

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

销量下滑影响短期业绩，稳健经营彰显盈利韧性

2024年4月28日

事件：2024年4月27日，淮北矿业发布2024年一季度报告，2024年第一季度，公司单季度营业收入173.22亿元，同比下降8.80%，环比下降2.95%；单季度归母净利润15.9亿元，同比下降24.70%，环比上升36.36%；单季度扣非后净利润15.65亿元，同比下降24.57%，环比上升55.88%。

点评：

- 一季度销量同比大幅下滑，煤炭业务毛利率仍维持高位。产销方面，不包含自用部分，2024年一季度公司商品煤产量524万吨，同比下降44万吨（-7.73%），环比基本持平。公司商品煤销量403万吨，同比下降108万吨（-21.08%），环比基本持平。价格方面，受益于长协煤价的抬升，不包含自用部分，公司2024年一季度商品煤售价为1177元/吨，同比下降211元/吨（-15.19%），环比上涨151元/吨（+14.74%）；成本方面，受信湖矿出水等因素影响，不包含自用部分，公司2024年一季度吨煤成本593元/吨，同比下降122元/吨（-17.03%），环比上升110元/吨（+22.90%）。总体来看，公司煤炭业务毛利率同比抬升，彰显了公司经营的稳健性，2023年煤炭业务毛利率达49.61%，同比+1.10pct，环比-3.36pct。
- 焦炭业务持续萎缩。产销方面，2024年一季度公司焦炭产量87.6万吨，同比基本持平，环比下降17万吨（-15.98%）。公司焦炭销量86.3万吨，同比基本持平，环比下降17万吨（-16.47%）。价格方面，公司2024年一季度焦炭售价（不含税）下降至2312元/吨，同比下降369元/吨（-13.78%），环比基本持平。总体来看，焦炭板块营收仍处于萎缩状态，2024年一季度，公司焦炭销售收入19.96亿元，同比下降3.25亿元（-14.00%），环比下降4.03亿元（-16.80%）。
- 或受乙醇项目影响，甲醇产销大幅下滑。产销方面，受乙醇项目试生产等因素影响，2024年一季度，公司甲醇产量9.1万吨，同比下降6.7万吨（-42.65%），环比下降8.1万吨（-47.14%）。公司甲醇销量8.1万吨，同比下降7.0万吨（-46.19%），环比下降8.1万吨（-50.00%）。价格方面，公司2024年一季度甲醇售价（不含税）大幅下降至2162元/吨，同比下降99元/吨（-4.39%），环比上涨58元/吨（+2.78%）。总体来看，2023年，公司甲醇销售收入1.76亿元，同比下降1.7亿元（-48.61%），环比下降1.7亿元（-48.61%）。
- 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2024年4月2日（赎回登记日）收市后，

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

“准 22 转债”余额为 3,383,000 元（33,830 张），占发行总额的 0.11%。累计共有 2,996,617,000 元“准 22 转债”已转换为公司股份，累计转股数为 212,222,784 股，占“准 22 转债”转股前公司已发行股份总额的 8.55%。我们认为，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。

- **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。新增投资淮北聚能 2×660MW 超超临界燃煤发电机组项目，项目资本金 10.1 亿元，公司持股 80%，项目建设周期 30 个月。**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。
- **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 72.31 亿、81.35 亿、96.56 亿，EPS 分别 2.68/3.02/3.59 元/股；截至 4 月 26 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 6.66/5.92/4.98 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	7,231	8,135	9,656
同比(%)	42.8%	-11.2%	16.2%	12.5%	18.7%
毛利率(%)	23.1%	18.9%	18.9%	19.1%	19.7%
ROE(%)	21.0%	16.7%	15.2%	14.6%	14.8%
EPS (摊薄) (元)	2.60	2.31	2.68	3.02	3.59
P/E	6.87	7.73	6.66	5.92	4.98
P/B	1.44	1.29	1.01	0.86	0.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	21,041	18,965	28,578	38,050	49,819	
货币资金	8,453	5,445	13,952	22,503	33,012	
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	
非流动资产	62,995	68,026	70,823	71,326	71,731	
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	13,605	14,329	15,022	
资产总计	84,035	86,991	99,401	109,377	121,550	
流动负债	26,891	27,329	30,333	32,531	35,474	
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	14,631	15,441	16,532	
非流动负债	19,142	18,118	17,547	17,547	17,547	
长期借款	6,079	3,720	3,720	3,720	3,720	
其他	13,063	14,399	13,827	13,827	13,827	
负债合计	46,033	45,447	47,879	50,078	53,021	
少数股东权益	4,613	4,244	3,925	3,567	3,142	
归属母公司股东权益	33,390	37,300	47,597	55,732	65,388	
负债和股东权益	84,035	86,991	99,401	109,377	121,550	

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	7,231	8,135	9,656	
同比(%)	42.8%	-11.2%	16.2%	12.5%	18.7%	
毛利率(%)	23.1%	18.9%	18.9%	19.1%	19.7%	
ROE%	21.0%	16.7%	15.2%	14.6%	14.8%	
EPS(摊薄)(元)	2.60	2.31	2.68	3.02	3.59	
P/E	6.87	7.73	6.66	5.92	4.98	
P/B	1.44	1.29	1.01	0.86	0.74	
EV/EBITDA	2.76	3.86	3.79	2.81	1.76	

利润表						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	100,37	
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	265	214	162	
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	
营业利润	8,633	7,072	8,213	9,238	10,962	
营业外收支	-376	-16	-16	-16	-16	
利润总额	8,257	7,056	8,197	9,222	10,946	
所得税	1,118	1,106	1,284	1,445	1,715	
净利润	7,139	5,950	6,912	7,777	9,231	
少数股东损益	128	-274	-319	-358	-425	
归属母公司净利润	7,011	6,225	7,231	8,135	9,656	
EBITDA	13,574	11,987	11,861	12,932	14,703	
EPS(当年)(元)	2.83	2.51	2.68	3.02	3.59	

现金流量表						单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	16,669	13,031	11,953	12,618	14,536	
净利润	7,139	5,950	6,912	7,777	9,231	
折旧摊销	4,321	4,421	3,400	3,497	3,595	
财务费用	641	776	297	297	297	
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	-73	-59	-80	
投资活动现金流	-7,848	-8,597	-5,989	-3,770	-3,730	
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	-434	171	191	
筹资活动现金流	-5,539	-7,602	2,545	-297	-297	
吸收投资	84	290	3,076	0	0	
借款	8,073	4,356	0	0	0	
支付利息或股息	-2,507	-3,289	-297	-297	-297	
现金流净增加额	3,282	-3,169	8,508	8,551	10,509	

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。