

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 淮北矿业（600985）

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

刘波 煤炭行业研究助理

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 转债强赎即将落地解除压制，强链延链补链业绩成长可期

2024年3月28日

**事件：**2024年3月28日，淮北矿业发布2023年度报告，2023年，公司实现营业收入733.87亿元，同比增长6.26%，实现归母净利润62.25亿元，同比下降11.21%；扣非后净利润58.91亿元，同比下降15.5%。经营活动现金流量净额130.31亿元，同比下降21.83%；基本每股收益2.51元/股，同比下降11.31%。资产负债率为52.24%，同比下降2.54pct。

2023年第四季度，公司单季度营业收入178.49亿元，同比增长51.93%，环比下降2.13%；单季度归母净利润11.66亿元，同比下降34.93%，环比下降20.68%；单季度扣非后净利润10.04亿元，同比下降37.99%，环比下降30.66%。

**点评：**

- **公司全年吨煤售价基本持平，煤炭业务毛利率维持近50%。**产销方面，不包含自用部分，2023年公司商品煤产量2197万吨，同比下降93万吨（-4.06%）；其中，四季度商品煤产量523万吨，环比下降20万吨（-3.60%），同比增长29万吨（+5.78%）。2023年，公司商品煤销量1783万吨，同比下降99万吨（-5.28%）；其中，四季度商品煤销量404万吨，环比增长6万吨（+1.41%），同比增长45万吨（+12.68%）。**价格方面**，不包含自用部分，公司2023年商品煤售价为1160元/吨，同比基本持平；其中，四季度商品煤售价1025元/吨，环比基本持平，同比下降9元/吨（-0.82%）。**成本方面**，不包含自用部分，公司2023年吨煤成本592元/吨，同比增长5元/吨（0.78%）；其中，四季度吨煤成本482元/吨，环比下降29元/吨（-5.7%）。总体来看，公司煤炭业务毛利率基本持平，2023年煤炭业务毛利率达48.92%，同比-0.41pct；其中，四季度煤炭业务毛利率为52.97%，环比+2.84pct。
- **四季度焦炭产销回升，吨煤售价有所回升。**产销方面，不包含自用部分，2023年公司焦炭产量377万吨，同比增长8万吨（+2.22%）；其中，四季度焦炭产量达104万吨，环比增加5万吨（+4.51%），同比增加13万吨（+14.67%）。2023年，公司焦炭销量375万吨，同比基本持平；其中，四季度焦炭销量103万吨，环比增加2万吨（+2.24%），同比增加5万吨（+4.79%）。**价格方面**，公司2023年焦炭售价（不含税）下降至2330元/吨，同比下降570元/吨（-19.66%）；其中，四季度焦炭售价（不含税）2321元/吨，环比上涨309元/吨（+15.37%），同比下降266元/吨（-10.29%）。总体来看，焦炭板块营收仍处于萎缩状态，2023年，公司焦炭销售收入87亿元，同比下降21亿元（-19.64%）；其中，四季度焦炭销售收入24亿元，环比增加4亿元（+17.94%），同比下降2亿元（-6.0%）。

- **2023年甲醇产销大幅提升。**产销方面，2022年9月，50万吨/年甲醇项目投产，甲醇总产能增至90万吨/年。2023年，受部分甲醇产能亏

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

损影响，公司 50 万吨/年甲醇项目（煤气化）阶段性停产，40 万吨/年甲醇项目（焦炉尾气）因全部使用焦炉尾气整体成本较低进而保持正常生产。2023 年，公司甲醇产量 52.8 万吨，同比增长 15.1 万吨（+40.16%）；其中，四季度甲醇产量达 17.1 万吨，环比增长 6.2 万吨（+57.35%），同比增长 3.7 万吨（+27.86%）。2023 年，公司甲醇销量 51.9 万吨，同比增长 15.7 万吨（+43.37%）；其中，四季度甲醇销量 16.3 万吨，环比增加 5.7 万吨（+54.56%），同比增长 3.7 万吨（+29.67%）。**价格方面**，受市场价格大幅下跌影响，公司 2023 年甲醇售价（不含税）大幅下降至 2124 元/吨，同比下降 207 元/吨（-8.87%）；其中，四季度甲醇售价（不含税）2103 元/吨，环比上涨 79 元/吨（+3.88%），同比下降 201 元/吨（-8.73%）。总体来看，2023 年，公司甲醇销售收入 11.01 亿元，同比增长 2.6 亿元（+30.6%）；其中，四季度甲醇销售收入 3.4 亿元，环比增加 1.3 亿元（+60.56%），同比增加 0.5 亿元（+18.34%）。

- **公司持续推进强链延链补链战略，长期业绩增长可期。**煤炭方面，公司陶忽图矿井正在加快建设，临涣矿收储深部资源 5374 万吨，袁二矿年产能由 150 万吨核增至 180 万吨。**电力方面**，绿电项目加快推进，84MW 集中式光伏发电项目并网发电。**化工方面**，化工产业提档升级，延链项目加快实施，全球单系列规模最大的年产 60 万吨无水乙醇项目、驰放气制备高纯氢项目建成运行；年产 10 万吨碳酸二甲酯项目正在加快建设；焦炉煤气分质深度利用项目、年产 3 万吨碳酸酯项目正式开工，高端化、多元化、低碳化发展迈出坚实步伐。**非煤方面**，非煤矿山资源收储步伐加快，全年收储 3.07 亿吨。未来随着信湖煤矿的恢复生产及诸多项目的投产，公司业绩增长可期。
- **可转债赎回落地，估值压制有望得到缓解。**公司股票自 2024 年 2 月 7 日至 2024 年 3 月 7 日期间，连续 16 个交易日中有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格 14.12 元/股的 130%（即 18.36 元/股）。触发“淮 22 转债”的有条件赎回条款，公司于 2024 年 3 月 7 日决定行使“淮 22 转债”的提前赎回权利。淮 22 转债将自 2024 年 4 月 3 日起在上海证券交易所摘牌。截至 3 月 27 日，“淮 22 转债”未转股比例 9.7%，未转股余额 2.9 亿元。可转债的强赎在即有望促进可转债转股，转债对正股股价的压制或解除，有望带来估值的触底回升。
- **现金分红比例提高，每股分红绝对额基本持平。**根据《淮北矿业控股股份有限公司关于 2023 年度利润分配方案的公告》，公司拟向全体股东每股派发现金红利 1.00 元（含税）。合计派发现金红利 26.52 亿元（含税），占 2023 年度归属于上市公司股东净利润的比例为 42.60%。2022 年，公司每股派发现金红利 1.05 元（含税），派发现金股利 26.05 亿元（含税），占公司 2022 年度归属于上市公司股东净利润的 37.16%。2023 年每股派发现金红利同比下降 0.05 元，派发现金股利同比上涨 0.47 亿元，现金分红比例同比上涨 5.44pct。公司在业绩同比较大下降的背景下，每股现金红利仍能基本持平，现金分红比例有所上涨，彰显了公司重视股东回报的态度，截至 3 月 28 日收盘价，预计股息率为 6.1%，我们认为，公司更具长期投资价值。

- **盈利预测与投资评级:** 我们看好焦煤行业基本面和公司持续推进煤炭产业强链、化工产业延链、新兴产业补链战略带来的业绩韧性，在钢铁行业转型升级进程中的业绩弹性，以及精益经营带来的强劲动能。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 72.63 亿、81.87 亿、97.09 亿，EPS 分别 2.74/3.09/3.66 元/股；截至 3 月 28 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 5.98/5.31/4.47 倍；我们重点推荐公司，维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 国内宏观经济增长放缓；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	69,225	73,592	82,345	89,897	100,375
同比(%)	5.6%	6.3%	11.9%	9.2%	11.7%
归属母公司净利润(百万元)	7,011	6,225	7,263	8,187	9,709
同比(%)	42.8%	-11.2%	16.7%	12.7%	18.6%
毛利率(%)	23.1%	18.9%	18.9%	19.1%	19.7%
ROE(%)	21.0%	16.7%	15.5%	14.8%	15.0%
EPS (摊薄) (元)	2.64	2.35	2.74	3.09	3.66
P/E	6.20	6.98	5.98	5.31	4.47
P/B	1.30	1.16	0.92	0.79	0.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>21,041</b>	<b>18,965</b>	<b>26,385</b>	<b>35,907</b>	<b>47,726</b>	
货币资金	8,453	5,445	11,759	20,360	30,919	
应收票据	997	518	582	635	709	
应收账款	1,569	2,129	2,388	2,607	2,911	
预付账款	628	638	716	780	865	
存货	2,775	2,900	3,253	3,542	3,928	
其他	6,620	7,336	7,687	7,983	8,394	
<b>非流动资产</b>	<b>62,995</b>	<b>68,026</b>	<b>70,226</b>	<b>70,729</b>	<b>71,134</b>	
长期股权投资	1,121	1,125	1,125	1,125	1,125	
固定资产(合计)	39,598	38,086	37,429	36,709	35,921	
无形资产	15,737	18,164	18,664	19,164	19,664	
其他	6,539	10,651	13,007	13,731	14,424	
<b>资产总计</b>	<b>84,035</b>	<b>86,991</b>	<b>96,610</b>	<b>106,636</b>	<b>118,859</b>	
<b>流动负债</b>	<b>26,891</b>	<b>27,329</b>	<b>30,006</b>	<b>32,205</b>	<b>35,148</b>	
短期借款	1,960	80	80	80	80	
应付票据	1,715	2,236	2,508	2,731	3,029	
应付账款	10,627	11,690	13,113	14,279	15,834	
其他	12,589	13,323	14,304	15,114	16,205	
<b>非流动负债</b>	<b>19,142</b>	<b>18,118</b>	<b>15,707</b>	<b>15,707</b>	<b>15,707</b>	
长期借款	6,079	3,720	3,720	3,720	3,720	
其他	13,063	14,399	11,988	11,988	11,988	
<b>负债合计</b>	<b>46,033</b>	<b>45,447</b>	<b>45,714</b>	<b>47,912</b>	<b>50,855</b>	
少数股东权益	4,613	4,244	3,924	3,563	3,136	
归属母公司股东权益	33,390	37,300	46,973	55,160	64,869	
<b>负债和股东权益</b>	<b>84,035</b>	<b>86,991</b>	<b>96,610</b>	<b>106,636</b>	<b>118,859</b>	

重要财务指标						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	69,225	73,592	82,345	89,897	100,375	
同比(%)	5.6%	6.3%	11.9%	9.2%	11.7%	
归属母公司净利润	7,011	6,225	7,263	8,187	9,709	
同比(%)	42.8%	-11.2%	16.7%	12.7%	18.6%	
毛利率(%)	23.1%	18.9%	18.9%	19.1%	19.7%	
ROE%	21.0%	16.7%	15.5%	14.8%	15.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.64	2.35	2.74	3.09	3.66	
P/E	6.20	6.98	5.98	5.31	4.47	
P/B	1.30	1.16	0.92	0.79	0.67	
EV/EBITDA	2.76	3.86	3.35	2.40	1.40	

利润表						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>69,225</b>	<b>73,592</b>	<b>82,345</b>	<b>89,897</b>	<b>100,37</b>	
营业成本	53,091	59,552	66,789	72,727	80,644	
营业税金及附加	894	876	983	1,073	1,198	
销售费用	188	202	206	225	251	
管理费用	4,388	3,672	4,776	5,214	5,822	
研发费用	1,624	1,752	1,647	1,798	2,008	
财务费用	633	791	228	154	103	
减值损失合计	-245	-229	-100	-100	-100	
投资净收益	100	139	156	171	191	
其他	372	413	476	520	581	
<b>营业利润</b>	<b>8,633</b>	<b>7,072</b>	<b>8,249</b>	<b>9,297</b>	<b>11,021</b>	
营业外收支	-376	-16	-16	-16	-16	
<b>利润总额</b>	<b>8,257</b>	<b>7,056</b>	<b>8,233</b>	<b>9,281</b>	<b>11,005</b>	
所得税	1,118	1,106	1,290	1,454	1,724	
<b>净利润</b>	<b>7,139</b>	<b>5,950</b>	<b>6,943</b>	<b>7,827</b>	<b>9,281</b>	
少数股东损益	128	-274	-320	-361	-428	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,011</b>	<b>6,225</b>	<b>7,263</b>	<b>8,187</b>	<b>9,709</b>	
EBITDA	13,574	11,987	11,861	12,932	14,703	
EPS(当年)(元)	2.83	2.51	2.74	3.09	3.66	

现金流量表						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,669</b>	<b>13,031</b>	<b>11,975</b>	<b>12,596</b>	<b>14,514</b>	
净利润	7,139	5,950	6,943	7,827	9,281	
折旧摊销	4,321	4,421	3,400	3,497	3,595	
财务费用	641	776	261	225	225	
投资损失	-100	-139	-156	-171	-191	
营运资金变动	4,197	2,167	1,572	1,277	1,684	
其它	472	-144	-44	-59	-80	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,848</b>	<b>-8,597</b>	<b>-5,399</b>	<b>-3,770</b>	<b>-3,730</b>	
资本支出	-6,867	-7,693	-5,456	-3,941	-3,920	
长期投资	-1,068	-1,002	-100	0	0	
其他	87	97	156	171	191	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,539</b>	<b>-7,602</b>	<b>-261</b>	<b>-225</b>	<b>-225</b>	
吸收投资	84	290	2,411	0	0	
借款	8,073	4,356	0	0	0	
支付利息或股息	-2,507	-3,289	-261	-225	-225	
<b>现金流净增加额</b>	<b>3,282</b>	<b>-3,169</b>	<b>6,314</b>	<b>8,601</b>	<b>10,559</b>	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。