

淮北矿业（600985.SH）

华东焦煤龙头，项目增长可期

公司研究 · 深度报告

煤炭 · 煤炭

投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

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

- **华东炼焦煤龙头，经营向上。**淮北矿业前身是雷鸣科化，2018年雷鸣科化购买淮矿股份100%股份，随后公司名称变更为“淮北矿业控股股份有限公司”，主营业务变更为煤炭与煤化工业务。重组后实际控制人仍为安徽省国资委。截至2025年3月31日，控股股东淮北矿业（集团）有限责任公司持有公司60.07%的股份。公司是华东炼焦煤龙头企业，在经历2021-2022年煤价中枢的上涨后，公司经营显著改善，资产负债结构优化，有息负债从2020年的226亿元降至2025Q1的100亿元，资产负债率也由2020年的62%下降至2025Q1的46%。
- **我国炼焦煤资源存在结构性不足的问题，优质焦煤资源稀缺。**根据国土资源部统计，截至2016年底全国保有查明炼焦煤资源量3073亿吨，占全国煤炭保有查明资源储量的19%，其中山西占比约45%。分煤种看，气煤储量最多，占比约46%；焦煤、瘦煤和肥煤分别占24%、16%和13%。而炼焦过程中，为提高焦炭质量并保证一定的生产效益，高粘结性的煤种，如焦煤、肥煤、1/3焦等占比在60%左右。而且我国约一半的焦煤、肥煤为高硫煤，因此和钢铁工业对炼焦煤煤种的需求相比，低灰低硫、强粘结性的炼焦煤存在结构性不足的问题。
- **淮北矿业拥有稀缺焦煤资源，且产量有较大增长空间。**公司煤种齐全，肥煤、焦煤和瘦煤等稀缺煤种占总储量的80%以上，属低碳、低灰、特低磷的“绿色环保型”煤炭。截至2024年末，公司拥有煤炭资源量约44.9亿吨，在产产能合计3585万吨/年，权益产能3347万吨/年；在建陶忽图煤矿年产800万吨，主要煤种为高热值动力煤，预计2025年底投产。2024年公司商品煤产量2055万吨，同比下降142万吨，主要系2023年11月年产300万吨的信湖煤矿因出水临时停产，该煤矿有望于2025年三季度恢复生产。整体看，公司煤炭产量尚有较大提升空间。
- **煤炭业务优势显著。**①煤质优良，吨煤售价和吨煤毛利位于行业前列。虽然受地质条件影响，公司吨煤成本相对较高，但未来随着信湖煤矿的生产恢复以及陶忽图煤矿的投产有优化空间。②洗选技术领先。公司加工洗选能力居煤炭行业前列，精煤洗出率高于同行，为公司实施精煤战略提供了有力保障。③地理位置优越。公司所在的安徽省是煤炭净调入省，能源供需缺口明显，且周边焦化、钢铁等下游产业发达，炼焦煤需求亦较为旺盛，方便公司产品售卖。④坚持大客户战略，长协销售占比超90%。
- **煤化工业务及其他业务均具备一定成长空间，是营收和利润的有效补充。**公司充分发挥现有煤炭深加工和综合利用的产业优势，提高资源有效利用的附加值和盈利能力。煤化工方面，公司主要产品是焦炭、甲醇、无水乙醇，2025年1月甲醇综合利用制乙醇项目正式投产，甲醇、乙醇产量均有提升空间，焦炭则聚焦减亏。发电业务方面，聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目为安徽省“十四五”能源电力发展规划的重要支撑性电源项目，有望于2025年底实现“双机双投”，扩大公司煤电一体化规模。公司还持续推进非煤矿山资源收储、矿山建设，非煤矿山业务也在快速成长。
- **盈利预测与估值：**预计公司2025-2027年营业收入分别为631/680/701亿元，归属母公司净利润32.6/45.1/47.5亿元，对应PE为10.2/7.4/7.0。我们认为公司股票合理估值区间在13.4-15.1元之间，相对于公司2025年5月22日收盘价有8%-22%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

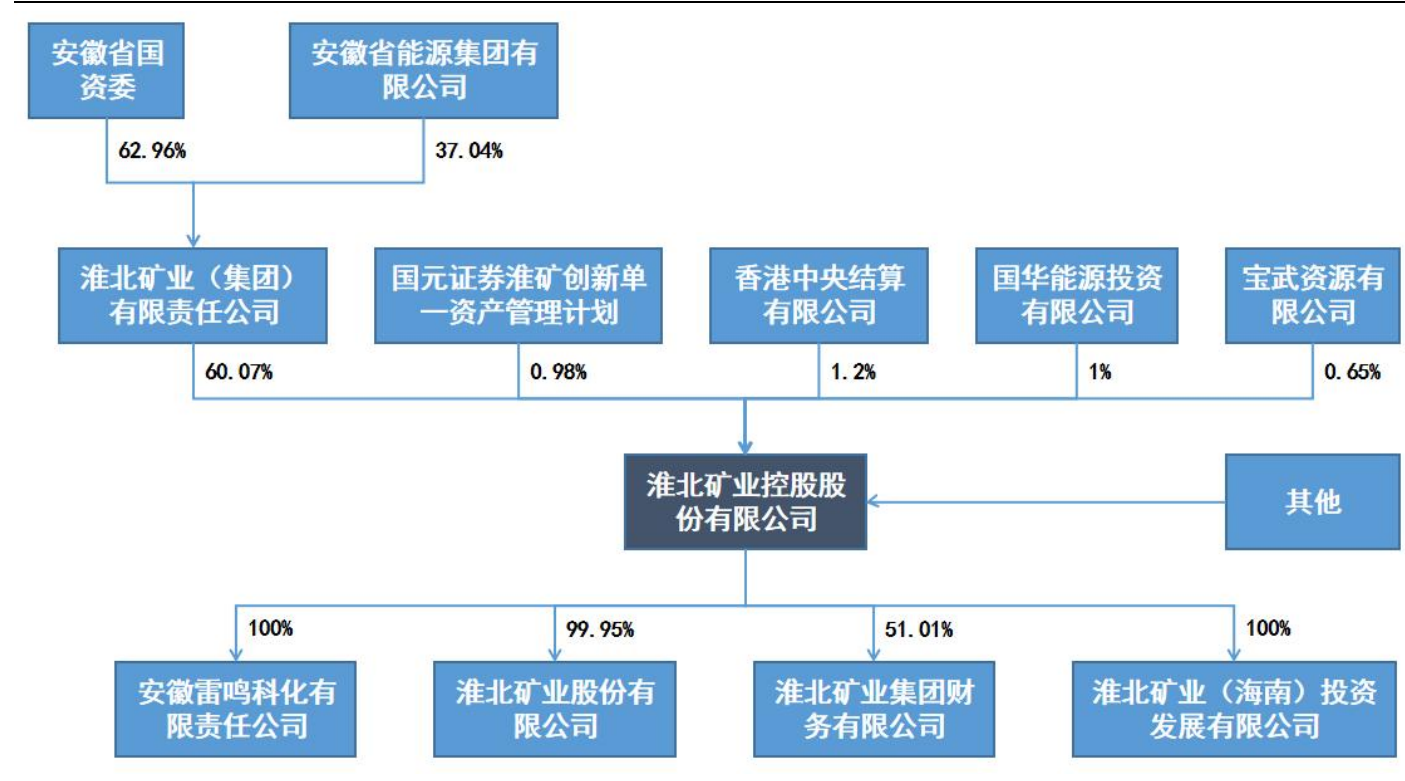
- 【 01 】 华东焦煤龙头，经营稳步向上
- 【 02 】 拥有稀缺焦煤资源，煤质优良，地理位置、洗选工艺等优势显著
- 【 03 】 煤化工业务及其他业务均有成长空间
- 【 04 】 盈利预测与估值

华东焦煤龙头，经营稳步向上

淮北矿业于2018年通过重组上市

■ 淮北矿业前身是雷鸣科化，主营民爆器材生产销售、爆破服务等业务，于2004年4月在上交所挂牌上市。2018年雷鸣科化及其全资子公司西部民爆通过发行股份及支付现金的方式购买淮矿股份100%股份，随后公司名称由“安徽雷鸣科化股份有限公司”变更为“淮北矿业控股股份有限公司”，主营业务变更为煤炭与煤化工业务。重组后实际控制人仍为安徽省国资委。截至2025年3月31日，公司控股股东淮北矿业（集团）有限责任公司持有公司60.07%的股份。淮北矿业位列2024《财富》中国上市公司500强第255位、煤炭类上市公司第5位。

图：公司股权穿透图



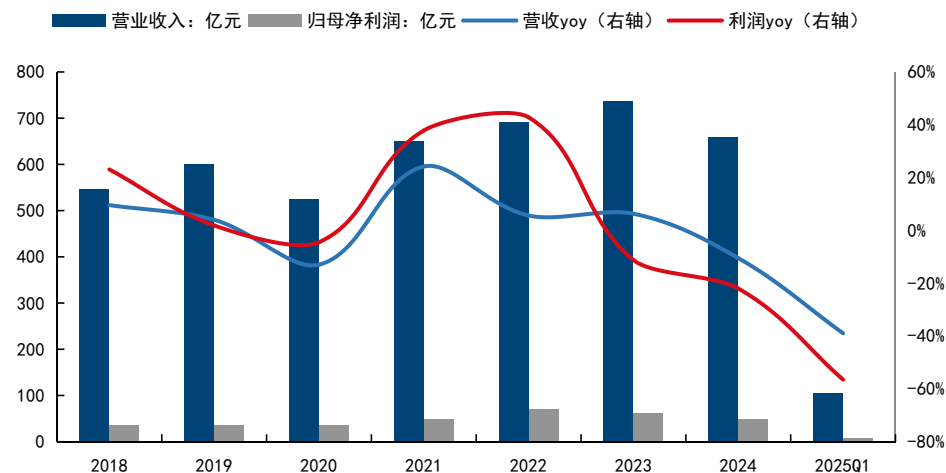
控股股东淮北矿业集团：始建于1958年，1998年由原直属煤炭部转为安徽省直属企业，现已发展成为以煤、电、化工、现代服务、现代物流为主导产业的大型能源化工集团。集团资产超1000亿元、年营收超800亿元；拥有淮北矿业、华塑股份2家沪市主板上市公司，总市值近600亿元，集团资产证券化率达90%以上；现有生产矿井17对、在建矿井1对、化工企业4家，在岗员工4.7万人；年产商品煤2300万吨、焦炭440万吨、甲醇90万吨、乙醇60万吨、聚氯乙烯64万吨，电力总装机规模200万千瓦；连续23年进入中国企业500强，位列2024中国企业500强第300位，2023皖企百强榜单第10位（安徽省属企业第4位），连续5年跻身长三角三省一市百强企业榜。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

历史业绩与估值同焦煤价格密切相关

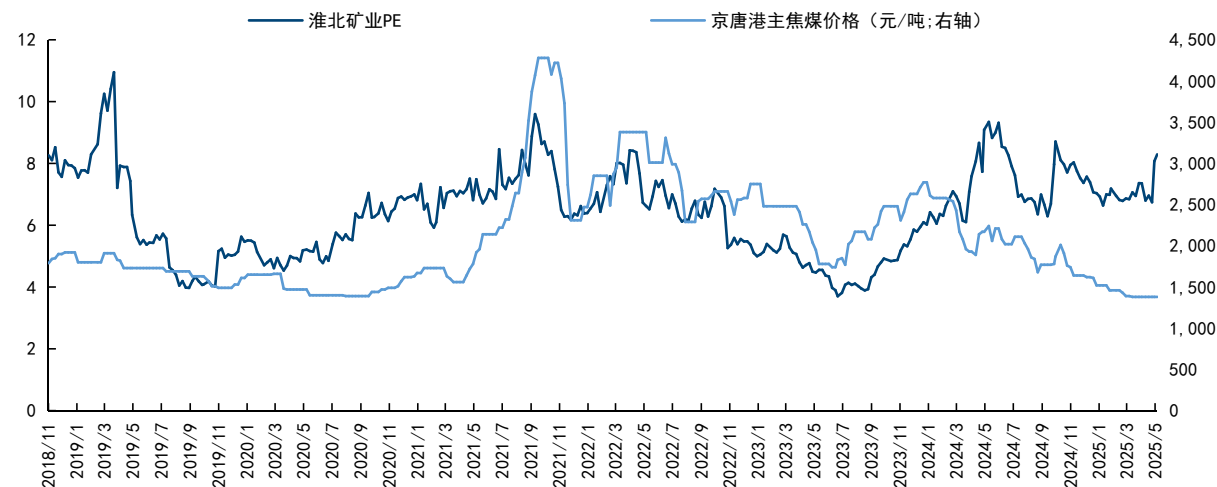
- 公司业绩表现与焦煤价格关联度较高。2021-2022年，随着焦煤价格中枢的大幅上涨，公司业绩显著改善；2023-2024年，焦煤价格中枢回落，公司通过增加精煤产量、控本增效等方式对冲部分煤价下行的影响，但整体利润仍有所下滑。
- ✓ 2021-2022年，公司营收分别同比+24.2%、+5.6%，归母净利润分别同比+37.8%、+42.8%；
- ✓ 2023-2024年，公司营收分别同比+6.3%、-10.5%，归母净利润分别同比-11.2%、-22.0%；2023年营收增加主要系商品贸易及工程劳务收入增加。
- 公司估值波动也与焦煤价格变化同频。2021年以来，公司估值高点随着焦煤价格中枢的大幅上涨出现在2021年9月；估值低点则出现在2023年6-8月。2024年以来，焦煤价格震荡下行，公司PE波动较大，多在7-9倍之间。

图：公司业绩表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司PE（TTM）与焦煤价格变化



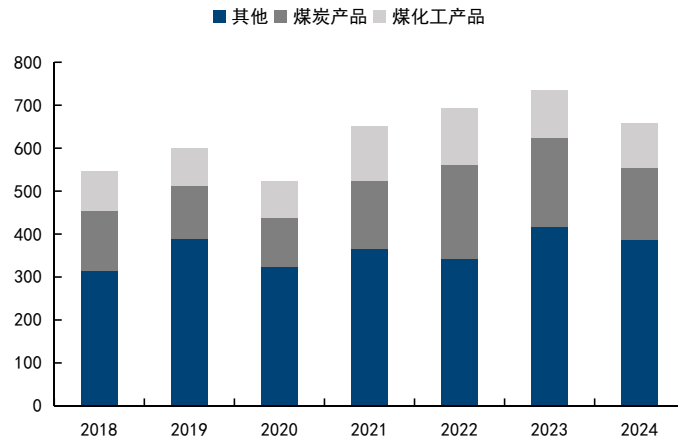
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司煤炭和煤化工合计贡献85%以上的毛利

公司是华东地区主要的煤炭生产企业之一，主营业务煤炭和煤化工营收占比超40%，但合计贡献85%以上的毛利：

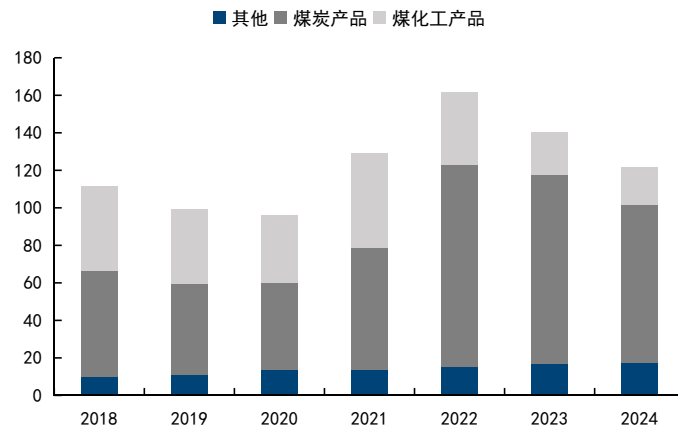
- 商品贸易：主要为客户提供供应链增值、金融、运营服务等全方位解决方案。覆盖煤炭、钢材、化工、有色金属等大宗物资。营收占比约45%，毛利占比仅2%。
- 煤炭：营收占比26%，毛利占比约69%，是公司主要利润来源。产能800万吨的内蒙古陶忽图煤矿预计于2025年底投产，年产300万吨的信湖煤矿正处于停产恢复阶段，营收和毛利未来仍有增长潜力。
- 煤化工：是煤炭业务的延伸，营收占比约16%，毛利占比17%。截至2024年底年产3万吨碳酸酯、3万吨乙基胺、10亿立方米焦炉煤气分质深度利用等重点项目正加速推进。
- 其他业务：主要包括电力，矿石业务等。随着公司在建发电项目的投运以及矿山的建成投产，其他业务营收和利润均有增长潜力。

图：公司各版块营收变化（亿元）



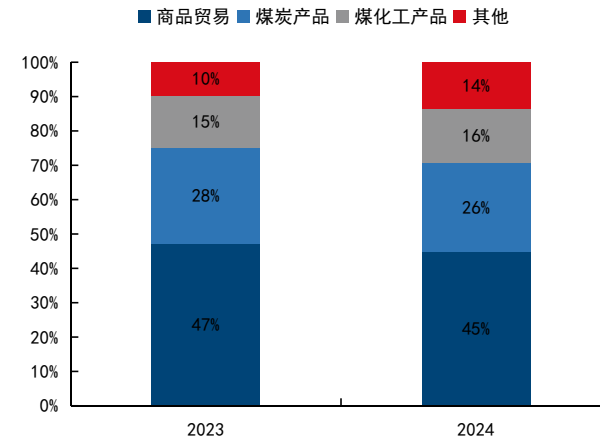
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司各版块毛利变化（亿元）



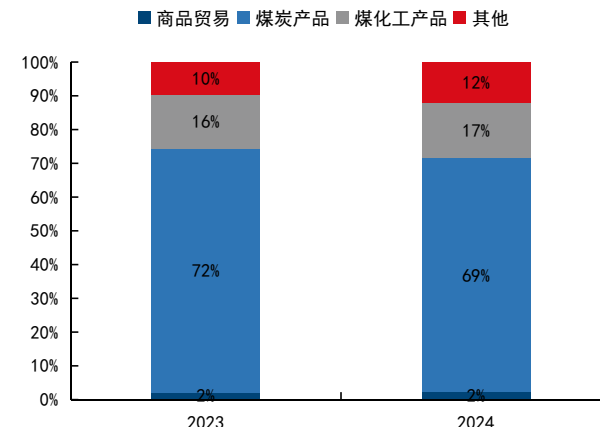
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司营收构成



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司毛利构成



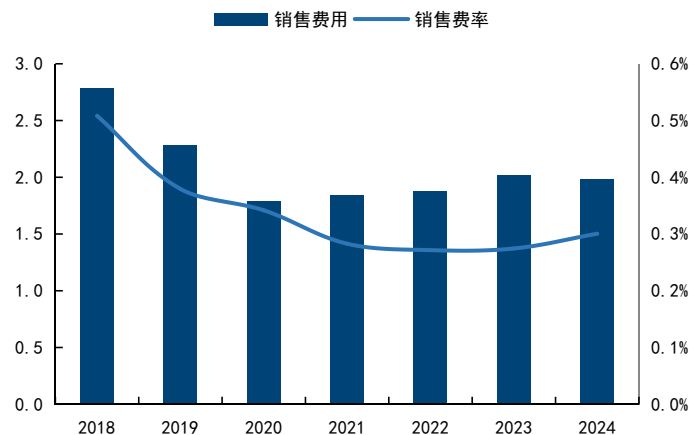
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期间费率稳中有降

经营质量提升，公司期间费率整体稳中有降：

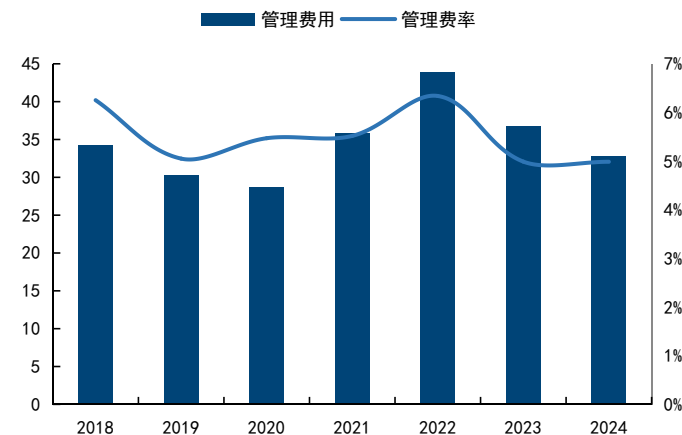
- ✓ 销售费用维持2亿左右，保持平稳。
- ✓ 管理费用保持相对平稳，2022年大幅增加主要系职工薪酬同比增加34%。
- ✓ 研发费用支出呈现上升趋势，主要系公司针对煤矿智能化建设、煤矿重大灾害防治和提高煤炭洗选产品品质开展技术攻关，不断加大研发投入。
- ✓ 随着有息负债的下降，财务费用显著减少，2023年财务费用上涨主要系分期付款购置长期资产未确认融资费用摊销、地质环境治理与土地复垦方案形成预计负债的折现息增加所致。

图：公司销售费用与销售费率（亿元）



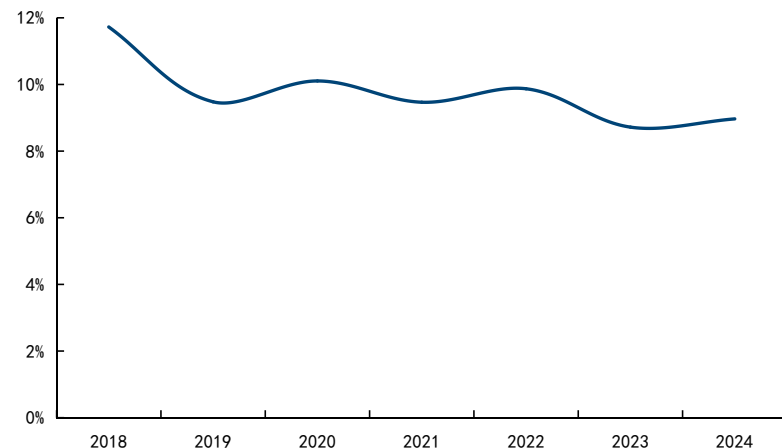
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司管理费用与管理费率（亿元）



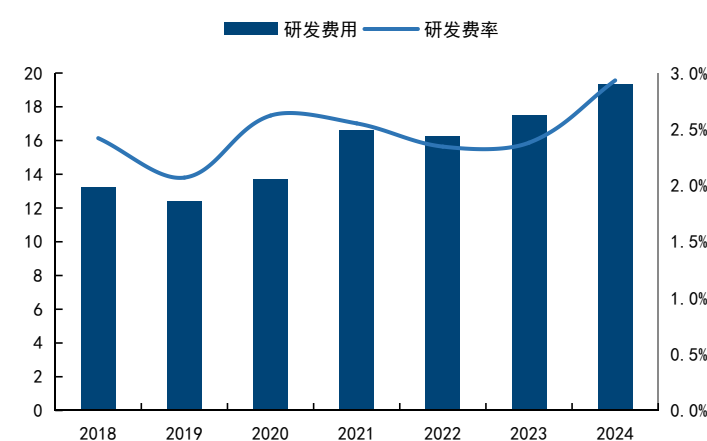
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司研发费用与研发费率（亿元）



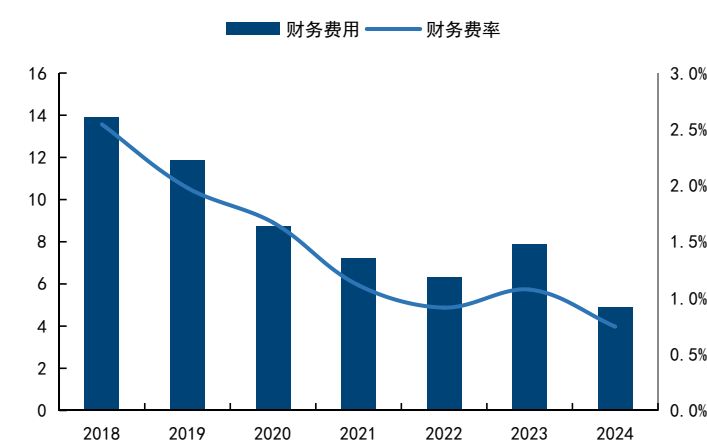
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司研发费用与研发费率（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司财务费用与财务费率（亿元）

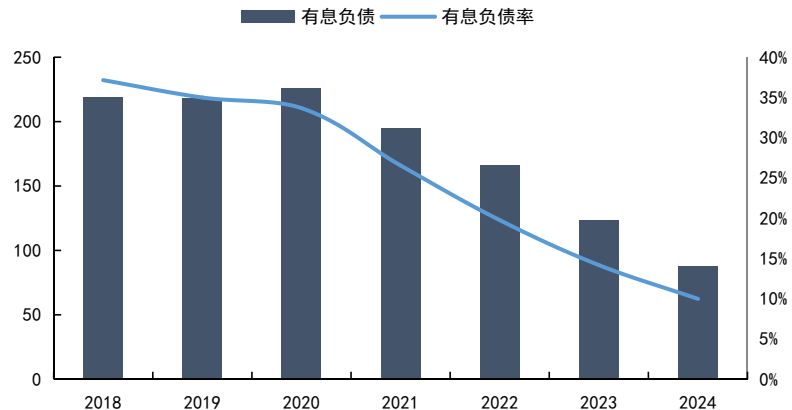


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率下降

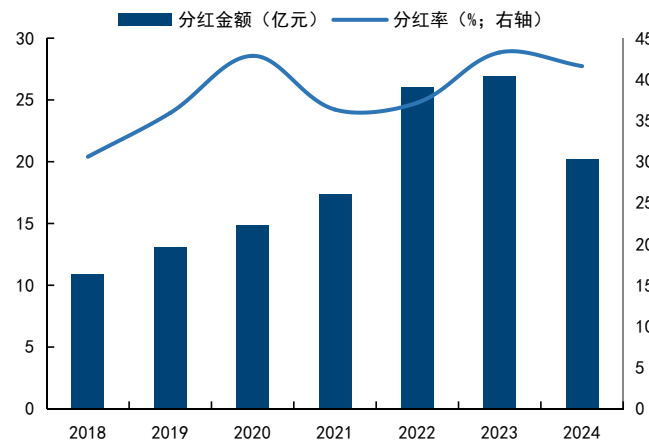
- 随着公司经营改善，公司债务结构明显优化：有息负债从2020年的226亿元降至2025年Q1的100亿元，资产负债率也由2020年的62%下降至2025年Q1的46%。
- 近年来公司资本支出较多，分红率相对稳定：近年来公司分红率保持在40%左右，2024年分红率为41.6%，对应2025年5月19日收盘价的股息率为6.1%。
- ✓ 近年来公司在研发、煤矿建设、煤化工项目建设方面投入较多，主要建设项目有望在2026年完成，此后资本支出或减少。
- ✓ 公司制定未来三年（2025-2027年）股东回报规划，现金分红最低比例由此前的30%提高至35%，并可以根据盈利状况和资金状况进行中期利润分配。
- ROE受煤价影响，波动较大。2024年公司ROE为11.45%，同比下降主要系煤价中枢下行。

图：公司有息负债及有息负债率（亿元；%）



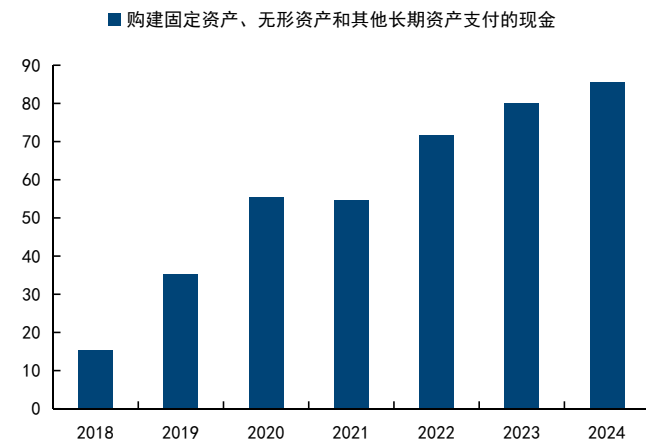
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司分红水平变化



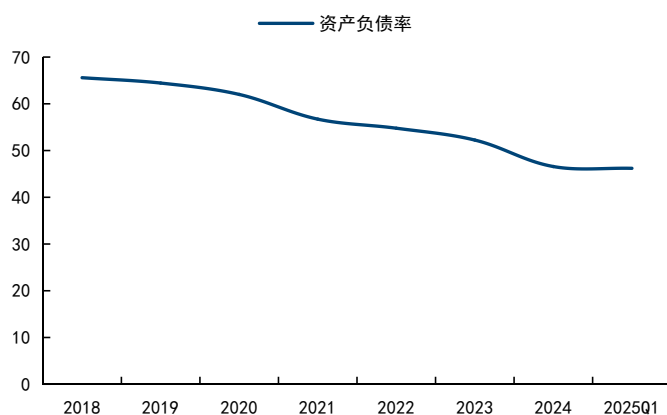
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



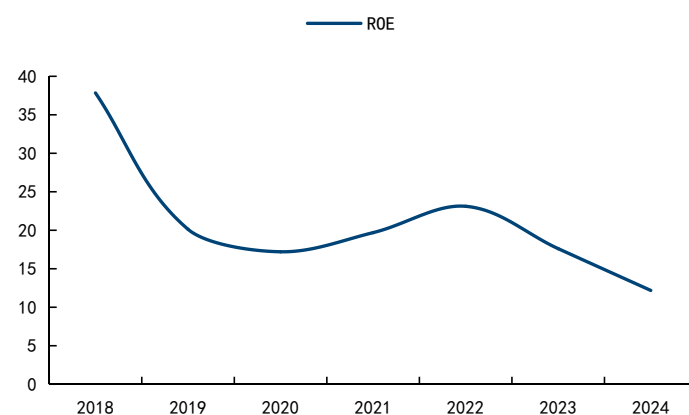
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司资产负债率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司ROE变化（%）



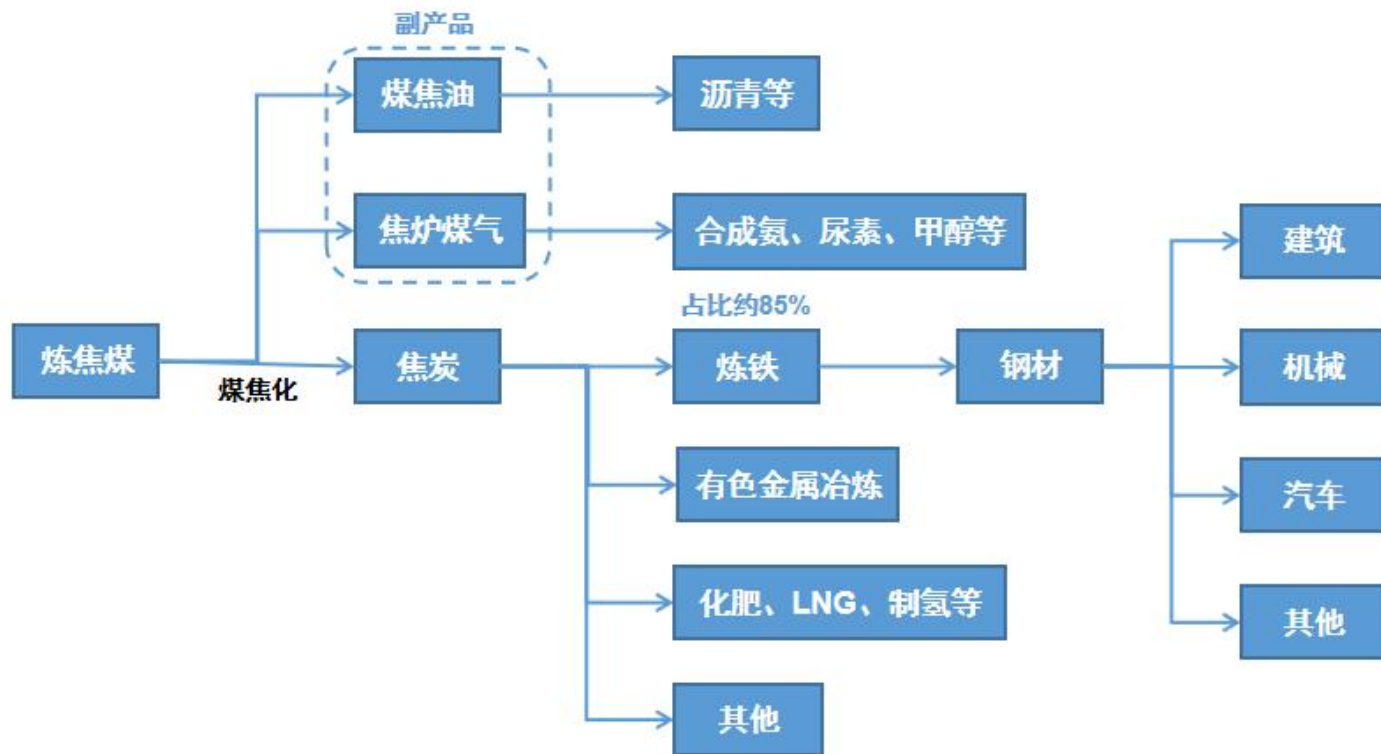
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

拥有稀缺焦煤资源，煤质优良，地理位置、洗选
工艺等优势显著

行业：炼焦煤位于产业链上游，主要用于钢铁冶炼

- 炼焦煤是一种烟煤，具备一定的粘结性，在室式焦炉炼焦条件下可以结焦生成焦炭。为保证焦炭质量，对炼焦用煤的挥发分、粘结性和结焦性有一定要求，保证尽可能低的灰分、硫分和磷含量。因此，绝大部分炼焦用煤必须经过洗选。
- 炼焦煤位于产业链的上游，经过煤焦化后生成焦炭，约85%的焦炭用于炼铁，钢铁下游则对应建筑、机械、汽车等行业。除炼铁外，焦炭还用于有色金属冶炼，制造化肥、LNG等。

图：炼焦煤位于产业链上游

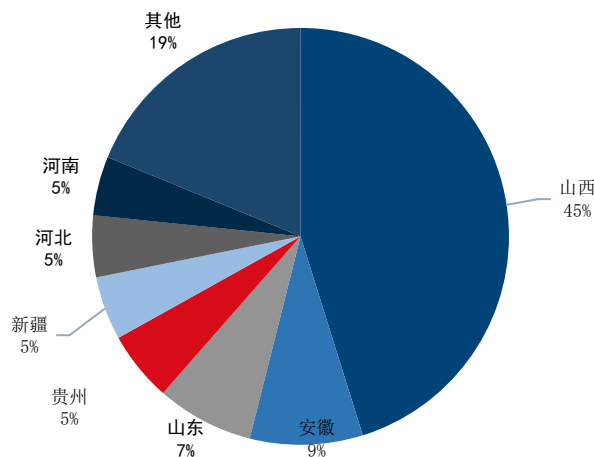


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

行业：炼焦煤占国内煤炭资源储量比仅约19%，其中气煤占比约46%

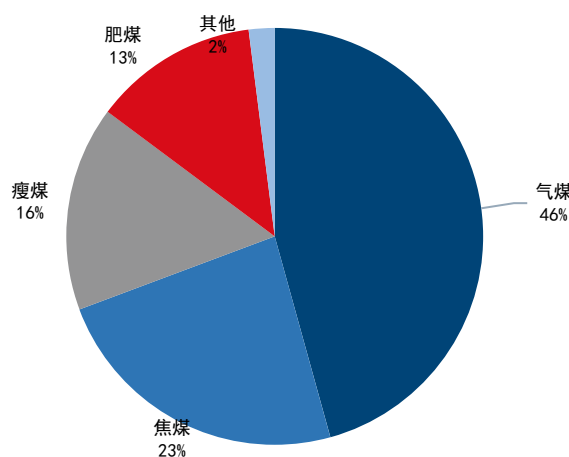
- 根据中国煤炭资源和煤炭统计分类，炼焦煤包括气煤、肥煤、焦煤（主焦煤）、瘦煤、1/3焦煤等：
- ✓ 焦煤：粘结性强，加热时能产生热稳定性很高的胶质体，是炼焦的最好原料，多用于炼制强度大、块度大、强度高、裂纹少的优质焦炭。
- ✓ 气煤：是一种碳化程度最低的炼焦煤，加热时能产生较多的挥发分和焦油；单独炼焦产生的焦炭抗碎强度和耐磨强度较差，一般用于配煤炼焦，可增加产气率和化学产品回收率。
- ✓ 肥煤：是粘结性最强、中等煤化程度的煤，加热时能产生大量胶质体；单独炼焦时能产生熔融性好、强度高的焦炭，但焦炭的横裂纹多、气孔率高、易碎，因此多与粘结性较弱的气煤、瘦煤或弱粘煤等配合炼焦。
- ✓ 1/3焦：是介于焦煤、肥煤和气煤之间的过渡煤。具有中高挥发分的强粘结性煤。单独炼焦时，能生成熔融性良好、强度较高的焦炭。炼焦时，1/3焦煤的配入量可在较宽范围内波动，都能获得强度较高的焦炭，因此1/3焦是良好的炼焦配煤中的基础煤。
- ✓ 瘦煤：是煤化程度最高的炼焦煤，它的挥发分低，受热后产生的胶质体数量比焦煤少，且软化程度高。单独炼焦时，能得到块度大、裂纹少、抗碎强度较好的焦炭，但这种焦炭的耐磨强度较差，因此瘦煤作炼焦配煤用效果较好。
- 根据国土资源部统计，截至2016年底全国保有查明炼焦煤资源量3073亿吨，占世界炼焦煤资源量的23%，占全国煤炭保有查明资源储量的19%，其中山西占比约45%。分煤种看，气煤储量最多，占比约46%；焦煤、瘦煤和肥煤分别占比24%、16%和13%。

图：我国炼焦煤分省份资源量占比



资料来源：《我国炼焦煤中长期供需预测研究，李丽英，煤炭工程，Vol. 51, No. 7》，国信证券经济研究所整理

图：我国炼焦煤分煤种储量占比



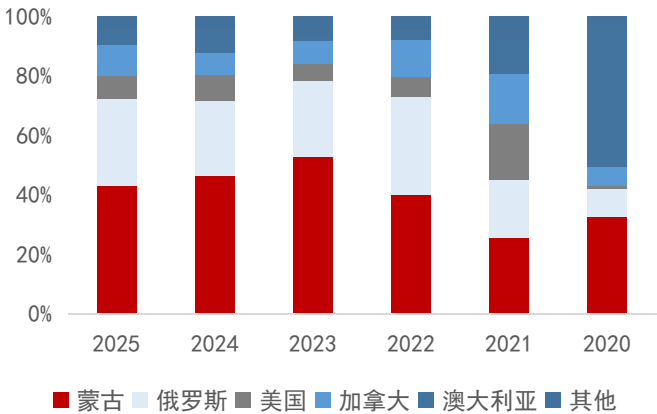
资料来源：《我国炼焦煤中长期供需预测研究，李丽英，煤炭工程，Vol. 51, No. 7》，国信证券经济研究所整理

行业：进口是有效补充，未来供应增量主要来自于蒙古和俄罗斯



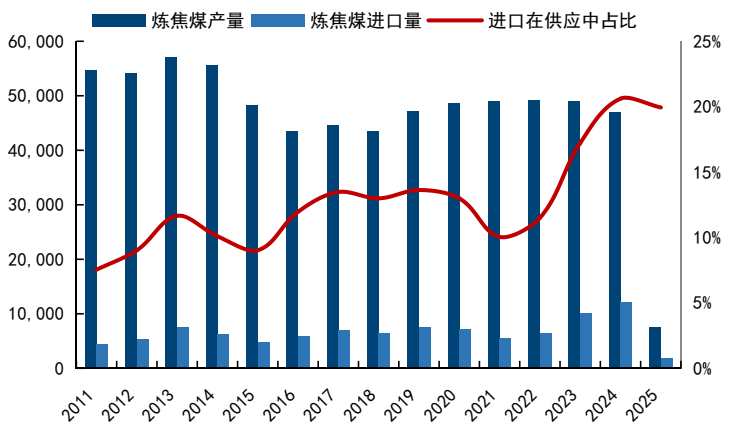
- 近年来炼焦煤国内产量相对稳定，进口是有效补充。近10年来，我国炼焦煤进口量在总供应中占比均超过10%，且随着2023年以来蒙煤进口量的大幅增长，占比大幅增加。2024年国内炼焦煤产量约4.7亿吨，进口量约1.2亿吨，炼焦煤进口量在总供应中占比约20.6%。
- 我国炼焦煤的进口国较为集中，预计未来进口增量主要来自于蒙古和俄罗斯。我国炼焦煤进口前五大来源国分别为蒙古、俄罗斯、美国、加拿大、澳大利亚，2024年进口量占比分别为46.6%、25%、8.8%、7.4%、8.5%，2025年1-4月进口量占比分别为43.1%、29.2%、7.8%、10.3%、5.3%。
- ✓ 澳煤价格优势消失。自2020年10月我国宣布澳煤禁令之后澳煤进口量明显减少，随着2023年禁令解除，澳煤进口量有所恢复，但距离此前进口量仍有较大差距。2024年澳焦煤进口量约1037万吨，2020年以前在3000万吨左右的水平。2024年11月以来澳焦煤已不具备价格优势，预计2025年进口量会有所减少。
- ✓ 蒙煤进口有增长潜力。2023年随着中蒙多个边境口岸通关效率大幅提升，蒙焦煤进口量由2022年的2561万吨大幅增长至2024年的5679万吨；截至2025年4月受国内炼焦煤需求疲软、价格下降影响，蒙焦煤进口量有所下降。但未来随着蒙古到中国煤炭通关能力的提升，蒙焦煤进口量仍有增加潜力。
- ✓ 美煤进口受关税影响。2024年美焦煤进口创新高，约1067万吨，预计2025年美焦煤进口受关税影响较大。
- ✓ 俄煤进口量保持增长。2018年以来俄焦煤进口量保持增长，2022年起更是由2107万吨快速增长至2024年的3051万吨，2025年1-4月累计进口量同比+9.5%。
- 从煤种来看，澳焦煤低硫、强度高、煤质稳定，是最优质的进口焦煤。蒙焦煤具有低硫特点，单种煤结焦性能较好，但生成的焦炭强度较低。俄罗斯焦煤硫份极低、粘结性高，但生成焦炭热强度较差。加拿大焦煤具有低灰、低硫和低磷的特点，所得焦炭强度较好，可部分替代国内优质焦煤、澳大利亚焦煤。

图：我国进口炼焦煤来源占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：炼焦煤进口量在总供应中占比约20%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：不同产地主焦煤指标对比

	澳大利亚峰景煤	蒙古5#	俄罗斯K4	山西主焦
灰分Ad: %	10.5	10.5	10.5	10
挥发分Vdaf: %	21	28	22	21
硫分St, d: %	0.6	0.65	0.35	0.8~1.2
粘结性G	90	80	95	84

资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

行业：预计2025年供应偏宽，但展望未来供应增量有限



- 预计2025年炼焦煤需求下降，国内产量增加，但进口下降，整体供应偏宽：
 - ✓ 需求端：预计2025年地产影响边际减弱，基建需求维持增长，制造、出口受关税影响承压，整体钢铁需求小幅下滑。2024年房屋新开工面积降已至2006年以来的最低位，预计2025年地产对需求的拖累减少。在政策支持下，基建有望环比提速。需要关注的是当前对美关税政策预计使得工程机械、汽车零部件、钢材等的出口承压，影响钢铁需求。
 - ✓ 供给端：2025年焦煤供应的最大增量来自于山西产量修复；而进口量预计小幅下滑。2024年上半年由于焦煤主产地之一山西开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，导致2024年焦煤产量减少约2000万吨，2025年随着山西产量的修复，预计全国焦煤产量将修复至2023年的水平。进口方面，考虑当前煤价下澳焦煤不具备价格优势，美焦煤受关税影响，俄焦煤有少量增量，蒙焦煤由于国内较低的煤价性价比不足，整体看，预计2025年炼焦煤进口量下降。
- 展望未来，我国炼焦煤储量较少，山西等焦煤主产区面临资源枯竭问题，国内供应增量十分有限，甚至产量会下滑；进口端有增长空间，主要来自蒙古和俄罗斯，但蒙煤进口有通关能力的限制，俄煤进口也有运力、买家结算等影响。因此整体看未来我国炼焦煤的供应增量有限。

表：炼焦煤供需平衡表测算

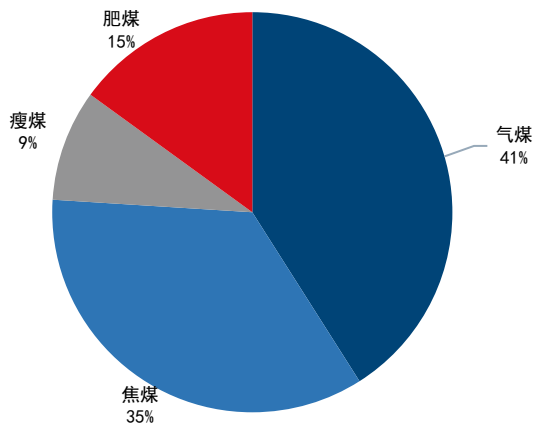
单位：亿吨	2023	2024	2025E	2026E
炼焦需求量：	5.91	5.82	5.55	5.54
生铁产量：	8.71	8.52	8.21	8.19
-生铁/粗钢	85.5%	84.7%	84.7%	84.7%
粗钢产量：	10.19	10.05	9.69	9.67
-粗钢/钢材	68.3%	63.6%	63.4%	63.2%
粗钢进口量	0.11	0.09	0.09	0.09
粗钢出口量	0.99	1.24	1.25	1.27
钢材产量：	13.63	14.00	13.75	13.74
-钢材出口	0.90	1.11	1.00	1.10
炼焦煤供应：	5.92	5.91	5.95	5.85
-国内产量	4.90	4.69	4.85	4.80
-进口	1.02	1.22	1.10	1.05
供需缺口（供应-需求）：	0.01	0.09	0.40	0.31

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业：我国炼焦煤结构性不足，优质焦煤资源稀缺

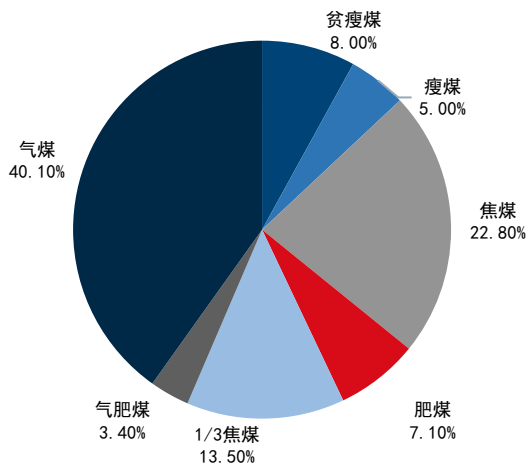
- 炼焦过程中，为提高焦炭质量并保证一定的生产效益，高粘结性的煤种，如焦煤、肥煤、1/3焦等占入比在60%左右。
- 和钢铁工业对炼焦煤煤种的需求相比，我国气煤存在结构性过剩，而强粘结性的焦煤和肥煤存在结构性不足。目前我国的炼焦煤供应虽然能够满足经济发展的需要，但分煤类的生产量和需求量之间不匹配，气煤资源量大，在炼焦煤资源中占比约46%，但生产需求量小；而肥煤、焦煤等强粘结性的焦煤资源量小，但炼焦过程中配比需求量大，此外，我国约一半的焦煤、肥煤为高硫煤，低灰低硫、强粘结性的炼焦煤结构性不足。
- 国内产量方面，分煤种看，焦煤、肥煤、1/3焦煤、气肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤占比分别为22.8%、7.1%、13.5%、3.4%、5%、8%、40.1%，**焦煤、肥煤、1/3焦、气肥煤等合计占比约47%**。分地区看，山西产量占比接近55%，安徽是全国炼焦煤产量第二大省，占比约8.2%，产量占比超4%的还有山东、内蒙古、贵州、新疆，炼焦煤产量占比分别为6.3%、5.5%、4.1%、4%。

图：炼焦配煤比



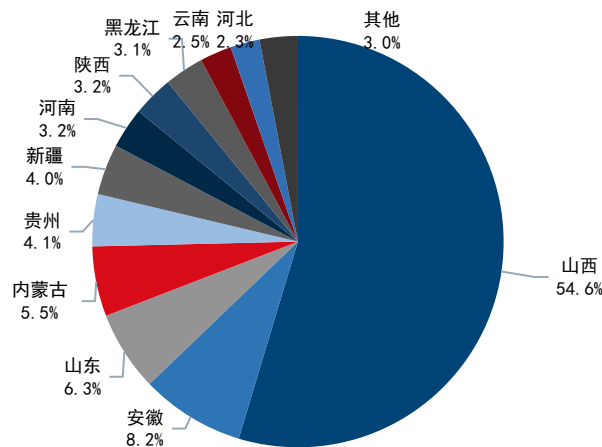
资料来源：《我国炼焦煤中长期供需预测研究，李丽英，煤炭工程，Vol. 51, No. 7》，国信证券经济研究所整理

图：我国炼焦煤分煤种产量



资料来源：煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

图：我国炼焦煤分地区产量



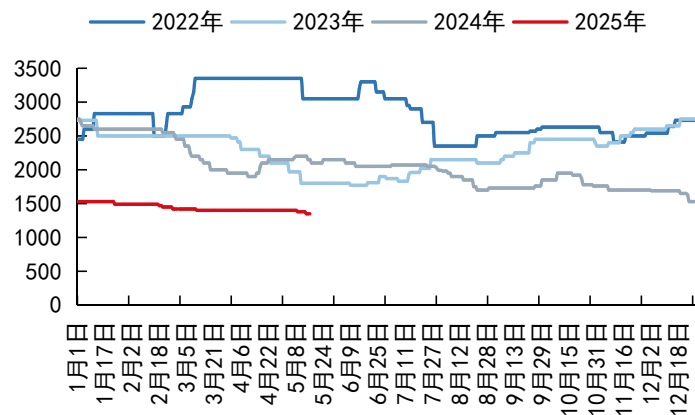
资料来源：煤炭工业协会，国信证券经济研究所整理

行业：预计2025年炼焦煤价格底部震荡，关注关税扰动和供应变化



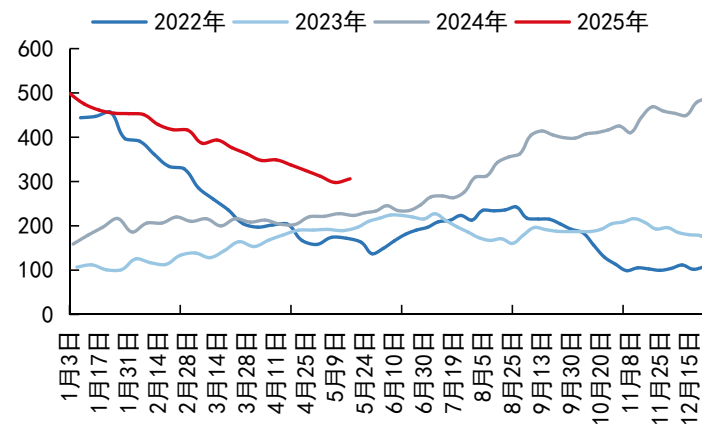
- **2024年炼焦煤价格逐渐探底，2025年炼焦煤价格底部震荡。**2024年炼焦煤价格逐渐探底，京唐港主焦煤价格由年初的2700元/吨左右震荡回落至年末的1500元/吨左右；2025年在整体供应偏宽、需求疲软的预期下，炼焦煤价格底部震荡，京唐港主焦煤价格继续下跌至1400元/吨的位置。近期关税政策扰动需求，煤价继续承压。后续关注国内相关刺激政策落地以及供应端的变化。
- **港口库存高位逐渐回落；下游生产积极性较高，库存增加。**2024年下半年港口库存逐渐上涨至接近500万吨的水平，相比上半年增加一倍有余，而2025年逐渐下降至300万吨左右的位置。近期，随着年后开工率提高，铁水产量增加，库存也有所增加，但整体下游维持按需采购，保持低库存战略。

图：京唐港主焦煤库提价（元/吨）



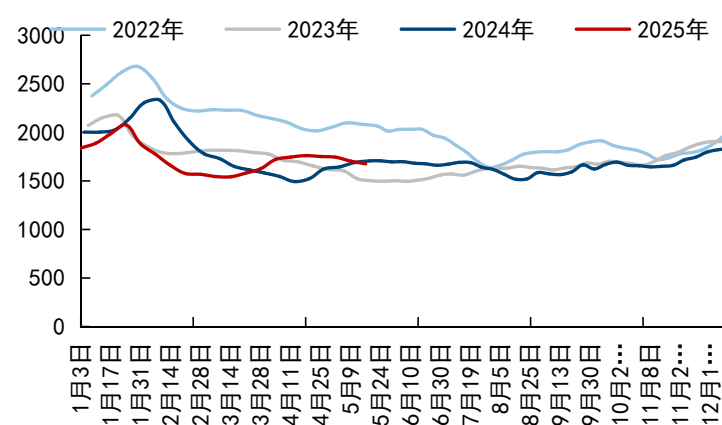
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：六港炼焦煤库存合计（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：独立焦化厂和钢厂炼焦煤库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司资源储备丰富，煤质优良



■ 公司炼焦煤储量丰富，且以稀缺煤种为主。公司所处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。公司煤种齐全，肥煤、焦煤和瘦煤等稀缺煤种占总储量的80%以上，属低碳、低灰、特低磷的“绿色环保型”煤炭。截至2024年末，公司拥有煤炭资源量约44.9亿吨，可采年限约57年；在产产能合计3585万吨/年，权益产能3347万吨/年。在建陶忽图煤矿年产800万吨，预计2025年底投产。

表：淮北矿业所属煤矿情况

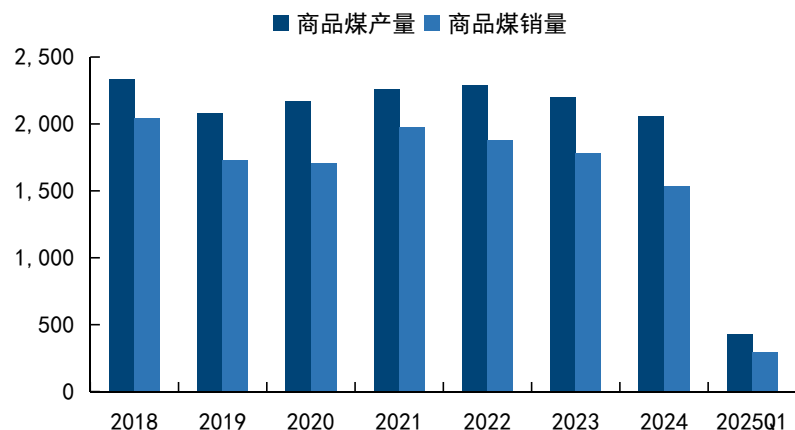
矿名	权益	煤种	核定产能（万吨/年）	权益产能（万吨/年）	资源量（万吨）	可采储量（万吨）	证实储量（万吨）	剩余可采年限
信湖煤矿	68%	焦煤、1/3焦煤	300	204	78834	37035	5099	123
青东煤矿	100%	焦煤、1/3焦煤、肥煤	180	180	46056	13905	2522	77
祁南煤矿	100%	1/3焦煤、肥煤、气煤	260	260	45965	23459	6874	90
临涣煤矿	100%	焦煤、1/3焦煤、肥煤	260	260	38138	19750	4766	76
许疃煤矿	100%	1/3焦煤、肥煤	350	350	35098	16694	5570	48
袁店一井煤矿	100%	焦煤、1/3焦煤、肥煤	180	180	33818	13635	5039	76
邹庄煤矿	65%	1/3焦煤、气煤	240	156	28784	11707	4910	49
杨柳煤矿	100%	1/3焦煤、气煤、贫煤	180	180	28826	14628	3680	81
孙疃煤矿	100%	1/3焦煤、气煤	270	270	23543	9762	2868	36
芦岭煤矿	100%	气煤、1/3焦煤	230	230	18019	9247	5792	40
朱仙庄煤矿	100%	气煤、1/3焦煤	240	240	17135	8437	4934	35
袁店二井煤矿	68%	焦煤、1/3焦煤、肥煤	180	122	15979	6486	1145	36
桃园煤矿	100%	气煤	175	175	13246	7021	1344	40
童亭煤矿	100%	焦煤、1/3焦煤、肥煤	150	150	13122	5593	1099	37
涡北煤矿	100%	焦煤、肥煤	180	180	8781	3862	933	21
朱庄煤矿	100%	无烟煤、贫煤、瘦煤	160	160	2167	1235	408	8
海孜煤矿	100%	焦煤、肥煤	50	50	1428	452	74	9
在产小计			3585	3347	448937	202907	57056	57
陶忽图煤矿	51%	动力煤	800	304	142900	-	-	-
拟建小计			800	304	-	-	-	-
合计			4385	3650	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

炼焦煤产量占比超过一半，产量有较大提升空间

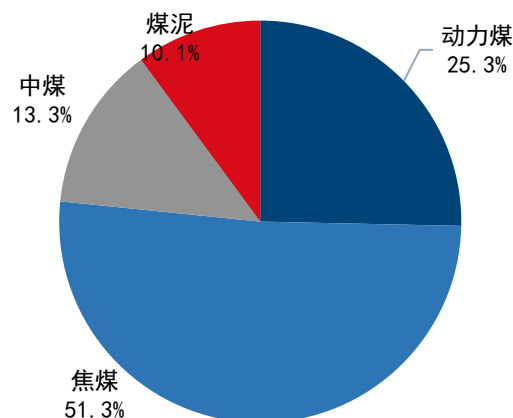
- 公司煤炭产品主要包括炼焦精煤和动力煤，其中炼焦煤占比超50%，动力煤、中煤、煤泥占比约25%、13%、10%。炼焦精煤客户主要是钢铁、焦化行业，以钢铁行业为主；动力煤客户主要是电力、建材、化工行业，电力客户以省内电厂为主。
- 随着信湖煤矿恢复生产以及陶忽图煤矿的投产，公司煤炭产量有较大提升空间。2023和2024年受信湖煤矿停产及部分矿井阶段性出现地质条件变化等的影响，公司煤炭产量有所下滑。截至2025年3月，年产300万吨的信湖煤矿已转入系统恢复的新阶段，人员已进入井下现场作业，有望于2025年三季度恢复生产，同时在建年产800万吨的陶忽图煤矿有望于2025年底投产，公司煤炭产量有较大增长潜力。
- ✓ 信湖煤矿：主产焦煤、1/3焦，属于市场稀缺绿色优质煤种，煤种优势突出，且精煤洗出率较高，恢复生产后有望提高公司整体精煤洗出率。
- ✓ 陶忽图煤矿：主要煤种为高热值动力煤，发热量达到6000大卡以上。
- 由于产量的减少和自用量的增加，公司煤炭销量有所减少，未来随着新项目的投产公司煤炭自用量将进一步增加。公司自用煤炭主要用来生产焦炭和甲醇，2024年公司商品煤自用量548万吨，其中临涣焦化采购307万吨，占其炼焦精煤总采购量的60.2%。未来随着发电、煤化工等新项目的投产，公司煤炭自用量将进一步增加。

图：公司煤炭产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司炼焦煤产量占比过半

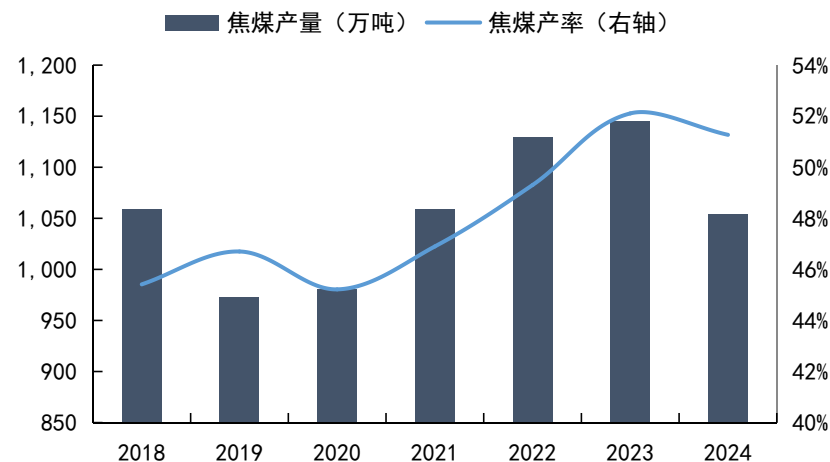


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

洗选技术领先，精煤洗出率较高

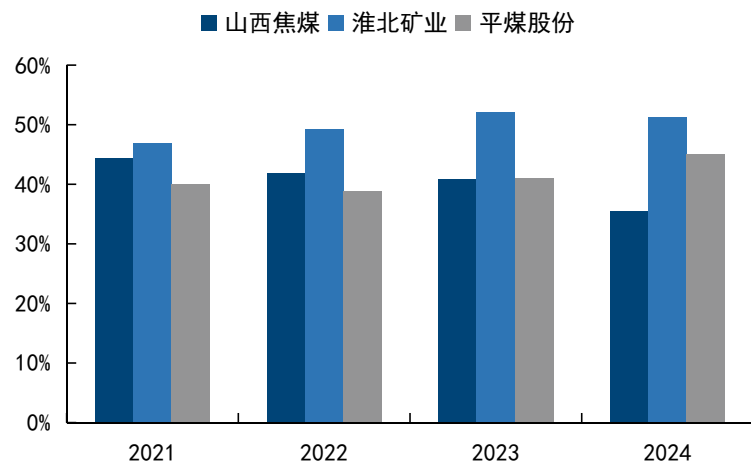
- **公司洗选技术领先，加工洗选能力居煤炭行业前列，精煤洗出率高于同行。**公司现有炼焦煤选煤厂4座，其中年入洗能力达1600万吨的临涣选煤厂（综合性选煤厂）处理能力位于国内前列。近年来公司灵活调整原煤洗选策略，优化洗选工艺，精煤产率由45%提高至50%以上，高于同行。2024年公司精煤产率下滑主要系精煤产率较高的信湖煤矿停产所致，未来随着信湖煤矿的恢复生产，公司精煤产率仍有提高空间。
- **精煤战略保障精煤质量并提高精煤产量。**领先的炼焦煤洗选工艺能够提高炼焦精煤产率，增加精煤产量并稳定产品质量，为公司实施精煤战略提供了有力保障。2023年受信湖煤矿停产的影响，公司煤炭产销量有所下降，但受益于洗选率上升，高附加值的炼焦煤产销量增加。

图：公司焦煤产量及产率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司焦煤产率较高

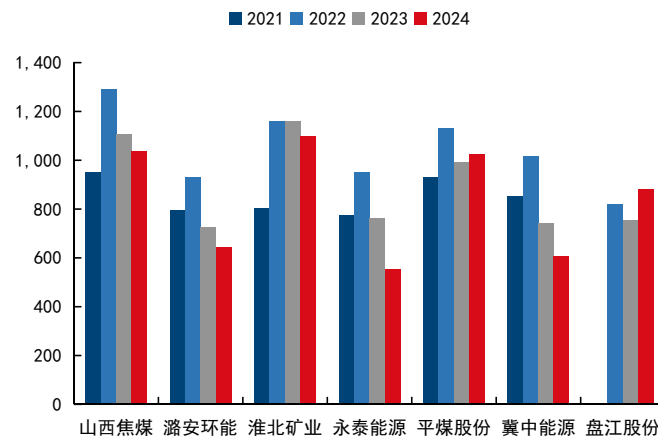


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：焦煤产率=焦煤产量/总产量

煤质优良，吨煤售价、吨煤毛利较高

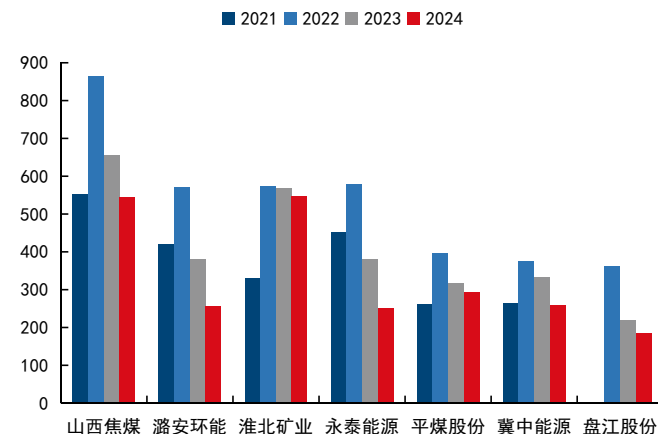
- 公司煤矿资源优质，吨煤售价较高，在煤价下行周期维持相对稳定。公司拥有稀缺的焦煤资源、煤质优良，吨煤售价相对较高。同行中，优质焦煤占比较高的山西焦煤和平煤股份吨煤售价也相对较高。2023-2024年焦煤市场价大幅下降，但公司煤价保持相对平稳主要系公司长协煤占比高且保持较高的精煤产率。
- 受地质条件影响，公司吨煤成本相对较高，未来随着信湖煤矿的生产恢复以及陶忽图煤矿的投产有较大优化空间。淮北矿区地质条件相对复杂，煤层稳定性差，公司吨煤成本相对较高。2024年公司聚焦“6+1”成本管控策略，有效压降了财务、物流、外委、修理、采购、征迁等6大成本费用，并积极争取政策支持，有效对冲煤价下行的影响，吨煤成本下降约40元/吨。未来随着信湖煤矿的生产恢复以及陶忽图煤矿的投产，吨煤成本有较大优化空间。
- 综合来看，公司吨煤毛利相对较高；且在2023、2024年市场煤价大幅下降的情况下，公司通过提高精煤产率以及控制成本进行对冲，保持了吨煤毛利的相对稳定。

图：主要焦煤企业吨煤售价对比（元/吨）



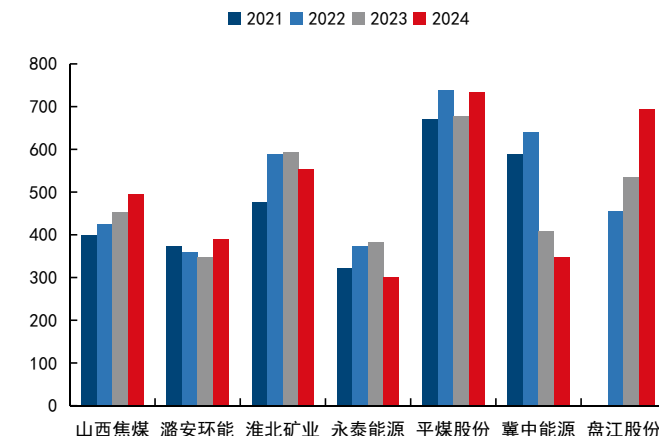
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要焦煤企业吨煤毛利对比（元/吨）



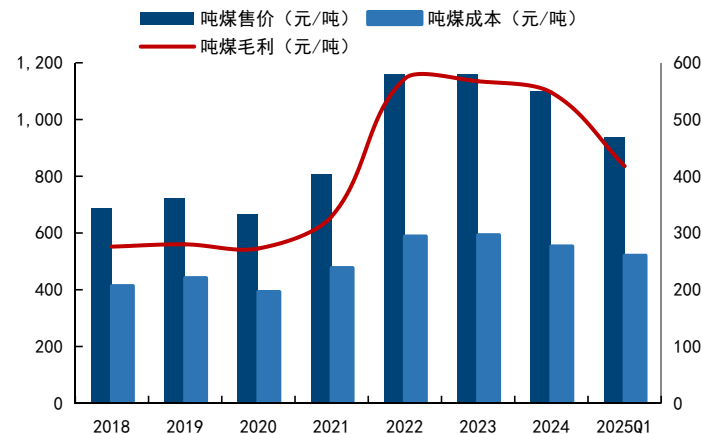
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要焦煤企业吨煤成本对比（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：淮北矿业吨煤售价、成本、毛利变化（元/吨）



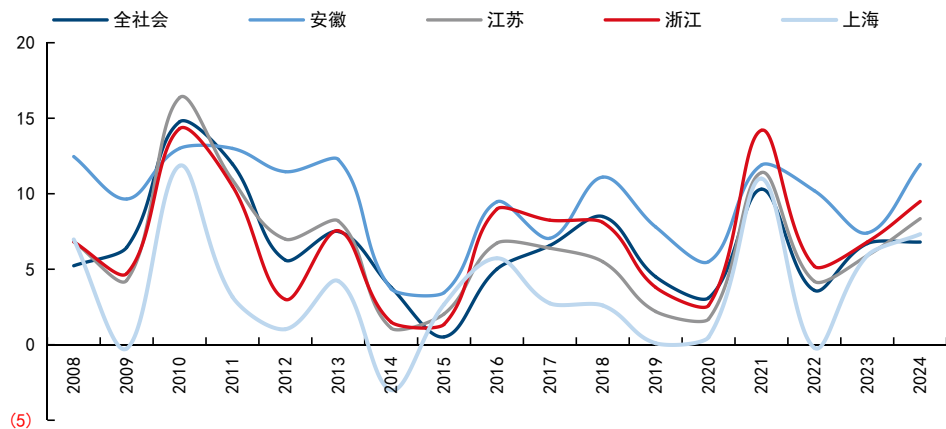
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

地理位置优越，周边动力煤、焦煤均有较大需求，利于产品售卖



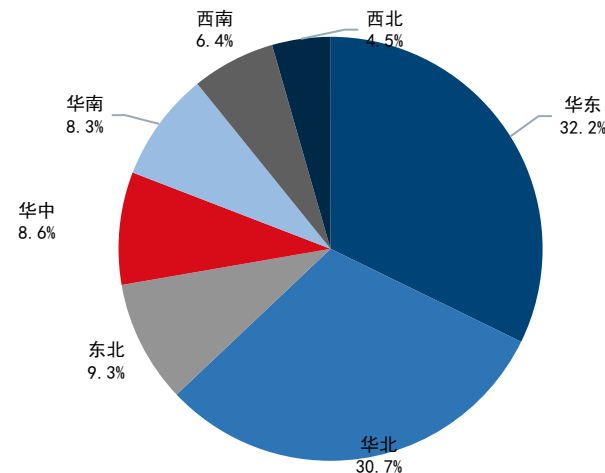
- **安徽省是煤炭净调入省，能源供需缺口明显。**尽管拥有一定的煤炭资源，安徽省依然是我国煤炭净调入省份，能源供需缺口明显。2023年安徽省生产原煤1.1亿吨，但规模以上工业企业原煤消耗量为2.1亿吨，存在明显的供需缺口。而且除供应省内用电外，安徽作为电力的净送出省，还肩负华东保供的重任、向江浙沪等用电大省输送电力。而且近年来安徽省内和江浙地区的用电需求增长较为可观，安徽省能源供需缺口可能进一步加大。
- **安徽省能源结构单一，较为依赖煤炭等一次能源。**安徽省水、风、太阳能资源一般，但煤炭资源较为丰富，火电始终是最主要的能源构成，占比约90%。在全国范围内较高的火电利用小时数和电价也显示出省内电力供应紧张的现状。
- **周边焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，炼焦煤需求亦较为旺盛。**华东地区是中国重要的经济中心之一，拥有丰富的铁矿石进口港口资源且生产工艺先进，是我国钢铁工业的重要基地，粗钢产量在全国占比约32%，对炼焦煤的需求也较为旺盛。
- **运输便利，运输成本低。**我国煤炭资源分布和消费结构不平衡，煤炭主产区距离消费区较远，导致我国煤炭运输的基本格局为北煤南运和西煤东送，运输能力瓶颈和运输综合成本是影响煤炭销售的主要因素之一。公司地处华东腹地，靠近经济发达的长三角地区，区域内焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，经济发展速度和煤炭需求量、调入量均居全国前列。公司作为华东地区主要煤炭生产企业之一，区域竞争优势突出。公司煤炭产品主要通过铁路对外运输，公司拥有内部铁路专用线。同时公司为铁路公司大客户成员，运力得到有效保障。矿区内淦河、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，具有较强的竞争优势。

图：安徽省内、江浙沪地区用电量增速较快（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

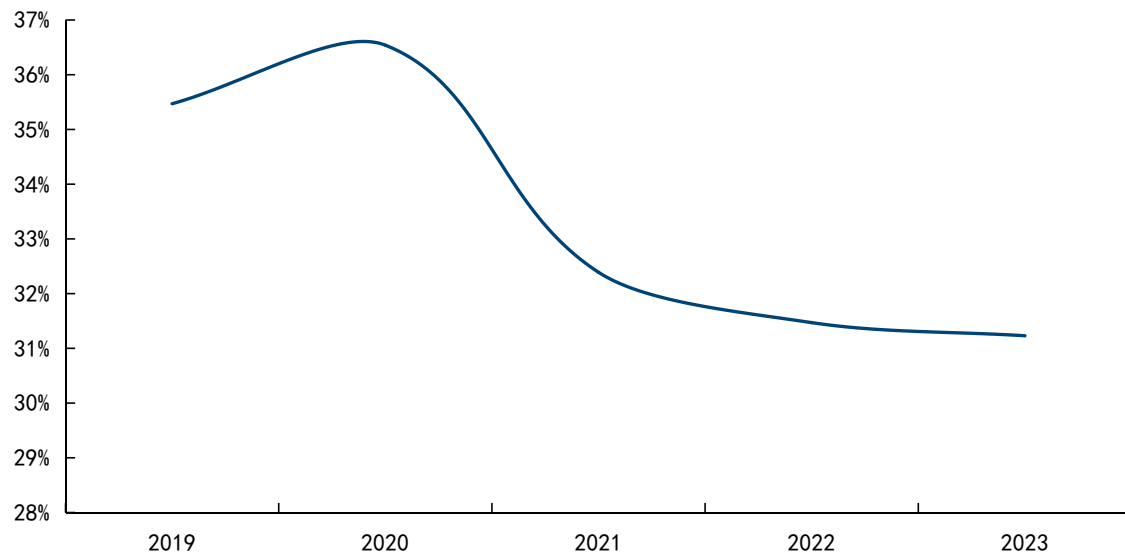
图：分地区粗钢产量占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

- **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，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，具有一定的品牌优势。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鞍山钢铁、宝钢、皖能电力等为代表的核心客户群，形成了独特、稳定的客户梯队。良好的品牌形象和稳定的客户资源使公司的销售市场得到了保障，为公司进一步扩大生产能力，以及提高市场占有率打下坚实的基础。
- **坚持大客户战略，长协销售占比超90%。**从销售对象来看，公司下游客户主要为大型钢铁、化工和发电企业。公司已与多家客户签署了中长期煤炭购销协议，2023年长协合同资源占比约为91.32%，其中精煤长协合同资源占比约为93.21%，前五大客户销售占比为31.23%。2024年1-3月，长协合同资源占比约为94.54%，其中精煤长协合同资源占比约为92.67%。

图：煤炭前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

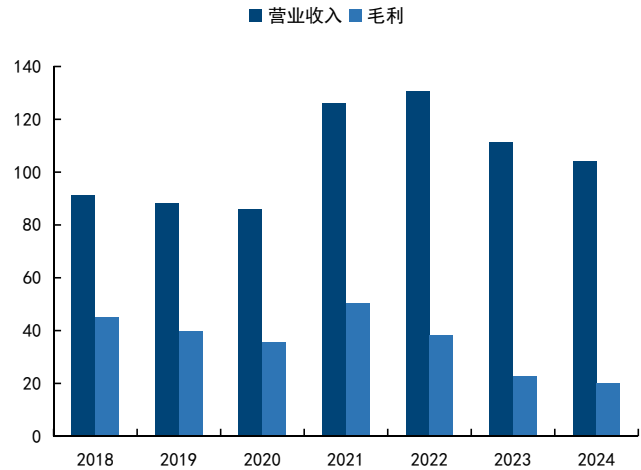
煤化工业务及其他业务均有成长空间

煤化工：随着无水乙醇等项目的投产，盈利能力有望改善



- 公司利用自身资源优势，已经形成从煤炭开采、洗选、加工到焦炭冶炼、甲醇生产及煤化工产品加工、煤泥矸石发电为一体的煤炭综合利用产业链条。依靠产业链优势，公司充分发挥现有煤炭深加工和综合利用的产业结构优势，提高资源有效利用的附加值和盈利能力。
- 公司煤化工业务主要产品为焦炭、甲醇、无水乙醇，其余产品有焦油、精苯、碳酸二甲酯等。
- 2023-2024年由于焦炭价格下行，煤化工板块盈利能力大幅下滑。未来随着无水乙醇等产品产量增加以及新项目的投产，盈利水平有望改善。
- ✓ 2023年7月弛放气制备车高纯氢项目正式投产，年产0.8亿立方米高纯氢。
- ✓ 2024年10月DMC项目建成投产，新增碳酸二甲酯产能10万吨/年，2024年生产工业级碳酸二甲酯1.02万吨。
- ✓ 2025年1月甲醇综合利用制乙醇项目正式投产，新增无水乙醇产能60万吨/年，2024年该项目处于试生产阶段，全年生产无水乙醇37.11万吨。
- ✓ 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。

图：煤化工业务营业收入及毛利（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司产能与开工情况

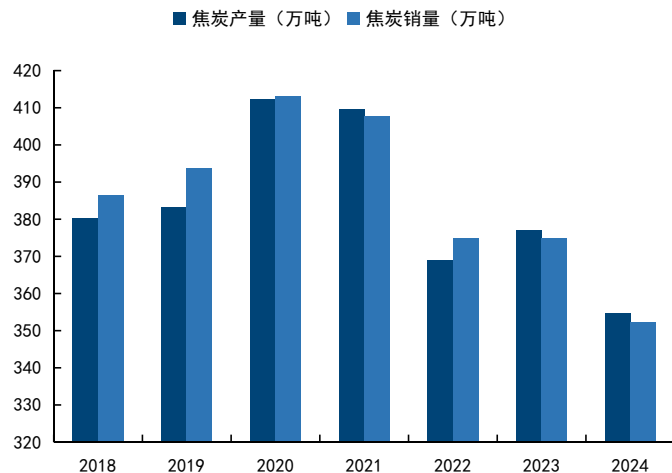
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能已投资额	在建产能预计完工时间
焦炭	440万吨/年	80.6			
甲醇	90万吨/年	45.3			
DMC项目	10万吨/年	40.63			
甲醇综合利用制乙醇项目	60万吨/年	61.85			
焦炉煤气分质深度利用项目	2.51亿Nm³/年LNG		2.51亿Nm³/年LNG	49,720.87	2025年3月
碳酸酯项目	2.5万吨EMC 0.5万吨DEC		2.5万吨EMC 0.5万吨DEC	12,345.13	2025年6月
乙基胺项目	3万吨/年		3万吨/年	14,301.39	2025年6月

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

焦炭：行业供应偏宽，公司聚焦减亏

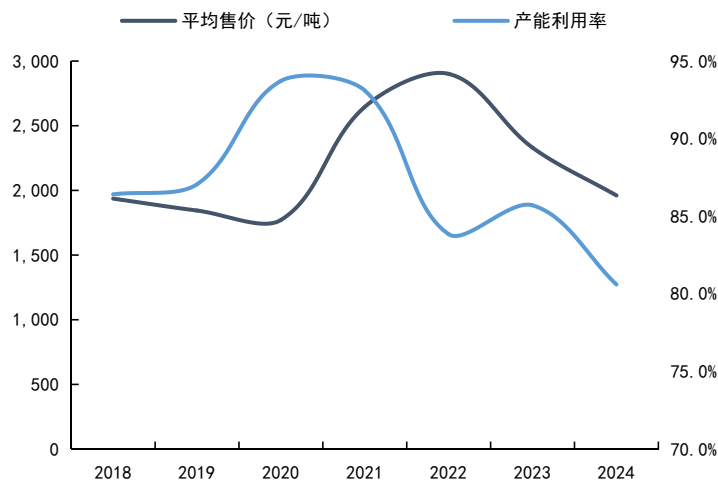
- 公司焦炭业务的经营主体为临涣焦化。截至2024年底，公司拥有440万吨/年焦炭产能。公司焦炭具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良。
- **大客户集中。**公司焦炭主要通过与客户签署年度销售合同的方式进行，根据客户具体订单确定各月销售量；销售价格在参考周边价格以及行业网站报价的基础上，结合自身产品质量，与客户协商达成结算价格；客户类型主要为华东地区的大型国有钢铁企业。2020-2022公司煤化工前五大客户销售额占比超过55%（2020-2022年焦炭营收在煤化工中占比超80%）。
- **通过减产、错峰生产、产业链延伸等措施聚焦减亏。**2023年受原料煤价格持续高位、焦炭价格持续下滑等因素影响，公司煤化工业务业绩出现较大幅度下滑。2024年国内焦炭行业呈现“产能扩张+需求疲软”的格局，价格中枢继续下移，公司通过减产、错峰生产等进行冲抵，但焦炭业务亏损继续扩大。2025年公司将继续通过减产、错峰生产、产业链延伸（化工副产品LNG等的投产）等聚焦业务减亏。

图：公司焦炭产销量（万吨）



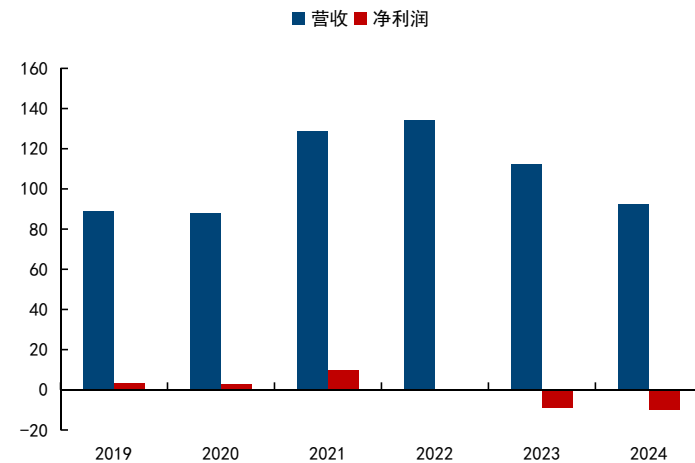
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：焦炭售价及开工率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：临涣焦化营业收入与净利润表现（亿元）

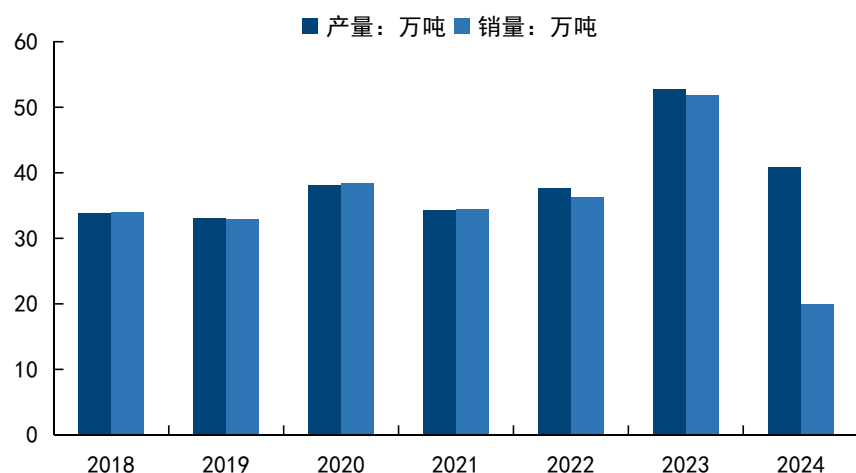


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

甲醇：产量有提升空间

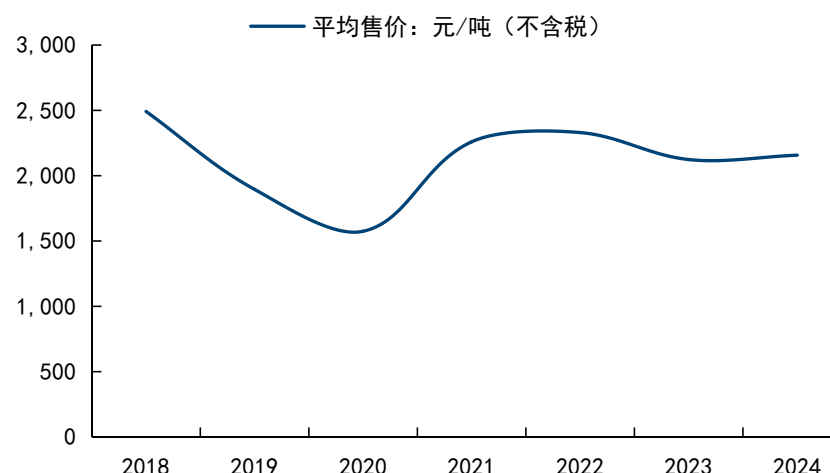
- 公司甲醇生产主要由临涣焦化和碳鑫科技进行，合计年产能90万吨，其中临涣焦化拥有40万吨/年甲醇生产能力，是利用焦化过程中的剩余煤气生产，碳鑫科技拥有50万吨/年的甲醇产能，主要是生产无水乙醇的中间产品。
- ✓ 2022年9月碳鑫科技负责实施的“焦炉煤气综合利用制甲醇项目”正式投产，为公司新增50万吨/年甲醇生产能力，公司甲醇生产能力由40万吨/年增加至90万吨/年。
- **公司甲醇产销量具备提升空间。**2023年公司甲醇产销量大幅提升主要系产焦炉煤气综合利用项目投产所致。2024年公司生产甲醇40.77万吨，同比减少12万吨，主要系乙醇项目处于调试消缺、试生产阶段，为保证乙醇装置及整套系统的平稳运行，碳鑫科技的甲醇产量较低，甲醇产量基本来自临涣焦化；而实现销量20万吨，减少32万吨主要系甲醇转为自用所致。据公司公告，后续在乙醇满产的情况下，预计消耗甲醇45万吨左右。整体看公司甲醇产量仍有提高空间。

图：公司甲醇产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：甲醇售价变化（不含税）



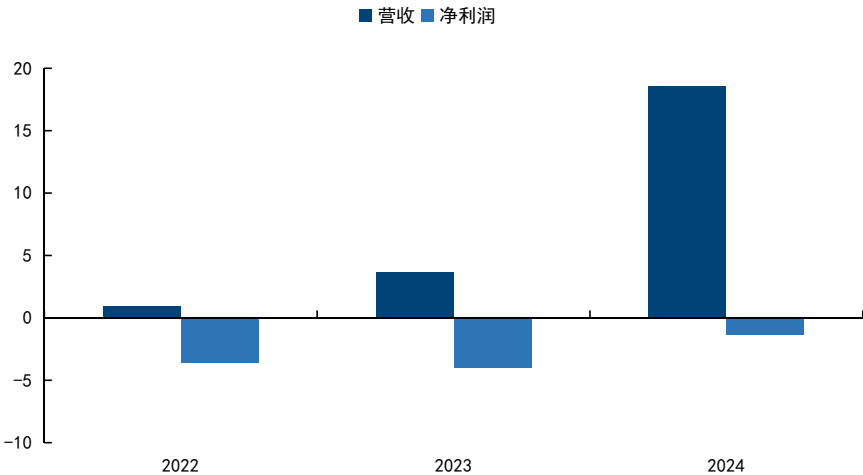
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

乙醇：技术领先，2025年起有望扭亏为盈



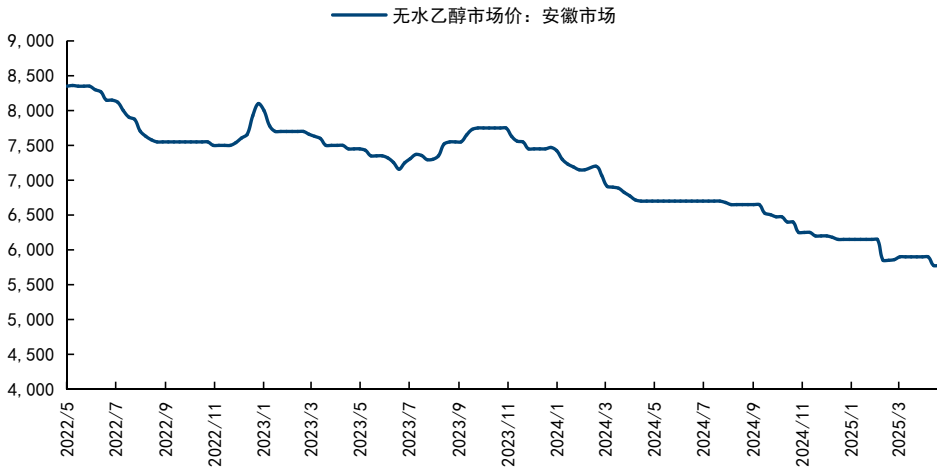
- 公司乙醇业务的经营主体为碳鑫科技。2025年1月甲醇综合利用制乙醇项目正式投产，公司新增无水乙醇产能60万吨/年，2024年该项目处于试生产阶段，全年生产无水乙醇37.11万吨。
- 开辟非粮乙醇生产新路线，大幅提高产业链附加值。乙醇即无水酒精，是一种清洁的可再生能源，是重要的基础化学品，被广泛应用于工业、医疗及日常生活。乙醇长期以来主要通过粮食发酵制取，传统乙醇生产主要以玉米或甘蔗等农作物为原料。而碳鑫科技建设运营的合成气法制60万吨乙醇装置是目前全球单体最大装置，主要原料甲醇来源于焦炉煤气，大幅度提高了产业链附加值。相比玉米制乙醇，煤质乙醇节省30%的成本且纯度高，具备较强的市场竞争力。2024年亏损主要系投产时间较短且四季度受玉米价格的影响乙醇价格下行，2025年有望扭亏为盈。
- 销售模式：乙醇主要通过与客户签订年度销售合同的方式进行，辅以线上拍卖散单方式；销售价格以上海东方煤炭交易中心乙醇竞拍成交价为准；客户类型主要为华东地区、华中地区大型化工企业和贸易中间商等。

图：碳鑫科技营业收入与利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

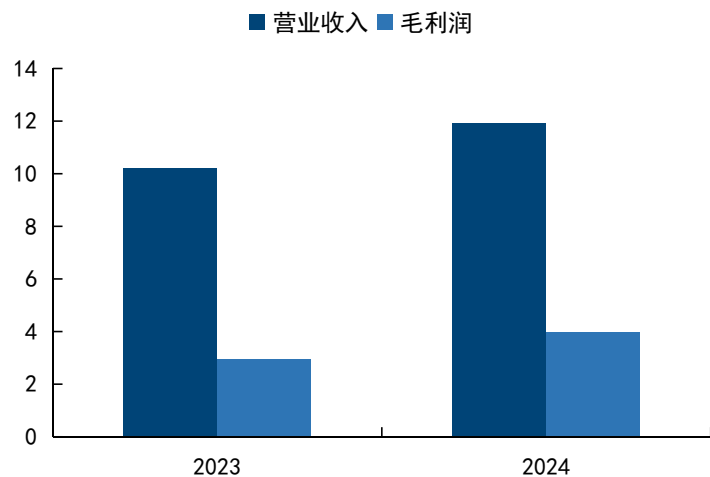
图：无水乙醇市场价格变化（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

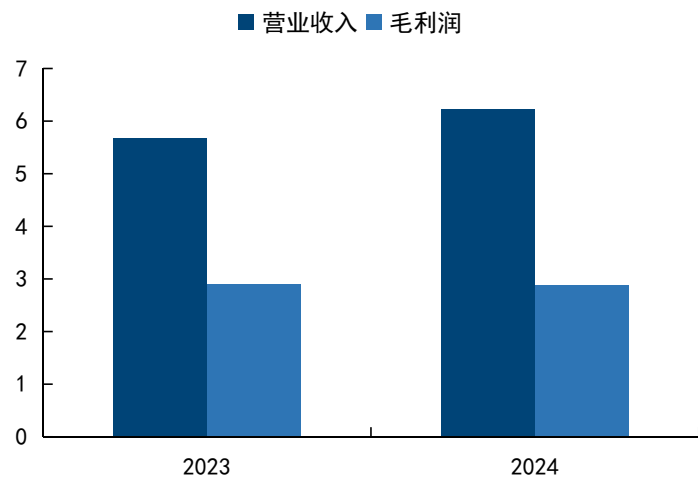
- **发电业务：煤电一体规模扩大。**公司在建的聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目为安徽省“十四五”能源电力发展规划的重要支撑性电源项目，有望于2025年底实现“双机双投”。项目建成投产后，年均利润总额有望达到1.96亿元；且投产后公司动力煤有望全部转为内售，进一步扩大公司煤电一体化规模。此外，聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目配置的739MW新能源指标，其中406MW指标已落实，用于风电项目，后续公司会积极寻找其他风电资源。
- **非煤矿山业务：快速增长。**公司持续推进非煤矿山资源收储、矿山建设。2022-2024年，公司分别收储1.57亿吨、3.07亿吨、1亿吨非煤矿山资源。截至2024年底，公司已有7座矿山建成投产，石灰石产能增加至2740万吨/年，新增产能主要集中在2024年底，有望于2025年贡献增量。

图：电力业务营收及毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：非煤矿山业务营收及毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

假设前提与盈利预测

■ 业务假设：公司主要业务包括煤炭、煤化工、商品贸易、其他等，分版块来看

- ✓ 煤炭业务：随着信湖煤矿的恢复生产以及陶忽图煤矿的投产和达产，公司煤炭产销量增加。成本端，未来在煤矿机械化、智能化发展的推动下，以及随着低成本陶忽图煤矿的开采，预计公司吨煤成本呈现下降趋势。
- ✓ 煤化工业务：随着无水乙醇、10万吨DMC等产量增加，焦炉煤气分质深度利用、年产3万吨碳酸酯、2.8万吨乙基胺等项目陆续投产，煤化工盈利水平有望持续改善。
- ✓ 其他业务：预计增长主要来源于电力业务和非煤矿山业务。随着聚能发电2*660MW超临界燃煤发电机组项目的投运和非煤矿山的产能增加，营收和盈利增加。
- ✓ 商品贸易业务：对公司营收影响较大，但对利润影响较小。

■ 其他假设：

- ✓ 少数股东损益为负主要系少数股东持有临涣焦化32.35%的股份，而临涣焦化近2年经营亏损较多，但预计未来会有所改善。

综上所述，预计未来3年营收为631/680/701亿元，分别同比-4.2%/+7.7%/+3.1%，毛利率15.8%/17.6%/17.7%，毛利100/120/124亿元，归属母公司净利润32.6/45.1/47.5亿元。

表：公司营收拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭业务						
收入（亿元）	218	207	169	132	189	200
毛利（亿元）	108	101	84	54	72	74
毛利率	49%	49%	50%	41%	38%	37%
煤化工业务						
收入（亿元）	131	111	104	125	129	133
毛利（亿元）	38	23	20	25	26	27
毛利率	29%	20%	19%	20%	20%	20%
其他业务						
收入（亿元）	58	71	89	107	122	128
毛利（亿元）	12	14	15	17	20	21
毛利率	20%	19%	16%	16%	16%	16%
商品贸易业务						
收入（亿元）	285	346	297	267	240	240
毛利（亿元）	3	3	3	3	2	2
毛利率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
总营收（亿元）	692	736	659	631	680	701
毛利（亿元）	162	141	122	100	120	124
毛利率	23%	19%	18%	16%	18%	18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑公司的业务特点，且公司所处行业属于周期行业，采用相对估值来估算公司合理价值区间。

我们预计淮北矿业2025-2027年EPS分别为1.21/1.67/1.76元，重点选取与公司同行业且与公司业务接近的上市公司进行比较，分别为山西焦煤、平煤股份、盘江股份、潞安环能、冀中能源。

1. 山西焦煤：国内焦煤企业龙头，公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，并且煤种齐全，有焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤等，特别是公司的冶炼精煤具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，属优质炼焦煤品种，是稀缺、保护性开采煤种。2024年10月公司竞拍获得兴县区块探矿权，外延以及内生均具备一定成长空间。
2. 平煤股份：截至2024年底公司资源量近30亿吨，煤种齐全，煤质优异，煤炭产品分为混煤和冶炼精煤，精煤主要为主焦精、1/3焦精和肥精等。公司优质低硫主焦煤极具规模优势和品质优势，处于市场龙头地位。2024年11月公司竞得新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查探矿权，具备一定成长空间。
3. 盘江股份：公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的矿区之一，矿区煤炭资源储量丰富、煤种齐全、煤质优，矿区总资源量324.7亿吨，探明总资源量192.5亿吨，保有储量186.3亿吨，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的47.97%。盘江矿区煤炭种类齐全，主要煤种有焦煤、1/3焦煤、肥煤、气煤、贫煤、瘦煤、无烟煤等，是中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地。公司是西南地区最大的炼焦煤生产企业，主要煤炭产品为炼焦煤和动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高、粘结性强的显著特点，是理想的冶金、化工和动力用煤。公司持续推进煤电一体化，同时布局新能源业务，煤电业务均具备一定成长空间。
4. 潞安环能：公司主采“潞安矿区”资源禀赋和开采条件较好，洗选一体化程度较高，喷吹煤、优质动力煤等核心品种具备“特低硫、低磷、低中灰、高发热量”等环保优质特性，产品灵活适应钢铁、电力、化工等多行业需求，市场竞争力较强，市场占有率突出，定价机制灵活，大型客户群体稳定，铁路外运网络完备，营销网络遍及全国大部分地区，具备较强区域产品定价权，市场竞争力显著。公司2024年已取得上马区块探矿权，在建及规划的矿井（如忻峪煤业、元丰矿业、静安煤业、上马矿井等）合计产能约850万吨/年，产能有提升空间。
5. 冀中能源：公司主要煤矿所处河北、山西、内蒙等地区，煤炭资源丰富、煤质优良，拥有较丰富的主焦煤、1/3焦煤、肥煤、气煤等，煤种齐全，品质优良，其中主焦煤、1/3焦煤为国家保护性稀缺煤种。公司出产的炼焦精煤具有低灰、低硫、低磷、挥发分适中、粘结性强的特点，被誉为“工业精粉”。特别是河北省内的煤炭资源大部分为煤质优良的炼焦用煤，具有较强的市场竞争力。公司在2023年度董事会工作报告中提到公司要力争在三到五年内把煤炭主业做到5000万吨的规模。2024年公司煤炭产量2693万吨。

考虑公司的业务特点，且公司所处行业属于周期行业，采用相对估值来估算公司合理价值区间。

根据Wind一致性预期，上述可比公司2026年PE平均值为28.8，主要系2025年受煤价中枢下行的影响，业绩压力较大。我们认为淮北矿业煤质优良，拥有稀缺的炼焦煤品种，洗选技术领先，区位优势显著，未来在煤炭、煤化工、非煤等板块均具备一定成长潜力。参考山西焦煤、平煤股份、潞安环能的估值水平，考虑公司未来3年的成长性，预计公司2026年合理PE水平为8.0-9.0，对应公司股票合理估值区间为13.4-15.1元。

投资建议

预计公司2025-2027年营业收入分别为631/680/701亿元，归属母公司净利润32.6/45.1/47.5亿元，每股收益分别为1.21/1.67/1.76元。我们认为公司股票合理估值区间在13.4-15.1元之间，相对于公司2025年5月22日收盘价有8%-22%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000983.SZ	山西焦煤	无评级	6.32	359	0.44	0.50	0.52	14.48	12.67	12.14
601666.SH	平煤股份	无评级	8.43	209	0.51	0.64	0.81	16.39	13.11	10.40
600395.SH	盘江股份	中性	4.69	101	0.06	0.08	0.08	80.86	61.55	61.79
601699.SH	潞安环能	无评级	11.31	338	0.76	0.95	1.08	14.90	11.88	10.45
000937.SZ	冀中能源	无评级	6.77	239	0.11	0.15	0.17	60.39	44.89	38.77
平均值								37.41	28.82	26.71
600985.SH	淮北矿业	优于大市	12.38	333	1.21	1.67	1.76	10.23	7.40	7.02

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

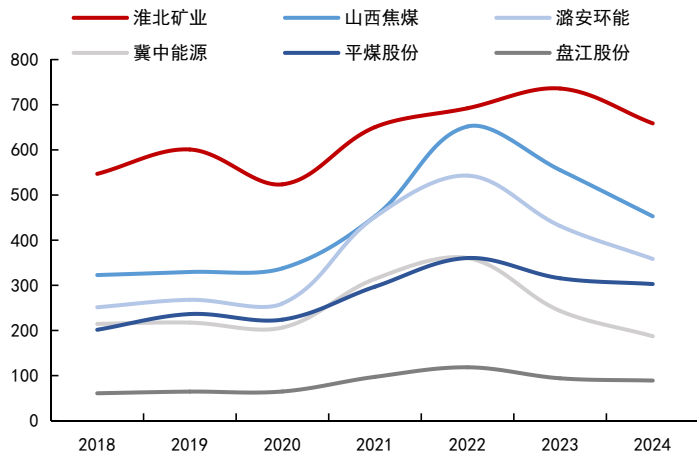
表：可比公司对比

对比项	山西焦煤	平煤股份	盘江股份	潞安环能	冀中能源
业务模式	煤焦电一体	以煤为主	煤电一体	以煤为主	煤化一体
煤矿资源	储量丰富，地质构造简单，煤种齐全，特别是冶炼精煤具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，属优质炼焦煤品种。	煤种齐全，煤质优异，产品分为混煤和冶炼精煤，精煤主要为主焦精、1/3焦精和肥精等。优质低硫主焦煤极具规模优势和品质优势。	主要煤炭产品为炼焦煤和动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高、粘结性强的特点，是理想的冶金、化工和动力用煤。	主采“潞安矿区”资源禀赋和开采条件较好，洗选一体化程度较高，喷吹煤、优质动力煤等具备“特低硫、低磷、低中灰、高发热量”等环保特性。	主焦煤、1/3焦煤为国家保护性稀缺煤种。炼焦精煤具有低灰、低硫、低磷、挥发分适中粘结性强的特点。
成长性分析	竞拍获得兴县区块探矿权	竞得新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿探矿权	煤电业务均具备一定成长性	已取得上马区块探矿权	拟收购建信投资所持段王煤业20.02%股权
2024年资产负债率：%	57.37	61.79	73.56	40.24	54.71
2024年现金分红比例：%	40.18	60.31	82.44	50.07	58.49
2024年ROE：%	8.33	9.72	0.954	5.2	5.56

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

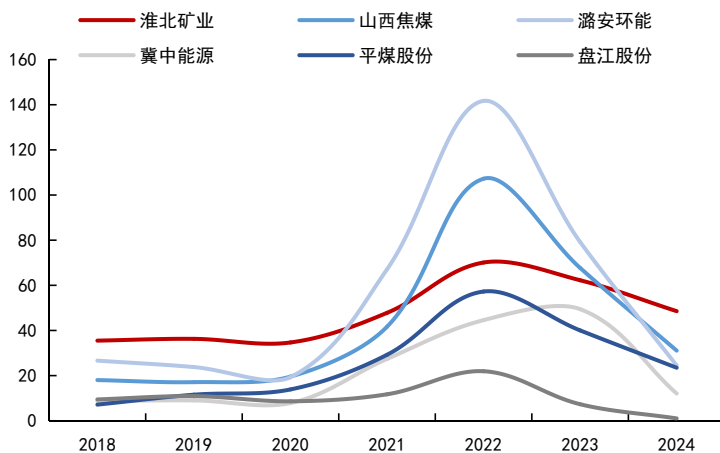
相对估值与投资建议

图：营业收入对比（亿元）



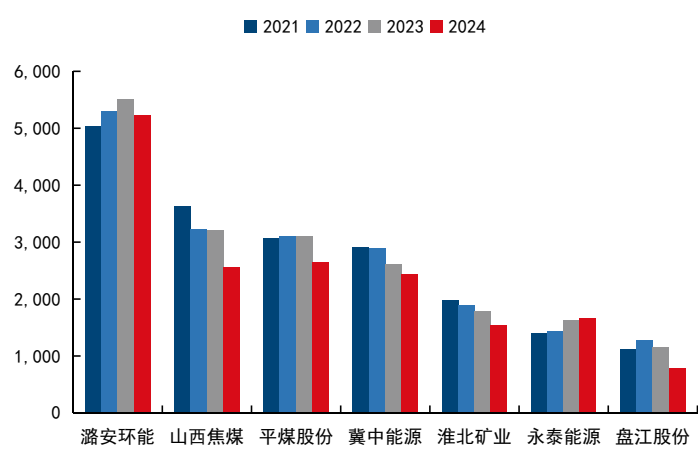
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润对比（亿元）



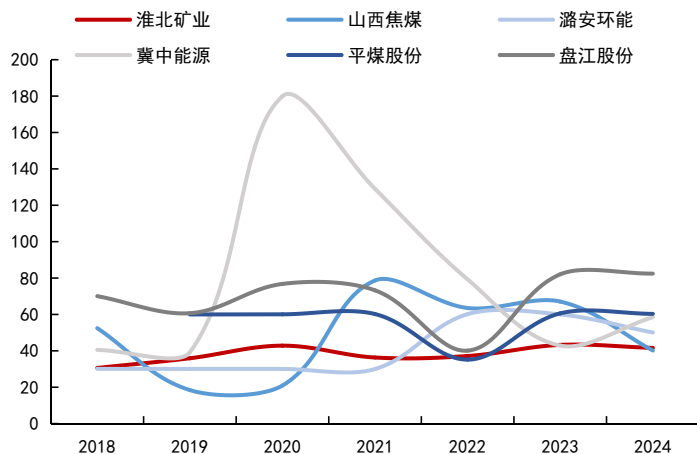
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：煤炭销量对比（万吨）



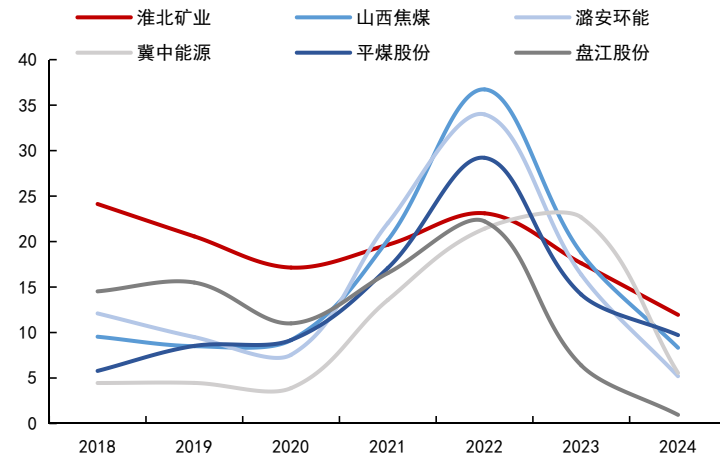
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分红率对比（%）



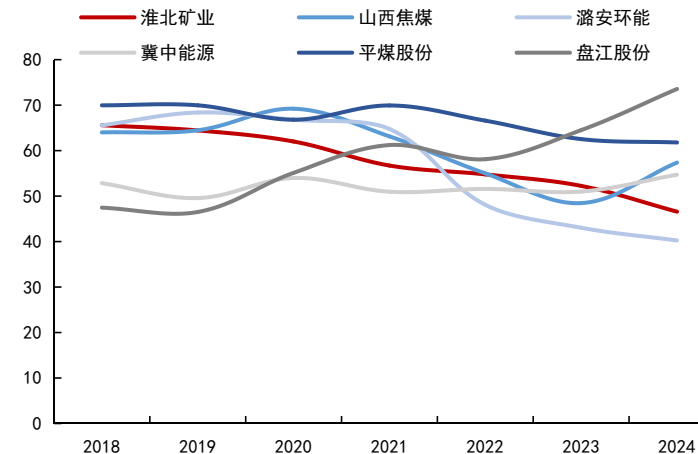
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ROE对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：资产负债率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5445	4284	4284	4284	5146	营业收入	73592	65875	63119	67982	70093
应收款项	2915	2814	2696	2904	2994	营业成本	59538	53712	53163	55993	57685
存货净额	2900	3087	3066	3214	3301	营业税金及附加	876	863	827	890	918
其他流动资产	4499	2939	2816	4079	4206	销售费用	202	198	190	204	211
流动资产合计	18965	14198	13937	15555	16721	管理费用	3672	3285	3147	3390	3495
固定资产	42450	45361	50860	52940	52756	研发费用	1752	1933	1853	1995	2057
无形资产及其他	18164	19441	19009	18577	18145	财务费用	791	491	339	402	326
投资性房地产	6287	7690	7690	7690	7690	投资收益	139	165	165	165	165
长期股权投资	1125	1055	1055	1055	1055	资产减值及公允价值变动	(97)	(433)	(433)	(433)	(433)
资产总计	86991	87745	92551	95817	96367	其他收入	(1484)	(1588)	(1489)	(1632)	(1694)
短期借款及交易性金融负债	3082	2570	5752	5358	2570	营业利润	7072	5470	3696	5202	5497
应付款项	13926	13663	13573	14226	14612	营业外净收支	(16)	(62)	(62)	(62)	(62)
其他流动负债	10321	9342	9228	9692	9960	利润总额	7056	5408	3634	5140	5435
流动负债合计	27329	25575	28553	29276	27142	所得税费用	1106	932	624	883	933
长期借款及应付债券	6596	3676	3676	3676	3676	少数股东损益	(274)	(379)	(250)	(250)	(250)
其他长期负债	11522	11618	11718	11818	11918	归属于母公司净利润	6225	4855	3260	4507	4751
长期负债合计	18118	15294	15394	15494	15594	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	45447	40869	43947	44769	42736	净利润	6225	4855	3260	4507	4751
少数股东权益	4244	4487	4344	4200	4057	资产减值准备	(16)	(101)	25	7	2
股东权益	37300	42389	44260	46847	49574	折旧摊销	4295	3534	3470	3912	4182
负债和股东权益总计	86991	87745	92551	95817	96367	公允价值变动损失	185	131	433	433	433
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	791	491	339	402	326
每股收益	2.51	1.80	1.21	1.67	1.76	营运资本变动	1183	(1177)	187	(394)	451
每股红利	1.33	1.12	0.52	0.71	0.75	其它	(113)	(117)	(169)	(150)	(145)
每股净资产	15.03	15.74	16.44	17.40	18.41	经营活动现金流	11759	7127	7206	8315	9674
ROIC	12.56%	9.54%	6%	8%	8%	资本开支	0	(5963)	(9000)	(6000)	(4000)
ROE	16.69%	11.45%	7%	10%	10%	其它投资现金流	(817)	2133	0	0	0
毛利率	19%	18%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(821)	(3760)	(9000)	(6000)	(4000)
EBIT Margin	10%	9%	6%	8%	8%	权益性融资	(1)	773	0	0	0
EBITDA Margin	16%	14%	12%	14%	14%	负债净变化	(2359)	(44)	0	0	0
收入增长	6%	-10%	-4%	8%	3%	支付股利、利息	(3289)	(3020)	(1389)	(1920)	(2024)
净利润增长率	-11%	-22%	-33%	38%	5%	其它融资现金流	(2649)	827	3182	(395)	(2788)
资产负债率	57%	52%	52%	51%	49%	融资活动现金流	(13946)	(4528)	1794	(2315)	(4812)
股息率	10.1%	9.2%	4.2%	5.9%	6.2%	现金净变动	(3008)	(1161)	0	0	862
P/E	4.8	6.7	10.0	7.3	6.9	货币资金的期初余额	8453	5445	4284	4284	4284
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	5445	4284	4284	4284	5146
EV/EBITDA	6.4	7.8	10.3	8.2	7.6	企业自由现金流	0	1265	(2080)	2081	5377
						权益自由现金流	0	2048	822	1353	2319

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：此处的其他收入是为了配平利润表所列的项目，与前文中的其他业务不相关。

一、估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在13.4-15.1元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的山西焦煤、平煤股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2026年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态PE的基础上相对于公司5月22日收盘价给予8%-22%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

二、盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入同比-4.2%/+7.7%/+3.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利率分别为15.8%/17.6%/17.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

三、经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

四、水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

五、安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

六、公司产能释放不及预期

公司可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

七、公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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