

煤炭

2024 年 09 月 29 日

淮北矿业 (600985)

——华东优质焦煤生产商，成长可期

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 公司是华东地区优质焦煤生产商。截至 2023 年底，公司煤炭资源量 45.22 亿吨，可采储量 20.46 亿吨，其中焦煤、肥煤、瘦煤等炼焦煤的储量约占公司总储量的 70%以上。截至 24 年 6 月底，公司拥有生产矿井 17 对，煤炭核定产能 3585 万吨/年，权益产能 3347 万吨/年。此外，公司拥有动力煤选煤厂 5 座，入洗能力 1050 万吨/年；炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2900 万吨/年。公司煤质具有低硫，特低磷，中等挥发分，粘结性强，结焦性良好的特点，依托煤种禀赋优势，公司形成了以炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略，2021 年以来精煤产率维持在 50%左右，市场认可度高。
- 华东地区焦煤供需错配，区位优势凸显。2023 年华东地区焦煤产量占全国焦煤产量的 15.21%，而华东地区生铁产量占全国生铁产量的 30.35%，供需错配使得区域内焦煤资源稀缺。公司煤质好、距离消费地近，焦煤中长协合同占比提升至 90%以上，同时下游客户粘性强、价格稳定性高，因此公司煤炭产品售价高于行业平均水平。2022、2023、24H1 公司平均售价分别为 1160、1160、1144 元/吨，高于大部分行业可比公司。叠加良好的成本控制，2022-2023 年，毛利率分别为 49.3%、48.9%，2024 年上半年，在煤价承压下跌的情况下，公司煤炭业务毛利率高达 50.6%，为行业第二，具有明显的竞争优势。
- 乙醇项目已投产、陶忽图煤矿、2*66 万千瓦电厂及砂石骨料新增产能建成后，将打造新的盈利增长点。公司 60 万吨无水乙醇项目已达产、有望逐步贡献利润。陶忽图煤矿预计将于 25 年底建成。2*66 万千瓦火电机组预计 25 年底建成后将实现煤电联营，该电厂投产后有望创造营收 29.87 亿元、毛利润约为 6.4 亿元。此外，预计随着 24 年底 5 座矿山投产后，砂石骨料业务将新增年产能 1762 万吨，总产能将达到 2810 万吨/年，预计将给公司带来约 7.01 亿元的收入和 3.49 亿元的毛利润。
- 近年来派息金额稳步提高。2018-2020 年，公司利润水平小幅波动，但分红金额由 10.86 亿元提升至 14.86 亿元；2023 年，即使公司业绩同比有所下滑，分红金额仍高于 2022 年。假设 2024 年分红金额较 2023 年不变，为 26.93 亿元，每股分红约为 1 元，基于我们模型测算的 24 年业绩 52.59 亿元，公司分红率将高达 51.21%，参考 9 月 27 日收盘价，公司股息率高达 6.06%。
- 投资分析意见：由于公司位于华东地区，区域内资源稀缺性显著，在 3-5 年内煤炭价格维持高位的情况下，公司业绩有望维持高位。我们预计公司 24 年-26 年公司 EPS 分别为 1.95、2.12 和 2.32 元；对应 PE 分别为 8.4 倍、7.8 倍和 7.1 倍。从相对估值角度分析，以 A 股 6 家焦煤公司山西焦煤、山西焦化、平煤股份、潞安环能、冀中能源、华阳股份作为对标标的，24 年-26 年可比公司平均估值 PE 为 10.7 倍、8.6 倍、7.3 倍。由于公司陶忽图煤矿有望于 25 年底建成；2*66 万千瓦电厂有望于 25 年底建成；60 万吨无水乙醇项目已达产、预计将逐步贡献利润；5 座砂石骨料矿山也有望于 24 年底建成，公司为行业中少有的仍有较大产能增长的公司，因此我们给予公司一定的估值溢价，给予 24 年目标 PE 为 11 倍，较当前股价还有 30%的上涨空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行，煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。在建项目建设进度大幅不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	73,592	37,316	72,063	76,238	82,832
同比增长率 (%)	6.3	-0.2	-2.1	5.8	8.6
归母净利润 (百万元)	6,225	2,935	5,259	5,713	6,251
同比增长率 (%)	-11.2	-18.2	-15.5	8.6	9.4
每股收益 (元/股)	2.51	1.13	1.95	2.12	2.32
毛利率 (%)	18.9	18.0	17.0	17.3	16.8
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	7		8	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2024 年 09 月 27 日

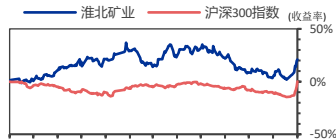
收盘价 (元)	16.49
一年内最高/最低 (元)	20.50/12.92
市净率	1.1
息率 (分红/股价)	6.06
流通 A 股市值 (百万元)	44,412
上证指数/深证成指	3,087.53/9,514.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	15.04
资产负债率%	49.16
总股本/流通 A 股 (百万)	2,693/2,693
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

严天鹏 A0230122090007
yantp@swsresearch.com

联系人

严天鹏
(8621)23297818x
yantp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

由于公司位于华东地区，距离消费地近，区域内资源稀缺性显著，在 3-5 年内煤炭价格维持高位的情况下，公司业绩有望维持高位。我们预计公司 24 年-26 年公司 EPS 分别为 1.95、2.12 和 2.32 元；对应 PE 分别为 8.4 倍、7.8 倍和 7.1 倍。从相对估值角度分析，以 A 股 6 家可比焦煤公司山西焦煤、山西焦化、平煤股份、潞安环能、冀中能源、华阳股份作为对标标的，2024 年-2026 年可比公司平均估值 PE 为 10.7 倍、8.6 倍、7.3 倍。由于公司陶忽图煤矿正加快建设且有望于 2025 年底投产；2*66 万千瓦电厂有望于 2025 年底建成试运行；60 万吨无水乙醇项目已达产、预计将逐步贡献利润；5 座砂石骨料矿山也有望于 2024 年底建成，公司产能增长确定性较强，为行业中少有的仍有较大产能增长的公司，因此我们给予公司一定的估值溢价，给予 24 年目标 PE 为 11 倍，较当前股价还有 30% 的上涨空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设点

由于 23 年 11 月信湖矿（300 万吨/年）临时停产、未正式复产，因此公司 2024 年煤炭产销量将同比下降。预计 2025 年信湖矿复产后，公司焦煤产量将同比增长 240 万吨以上。此外，公司在建陶忽图煤矿（800 万吨/年）预计 2025 年底建成，预计 26 年动力煤产量将明显增长。我们预计 2024-2026 年公司商品煤销量分别为 1637 万吨、1888 万吨、2631 万吨，对应增速分别为-8.2%、15.3%和 39.4%。

考虑到公司的主要产品是焦煤，焦煤受下游需求不振影响，预计未来三年价格中枢将下行，因此预计 2024-2026 年公司商品煤综合售价分别为 1068 元/吨、1054 元/吨和 861 元/吨，对应增速分别为-7.9%、-1.3%和-18.3%。

有别于大众的认识

市场认为如果钢价下跌，吨钢毛利下跌，将对上游原材料焦煤价格形成压力。我们分析认为，废钢和电炉生产粗钢和焦煤焦炭生产粗钢成本相比，前者较后者高 200-300 元/吨，一旦吨钢毛利下跌，将促使钢厂首先减少高成本的废钢和电炉的使用、增加焦煤焦炭的使用，在粗钢产量不大幅下降的前提下，焦煤实际需求不会大幅减少。

股价表现的催化剂

公司现金流充裕，若承诺提高分红比例、或进行中期分红，则有望提振股价。

核心假设风险

宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。在建项目建设进度大幅不及预期。

目录

1. 华东区优质焦煤生产商	6
1.1 重大资产重组上市，股权结构稳定清晰	6
1.2 稀缺煤种资源丰富，华东腹地优势显著	7
2. 有望新增煤炭产能，彰显公司长期价值	10
2.1 华东地区焦煤供需错配，公司区位优势凸显	10
2.2 华东区域内资源稀缺性强，吨煤毛利高于行业平均	11
2.3 提高精煤洗出率，增强盈利能力	13
2.4 加快建设陶忽图煤矿，投产后权益产能预计增长 9%	13
3. 延伸煤化工业务产业链，提高企业抗风险能力	14
3.1 公司煤化工产品丰富，焦炭和甲醇占主要地位	14
3.2 打造无水乙醇项目，煤化工延链取得新突破	15
4. 公司投资建设电厂，有望实现煤电联营	16
5. 砂石骨料有望成为公司新的利润补充点	17
6. 经营向好、现金流充裕，分红金额稳步提升	18
7. 成长性较强、低估值业绩稳健标的	20
8. 风险提示	21

图表目录

图 1：淮北矿业发展历程	6
图 2：截至 24 年中，安徽省国资委为公司实控人	6
图 3：截至 24 年中，淮北矿业集团为公司控股股东	6
图 4：2018-2024H1 公司营收构成（百万元）	8
图 5：18-24H1 毛利构成、毛利率变化（%）	8
图 6：23 年焦煤收入占煤炭收入 82%（百万元，%）	8
图 7：24H1 焦炭收入占煤化工收入 75%（百万元，%）	8
图 8：2018 年-2024H1 公司营业收入及归母净利润（亿元，%）	9
图 9：2023 年华东和全国焦煤、生铁产量（万吨，%）	10
图 10：公司所在地焦煤价格较港口价格更稳定（元/吨）	10
图 11：2018-2024H1 商品煤产量（万吨）	12
图 12：2019-2023 年公司焦煤产销量（万吨）	12
图 13：主要上市焦煤企业自产煤售价（元/吨）	12
图 14：主要上市焦煤企业自产煤毛利率（%）	12
图 15：公司炼焦精煤产出率（万吨，%）	13
图 16：2020-2023 年主要焦煤公司精煤占比（%）	13
图 17：公司焦炭产销量及售价（万吨，元/吨）	14
图 18：公司甲醇产销量及售价（万吨，元/吨）	14
图 19：经营活动产生现金流净额总体呈增长态势	18
图 20：资产重组以来公司资产负债率稳步下降（%）	18
图 21：公司资本开支金额（亿元）	18
图 22：近年公司年折旧与摊销金额增长（亿元）	18
图 23：公司债务规模及构成（亿元）	19
图 24：利息保障倍数明显增长（X，%）	19
表 1：公司现有矿井储量及产能（亿吨，万吨/年，年，%）	11
表 2：乙醇收入测算	15
表 3：电厂投产后盈利情况测算	16
表：砂石骨料业务盈利测算	

表 5：公司分红情况测算（亿元，元，%）	19
表 6：分部经营情况表（百万元，%）	20
表 7：重点焦煤标的估值表（元/股、元、倍、%）	21

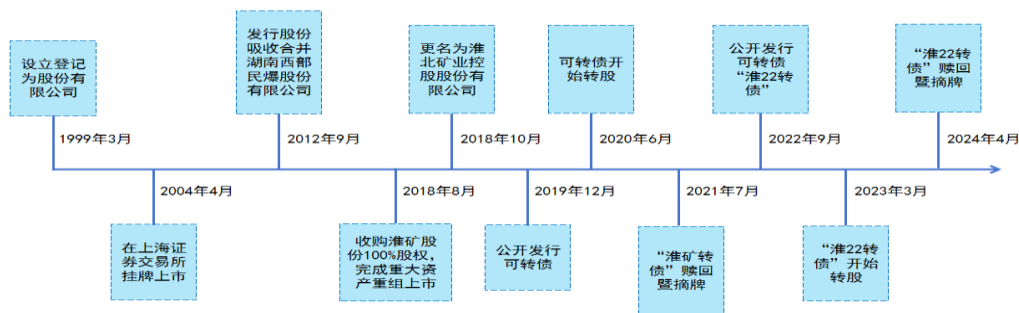
1. 华东区优质焦煤生产商

1.1 重大资产重组上市，股权结构稳定清晰

淮北矿业前身为安徽雷鸣科化股份有限公司，雷鸣科化于 1999 年 3 月 18 日设立登记为股份有限公司、并于 2004 年 4 月在上海证券交易所挂牌上市。2012 年 9 月公司发行股份吸收合并湖南西部民爆股份有限公司。2018 年 8 月公司通过发行股份及支付现金的方式收购淮北矿业股份有限公司 100% 股权，完成重大资产重组上市。2018 年 10 月公司更为现名，证券简称由“雷鸣科化”变更为“淮北矿业”。

重组前，公司主要业务为工业炸药、工业雷管的生产与销售、爆破工程服务以及矿山开采等业务；重组后，公司主要业务变更为煤炭采掘、洗选加工、销售，以及煤化工产品的生产、销售等，盈利能力显著增强。经过定向增发、可转债发行及转股，截至 2024 年 6 月末，公司总股本增加至 26.93 亿股。

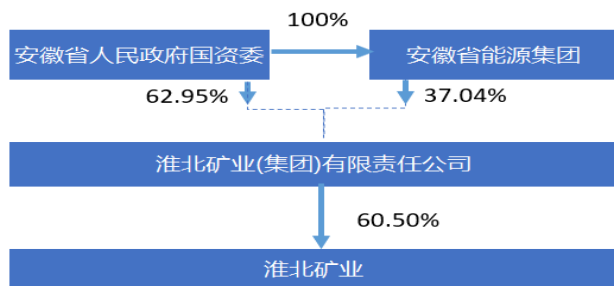
图 1：淮北矿业发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

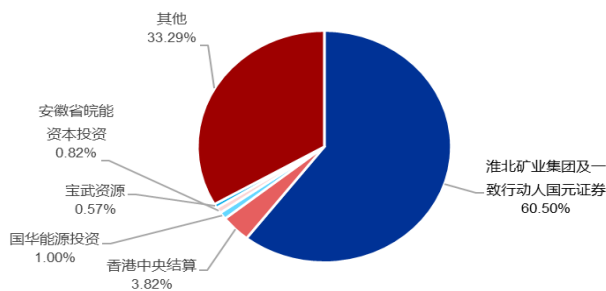
公司实际控制人为安徽省人民政府国资委。截至 2024 年 6 月末，公司控股股东淮北矿业集团及其一致行动人国元证券股份有限公司（代表国元证券淮矿创新单一资产管理计划）合计持有公司股份比例为 60.50%。安徽省国资委为公司实际控制人。公司股权分布集中、结构稳定，有利于公司长远发展。此外，公司前十大股东中还包括国华能源投资、皖能资本投资、宝武资源等企业，有助于加强产业链合作。

图 2：截至 24 年中，安徽省国资委为公司实控人



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：截至 24 年中，淮北矿业集团为公司控股股东



资料来源：公司公告，申万宏源研究

一致行动人国元证券代表国元证券淮矿创新单一资产管理计划

1.2 稀缺煤种资源丰富，华东腹地优势显著

公司的主营业务为煤炭采选业务、及煤化工业务。借壳上市以来，公司的产品结构相对稳定，煤炭和煤化工为公司两大主营业务。公司煤炭产品主要包括**炼焦精煤和动力煤**，还有少量天然焦、煤层气等。公司煤炭产品品种丰富，可供炼焦、高炉喷吹、气化、液化、化工、发电、建材等工业及民用用途。公司煤化工产品以**焦炭**为主，具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业；以**甲醇**为辅，其余产品有粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。**其他业务主要为商品贸易和民爆业务**，其中民爆业务包含爆破工程业务、矿山业务和民爆器材产品销售业务。此外，**其它业务还包含工程及劳务业务、电力销售、运输等。**

公司煤种齐全、煤质优良、资源储量丰富。公司所处的安徽省煤炭资源丰富，是我国重点产煤省之一。公司所在的淮北矿区，为两淮基地的重要组成部分，两淮基地是全国重点建设的 14 个亿吨级煤炭生产基地之一。公司拥有焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等主要煤种，**其中焦煤、肥煤、瘦煤等炼焦煤的储量约占公司煤炭总储量的 70%以上**；煤质具有低硫，特低磷，中等挥发分，中等~中高发热量，粘结性强，结焦性良好的特点，所产煤炭产品含硫量低，磷、砷、氯等有害元素含量极少，属于“绿色煤炭”，有着很强的市场竞争力。

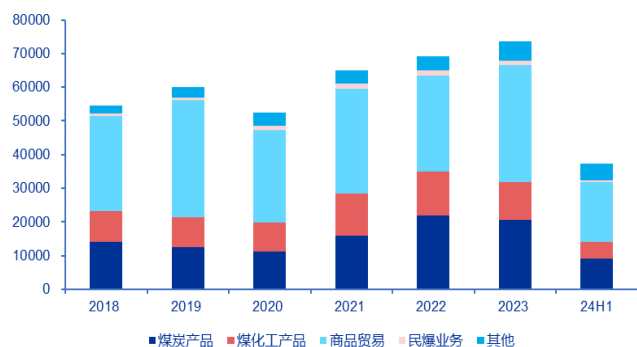
截至 2023 年底，公司煤炭资源量 45.22 亿吨，可采储量为 20.46 亿吨。截至 2024 年 6 月底，公司拥有生产矿井 17 对，**煤炭核定产能 3585 万吨/年，权益产能 3347 万吨/年**。此外，公司拥有动力煤选煤厂 5 座，入洗能力 1050 万吨/年；炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2900 万吨/年。

公司煤化工业务的经营主体为临涣焦化和碳鑫科技，**目前拥有焦炭、甲醇的生产能力分别为 440 万吨/年、90 万吨/年**。2023 年临涣焦化煤化工业务原材料内部采购占比约为 76.1%，主要品种为炼焦精煤、工业用水等，公司按市场价格进行结算。

公司营业收入主要来自商品贸易、煤炭、煤化工三大业务。煤炭业务方面，2021 年以来，由于行业供给偏紧带来的煤价上涨，叠加公司信湖煤矿（核定产能 300 万吨/年）投产，公司煤炭产能不断释放带动煤炭产销量增长，煤炭业务量价齐增，销售收入占比从 2019 年的 21%上升到 2022 年 32%，至 23 年由于煤价下跌，占比小幅回落至 28%，24 年上半年为 25%。**煤化工业务**方面，在焦炉煤气综合利用项目投产推动下，2023 年甲醇产销量增长明显；但焦炭、甲醇价格在 2021 年上涨后，价格逐渐回落，2019-2022 年煤化工营收占比由 15%增长至 19%，2023 年回落至 15%，24 年上半年为 13%。**商品贸易**方面，2018 年以来该业务营收占比在 40%以上。

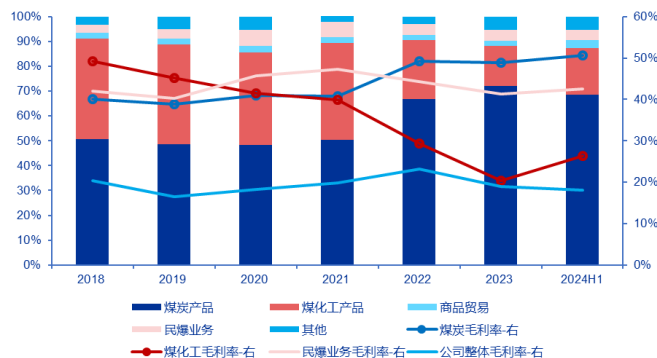
公司利润主要来自煤炭业务、其次是煤化工业务。2018-2021 年，煤炭业务毛利率为 40%左右、煤炭业务利润贡献在 50%左右，随着 2021 年以后煤价大幅上涨、高位运行，**2022 年以来煤炭业务毛利率在 50%左右的高位、利润贡献在 67%以上，为公司利润的稳定器**。由于**煤化工**受成本端煤价扰动影响较大，因此 2022 年以来煤化工毛利率在 30%以下运行，毛利占比由 2018 年的 40%降至 24 年上半年的 19%。公司**商品贸易**毛利率 1%左右，所以对利润贡献较小。

图 4: 2018-2024H1 公司营收构成 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

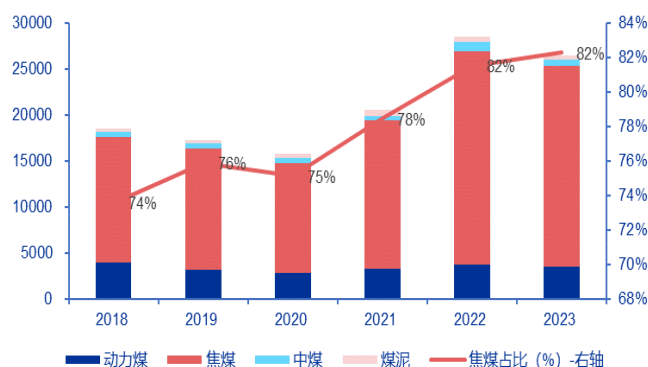
图 5: 18-24H1 毛利构成、毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

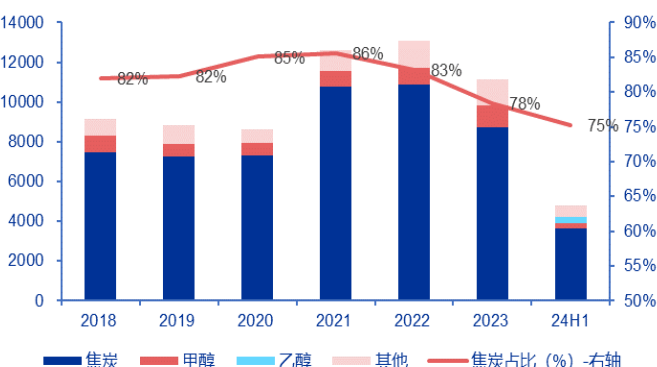
焦煤占煤炭产品收入比重最高，焦炭占煤化工产品的收入比重最高。公司产品结构清晰。商品煤收入中焦煤收入占比最高，近年来稳定在 80% 左右，焦煤是公司的主打煤炭产品；煤化工产品收入中焦炭收入占比最高，2018-2023 年基本稳定在 80% 左右的水平，随着焦炭下游景气度回落、焦炭价格下跌，24 年上半年焦炭营收占比进一步降至 75%。

图 6: 23 年焦煤收入占煤炭收入 82% (百万元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7: 24H1 焦炭收入占煤化工收入 75% (百万元, %)

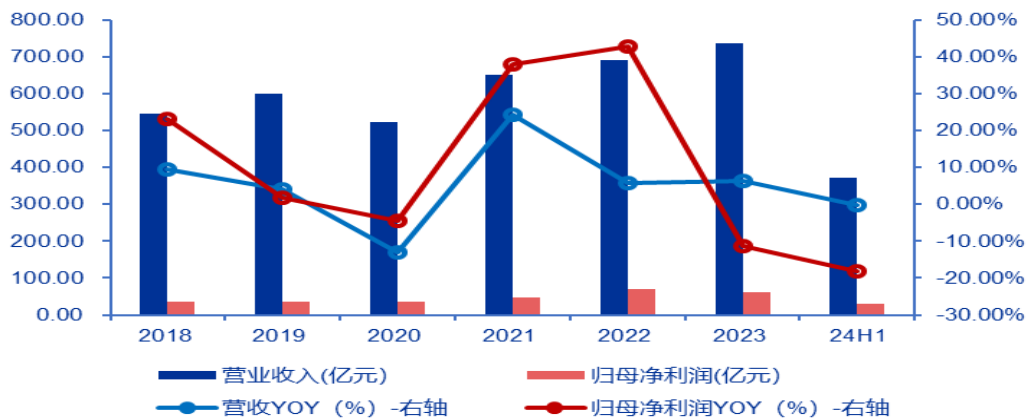


资料来源：公司公告，申万宏源研究

受益于行业景气度上升，公司经营情况表现向好。回顾公司历史业绩，公司业绩和煤价高度相关。2012-15 年，行业产能扩张，而消费增速下滑，煤价下跌。2016 年经过供给侧改革，焦煤价格触底回升，从 2016 年初 650 元/吨，反弹至 2017 年初的 1810 元/吨，涨幅达到 178%。2017-2021 年初，焦煤价格以震荡为主。随后，由于供给紧张，煤价再度上涨，至 2021 年 9、10 月份，港口焦煤价格达到近年来最高峰的 4280 元/吨。随后在增产保供政策下，煤价回落。2023 年 7 月以后，由于主产地安监趋严、需求超预期增长，焦煤价格再度触底回升，至 2024 年初，由于需求回落，煤价下跌，但仍处于历史中高水位。

2018-2020 年，煤价震荡走弱，公司收入增速放缓，至 2020 年营收及归母净利润同比均负增长。公司受到长协制度保护，叠加焦煤价格相对坚挺，整体运营基本平稳。2021、2022 年，由于煤价大幅上涨，公司营收及归母净利润均同比正增长，尤其是归母净利润同比分别大幅增长 37.82% 和 42.83%。2023 年，煤价中枢回落，公司扩大了商品贸易的规模，所以即使煤炭业务营收下降，但公司总营收仍正增长，但是归母净利润同比下降 11.21%。2024 年上半年，公司商品贸易及其他营收维持较高规模，使得总营收同比基本持平，但是煤价下跌、信湖矿未复产，煤炭业务量价齐跌，公司归母净利润同比下滑 %。

图 8：2018 年-2024H1 公司营业收入及归母净利润（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

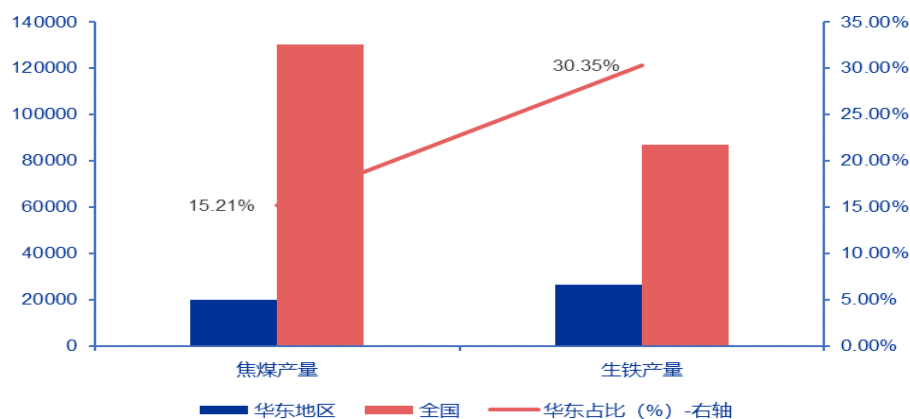
公司地处华东腹地，煤炭产品运输便利。公司靠近经济发达的长三角地区，区域内焦化、钢铁等下游产业发达，经济发展速度和煤炭需求量、调入量均居全国前列。煤炭产品主要通过铁路对外运输，内部铁路专用线总里程达到 503 公里，通过青龙山站、芦岭站、青町站和天齐庙站接入京沪、京九、陇海等铁路干线。公司为铁道部大客户成员，并且与主要客户同处于上海铁路局管辖范围内（包括上海、浙江、江苏和安徽），运力能得到有效保障。矿区内浍河、涡河经淮河可直达长三角及沿海地区，公转水、公铁水多式联运发展迅速。**产品运输便捷、运输成本低，具有较强的区位优势。**

2. 有望新增煤炭产能，彰显公司长期价值

2.1 华东地区焦煤供需错配，公司区位优势凸显

华东地区焦煤与钢铁产量错配，公司存在地区竞争优势。公司所处的安徽省是仅次于山西省的第二大焦煤生产省份，2023 年安徽省焦煤产量占全国焦煤总产量的 8.3%。2018 年至 2023 年间，安徽省整体炼焦精煤产量平稳，均保持在全国前三的水平。但华东地区经济发达，焦煤需求量更大。从华东地区焦煤和生铁产量占比来看，2023 年华东地区焦煤产量为 1.98 亿吨，占全国焦煤产量的 15.21%，而华东地区生铁产量为 2.64 亿吨，占全国生铁产量的 30.35%。由于华东地区生铁产量高，成为了我国焦煤消费的主要地区之一。华东发达的下游产业很好地吸收了区域的煤炭产量，公司区位优势明显。

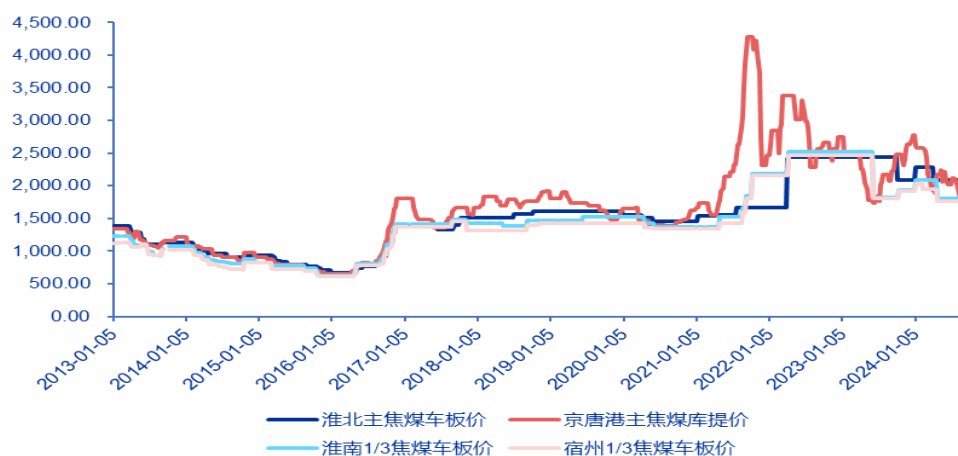
图 9：2023 年华东和全国焦煤、生铁产量（万吨，%）



资料来源：中国煤炭市场网，统计局，申万宏源研究

受益于区域内的供需格局，公司所在地焦煤价格较之全国价格更为稳定。2013 年初至今，京唐港主焦煤价格的极差为 3630 元/吨，淮北地区的焦煤价格极差为 1770 元/吨，公司所在区域焦煤价格波动远低于京唐港煤价，价格更为稳定。

图 10：公司所在地焦煤价格较港口价格更稳定（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 华东区域内资源稀缺性强，吨煤毛利高于行业平均

截至 2023 年底，公司煤炭资源量 45.22 亿吨，可采储量为 20.46 亿吨。截至 2024 年 6 月底，公司拥有生产矿井 17 对，**煤炭核定产能 3585 万吨/年，权益产能 3347 万吨/年**。此外，公司还有在建的陶忽图矿，核定产能 800 万吨，权益产能 304 万吨。

表 1：公司现有矿井储量及产能（亿吨，万吨/年，年，%）

煤矿	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨/年)	可采年限 (年)	煤种
信湖煤矿	7.88	3.70	0.51	300	67.85%	204	62	焦煤、1/3 焦煤
祁南煤矿	4.62	2.36	0.70	260	100%	260	65	1/3 焦煤、肥煤、气煤
许疃煤矿	3.55	1.69	0.57	350	100%	350	34	1/3 焦煤、肥煤
临涣煤矿	3.84	1.99	0.49	260	100%	260	55	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
杨柳煤矿	2.90	1.47	0.38	180	100%	180	58	1/3 焦煤、气煤、贫煤
青东煤矿	4.62	1.39	0.25	180	100%	180	55	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
袁店一井煤矿	3.41	1.38	0.51	180	100%	180	55	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
邹庄煤矿	2.92	1.19	0.50	240	65%	156	35	1/3 焦煤、气煤
孙疃煤矿	2.38	0.98	0.29	270	100%	270	26	1/3 焦煤、气煤
芦岭煤矿	1.82	0.94	0.59	230	100%	230	29	气煤、1/3 焦煤
桃园煤矿	1.34	0.71	0.14	175	100%	175	29	气煤
袁店二井煤矿	1.61	0.66	0.12	180	67.85%	122	31	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
童亨煤矿	1.33	0.57	0.11	150	100%	150	27	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
朱仙庄煤矿	1.74	0.86	0.50	240	100%	240	25	气煤、1/3 焦煤
涡北煤矿	0.90	0.40	0.10	180	100%	180	16	焦煤、肥煤
朱庄煤矿	0.22	0.12	0.04	160	100%	160	2	贫煤、瘦煤、无烟煤
海孜煤矿	0.15	0.05	0.01	50	100%	50	2	焦煤、肥煤
在产合计	45.22	20.46	5.82	3,585		3,347	36	

资料来源：公司可转债跟踪评级报告，申万宏源研究

注：储量为截止 2023 年底的情况，产能为截止 2024 年中的情况

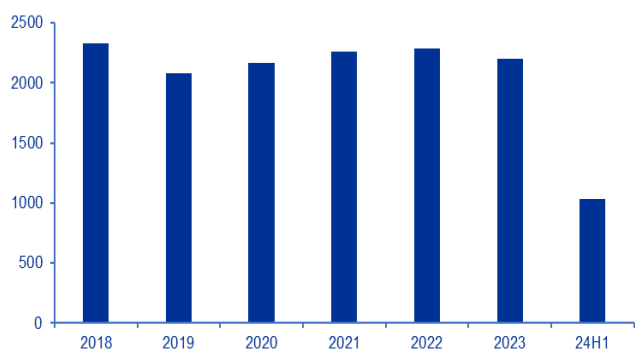
公司焦煤长协煤比例不断提高，下游煤炭客户集中度高。2023 年，公司炼焦煤销量约占商品煤总销量的 52%，**炼焦煤贡献了商品煤销售收入的 82%、和商品煤毛利的 89%，是公司煤炭收入的主要来源。**2018 年 9 月，中国焦煤集群品牌联盟由山西焦煤集团、平煤神马集团等 8 家国内主要炼焦煤企业联合创立。随着焦煤企业联盟的建立，焦煤行业的竞争格局不断优化，联盟不断推动成员企业长协的签订。独特的资源禀赋及区位优势，使得公司在长期的经营过程中稳固了一批资质优良、忠诚度较高的客户，并通过签订中长期煤炭购销协议的方式着力打造以马钢等公司为代表的核心客户群，形成了独特、稳定的客户梯队。据公司评级报告，**2023 年长协合同资源占比约为 91.32%，其中精煤长协占比约为 93.21%；2024 年 1-3 月，长协合同占比约为 94.54%，其中精煤长协占比约为 92.67%。**2023 年，公司前五大煤炭业务客户占销售收入 31.23%。

近年来随着供给侧改革的推进，以及随着采挖深度增加对安全生产的要求更高，公司的商品煤产量有所波动。2017-2020 年，商品煤产量分别为 2450 万吨、2333 万吨、2084 万吨和 2168 万吨；随着 2021 年信湖煤矿正式投产，公司煤炭产量有所回升。2021-2022

年公司商品煤产量分别为 2258 万吨和 2290 万吨。但 23 年 11 月信湖煤矿因出水临时停产，23 年和 24 年上半年，公司商品煤产量下降，分别为 2197 万吨和 1032 万吨。

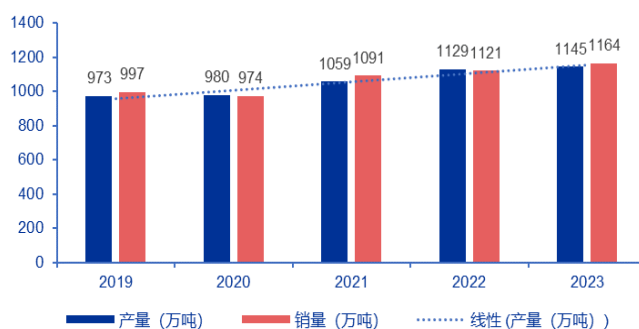
信湖煤矿投产、叠加公司提升洗选工艺，公司焦煤产销量增加。2021 年 9 月，信湖煤矿（300 万吨/年）通过竣工投产验收，正式投产。信湖煤矿作为国家和华东地区能源保障的重要生产基地之一，信湖矿可采煤层煤质稳定，属中灰、中~中高挥发分、低~中高硫、含油（3 煤层为富油煤）、高热值、具强粘结性的焦煤和 1/3 焦煤为主，次为肥煤，其洗精煤是较为理想的炼焦配煤，精煤洗出率为 50%以上，属于市场稀缺绿色优质煤种。公司 2019-2023 年焦煤产量分别为 973、980、1059、1129、1145 万吨，焦煤销量分别为 997、974、1091、1121、1164 万吨，焦煤产销量呈增长态势。

图 11：2018-2024H1 商品煤产量（万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2019-2023 年公司焦煤产销量（万吨）

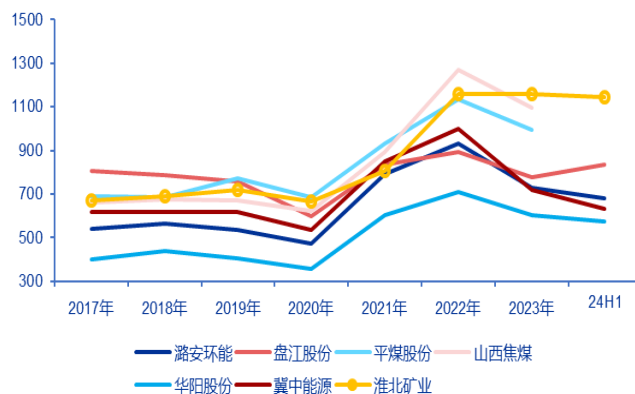


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司煤炭吨售价高于行业平均水平。公司煤质好、距离消费地近，公司销售中长协销售占比的提升，同时下游客户粘性强，因此公司煤炭产品售价较高。2022、2023、24H1 公司平均售价分别为 1160、1160、1144 元/吨，高于大部分行业可比公司。

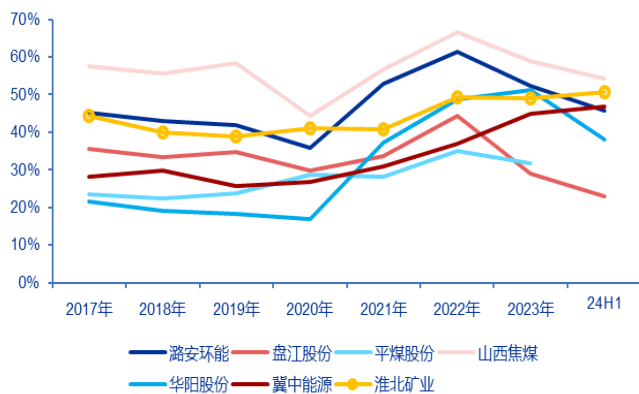
加上公司良好的成本控制，公司毛利率水平处行业中上游。2017-2023 年公司毛利率在 39%-51%区间波动，稳定性高于大部分可比焦煤企业。2023 年公司自产煤业务毛利率为 48.9%，高于盘江股份、平煤股份、华阳股份、冀中能源，低于山西焦煤、潞安环能和华阳股份。2024 年上半年，在煤价承压下跌的情况下，公司煤炭业务毛利率高达 50.6%，高于潞安环能、盘江股份、华阳股份、冀中能源等主要焦煤公司，仅次于山西焦煤的 54.2%。

图 13：主要上市焦煤企业自产煤售价（元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：主要上市焦煤企业自产煤毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：24H1 平煤股份自产煤毛利率数据公司未披露

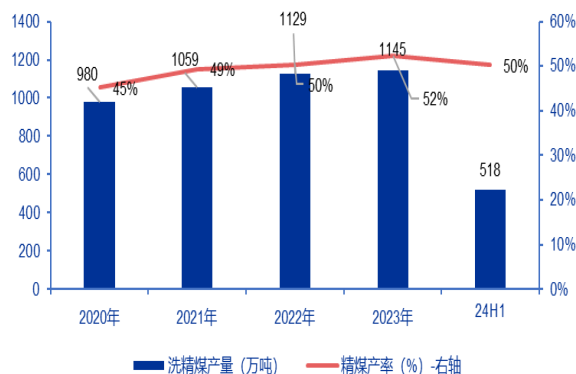
2.3 提高精煤洗出率，增强盈利能力

公司继续保持煤炭洗选工艺优势。依托煤种禀赋优势，公司形成了以炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略，着力打造精煤知名品牌。公司拥有“九神”牌冶金用焦精煤、“青龙山”牌冶金焦用瘦精煤等安徽省名牌产品，在煤炭产品市场中具有较高的市场认可度。**截至 24 年中，公司现有炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2900 万吨/年，其中年入洗能力达 1600 万吨的临涣选煤厂处理能力位于国内前列。**

2020 年以来公司精煤产率逐步提高。据公司定期报告披露，2020 年-2023 年精煤产率（=精煤产量/商品煤产量）分别为 45%、49%、50%、52%，2024 年上半年，公司精煤产率为 50.21%，高于计划 1.71 个百分点。领先的炼焦煤洗选工艺能够保证炼焦精煤产出率，稳定产品质量，为公司实施精煤战略提供有力保障。

公司精煤洗出率处于全国炼焦煤上市公司中游水平。为保证数据一致性、方便与行业公司进行横向比较，我们引入精煤洗出率（=精煤产量/原煤产量）概念。2020 年山西焦煤、冀中能源、潞安环能和平煤股份四家公司，精煤产量/原煤产量比分别为 41%、44%、34%和 37%，淮北矿业约 36%。2023 年，山西焦煤、冀中能源、潞安环能和平煤股份的精煤占比分别为 41%、36%、40%和 41%，公司提升至 40%。2020 年以来，公司的精煤洗出率在行业中较为稳定、没有大起大落，且呈小幅增长趋势。

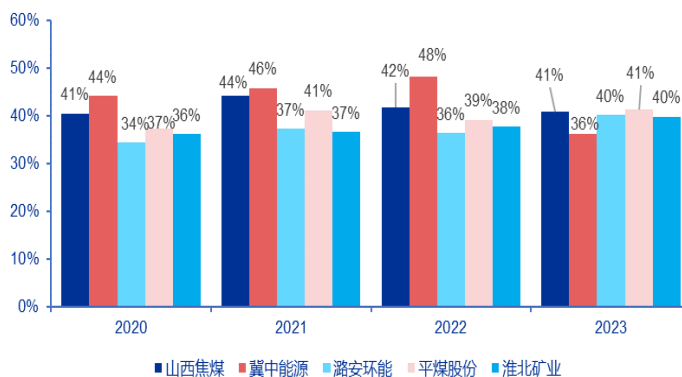
图 15：公司炼焦精煤产出率（万吨，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：此处精煤产率=精煤产量/商品煤产量

图 16：2020-2023 年主要焦煤公司精煤占比（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注 1：此处精煤洗出率=精煤产量/原煤产量

注 2：因淮北矿业未披露 23 年原煤产量，此处假设原煤产量增速同商品煤产量：-4.1%，测算得 23 年原煤产量约 2873 万吨

2.4 加快建设陶忽图煤矿，投产后权益产能预计增长 9%

陶忽图矿井正在加快建设，将有助于公司产能规模的提升。目前公司陶忽图矿井正在加快建设，该矿井于 2023 年 3 月 30 日公告取得采矿权证。陶忽图煤矿位于内蒙古自治区鄂尔多斯市西南方向的乌审旗境内，井田地地质构造简单，主采煤层赋存稳定，资源储量为 14.29 亿吨，设计产能为 800 万吨/年，公司权益占比 37.94%，对应权益产能约 304 万吨/年。据公司 24 年中报披露，陶忽图矿主井井筒完成施工，项目有望于 2025 年底建成，投产后较目前 万吨/年的权益产能，预计将增长约 %。

3. 延伸煤化工业务产业链，提高企业抗风险能力

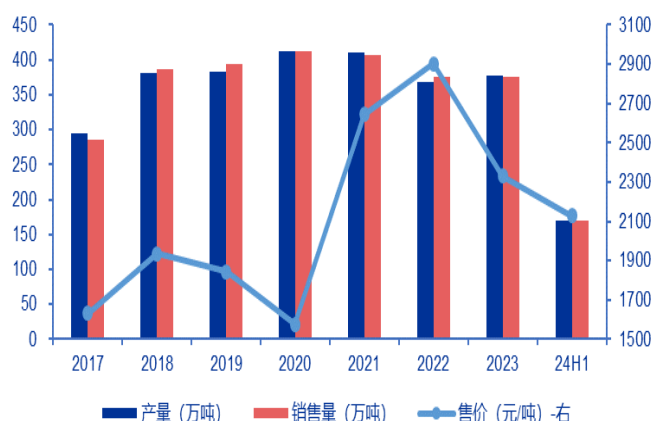
3.1 公司煤化工产品丰富，焦炭和甲醇占主要地位

焦炭和甲醇构成公司收入占比最高的两种煤化工产品。公司煤化工业务的产品丰富，包括焦炭、甲醇、粗苯、硫铵、焦油和精苯等。截止 2024 年中，公司焦炭设计产能 440 万吨/年，甲醇设计产能为 90 万吨/年，甲醇综合利用制乙醇项目 60 万吨/年。2023 全年煤化工产品的营业收入占公司总营收的 15%；焦炭和甲醇的销售收入分别占煤化工产品收入的 78%和 10%，是煤化工产品中销售收入占比最高的两种产品。

焦炭业务方面，2022 年以前，受焦炭价格总体上行趋势的影响，公司的焦炭产销量一直保持在较高的水平且呈现增长的态势，2019 年-2021 年公司焦炭产量分别为 383、412、410 万吨，焦炭销量分别为 394、413、408 万吨。而在 2022 年之后，受下游景气度下降、焦炭价格下跌的影响，公司为了减少亏损，控制焦炭的产量，2022-2023 年公司焦炭产量分别为 369、377 万吨，焦炭销量分别为 375、375 万吨，相比前几年出现了较大幅度的下降，随着焦炭业务亏损扩大，2024 上半年的产销量进一步降至 170 万吨和 170 万吨。

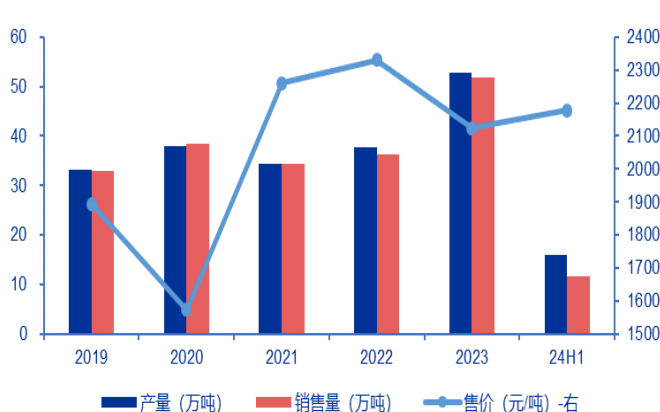
甲醇业务方面，甲醇价格自 2020 年触底反弹后，直到目前一直保持在较高水平，因此公司自 2021 年以来持续提高甲醇的产能，22 年 9 月年产能 50 万吨焦炉煤气综合利用项目投产，公司甲醇年产能由 40 万吨增长至 90 万吨。2021 年-2023 年公司甲醇产量分别为 34、38、53 万吨，甲醇销量分别为 34、36、52 万吨，产销量保持同步增长。2024 年上半年，因市场行情、乙醇项目调试运营等因素影响，碳鑫科技暂停甲醇生产，后期将综合考虑甲醇市场行情及乙醇装置的运营情况，恢复甲醇生产。上半年公司甲醇产销量分别为 16 万吨和 12 万吨。

图 17：公司焦炭产销量及售价（万吨，元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司甲醇产销量及售价（万吨，元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 打造无水乙醇项目，煤化工延链取得新突破

由于煤化工行业受行业周期性波动影响较大，为降低市场波动给企业带来的影响，提高企业抗风险能力，公司启动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，充分发挥煤种优势，**延伸产业链条，优化产品结构，公司于 2022 年 9 月发行可转债以募集资金建设 60 万吨乙醇装置。**

项目由全资子公司碳鑫科技负责建设运营。以碳鑫科技自产甲醇为主要原料，采用“二甲醚羰基化/乙酸甲酯加氢制乙醇”煤炭清洁高效利用技术，实现年产 60 万吨无水乙醇（乙醇质量分数 $\geq 99.5\%$ ）的生产能力，**目前是全球单系列规模最大无水乙醇生产装置。**据公司 24 年中报，甲醇综合利用制 60 万吨无水乙醇项目进入全面调试生产运行阶段。

甲醇综合利用制 60 万吨无水乙醇项目达产后年耗甲醇约 45 万吨，实现了焦炉煤气综合利用制甲醇项目（甲醇产能为 50 万吨/年）向下游产业链的进一步延伸。**乙醇为世界公认的优良汽油添加剂和重要的基础化学品。**该项目投产后，有利于推动公司煤化工产品向高端化、多元化、低碳化发展，同时有利于助力公司转型升级和可持续发展。

乙醇业务有望成为公司新的利润增长点。根据公司披露的 2024 年半年度主要经营数据，上半年生产乙醇 7.55 万吨，销售 6.36 万吨，即产销率为 84.24%。平均不含税售价 5398 元/吨，实现收入为 3.43 亿元。由于公司披露乙醇项目 8 月份产能利用率已接近满产，且随着纯度的提高，预计售价将进一步提升、接近市场价格，产销率也有望较上半年明显提升。根据公司预计的 2024 年 35 万吨的乙醇产量，假设下半年产销率环比上半年提升，全年产销率提升至 86%，则销量预计为 30.1 万吨。售价方面，临近公司的河南地区不含税售价当前约为 5600 元/吨、6 月底至今均价约为 5838 元/吨，假设公司下半年均价为 5600 元/吨，则 24 年均价约为 5499 元/吨，对应全年带来销售收入 16.55 亿元。

表 2：乙醇收入测算

	2024H1	2024E	2025E	2026E
产能（万吨/年）	60	60	60	60
产量（万吨）	7.55	35.00	53.00	55.00
销量（万吨）	6.36	30.10	47.70	52.25
平均售价（元/吨，不含税）	5398	5499	5699	5699
产能利用率（%）		58.33%	88.33%	91.67%
产销率（%）	84.24%	86.00%	90.00%	95.00%
收入（亿元）	3.43	16.55	27.18	29.78

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 公司投资建设电厂，有望实现煤电联营

为进一步扩大公司煤电一体化规模，促进煤电产业联动发展，提升公司抵御市场波动风险的能力，增强公司的核心竞争力和盈利能力，公司在安徽省淮北市烈山区投资建设 2×660MW 超超临界燃煤发电机组项目。该项目建设内容为两台 660MW 超超临界燃煤发电机组，并同步建设脱硫、脱硝、除尘等设施。项目预计总投资为 52.61 亿元。公司全资子公司淮矿股份，和皖能股份，共同出资成立淮北聚能发电有限公司作为项目实施主体，双方出资比例为 80%和 20%。

随着安徽省经济体量的稳步提升，高技术制造业、大数据、新能源汽车、机器人等新兴产业高速发展，为安徽省未来用电量增长提供强劲动力。2024 上半年安徽省地区生产总值同比增长 5.3%，高于全国平均值；安徽省上半年用电量增速 13.3%，快于全社会平均水平（8.1%），电力需求充裕。

本项目为安徽省“十四五”能源电力发展规划的重要支撑性电源项目，项目投运对缓解全省电力供需紧张形势、保障全省经济稳定运行具有重要作用。同时，本项目的建设可以缓解长三角地区电力供应紧张的局面，有利于安徽省推进长三角能源一体化发展进程。

本项目采用国内最先进的二次再热技术，设计机组供电标煤耗 265g/kW·h，优于同期其他项目指标；采用最先进的环保技术，烟尘、SO₂、NO_x 排放浓度分别不高于 5mg/Nm³、25mg/Nm³、35mg/Nm³，达到超净排放标准；水源取自城市中水，废水梯级利用，实现废水零排放；工程应用最新控制技术，能够实现深度调峰。

该电厂的 2*66 万千瓦机组，设计的利用小时数为 5500 小时，因此测算的全年发电量约为 72.6 亿度，考虑到安徽地区电力供应紧张，因此假设上网电量为 72.6 亿度。电价及毛利率参考同在安徽地区的煤电联营企业新集能源，新集能源 2024 半年报上网电价为 0.4115 元/千瓦时，发电业务毛利率 21.42%，基于此测算，该电厂投产后有望创造营收 29.87 亿元、毛利润约为 6.4 亿元。假设 50%的毛利润为净利润，则有望带来 3.2 亿元的净利润，由于公司对该电厂持股比例为 80%，因此归母净利润预计约为 2.56 亿元。

表 3：电厂投产后盈利情况测算

项目	投产后预计情况
装机容量（万千瓦）	132
设计利用小时数（小时）	5500
发电量（亿千瓦时）	72.6
上网电量（亿千瓦时）	72.6
平均上网电价（元/千瓦时）	0.4115
销售收入（亿元）	29.87
毛利率（%）	21.42%
度电毛利（元/度）	0.088
毛利润（亿元）	6.40
归母净利润（亿元）	2.56

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 砂石骨料有望成为公司新的利润补充点

公司民爆业务毛利率超过 40%。公司民爆业务由子公司雷鸣科化运营，主要从事民爆器材的生产及销售、矿山开采、承揽爆破工程、高岭土加工及销售等业务。2018 年以来，民爆业务营收占比较小、约 2%左右，但是毛利率水平高、稳定地维持在 40%以上。

雷鸣科化**民用爆炸物品**主要产品包含工业炸药和工业雷管两大类，销往国内 20 个省市地区，其中雷鸣科化的水胶炸药在全国范围内具有明显的技术、质量、装备和产能优势，占全国水胶炸药 58%以上的市场份额。**矿山开采**业务主要经营建筑石料开采加工及建材深加工，目前为皖北地区最大的骨料生产企业。**爆破工程服务**业务具有国家营业性爆破作业单位一级资质、矿山工程施工总承包资质和安全生产许可证。

砂石骨料有望成为公司重要的经济利润增长点。雷鸣科化从 2016 年就布局砂石骨料业务，2023 年公司非煤矿山资源收储步伐加快，全年收储砂石资源 3.07 亿吨，**现在有接近 7 亿吨的砂石骨料资源**。截止 21 年底，公司拥有 4 个石灰岩采矿权，**核定产能 1048 万吨/年**。据公司 24 年中报，非煤矿山建设加速推进，临湘胜龙（280 万吨/年）、乐东西郎岭（420 万吨/年）等 5 座矿山力争 2024 年底建成投产；珠玑塔矿山（200 万吨/年）已于 5 月开工建设；河南南召矿山（550 万吨/年）勘探作业基本完成，此外还有湖南靖州砂石 360 万吨/年扩建项目。**预计 5 座矿山投产后将新增产能 1762 万吨/年¹，届时总产能预计达到 2810 万吨/年。**

24 年上半年，公司矿山砂石骨料业务营收 2.61 亿元、营业成本 1.31 亿元，假设 1048 万吨/年产能满产满销，则单位售价为 24.94 元/吨，成本为 12.54 元/吨，毛利率 49.74%。2023 年矿山业务毛利率为 50.89%，公司自有爆破队伍、炸药雷管，因此成本较低，该业务毛利率水平较为稳定，假设未来公司的毛利率能够维持 50%左右的水平，2810 万吨的产能满产满销的情况下，预计将给公司带来约 7.01 亿元的收入和 3.49 亿元的毛利润。

表 4：砂石骨料业务盈利测算

项目	
营业收入（元）	261402345
销量（万吨）	1048
售价（元/吨）	24.94
营业成本（元）	131,371,520
吨成本（元/吨）	12.54
毛利率（%）	49.74%
预计销量（万吨）	2810
预计营收（亿元）	7.01
预计毛利（亿元）	3.49

资料来源：公司公告，申万宏源研究

供给端，矿山开采权数量限制，小矿退出以及政策限产，叠加矿山开采运输成本高导致的区域垄断性强的特点，砂石骨料预计将能维持较高的毛利率水平。随着下半年公司矿山开工的增加，砂石骨料项业务有望在 2025 年后成为公司重要的利润补充。

¹ 湖南靖州项目将对原有年产 48 万吨碎石和机制砂生产线拆除，因此该项目净新增产能为（360-48）=312 万吨。

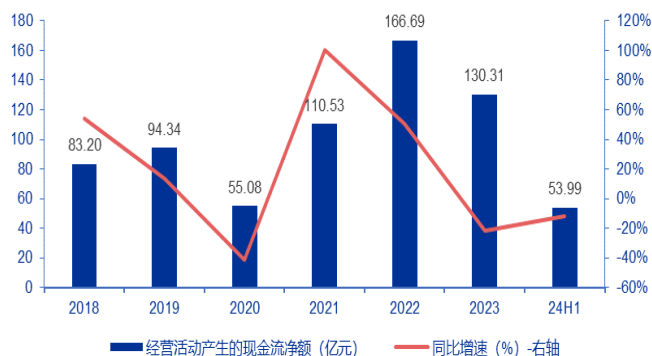
6. 经营向好、现金流充裕，分红金额稳步提升

(一) 资产重组上市以来，公司经营状况改善、资产负债率下降，债务负担逐渐减轻。

受益于供给侧改革和资产重组上市，公司财报情况持续改善。随着 21 年以来煤价上涨，叠加信湖煤矿投产，21-22 年归母净利润分别达 47.80 亿元、70.10 亿元，同比增长 38% 和 43%。随着煤价回落，2023、24H1 归母净利润分别为 62.25、29.35 亿元，同比下降 11%、18%。但由于煤价高位波动，公司盈利水平处历史较高水位。2023 年公司经营活动现金流净额 130.31 亿元，同比减少 22%；2024 上半年由于煤炭量价齐跌，公司经营活动现金流净额 53.99 亿元，同比下降 12.15%，但整体处于历史中高水位。

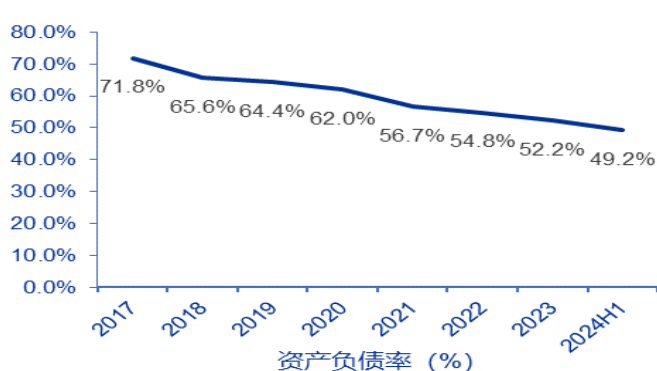
2016 年供给侧改革以来，煤价上涨并高位运行，公司经营改善、现金流逐渐增加，债务规模下降，公司资产负债率逐年下降，由 2017 年的 71.8% 下降至 2024 年上半年的 49.2%

图 19：经营活动产生现金流净额总体呈增长态势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

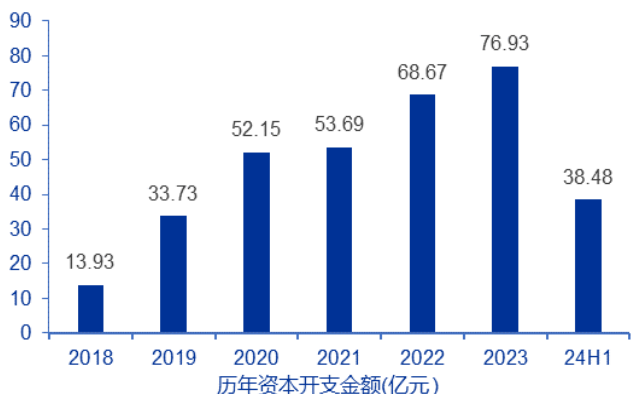
图 20：资产重组以来公司资产负债率稳步下降 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

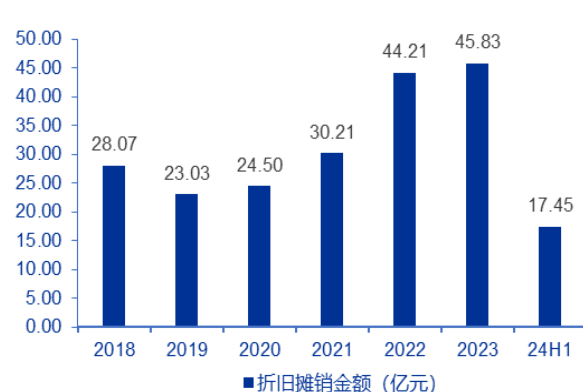
近两年随着公司新建项目的推进，资本开支有所增加。公司煤炭板块重点在建工程为陶忽图矿井，该矿并于 2022 年开始建设，项目计划总投资 96.67 亿元，预计将于 2025 年末投产。公司电力板块主要在建项目为聚能发电 2*66 万千瓦机组项目，项目预计总投资 52.61 亿元，计划于 2025 年底前建成。在未来无大型新增项目的前提下，预计公司资本开支规模稳定在 80 亿元以内。而折旧金额方面，随着公司新建项目投产转固，近年来公司折旧与摊销金额增加，预计公司年折旧与摊销金额持续维持在 40 亿元左右规模。

图 21：公司资本开支金额 (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：近年公司年折旧与摊销金额增长 (亿元)



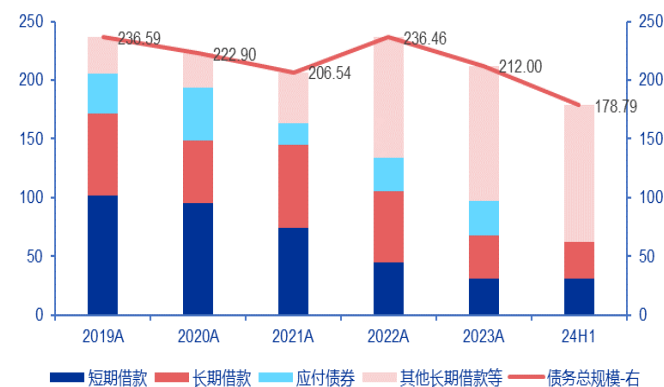
资料来源：公司公告，申万宏源研究

(二) 公司经营改善，随着债务规模下降，偿债能力显著提升。

随着公司经营改善，持续偿还债务，公司债务规模由 2019 年的 236.59 亿元下降至 2024 年中的 178.79 亿元，减少了 57.8 亿元，降幅 24.43%。同时，公司不断减少短期债务的规模，短期债务占比由 2019 年的 43% 降至 24H1 的 18%。公司债务结构不断优化。

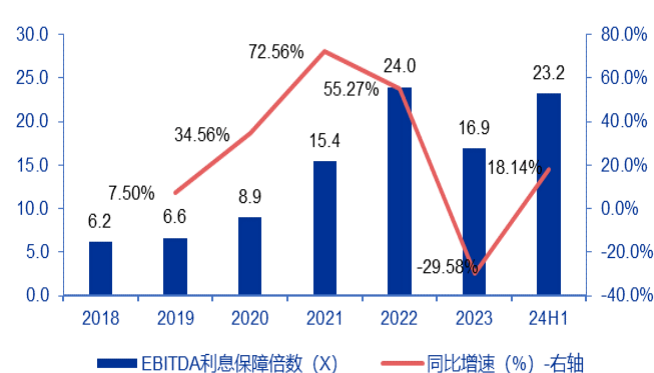
公司 EBITDA 利息保障倍数自 2018 年的 6.2 倍上升，至 2022 年增长至 24 倍。2023 年随着盈利下降有所回落，但是在债务规模不断下降、利息支出减少的情况下，EBITDA 利息保障倍数在 24 年中报再次提升至 23.2 倍。公司近年来偿债能力显著提升。

图 23：公司债务规模及构成（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：利息保障倍数明显增长（X，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

(三) 近年分红金额稳步提升，可支配现金流充裕提升派息预期。

公司分红总额稳步提升。公司分红总额自 2018 年以来持续提升，2018-2020 年，公司利润水平小幅波动，但分红金额由 10.86 亿元提升至 14.86 亿元；2023 年，即使公司业绩同比有所下滑，分红金额仍高于 2022 年。2023 年公司实际现金分红 26.93 亿元，分红率 43.27%，较 23 年提升 6.1pct，参考当年底收盘价，股息率高达 6.35%。

高股息奠定公司长期投资价值。假设 2024 年分红金额较 2023 年不变，即为 26.93 亿元，每股分红约为 1 元，基于我们模型测算的 24 年业绩 52.59 亿元，公司分红率将高达 51.21%，参考 2024 年 9 月 27 日收盘价，公司股息率高达 6.06%。

假设 2024 年的分红率较 23 年不变，为 43.27%，基于我们模型测算的 24 年业绩 52.59 亿元，分红金额约为 22.75 亿元，参考 2024 年 9 月 27 日收盘价，公司股息率为 5.12%。

表 5：公司分红情况测算（亿元，元，%）

年度	归母净利润（亿元）	现金分红总额（亿元）	每股分红（元）	分红率（%）	股息率（%）
2018	35.49	10.86	0.50	30.60%	7.68%
2019	36.28	13.03	0.60	35.93%	8.21%
2020	34.68	14.86	0.65	42.85%	7.40%
2021	47.80	17.37	0.70	36.33%	7.54%
2022	70.10	26.05	1.05	37.16%	9.43%
2023	62.25	26.93	1.00	43.27%	6.35%
2024E	52.59	26.93	1.00	51.21%	6.06%
2024E	52.59	22.75	0.84	43.27%	5.12%

资料来源：Wind，申万宏源研究

7. 成长性较强、低估值业绩稳健标的

关键假设如下：

商品煤销量：由于 2023 年 11 月信湖矿（300 万吨/年）临时停产、至今未正式复产，因此公司 2024 年煤炭产销量将同比下降。预计 2025 年信湖矿复产后，公司焦煤产量将同比增长 240 万吨以后。此外，公司在建陶忽图煤矿（800 万吨/年）预计 2025 年底建成、26 年试生产，预计 26 年动力煤产量将明显增长。

我们预计 2024-2026 年公司商品煤产量分别为 2065 万吨、2325 万吨、3054 万吨，对应增速分别为-6%、12.6%和 31.3%。

我们预计 2024-2026 年公司商品煤销量分别为 1637 万吨、1888 万吨、2631 万吨，对应增速分别为-8.2%、15.3%和 39.4%。

商品煤售价：考虑到公司的主要产品是焦煤，焦煤受下游需求不振影响，预计未来三年价格中枢将下行，因此预计 2024-2026 年公司商品煤综合售价分别为 1068 元/吨、1054 元/吨和 861 元/吨，对应增速分别为-7.9%、-1.3%和-18.3%。

表 6：分部经营情况表（百万元，%）

销售收入（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	60086	52369	65038	69225	73592	71915	76066	82657
煤炭产品	12463	11330	15921	21834	20681	17491	19904	22665
煤化工产品	8826	8597	12596	13072	11144	11606	12717	12620
电力								3194
商品贸易	34757	27399	30915	28485	34623	35315	35669	36025
民爆业务	936	1354	1751	1646	1473	1547	1701	1957
其他	3104	3690	3777	4188	5671	5955	6074	6196
销售成本（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总成本	50153	42776	52120	53074	59538	59714	62940	68759
煤炭产品	7623	6682	9415	11064	10563	9475	11243	13839
煤化工产品	4843	5022	7561	9232	8878	9145	10059	10059
电力								2614
商品贸易	34514	27161	30618	28137	34314	35005	35355	35708
民爆业务	560	736	924	917	865	908	999	1149
其他	2613	3176	3437	3723	4919	5181	5284	5390
毛利（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总毛利	9933	9593	12918	16151	14054	12201	13126	13898
煤炭产品	4840	4648	6506	10769	10118	8016	8661	8826
煤化工产品	3983	3575	5036	3840	2266	2462	2658	2560
电力								581
商品贸易	243	238	297	348	309	311	314	317
民爆业务	376	618	827	729	608	638	702	808
其他								

毛利率	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体	16.53%	18.17%	19.96%	23.15%	19.10%	16.97%	17.26%	16.81%
煤炭产品	38.83%	41.03%	41.00%	49.32%	48.92%	45.83%	43.52%	38.94%
煤化工产品	45.13%	41.58%	39.98%	29.38%	20.33%	21.21%	20.90%	20.29%
电力								18.18%
商品贸易	0.70%	0.87%	0.96%	1.22%	0.89%	0.88%	0.88%	0.88%
民爆业务	40.19%	45.66%	47.24%	44.27%	41.28%	41.28%	41.28%	41.28%
其他	15.81%	13.92%	9.00%	14.90%	12.50%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于公司位于华东地区，距离消费地近，区域内资源稀缺性显著，在 3-5 年内煤炭价格维持高位的情况下，公司业绩有望维持高位。基于相对估值模型，我们预计公司 2024 年-2026 年公司 EPS 分别为 1.95 元、2.12 元和 2.32 元；对应 PE 分别为 8.4 倍、7.8 倍和 7.1 倍。从相对估值角度分析，以 A 股 6 家可比焦煤公司山西焦煤、山西焦化、平煤股份、潞安环能、冀中能源、华阳股份作为对标标的，2024 年-2026 年可比公司平均估值 PE 为 10.7 倍、8.6 倍、7.3 倍。由于公司陶忽图煤矿正加快建设且有望于 2025 年底投产；2*66 万千瓦电厂有望于 2025 年底建成试运行；60 万吨无水乙醇项目已达产、预计将逐步贡献利润；5 座砂石骨料矿山也有望于 2024 年底建成，公司产能增长确定性较强，为行业中少有的仍有较大产能增长的公司，因此我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 24 年目标 PE 为 11 倍，较当前股价还有 30% 的上涨空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7：重点焦煤标的估值表（元/股、元、倍、%）

代码	简称	2024/9/27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	PB
		收盘价	EPS	EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E	P/E	
000983.SZ	山西焦煤	8.82	1.23	0.87	0.95	1.02	7.2	10.1	9.3	8.6	1.4
600740.SH	山西焦化	4.12	0.50	0.21	0.37	0.63	8.3	19.8	11.1	6.6	0.7
601666.SH	平煤股份	10.06	1.73	1.29	1.46	1.60	5.8	7.8	6.9	6.3	1.1
601699.SH	潞安环能	16.57	2.65	1.74	1.88	2.01	6.3	9.5	8.8	8.2	1.1
000937.SZ	冀中能源	6.18	1.40	0.79	0.81	0.87	4.4	7.9	7.6	7.1	1.0
600348.SH	华阳股份	7.88	1.44	0.86	1.00	1.13	5.5	9.1	7.9	6.9	1.1
	平均						6.2	10.7	8.6	7.3	
	目标估值							11.0			
600985.SH	淮北矿业	16.49	2.51	1.95	2.12	2.32	6.6	8.4	7.8	7.1	1.1
	折价幅度							30%			

资料来源：Wind，申万宏源研究

8. 风险提示

1、宏观经济失速下滑，下游需求不及预期：公司煤炭产品的主要下游为钢铁及电力行业，行业需求与宏观经济景气度高度相关。若宏观经济失速下滑，将导致公司煤炭销量和价格存在下行风险。

2、在建工程建设进度大幅不及预期。公司在建的陶忽图煤矿、电厂机组及砂石骨料项目若因极端情况，影响建设进度，使得建成时间大幅推后，则可能导致无法按进度投产并贡献利润。

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	69,225	73,592	72,063	76,238	82,832
营业收入	69,062	73,387	71,915	76,066	82,657
营业总成本	60,819	66,845	66,458	70,121	76,161
营业成本	53,074	59,538	59,714	62,940	68,759
税金及附加	894	876	858	907	986
销售费用	188	202	197	209	227
管理费用	4,388	3,672	3,459	3,774	3,976
研发费用	1,624	1,752	1,621	1,715	1,822
财务费用	633	791	587	557	371
其他收益	307	282	282	282	282
投资收益	100	139	139	139	139
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	43	0	0	0
信用减值损失	12	-54	0	0	0
资产减值损失	-245	-229	-24	-14	-16
资产处置收益	44	143	143	143	143
营业利润	8,633	7,072	6,145	6,666	7,218
营业外收支	-376	-16	-188	-193	-132
利润总额	8,257	7,056	5,958	6,473	7,086
所得税	1,118	1,106	930	1,013	1,110
净利润	7,139	5,950	5,027	5,461	5,976
少数股东损益	129	-274	-232	-252	-275
归母净利润	7,010	6,225	5,259	5,713	6,251

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,139	5,950	5,027	5,461	5,976
加：折旧摊销减值	4,421	4,583	4,001	4,159	4,455
财务费用	641	776	587	557	371
非经营损失	-210	-530	-282	-282	-282
营运资本变动	4,197	2,167	-116	-224	-549
其它	470	139	0	0	0
经营活动现金流	16,669	13,031	9,218	9,671	9,970
资本开支	6,867	7,693	5,357	4,957	757
其它投资现金流	-981	-904	-677	-677	-677
投资活动现金流	-7,848	-8,597	-6,034	-5,634	-1,434
吸收投资	84	290	0	0	0
负债净变化	-2,680	-4,324	1,113	-1,306	-400
支付股利、利息	2,507	3,289	3,280	3,250	3,297
其它融资现金流	-437	-278	-1,976	0	0
融资活动现金流	-5,539	-7,602	-4,143	-4,557	-3,697
净现金流	3,282	-3,169	-960	-520	4,839

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	21,041	18,965	18,914	19,421	25,610
现金及等价物	10,843	8,652	8,509	8,806	14,462
应收款项	6,108	5,443	5,729	5,971	6,281
存货净额	2,775	2,900	2,826	2,868	3,065
合同资产	535	720	599	525	551
其他流动资产	780	1,251	1,251	1,251	1,251
长期投资	1,742	1,703	1,703	1,703	1,703
固定资产	41,645	42,450	43,973	44,927	41,389
无形资产及其他资产	19,608	23,873	23,873	23,873	23,873
资产总计	84,035	86,991	88,463	89,924	92,574
流动负债	26,891	27,329	29,153	27,847	27,547
短期借款	4,504	3,082	4,906	3,600	3,300
应付款项	15,167	17,407	17,407	17,407	17,407
其它流动负债	7,221	6,840	6,840	6,840	6,840
非流动负债	19,142	18,118	14,531	14,531	14,431
负债合计	46,033	45,447	43,684	42,378	41,978
股本	2,481	2,481	2,693	2,693	2,693
其他权益工具	209	209	0	0	0
资本公积	8,346	8,209	10,873	10,873	10,873
其他综合收益	-290	-267	-267	-267	-267
盈余公积	1,681	1,968	2,211	2,475	2,763
未分配利润	19,614	22,933	25,256	28,012	31,049
少数股东权益	4,613	4,244	4,012	3,761	3,485
股东权益	38,003	41,544	44,778	47,546	50,596
负债和股东权益合计	84,035	86,991	88,463	89,924	92,574

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	2.60	2.31	1.95	2.12	2.32
每股经营现金流	6.19	4.84	3.42	3.59	3.70
每股红利	0.64	0.97	1.00	1.00	1.09
每股净资产	12.40	13.85	15.14	16.26	17.49
关键运营指标(%)					
ROIC	15.3	12.3	10.0	10.5	11.8
ROE	21.0	16.7	12.9	13.0	13.3
毛利率	23.2	18.9	17.0	17.3	16.8
EBITDA Margin	18.9	16.5	14.6	14.7	14.4
EBIT Margin	12.8	10.7	9.1	9.2	9.0
营业总收入同比增长	6.4	6.3	-2.1	5.8	8.6
归母净利润同比增长	46.6	-11.2	-15.5	8.6	9.4
资产负债率	54.8	52.2	49.4	47.1	45.3
净资产周转率	2.07	1.97	1.76	1.74	1.75
总资产周转率	0.82	0.84	0.81	0.85	0.89
有效税率	13.7	16.0	16.0	16.0	16.0
股息率	3.9	5.9	6.1	6.1	6.6
估值指标(倍)					
P/E	6.3	7.1	8.4	7.8	7.1
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/Sale	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.8	6.5	5.9	5.5
股本	2,481	2,481	2,693	2,693	2,693

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。