

淮北矿业 (600985.SH)

业绩和分红稳健，煤化工业务将成为新增长点

买入

核心观点

公司营收增长，焦煤、煤化工毛利率下降影响业绩。2023年公司实现营业收入733.87亿元(+6.3%)，归母净利润62.25亿元(-11.2%)，每股收益2.51元，同比下降0.32元。焦煤价格下降、煤化工毛利率下滑等影响公司业绩。

商品煤产量下降，精煤产率提升。2023年公司商品煤产量2197.34万吨，同比-4.06%；销售商品煤1783.20万吨(不含内部自用)，同比-5.27%。精煤产率52.34%，同比+2.14pct。价格方面，2023年商品煤平均售价1159.76/吨，同比-0.01%。毛利方面，2023年吨煤成本同比+0.78%，吨煤毛利同比-0.82%。2024年公司计划商品煤产量2139万吨。

煤化工毛利下降。2023年公司生产焦炭377.10万吨，同比+2.22%；销售焦炭374.91万吨，同比+0.03%；焦炭平均销售价格2330.42元/吨(不含税)，同比下降570.40元/吨。2024年公司计划焦炭产量420万吨。2023年公司生产甲醇52.77万吨，同比+40.16%，主要系焦炉煤气综合利用项目投产；销售甲醇51.87万吨，同比+43.36%；甲醇平均销售价格2123.63元/吨(不含税)，同比下降206.70元/吨。最终公司煤化工业务实现毛利率20.33%，同比-9.05pct。

分红率提升，彰显投资价值。2023年公司合计派发现金红利约26.5亿元(含税)，占归属于上市公司股东净利润的42.60%，同比提升5.44pct。

煤-电-化项目加快推进。煤炭业务方面，2023年陶忽图矿井建设持续推进，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。绿电方面，84MW集中式光伏发电项目并网发电。化工产业方面，全球单系列规模最大的年产60万吨无水乙醇项目、弛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建设持续推进；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。全年非煤矿山资源收储3.07亿吨。

投资建议：下调24-25年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑焦煤、化工产品售价下跌，下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为59/62/67亿元(2024-2025年前值为64/65亿元)，每股收益分别为2.21/2.35/2.52元。考虑公司管理提升、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。

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
 证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值 16.62元
 收盘价 44073/44073 百万元
 总市值/流通市值 20.40/11.01 元
 52周最高价/最低价 447.94 百万元
 近3个月日均成交额

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)-三季度业绩小幅下降，煤焦化一体平抑市场波动》——2023-10-28
- 《淮北矿业(600985.SH)-精煤产率提升，煤化工承压，新项目加快推进》——2023-09-12
- 《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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69,225	73,592	80,624	83,336	81,806
(+/-%)	6.4%	6.3%	9.6%	3.4%	-1.8%
净利润(百万元)	7010	6225	5871	6232	6692
(+/-%)	46.6%	-11.2%	-5.7%	6.1%	7.4%
每股收益(元)	2.83	2.51	2.21	2.35	2.52
EBIT Margin	13.1%	10.3%	8.7%	8.9%	9.7%
净资产收益率(ROE)	21.0%	16.7%	14.5%	14.2%	14.0%
市盈率(PE)	5.9	6.6	7.5	7.1	6.6
EV/EBITDA	6.6	7.3	8.9	8.6	8.1
市净率(PB)	1.23	1.11	1.09	1.00	0.93

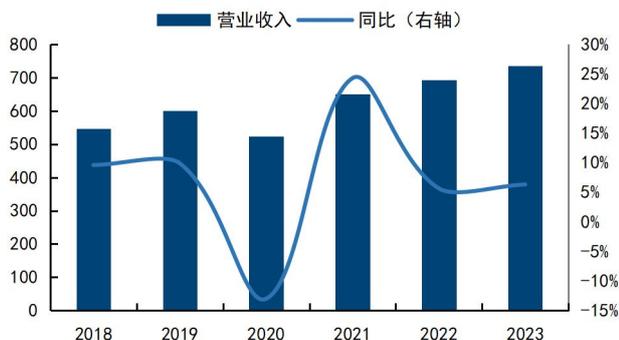
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

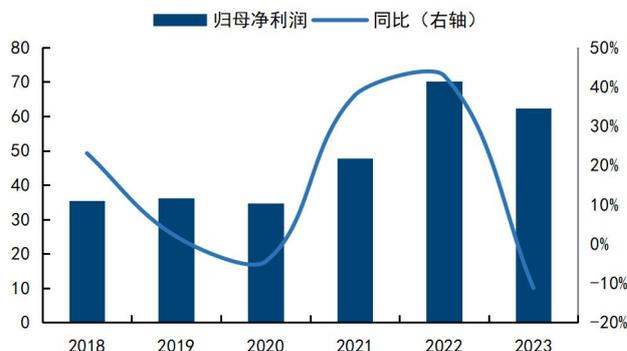
公司营收增长，焦煤、煤化工毛利率下降影响业绩。2023 年公司实现营业收入 733.87 亿元（+6.3%），归母净利润 62.25 亿元（-11.2%），每股收益 2.51 元，同比下降 0.32 元。焦煤价格下降、煤化工毛利率下滑等影响公司业绩。

图1: 营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

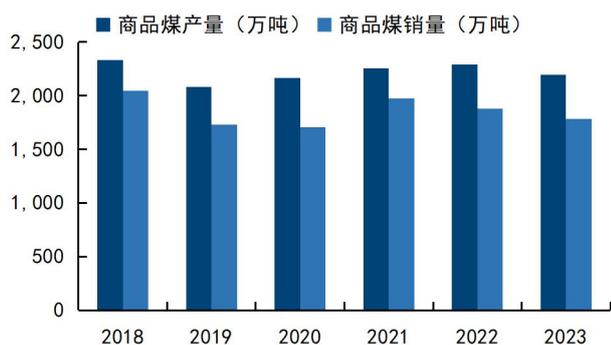
图2: 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

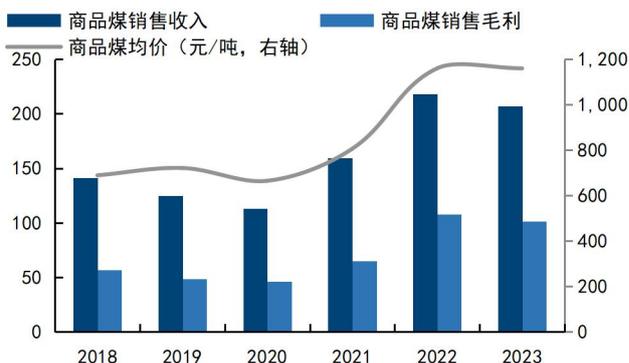
商品煤产量下降，精煤产率提升。2023 年公司商品煤产量 2197.34 万吨，同比-4.06%；销售商品煤 1783.20 万吨（不含内部自用），同比-5.27%。精煤产率 52.34%，同比+2.14pct。价格方面，2023 年商品煤平均售价 1159.76/吨，同比-0.01%。毛利方面，2023 年吨煤成本同比+0.78%，吨煤毛利同比-0.82%。2024 年公司计划商品煤产量 2139 万吨。

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

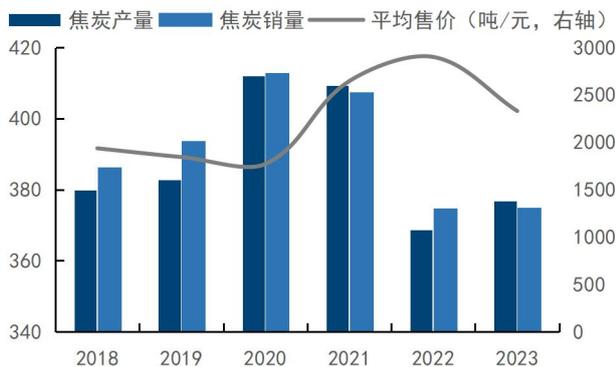
图4: 商品煤销售收入、毛利及均价（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

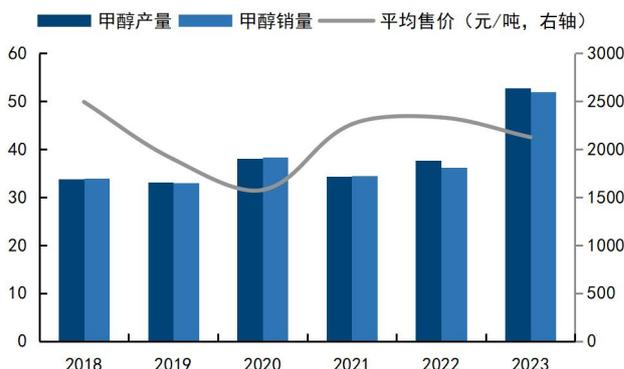
煤化工毛利下降。2023 年公司生产焦炭 377.10 万吨，同比+2.22%；销售焦炭 374.91 万吨，同比+0.03%；焦炭平均销售价格 2330.42 元/吨（不含税），同比下降 570.40 元/吨。2024 年公司计划焦炭产量 420 万吨。2023 年公司生产甲醇 52.77 万吨，同比+40.16%，主要系焦炉煤气综合利用项目投产；销售甲醇 51.87 万吨，同比+43.36%；甲醇平均销售价格 2123.63 元/吨（不含税），同比下降 206.70 元/吨。最终公司煤化工业务实现毛利率 20.33%，同比-9.05pct。

图5: 焦炭产销量、价格变化 (万吨)



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 (万吨)

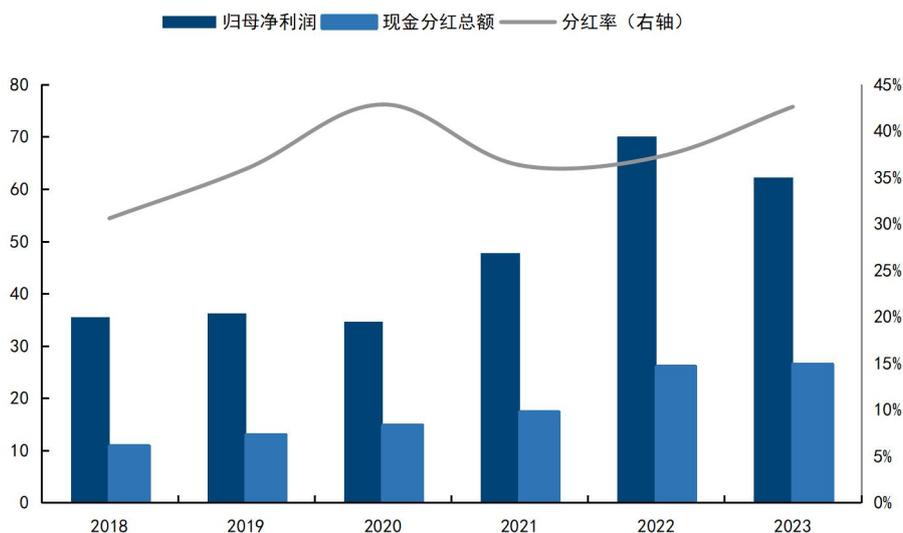


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分红率提升, 彰显投资价值。2023 年公司合计派发现金红利约 26.5 亿元 (含税), 占归属于上市公司股东净利润的 42.60%, 同比提升 5.44pct。

煤-电-化项目加快推进。煤炭业务方面, 2023 年陶忽图矿井建设持续推进, 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。绿电方面, 84MW 集中式光伏发电项目并网发电。化工产业方面, 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建设持续推进; 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。全年非煤矿山资源收储 3.07 亿吨。

图7: 公司分红率变化 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调 24-25 年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑煤焦、化工产品售价下跌，下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年焦炭平均单价为 2200/2200/2200 元/吨（2024-2025 年前值为 2500/2500 元/吨），甲醇平均单价为 2100/2100/2100 元/吨（2024-2025 年前值为 2300/2300 元/吨），归母净利润分别为 59/62/67 亿元（2024-2025 年前值为 64/65 亿元），每股收益分别为 2.21/2.35/2.52 元。考虑公司管理提升、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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8453	5445	10311	14153	17443	营业收入	69225	73592	80624	83336	81806
应收款项	2848	2915	3194	3301	3241	营业成本	53074	59538	66096	68201	66270
存货净额	2775	2900	3304	3395	3280	营业税金及附加	894	876	967	1000	982
其他流动资产	4575	4499	4837	5000	4908	销售费用	188	202	218	225	221
流动资产合计	21041	18965	24146	28349	31371	管理费用	4388	3672	4435	4560	4490
固定资产	41645	42450	45427	48060	50400	研发费用	1624	1752	1854	1917	1882
无形资产及其他	15737	18164	17437	16710	15984	财务费用	633	791	241	213	222
投资性房地产	4492	6287	6287	6287	6287	投资收益	100	139	50	50	50
长期股权投资	1121	1125	1155	1185	1215	资产减值及公允价值变动	(236)	(185)	(200)	(200)	(200)
资产总计	84035	86991	94452	100591	105258	其他收入	(1279)	(1396)	(1854)	(1917)	(1882)
短期借款及交易性金融负债	4504	3082	4000	4000	4000	营业利润	8633	7072	6662	7071	7591
应付款项	12342	13926	15868	16304	15751	营业外净收支	(376)	(16)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	10045	10321	11734	12061	11662	利润总额	8257	7056	6642	7051	7571
流动负债合计	26891	27329	31603	32365	31413	所得税费用	1118	1106	1030	1093	1174
长期借款及应付债券	8875	6596	6596	8596	10596	少数股东损益	129	(274)	(258)	(274)	(294)
其他长期负债	10267	11522	11622	11722	11822	归属于母公司净利润	7010	6225	5871	6232	6692
长期负债合计	19142	18118	18218	20318	22418	现金流量表 (百万元)					
负债合计	46033	45447	49821	52684	53832	净利润	7010	6225	5871	6232	6692
少数股东权益	4613	4244	4102	3951	3789	资产减值准备	224	(16)	36	14	14
股东权益	33390	37300	40529	43956	47637	折旧摊销	4183	4295	3508	3879	4172
负债和股东权益总计	84035	86991	94452	100591	105258	公允价值变动损失	236	185	200	200	200
关键财务与估值指标						财务费用	633	791	241	213	222
每股收益	2.83	2.51	2.21	2.35	2.52	营运资本变动	7321	1183	2476	516	(571)
每股红利	1.01	1.33	1.00	1.06	1.14	其它	(141)	(141)	(178)	(165)	(176)
每股净资产	13.46	15.03	15.28	16.58	17.96	经营活动现金流	18832	11730	11913	10676	10331
ROIC	16.43%	12.56%	14%	14%	15%	资本开支	0	(4600)	(6000)	(6000)	(6000)
ROE	20.99%	16.69%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(1896)	(817)	707	0	0
毛利率	23%	19%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(1933)	(5421)	(5323)	(6030)	(6030)
EBIT Margin	13%	10%	9%	9%	10%	权益性融资	(0)	290	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	13%	14%	15%	负债净变化	(1020)	(2359)	0	2000	2000
收入增长	6%	6%	10%	3%	-2%	支付股利、利息	(2507)	(3289)	(2642)	(2804)	(3011)
净利润增长率	47%	-11%	-6%	6%	7%	其它融资现金流	(6582)	1688	918	0	0
资产负债率	60%	57%	57%	56%	55%	融资活动现金流	(13635)	(9318)	(1724)	(804)	(1011)
股息率	6.1%	8.0%	6.4%	6.8%	7.3%	现金净变动	3264	(3008)	4866	3842	3290
P/E	5.9	6.6	7.5	7.1	6.6	货币资金的期初余额	5189	8453	5445	10311	14153
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	8453	5445	10311	14153	17443
EV/EBITDA	6.6	7.3	8.9	8.6	8.1	企业自由现金流	0	7247	5944	4676	4330
						权益自由现金流	0	6577	6659	6496	6143

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