

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

高升 煤炭、钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

刘波 煤炭、钢铁研究助理

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

提质降本凸显业绩韧性，产量恢复助力业绩向好

2025年4月30日

事件：2025年4月29日，淮北矿业发布2025年一季报，2025年第一季度，公司单季度营业收入105.99亿元，同比下降38.95%，环比上涨0.17%；单季度归母净利润6.92亿元，同比下降56.50%，环比下降3.44%；单季度扣非后净利润6.74亿元，同比下降56.96%，环比上涨19.86%。

点评：

- **经营稳健性凸显，煤炭业务毛利率仍维持高位。产销方面**，受信湖煤矿及部分矿井地质条件等因素影响，2025年一季度公司商品煤产量431万吨，同比下降93万吨（-18%），环比下降57万吨（-12%）。商品煤销量297万吨，同比下降105万吨（-26%），环比下降52万吨（-15%）。考虑到2025年公司计划实现1920万吨的商品煤生产目标，后续随着信湖煤矿复产及短期地质条件的改善，公司商品煤产量有望获得较大提升。**价格方面**，受炼焦煤价格的下行，公司2025年一季度商品煤售价为938元/吨，同比下降239元/吨（-20%），环比下降114万吨（-11%）。**成本方面**，2025年一季度吨煤成本520元/吨，同比下降73元/吨（-12%），环比下降18元/吨（-3%），提质增效背景下，未来公司煤炭生产成本下降趋势有望延续。总体来看，公司煤炭业务毛利率仍维持高位，彰显了公司经营的稳健性，2025年一季度煤炭业务毛利率仍有44.56%。
- **乙醇是公司化工板块主要增长点。焦炭业务营收持续萎缩**。2025年一季度公司焦炭产量74万吨，同环比均有15%左右的下降幅度。焦炭售价（不含税）下降至1499元/吨，同比下降813元/吨（-35%），环比增长104元/吨（+7%）。**甲醇产量有所恢复**。受乙醇项目及价差市场价格波动等因素影响，2025年一季度，公司甲醇产量12万吨，同比增长3万吨（+31%），环比基本持平。甲醇售价（不含税）为2235元/吨，同环比增长3%。**公司乙醇项目稳步推进**。受乙醇项目检修影响，2025年一季度，公司乙醇产量9.59万吨，单季度产量有所下降，考虑到2025年公司计划实现57万吨的乙醇产量，后续生产恢复正常后，公司乙醇产量有望获得有力提升，若达成全年产量目标，公司乙醇项目或将增强公司盈利能力。2025年一季度，公司乙醇平均售价4777元/吨，较2024年全年均价4999元/吨有所下降。
- **强链延链补链战略步伐加快，长期业绩增长可期。煤炭方面**，年产能800万吨的内蒙古陶忽图煤矿，4个井筒掘砌工程顺利完成，地面主井井塔建设也全面启动，后续随着信湖煤矿复产，煤炭资源和产量有望稳步增长。**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。聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目紧紧围绕2025年底实现“双机双投”目标。52MW集中式、6.7MW分布式光伏项目全容量并网发电；聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目配置的739MW新

能源指标,其中 406MW 指标已落实,用于风电项目。**化工方面**,全球最大的合成气法制 60 万吨无水乙醇项目目前已经正式投产,年产 10 万吨碳酸二甲酯项目已建成投产;年产 3 万吨碳酸酯、3 万吨乙基胺、10 亿立方米焦炉煤气分质深度利用等重点项目正加速推进。**非煤方面**,全年收储石灰石资源 1 亿吨,7 座矿山建成投产,新增石灰石资源产能 1640 万吨/年,产能增加至 2740 万吨/年。

- **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和弹性,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 2025-2027 年归母净利润为 36.17 亿、44.20 亿、48.59 亿,截至 4 月 29 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 8.88/7.27/6.61 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	73,592	65,875	70,778	80,472	87,594
同比(%)	6.3%	-10.5%	7.4%	13.7%	8.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,225	4,855	3,617	4,420	4,859
同比(%)	-11.2%	-22.0%	-25.5%	22.2%	9.9%
毛利率(%)	18.9%	18.3%	14.9%	15.3%	15.3%
ROE(%)	16.7%	11.5%	8.1%	9.4%	9.7%
EPS (摊薄) (元)	2.31	1.80	1.34	1.64	1.80
P/E	5.16	6.62	8.88	7.27	6.61
P/B	0.86	0.76	0.72	0.68	0.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	18,965	14,198	16,673	21,785	26,480						
货币资金	5,445	4,284	6,027	10,036	13,907						
应收票据	518	517	556	632	688						
应收账款	2,129	2,086	2,246	2,554	2,780						
预付账款	638	505	566	641	698						
存货	2,900	3,087	3,459	3,917	4,264						
其他	7,336	3,720	3,817	4,005	4,143						
非流动资产	68,026	73,547	75,467	75,744	75,922						
长期股权投资	1,125	1,055	1,055	1,055	1,055						
固定资产(合计)	38,086	41,097	40,208	39,256	38,237						
无形资产	18,164	19,441	19,941	20,441	20,941						
其他	10,651	11,954	14,264	14,992	15,690						
资产总计	86,991	87,745	92,140	97,529	102,402						
流动负债	27,329	25,575	27,666	30,748	33,085						
短期借款	80	128	228	228	228						
应付票据	2,236	1,905	2,135	2,417	2,632						
应付账款	11,690	11,758	13,178	14,920	16,244						
其他	13,323	11,784	12,125	13,183	13,982						
非流动负债	18,118	15,294	15,739	15,739	15,739						
长期借款	3,720	3,676	4,176	4,176	4,176						
其他	14,399	11,618	11,563	11,563	11,563						
负债合计	45,447	40,869	43,405	46,487	48,824						
少数股东权益	4,244	4,487	4,204	3,859	3,480						
归属母公司股东权益	37,300	42,389	44,531	47,183	50,098						
负债和股东权益	86,991	87,745	92,140	97,529	102,402						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	73,592	65,875	70,778	80,472	87,594						
同比(%)	6.3%	-10.5%	7.4%	13.7%	8.8%						
归属母公司净利润	6,225	4,855	3,617	4,420	4,859						
同比(%)	-11.2%	-22.0%	-25.5%	22.2%	9.9%						
毛利率(%)	18.9%	18.3%	14.9%	15.3%	15.3%						
ROE%	16.7%	11.5%	8.1%	9.4%	9.7%						
EPS(摊薄)(元)	2.31	1.80	1.34	1.64	1.80						
P/E	5.16	6.62	8.88	7.27	6.61						
P/B	0.86	0.76	0.72	0.68	0.64						
EV/EBITDA	3.86	4.27	4.18	3.27	2.67						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	73,592	65,875	70,778	80,472	87,594						
营业成本	59,552	53,730	60,197	68,155	74,203						
营业税金及附加	876	863	929	1,056	1,150						
销售费用	202	198	177	201	219						
管理费用	3,672	3,285	4,105	4,667	5,080						
研发费用	1,752	1,933	1,416	1,609	1,752						
财务费用	791	491	345	360	336						
减值损失合计	-229	-128	-100	-100	-100						
投资净收益	139	165	178	202	220						
其他	413	58	404	459	500						
营业利润	7,072	5,470	4,091	4,986	5,474						
营业外收支	-16	-62	-62	-62	-62						
利润总额	7,056	5,408	4,029	4,924	5,412						
所得税	1,106	932	694	848	933						
净利润	5,950	4,476	3,335	4,075	4,479						
少数股东损益	-274	-379	-283	-345	-380						
归属母公司净利润	6,225	4,855	3,617	4,420	4,859						
EBITDA	11,987	9,531	8,001	9,007	9,569						
EPS(当年)(元)	2.51	1.84	1.34	1.64	1.80						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	13,031	9,063	9,000	10,118	10,136						
净利润	5,950	4,476	3,335	4,075	4,479						
折旧摊销	4,421	3,660	3,627	3,724	3,822						
财务费用	776	483	370	396	396						
投资损失	-139	-165	-178	-202	-220						
营运资金变动	2,167	280	1,723	1,978	1,513						
其它	-144	329	123	147	146						
投资活动现金流	-8,597	-6,616	-5,516	-3,945	-3,926						
资本支出	-7,693	-8,450	-5,649	-4,147	-4,146						
长期投资	-1,002	1,704	-100	0	0						
其他	97	130	233	202	220						
筹资活动现金流	-7,602	-3,446	-1,740	-2,164	-2,339						
吸收投资	290	773	0	0	0						
借款	-4,239	4	600	0	0						
支付利息或股息	-3,289	-3,020	-1,817	-2,164	-2,339						
现金流净增加额	-3,169	-1,001	1,744	4,009	3,871						

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，CPA，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工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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。

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，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。