1%, 归属于上市公司股东净利润 50.6 亿元, 同比-2.7%; Q3 公司实现营业收入 182.4 亿元, 环比-0.4%, 归属于上市公司股东净利润 14.7 亿元, 环比-0.4%。在市场煤价跌幅较大的背景下, 公司业绩同比跌幅不大, 主因公司煤价较为稳定、成本控制较好。我们维持 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 65.2/67.4/70.1 亿元, 同比-7.0%/+3.4%/+4.0%; EPS 为 2.63/2.72/2.82 元, 对应当前股价 PE 为 4.6/4.4/4.3 倍。公司业绩仍有韧性, 陶忽图煤矿和无水乙醇项目顺利推进, 未来仍有成长性, 维持“买入”评级。

● 煤炭板块: 前三季度量减价增, 吨煤毛利大涨

前三季度吨煤售价不降反增, 同时成本下降导致盈利增加。价格方面, 2023 年前三季度公司商品煤售价 1199 元/吨, 同比+0.8%, 主因公司客户稳定, 2022 年同期价格基数不高。成本方面, 公司吨煤综合成本 625 元/吨, 同比-9.4%, 成本大跌致毛利增加, 吨煤毛利 574 元/吨, 同比+14.9%。产销方面, 2023 年前三季度公司商品煤产/销量 1675/1380 万吨, 同比-6.8%/-9.5%, 公司因为倒工作面、过断层原因导致产销量下降, 但受益于吨煤毛利的增加, 前三季度煤炭板块毛利 79 亿元, 同比+4%。单季度看, 吨煤毛利与 Q2 相差不多。Q3 吨煤价格/成本 1025/511 元/吨, 环比-10.2%/-17.9%, 价格成本均下跌致毛利浮动不大, 吨煤毛利 514 元, 环比-0.9%。产销方面, Q3 实现产/销量 542/398 万吨, 环比-4.1%/-15.6%。

● 煤化工板块: 前三季度焦化承压, Q3 利润修复

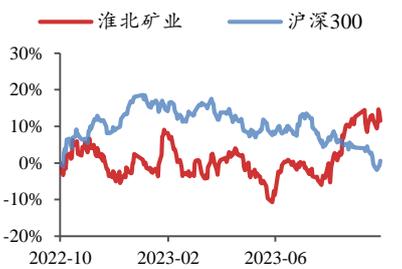
前三季度焦化价格跌幅大于原料煤, 板块业绩承压。2023 年前三季度公司焦炭产/销量 273/272 万吨, 同比-1.9%/-1.7%; 实现甲醇产/销量 36/36 万吨, 同比+46.9%/+50.6%, 产能大增主因 2022 年同期甲醇新项目未充分释放。价格方面, 前三季度实现吨焦价格 2334 元, 同比-22.5%; 实现吨甲醇价格 2132 元, 同比-9.0%; 原料煤价格 1857 元/吨, 同比-13.7%。单季度看, Q3 焦化利润修复导致生产积极性增加。Q3 实现焦炭产/销量 100/101 万吨, 环比+16.7%/+20.5%, 实现甲醇产/销量 11/11 万吨, 环比+21.0%/+5.4%。价格方面, Q3 实现吨焦价格 2012 元, 环比-14.9%; 甲醇价格 2025 元, 环比-1.2%; 采购原料煤价 1566 元/吨, 环比-16.4%, 原料煤价格跌幅大于焦炭跌幅, 焦化利润修复。

● 新项目陆续投产, 产业一体化继续延伸

260 万吨新产能获批, 新产能将贡献增量。陶忽图矿 800 万吨 6000 卡动力煤项目预计 2025 年底建成, 年产 260 万吨临涣煤矿已取得采矿许可, 涡北煤矿正在积极推进探转采, 未来煤炭产能仍有增量。煤化工方面, 60 万吨无水乙醇项目预计 2023 年底建成, 公司自产甲醇可作为原料, 成本较低毛利丰厚有望改善化工板块利润, 同时驰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, 化工产业链进一步延伸。砂石骨料方面, 2023 上半年非煤矿山收储 1.74 亿吨, 靖州八姑岩、海南乐东等矿山将投入建设, 砂石骨料储量及产能空间进一步得到提升。

● 风险提示: 经济恢复不及预期, 煤炭价格下跌超预期, 公司产能释放不及预期。

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《中报业绩同比上涨, 关注煤矿&煤化工新项目成长——公司中报点评报告》-2023.9.4

《Q1 业绩同比大增, 看好黑色需求及成长性——公司信息更新报告》-2023.4.28

《全年盈利高增, 新项目贡献成长——2022 年报点评报告》-2023.3.29

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65,449	69,062	66,876	68,427	69,885
YOY(%)	25.2	5.5	-3.2	2.3	2.1
归母净利润(百万元)	4,908	7,010	6,518	6,738	7,008
YOY(%)	41.5	42.8	-7.0	3.4	4.0
毛利率(%)	20.0	23.1	22.4	22.8	23.5
净利率(%)	8.2	10.3	9.9	10.0	10.2
ROE(%)	16.9	18.8	15.8	14.6	13.7
EPS(摊薄/元)	1.98	2.83	2.63	2.72	2.82
P/E(倍)	6.1	4.3	4.6	4.4	4.3
P/B(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	16518	21041	19732	26201	27935
现金	5189	8453	9178	14018	16933
应收票据及应收账款	2790	2566	3081	2575	3176
其他应收款	297	287	295	289	311
预付账款	489	628	359	668	388
存货	2532	2775	1684	2983	1787
其他流动资产	5219	6332	5136	5669	5340
<b>非流动资产</b>	57133	62995	59810	59523	59164
长期投资	1084	1121	1210	1295	1374
固定资产	37178	39598	36154	34733	33156
无形资产	12925	15737	16607	17746	18975
其他非流动资产	5945	6539	5839	5749	5660
<b>资产总计</b>	73651	84035	79542	85725	87099
<b>流动负债</b>	28439	26891	23722	26320	24281
短期借款	5298	1960	1960	1960	1960
应付票据及应付账款	11422	12342	10784	12603	11152
其他流动负债	11719	12589	10977	11757	11168
<b>非流动负债</b>	13264	19142	13784	12491	10877
长期借款	8896	8875	6588	4743	2894
其他非流动负债	4368	10267	7196	7748	7984
<b>负债合计</b>	41703	46033	37506	38811	35158
少数股东权益	4577	4613	4733	4857	4986
股本	2481	2481	2481	2481	2481
资本公积	8330	8346	8346	8346	8346
留存收益	16063	21294	25426	29765	34245
<b>归属母公司股东权益</b>	27371	33390	37303	42056	46956
负债和股东权益	73651	84035	79542	85725	87099

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	11053	16669	8778	11179	9544
净利润	5386	7139	6638	6863	7137
折旧摊销	2814	4187	3023	3099	3218
财务费用	724	633	339	242	39
投资损失	-40	-100	-59	-66	-69
营运资金变动	1991	4197	-1166	1132	-719
其他经营现金流	177	613	4	-90	-63
<b>投资活动现金流</b>	-5974	-7848	930	-2800	-2861
资本支出	5472	7160	1778	2400	2606
长期投资	-670	-1068	-89	-84	-79
其他投资现金流	168	381	2797	-316	-176
<b>筹资活动现金流</b>	-3119	-5539	-8983	-3539	-3767
短期借款	-563	-3337	0	0	0
长期借款	-916	-21	-2287	-1845	-1849
普通股增加	308	0	0	0	0
资本公积增加	2557	17	0	0	0
其他筹资现金流	-4506	-2197	-6697	-1694	-1918
<b>现金净增加额</b>	1960	3282	725	4840	2915

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	65449	69062	66876	68427	69885
营业成本	52386	53074	51926	52805	53452
营业税金及附加	696	894	754	795	835
营业费用	184	188	182	187	191
管理费用	3589	4388	4249	4348	4440
研发费用	1660	1624	1675	1984	2027
财务费用	724	633	339	242	39
资产减值损失	-21	-245	0	0	-419
其他收益	353	307	307	250	250
公允价值变动收益	4	9	7	8	7
投资净收益	40	100	59	66	69
资产处置收益	-8	44	5	5	5
<b>营业利润</b>	6436	8633	8082	8338	8762
营业外收入	92	51	64	69	61
营业外支出	263	426	426	426	426
<b>利润总额</b>	6266	8257	7719	7980	8397
所得税	879	1118	1081	1118	1259
<b>净利润</b>	5386	7139	6638	6863	7137
少数股东损益	479	129	120	124	129
<b>归属母公司净利润</b>	4908	7010	6518	6738	7008
EBITDA	9832	12895	11007	11193	11550
EPS(元)	1.98	2.83	2.63	2.72	2.82

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.2	5.5	-3.2	2.3	2.1
营业利润(%)	48.6	34.1	-6.4	3.2	5.1
归属于母公司净利润(%)	41.5	42.8	-7.0	3.4	4.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.0	23.1	22.4	22.8	23.5
净利率(%)	8.2	10.3	9.9	10.0	10.2
ROE(%)	16.9	18.8	15.8	14.6	13.7
ROIC(%)	15.7	19.7	18.1	19.3	19.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.6	54.8	47.2	45.3	40.4
净负债比率(%)	42.8	26.9	12.0	-3.0	-11.6
流动比率	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	39.4	41.5	39.9	40.4	40.4
应付账款周转率	5.6	5.2	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.98	2.83	2.63	2.72	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	4.45	6.72	3.54	4.51	3.85
每股净资产(最新摊薄)	11.03	13.37	14.95	16.87	18.84
<b>估值比率</b>					
P/E	6.1	4.3	4.6	4.4	4.3
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.8	3.3	3.5	2.8	2.3

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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