

淮北矿业（600985.SH）

炼焦煤领军企业，产业链条多点并进

投资要点：

➤ 煤化工+煤炭奠定盈利基础，非煤业务加速布局

淮北矿业已经形成煤炭综合利用产业链条，加大自产煤内部消纳，对冲煤价波动风险。煤炭、煤化工、商品贸易业务 2024 年营收占比分别为 25.7%/15.8%/45.1%，煤炭+煤化工贡献主要毛利润，2024 年占比分别为 70.0%/16.7%，商品贸易盈利贡献有限。此外，公司利用自身优势，推动煤电联营，加快矿山收购，非煤业务或将贡献新业绩增量。

➤ 煤炭业务：吨煤售价行业领先，产能释放空间可见

公司具有区位优势突出、煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚的优势。2016-2019 年公司持续去产能，2021 年 9 月信湖煤矿投产。截至 2024 年公司煤炭生产矿井 17 对，核定产能 3,585 万吨/年，焦煤为主，动力煤为辅。凭借区位和煤种优势，商品煤售价处行业较高水平。

看未来增量，短期主要看因出水事故停产的信湖煤矿开采条件改善及后续的产能爬坡，截至 2024 年底治理已基本完成，2025 年或将贡献增量；长期主要看在建的 800 万吨陶忽图煤矿，预期 2025 年 12 月投产后开始释放产能。

➤ 煤化工业务：产业链延伸协同发展

截至 2024 年公司煤化工现有产能包括焦炭 440 万吨/年、甲醇 90 万吨/年、弛放气制备车用高纯氢项目 0.8 亿标方/年、乙醇 60 万吨/年、DMC 10 万吨/年。公司煤化工产品以焦炭为主、以甲醇为辅，2024 年 7 月甲醇综合利用制无水乙醇项目全面投产后，乙醇开始占据一席之地，2024 年焦炭、甲醇、乙醇营收占比分别为 66.4%/4.1%/17.4%。

目前公司还在向下游拓展，延伸产业链条，开发一些小众高附加值产品，2.51 亿 Nm³/年焦炉煤气分质深度利用项目、3 万吨碳酸酯、3 万吨乙基胺项目正在加快建设。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 -31.3%、+4.8%、+2.5%，归母净利润增速分别为 -37.7%、+25.5%、+11.8%，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.41 元、1.58 元。

我们认为淮北矿业凭借煤种和区位优势具有行业领先的吨煤售价，短期信湖煤矿释放+长期陶忽图煤矿投产将释放产能增量，煤化工产业链不断延伸，非煤矿山或成为新增长极，发展空间可期。与其他主要焦煤公司对比，公司 PE 和 PB 均处于较低水平，具备配置价值。参考可比公司 25 年平均 PB 为 0.8，我们给予一定估值溢价，给予 25 年 1.0 倍 PB，对应目标价 16.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

政策变动；宏观经济波动；煤矿及煤化工建设不及预期；安全隐患

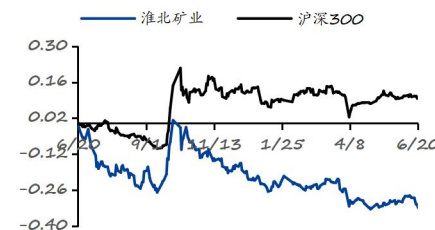
买入（首次评级）

目标价格：16.23 元

基本数据

日期	2025-06-20
收盘价:	11.25 元
总股本/流通股本(百万股)	2,693.26/2,693.26
流通 A 股市值(百万元)	30,299.16
每股净资产(元)	15.98
资产负债率(%)	46.20
一年内最高/最低价(元)	19.78/11.22

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理：杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	73,387	65,735	45,153	47,319	48,484
增长率	6%	-10%	-31%	5%	2%
净利润（百万元）	6,225	4,855	3,024	3,796	4,244
增长率	-11%	-22%	-38%	26%	12%
EPS（元/股）	2.31	1.80	1.12	1.41	1.58
市盈率（P/E）	4.9	6.2	10.2	8.1	7.3
市净率（P/B）	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 华东炼焦煤领军企业	4
1.1 重大资产重组上市，多元化布局	4
1.2 地理位置优越，煤种优质	5
1.3 煤炭+煤化工业务贡献主要盈利	6
2 煤炭业务：吨煤售价行业领先，长短期产能释放乐观	8
2.1 投产+核增提升产能，煤炭产品认可度较高	8
2.2 业绩表现：吨煤售价领先，焦煤业务奠定稳定盈利基础	11
2.3 发展潜力：信湖煤矿爬坡，陶忽图煤矿投产贡献增量	14
3 煤化工业务：产业链延伸协同发展	16
3.1 基本情况：焦炭为主，下游不断延伸	16
3.2 业绩表现：焦炭产品贡献主要收入，盈利水平受成本端影响较大	18
3.3 发展潜力：产业链条不断延伸	22
4 非煤：推动煤电一体化，非煤矿山或将成为利润增长极	23
5 债务结构改善，分红总额提升	24
6 盈利预测与投资建议	26
6.1 盈利预测	26
6.2 投资建议	28
7 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截至 25Q1）	5
图表 3: 华东六省煤炭产量和消耗量占比	5
图表 4: 晋陕蒙疆煤炭产量和消耗量占比	5
图表 5: 公司所在区域	6
图表 6: 淮北矿业收入构成呈现多元化特征	7
图表 7: 煤与煤化工是公司毛利主要来源	7
图表 8: 营业收入（亿元）、YOY	7
图表 9: 归母净利润（亿元）、YOY	7
图表 10: 期间费用率	8
图表 11: 最新矿区情况（截至 2024 年底）	8
图表 12: 公司核定生产能力（万吨/年）	9
图表 13: 产能变化情况	9
图表 14: 焦煤选煤厂	10
图表 15: 动力煤选煤厂	10
图表 16: 公司长协合同资源情况	10
图表 17: 煤炭业务营收（亿元）、YOY、毛利率	11
图表 18: 吨煤成本（元/吨）、YOY	11
图表 19: 商品煤产销量（万吨）	12
图表 20: 淮北与京唐港焦煤价格对比	13
图表 21: 行业商品煤吨煤售价对比	13
图表 22: 行业商品煤吨煤成本对比	13
图表 23: 行业商品煤吨煤毛利对比	13
图表 24: 公司产量结构（万吨）	13
图表 25: 公司销量结构（万吨）	13
图表 26: 公司收入结构（亿元）	14
图表 27: 公司毛利结构（亿元）	14
图表 28: 分煤种吨煤毛利（元/吨）	14
图表 29: 信湖煤矿进展	15
图表 30: 陶忽图煤矿基本情况	15

图表 31:	陶忽图煤矿进展.....	16
图表 32:	公司现有产能情况（截至 2024 年）.....	17
图表 33:	公司现有产能产能利用率.....	18
图表 34:	煤化工营业收入（亿元）、YOY、毛利率.....	18
图表 35:	销售收入结构（亿元）.....	18
图表 36:	焦炭产销量（万吨）、YOY.....	19
图表 37:	焦炭平均售价（元/吨）、YOY.....	20
图表 38:	山西冶金焦出厂价（元/吨）.....	20
图表 39:	甲醇产销量（万吨）、YOY.....	21
图表 40:	甲醇平均售价（元/吨）、YOY.....	21
图表 41:	甲醇市场价(优等品)（元/吨）.....	21
图表 42:	公司主要在建项目情况（截至 2024 年）.....	22
图表 43:	民爆产品产销情况（截至 2023Q1）.....	23
图表 44:	长短期债务规模（亿元）、有息负债率.....	24
图表 45:	财务费用率、资产负债率.....	24
图表 46:	现金分红金额（亿元）、现金分红比例、股息率.....	25
图表 47:	焦煤上市公司股息率.....	25
图表 48:	煤炭业务业绩预测.....	26
图表 49:	煤化工业务业绩预测.....	27
图表 50:	盈利预测.....	28
图表 51:	公司 PB 复盘.....	29
图表 52:	可比公司估值表（截至 2025 年 6 月 20 日）.....	29
图表 53:	财务预测摘要.....	31

1 华东炼焦煤领军企业

1.1 重大资产重组上市，多元化布局

淮北矿业（600985.SH，以下简称公司）是华东地区品种最全、单个矿区冶炼能力最大的炼焦生产企业。前身为“雷鸣科化”，2018年8月，为整合优质资源、发挥协同效应、完善上市公司的产业链布局，雷鸣科化通过发行股份及支付现金方式购买淮矿股份100%股份，完成重大资产重组上市。

重组上市后，公司主营业务由“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”变更为“煤炭采掘、洗选加工、销售，煤化工产品的生产、销售”，为突出主业，公司于2018年10月正式更名为“淮北矿业”，业务规模及盈利能力显著提升。其后，随着2019年12月、2022年9月两次发行可转债及转股，公司成为华东区域炼焦煤龙头新军。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
1999年03月	设立登记为股份有限公司
2004年04月	在上交所挂牌上市
2012年09月	发行股份吸收合并湖南西部民爆股份有限公司
2018年08月	完成发行股份及支付现金购买淮矿股份100%股份的重大资产重组
2018年10月	“安徽雷鸣科化股份有限公司”更名“淮北矿业控股股份有限公司”
2019年12月	公开发行可转债“淮矿转债”，发行金额27.574亿元
2020年06月	“淮矿转债”开始转股
2021年07月	“淮矿转债”赎回暨摘牌，控股固定持股比例由75.00%下降至65.67%，被动稀释9.33%
2022年09月	公开发行二期可转债“淮22转债”，发行金额30亿元
2023年03月	“淮22转债”开始转股
2024年04月	“淮22转债”提前赎回暨摘牌，赎回兑付总金额为3,392,370.91元

数据来源：公司公告，华福证券研究所

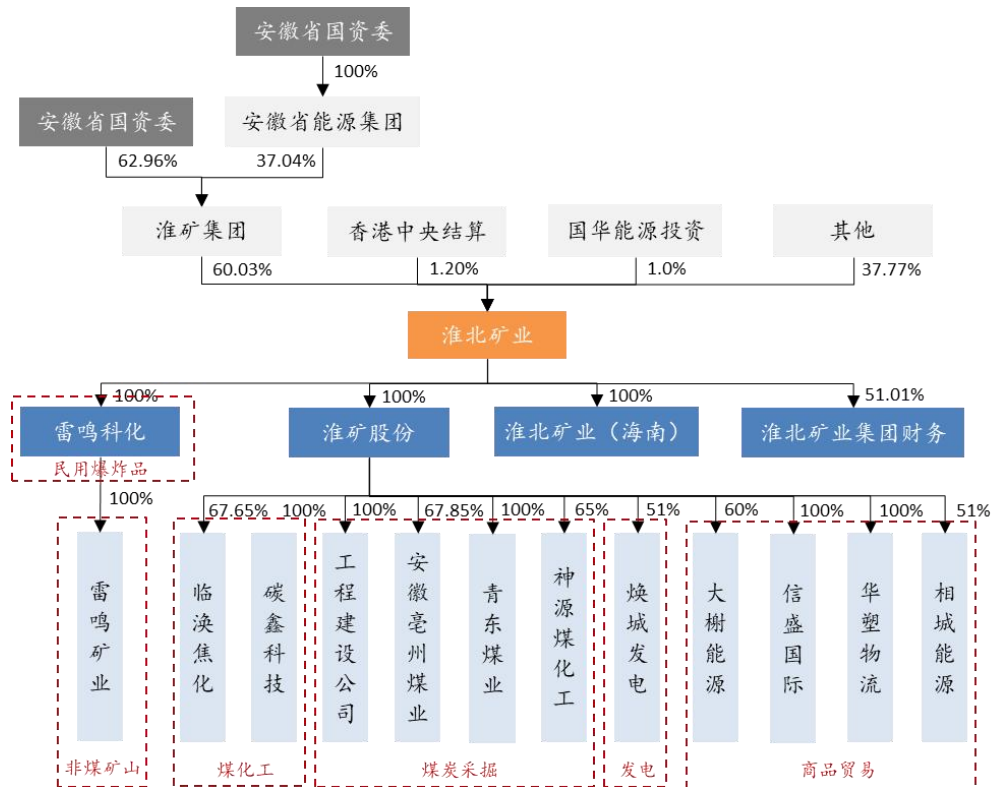
重大资产重组前后，公司实际控制人均为安徽省国资委。截至2024年底，淮北矿业集团及其一致行动人合计持股比例为60.5%，为公司控股股东，股权结构集中且相对稳定。

多元化布局，公司旗下子公司涉及煤化工、煤炭、商品贸易及民用爆炸品等业务，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，避免了单一产品存在的市场风险。公司煤炭产品主要包括炼焦精煤和动力煤，煤化工产品以焦炭为主、以甲醇为辅，具备较强的市场竞争力。

基于对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可，进一步增强投资者信心，公司控股股东淮北矿业集团计划自2024年12月6日起6个月内，通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式增持公司A股股份，增持总金额为人民币3-5亿元。

2024 年 12 月 13 日，淮北矿业集团首次增持公司 2,294,000 股，约占公司总股本 0.09%，持股比例从 59.52%提升至 59.61%，成交总额 3347.5 万元。截至 2025 年 4 月 10 日，公司再增持 0.46%，持股比例提升至 60.07%。

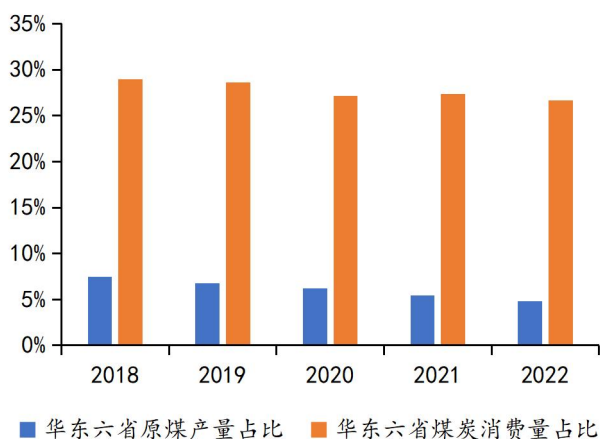
图表 2：公司股权结构（截至 25Q1）



1.2 地理位置优越，煤种优质

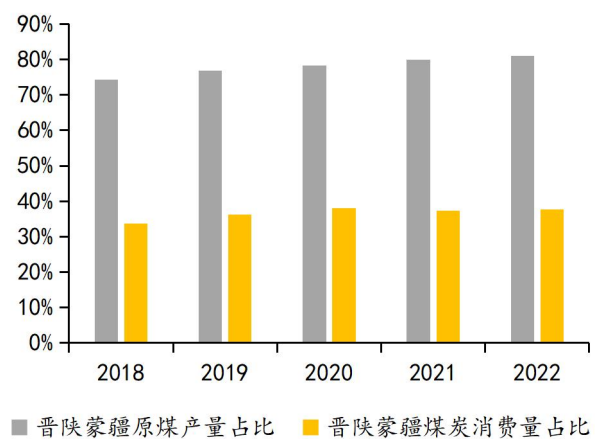
我国煤炭资源分布和消费结构不平衡，2022 年华东六省原煤产量占全国比为 4.8%、煤炭消费量占全国比却高达 26.7%；晋陕蒙疆原煤产量占全国比 80.1%，煤炭消费量占全国比却只有 37.8%。煤炭主产区距离消费区较远，导致我国煤炭运输的基本格局为“北煤南运”和“西煤东送”

图表 3：华东六省煤炭产量和消耗量占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：晋陕蒙疆煤炭产量和消耗量占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司位于安徽、地处华东腹地、靠近经济发达的长三角地区，所处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。区域内焦化、钢铁等煤炭下游产业发达，华东六省 2022 年焦炭产量占全国的 14.4%，生铁产量占全国的 28.4%。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，拥有内部铁路专用线，运力有效保障。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。公司客户主要为华东地区的大型国有钢铁企业，运输距离近、产品运输便捷、运输成本低，具有较强的竞争优势。

图表 5：公司所在区域



数据来源：淮北矿业官网，华福证券研究所

除了地理位置优势外，公司具备煤种齐全、煤质优良、资源储量雄厚的特点：

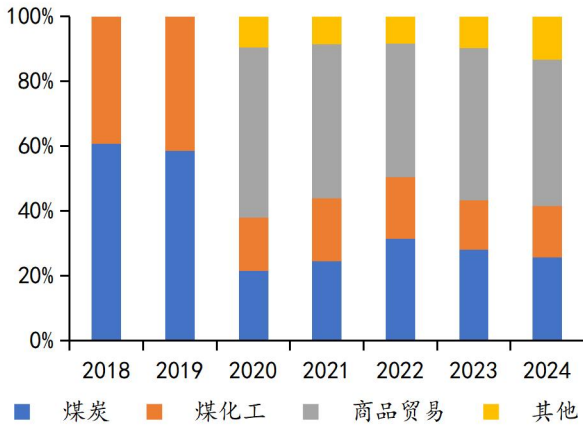
①**煤种齐全**：拥有焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等八大煤种，其中焦煤、肥煤、瘦煤等炼焦煤的储量约占公司煤炭总储量的 85%以上。②**煤质优良**：具有低硫，特低磷，中等挥发分，中等~中高发热量，粘结性强，结焦性良好的特点，所产煤炭产品含硫量低，磷、砷、氯等有害元素含量极少，属于“绿色煤炭”，有着很强的市场竞争力。

1.3 煤炭+煤化工业务贡献主要盈利

公司营业收入主要来自煤炭、煤化工、商品贸易业务，2024 年营收占比分别为 25.7%/15.8%/45.1%。从利润端看，商品贸易业务更多在于提升收入规模、盈利贡献非常有限，2024 年毛利率仅为 0.9%，贡献毛利润占比仅为 2.3%；**煤炭和煤化工业务贡献主要盈利**，2024 年毛利率分别为 49.8%/19.3%，毛利润占总毛利比分别为 70.0%/16.7%。

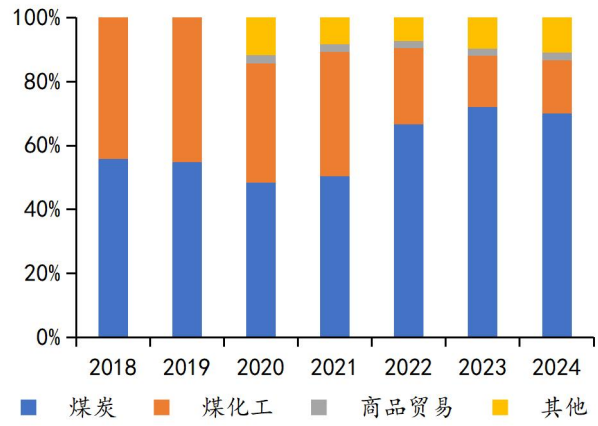


图表 6: 淮北矿业收入构成呈现多元化特征



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 煤与煤化工是公司毛利主要来源



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

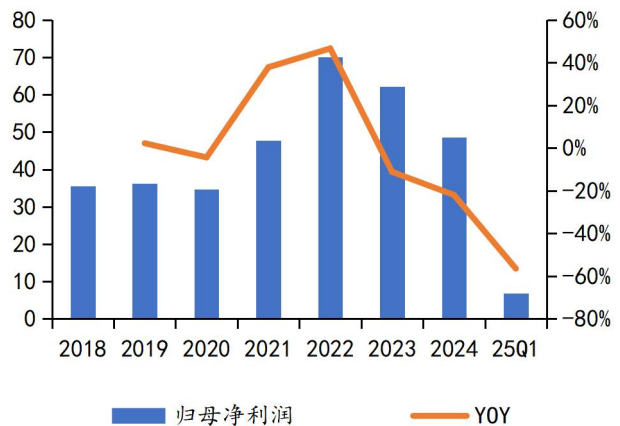
复盘公司重组上市以来业绩表现: 盈利随煤炭量价变化, 商品贸易规模影响收入规模。2019 年, 受开采煤质变化及杨庄煤矿去产能影响, 煤炭业务营收毛利有所下滑, 但在公司商品贸易规模扩大下, 营收及归母净利润有所增长。2020 年-2022 年主要受煤价影响, 2020 年煤价波动走弱, 营收及归母净利润均呈现负增长; 2021-2022 年随着煤价迅速上涨, 营收同比分别+24.3%/+6.3%, 归母净利润更是分别大幅上涨+37.8%/+46.6%。2023 年虽然煤价下降明显, 但公司通过提升商品贸易规模实现了营收 6.3% 增长, 但由于商品贸易业务贡献盈利极低, 2023 年归母净利润同比大幅下滑 11.2%。2024 年, 受市场行情影响, 公司煤炭量价减少、焦炭售价降低, 缩小商品贸易规模, 营收及归母净利润均呈现负增长, 2024 年公司营业收入 657.4 亿元, 同比-10.4%; 归母净利润 48.6 亿元, 同比-22.0%, 归母净利率 7.4%, 同比-1.1pct。2024 年业绩下滑主要系 24Q4 影响, 24Q1-4 营收同比分别-8.8%/+8.8%/+6.6%/-49.2%, 归母净利润同比分别-24.7%/-8.9%/-18.1%/-38.6%。25Q1 受煤价大幅下跌影响, 实现营收 105.7 亿元, 同比-39.0%; 归母净利润 6.9 亿元, 同比-56.5%。

图表 8: 营业收入 (亿元)、YOY



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

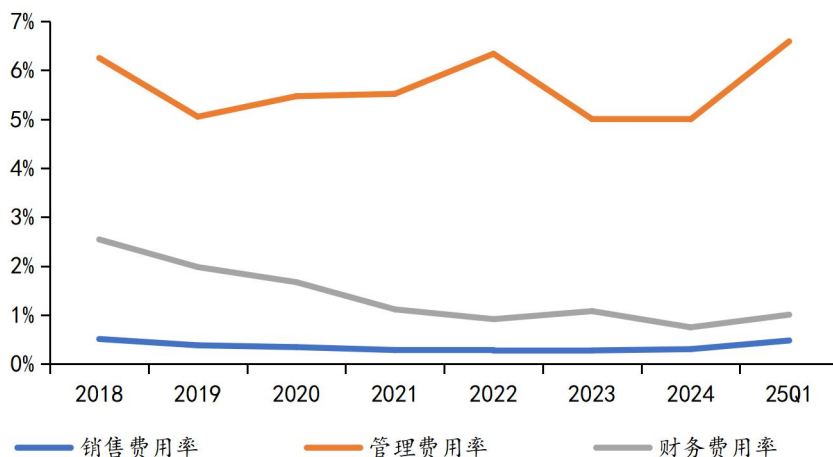
图表 9: 归母净利润 (亿元)、YOY



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

期间费用管控能力强。上市以来, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率均呈现下降趋势。2024 年, 受可转债转股及其他有息负债减少的影响, 公司财务费用率为 0.7%, 同比-0.3pct。

图表 10: 期间费用率



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

2 煤炭业务: 吨煤售价行业领先, 长短期产能释放乐观

2.1 投产+核增提升产能, 煤炭产品认可度较高

煤炭资源丰富, 可采年限长。截至 2024 年, 公司矿井资源量合计 44.89 亿吨、可采储量 20.29 亿吨、证实储量 5.7 亿吨。截至 2024 年, 公司拥有煤炭生产矿井 17 对, 核定产能 3,585 万吨/年, 加权平均可采年限 46 年。

图表 11: 最新矿区情况 (截至 2024 年底)

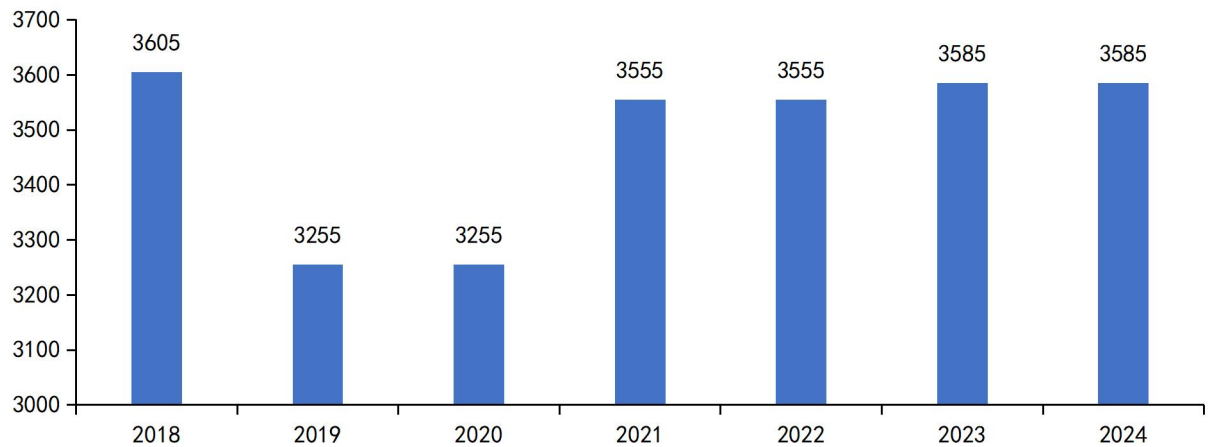
主要矿区	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)	2024 年核定产能 (万吨/年)	2024 年可采年限
信湖煤矿	焦煤、1/3 焦煤	78,834	37,035	5,099	300	61
青东煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	46,056	13,905	2,522	180	54
祁南煤矿	1/3 焦煤、肥煤、气煤	45,965	23,459	6,874	260	64
临涣煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	38,138	19,750	4,766	260	54
许疃煤矿	1/3 焦煤、肥煤	35,098	16,694	5,570	350	33
袁店一井煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	33,818	13,635	5,039	180	54
杨柳煤矿	1/3 焦煤、气煤、贫煤	28,826	14,628	3,680	180	57
邹庄煤矿	1/3 焦煤、气煤	28,784	11,707	4,910	240	34
孙疃煤矿	1/3 焦煤、气煤	23,543	9,762	2,868	270	25
芦岭煤矿	气煤、1/3 焦煤	18,019	9,247	5,792	230	28
朱仙庄煤矿	气煤、1/3 焦煤	17,135	8,437	4,934	240	24
袁店二井煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	15,979	6,486	1,145	180	30
桃园煤矿	气煤	13,246	7,021	1,344	175	28
童亭煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	13,122	5,593	1,099	150	26
渦北煤矿	焦煤、肥煤	8,781	3,862	933	180	15
朱庄煤矿	无烟煤、贫煤、瘦煤	2,167	1,235	408	160	1
海孜煤矿	焦煤、肥煤	1,428	452	74	50	1
合计		448,937	202,907	57,056	3585	46

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

去产能基本完成，投产与核增持续贡献增量。根据 2016 年发布的《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《省属“三煤一钢”企业化解过剩产能实现脱困发展实施方案》，公司开启了去产能步伐，截至 2019 年基本完成安徽省政府下达的去产能目标，产能减至 3255 万吨，较 2018 年减少 350 万吨（包括关停 210 万吨/年杨庄煤矿，核减朱庄煤矿 30 万吨、临涣煤矿 40 万吨、童亭煤矿 30 万吨、祁南煤矿 40 万吨）。

2021 年 9 月，信湖煤矿正式投产，新增产能 300 万吨/年，2023 年袁店二井煤矿核增 30 万吨/年。2024 年无产能变化。

图表 12：公司核定生产能力（万吨/年）



数据来源：公司公告、中央人民政府、国家矿山监察局、铜官区发展和改革委员会、新华社，华福证券研究所

图表 13：产能变化情况

	2016	2017	2018	2019	2021	2023
关停	刘店煤矿 (-150 万吨)	集团-岱河煤矿 (-120 万吨)		杨庄煤矿 (-210 万吨)		
	海孜煤矿大井 (-120 万吨)			集团-朔里煤矿 (-165 万吨)		
	袁庄煤矿 (-60 万吨)					
核减		朱庄煤矿 (-30 万吨)	孙疃煤矿 (-30 万吨)	朱庄煤矿 (-30 万吨)		
		桃园煤矿 (-10 万吨)		临涣煤矿 (-40 万吨)		
		朱仙庄煤矿 (-5 万吨)		童亭煤矿 (-30 万吨)		
				祁南煤矿 (-40 万吨)		
新增					信湖煤矿 (+300 万吨)	
核增			袁店二井 (+60 万吨)			袁店二井煤矿 (+30 万吨)

数据来源：公司公告、中央人民政府、国家矿山监察局、铜官区发展和改革委员会、新华社，华福证券研究所

除了丰富的煤炭资源外，公司大力发展煤炭洗选深加工，加工洗选能力居煤炭行业前列、精煤产率相对稳定，产品在煤炭市场中有较高认可度。截至 2024H1，公司拥有动力煤选煤厂 5 座，入洗能力 1,050 万吨/年；炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2,900 万吨/年，其中年入洗能力达 1,600 万吨的临涣选煤厂（综合性选煤厂）处理能力位于国内前列，各炼焦煤选煤厂技术水平居行业前列。2021-2024 年精煤产率分别为 49.4%/50.2%/52.3%/49.88%，2024 年精煤产率高于计划 1.38pct。

图表 14：焦煤选煤厂

选煤厂	设计能力	洗选工艺	选煤粒度	产品质量标准	
	(万吨/年)		(毫米)	灰分 (%)	水分 (%)
临涣选煤厂	1,600	重介-浮选-压滤	50~0	10.51~11.00	≤12.0
				9.51~10.00	
				9.01~9.50	
淮北选煤厂	400			12.01~12.50	≤12.0
				10.51~11.00	
				10.01~10.50	
涡北选煤厂	600			10.51~11.00	≤12.0
				10.01~10.50	
				9.51~10.00	
芦岭选煤厂	300			9.01~9.5	≤14.0

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 15：动力煤选煤厂

选煤厂	设计能力	洗选工艺	选煤粒度	产品质量标准
	(万吨/年)		(毫米)	发热量 (卡/克)
朱仙庄选煤厂	300	原煤筛分-重介-压滤	50~0	≥5,000
祁南选煤厂	150			
桃园选煤厂	150			
邹庄选煤厂	240			
杨柳选煤厂	180	原煤筛分-跳汰-压滤		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

依托煤种禀赋和产品认可度，公司长协比例有所提升，客户群相对稳定。公司在长期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。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%。

图表 16：公司长协合同资源情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
长协合同资源占比	80%+	87%	86%	89%	94.40%	91.32%	94.54%
精煤长协合同资源占比						93.21%	92.67%
前五大客户销售占比	32.89%	35.47%	36.54%	32.39%	31.47%	31.23%	

数据来源：公司公告，华福证券研究所



2.2 业绩表现：吨煤售价领先，焦煤业务奠定稳定盈利基础

2018-2024 年煤炭业务营业收入从 141 亿元增长至 169 亿元。2018-2020 年，受煤炭业务量价下滑影响，煤炭业务营收有所下滑，19-20 年营收同比分别-11.6%/-9.1%。2021 年-2022 年，随着煤价上升，叠加信湖煤矿投产，煤炭业务量价齐升带动收入增长，21-22 年营收同比分别+40.5%/+37.1%。2023-2025Q1 因煤价下跌，营收同比分别-5.3%、-18.2%、-41.2%。

公司煤炭业务成本主要包括材料及动力、人工成本、折旧及摊销、其他成本（维简井巷费用、安全费用、地面塌陷补偿费等）。2019-2025Q1 吨煤成本同比分别+6.8%/-11.1%/+25.0%/+20.0%/+0.8%/-6.7%/-12.3%。2021 年成本显著提升主要系人工成本上升、公司对下属煤炭井巷建筑物折旧计提标准由产量法变更为平均年限法导致折旧及摊销上升等影响；2022 年成本上升主要系人工成本和其他成本升高，其他成本升高主要因为按照监管要求补提以前年度安全费用以及计提了较大规模的预计负债；2023-2025Q1，公司全面加强内部管理以及持续推动降本增效，材料及动力和人工成本有所下降。

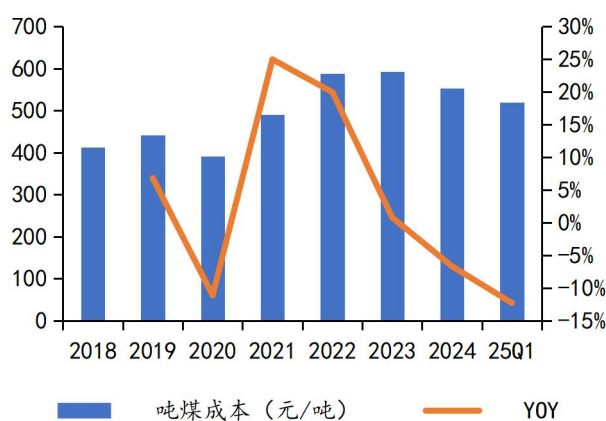
2018-2025Q1 煤炭业务毛利率从 40.1%增长至 44.6%，2019-2025Q1 毛利率同比分别-1.2pct/+2.2pct/-0.2pct/+8.5pct/-0.4pct/+0.8pct/-5.1pct；2018-2025Q1 吨煤毛利分别为 276/280/273/329/572/567/548/418 元/吨，22 年开始信湖煤矿贡献产量后，焦煤占比提升，毛利润明显提升；25Q1 煤价显著下跌，除此之外毛利率保持相对平稳，保障公司稳定盈利。

图表 17：煤炭业务营收（亿元）、YOY、毛利率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 18：吨煤成本（元/吨）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

拆分看营收影响因素：

（1）产量：主要受开采条件、核定生产能力变化影响。

由于公司部分矿井受地质条件限制开采难度较大，其中大部分为地质条件极复杂和煤与瓦斯突出矿井，较难达到核定产能，2024 年公司核定生产能力 3585 万吨，商品煤产量 2055 万吨，25Q1 商品煤产量 431 万吨。



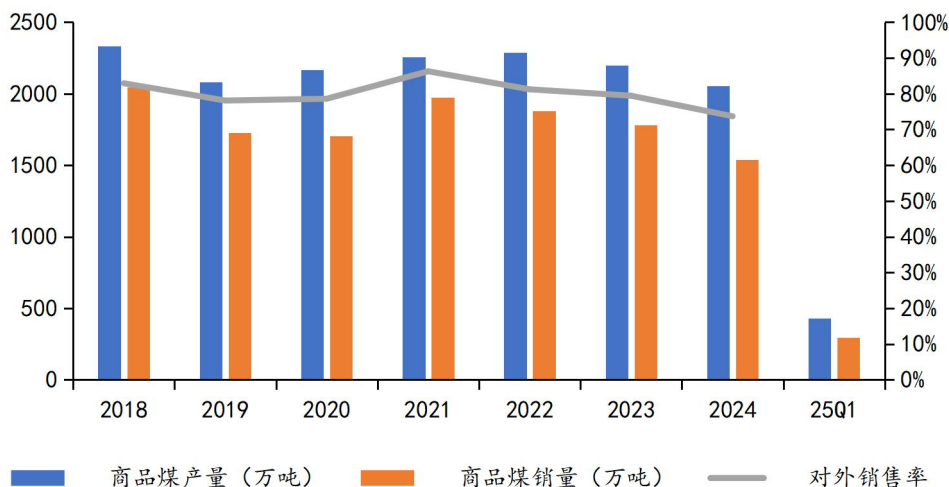
2019 年商品煤产量同比-10.7%，产量下降主要因为①朱仙庄煤矿、桃园煤矿开采地质条件变化（断层、大倾角、火成岩侵蚀等）使得产量和质量阶段性下降；②210 万吨/年的杨庄煤矿因资源枯竭关停，朱庄煤矿、临涣煤矿、童亭煤矿、祁南煤矿产能核减。2020-2022 年，随着开采条件改善及信湖煤矿投产，商品煤产量同比分别+4.0%/+4.1%/+1.4%。2023 年 11 月信湖煤矿因出水临时停产，致使 2023-2024 年商品煤产量分别-4.1%/-6.5%，25Q1 因煤价大幅下跌商品煤产量同比-17.7%。

（2）销量：主要受生产情况、对内外销售结构影响。

对外销售为主，部分对内销售。2024 年公司合计煤炭销量 2085 万吨，其中对外销售 1537 万吨，历年对外销售比例 80%左右，2024 年因煤化工发展对外销售比例下降至 73.7%。

2019-2020 年，受产量下降和新冠疫情影响，商品煤销量同比分别-15.6%/-1.4%。2021 年，受益于公司商品煤产量提升，商品煤销量同比+15.9%。2022 年，虽然产量增加，但受对内销售规模增加影响，商品煤销量同比-4.7%。2023-2025Q1 因产量下降，商品煤销量同比分别-5.3%/-13.8%/-26.2%。

图表 19：商品煤产销量（万吨）



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

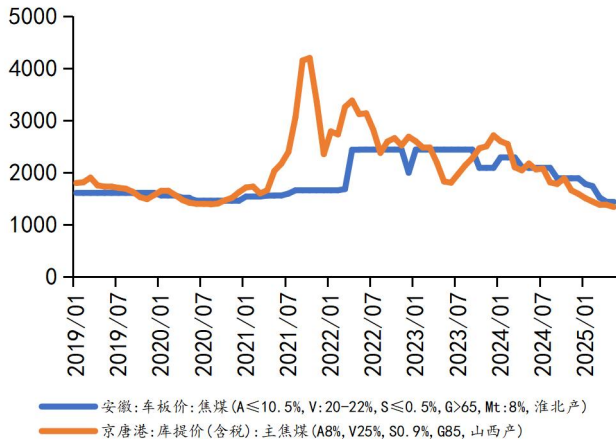
（3）煤价：较市场价格波动稳定，商品煤售价处于行业较高水平。

目前公司对动力煤实行“基准价+浮动价”定价机制，对炼焦焦煤实行“年度锁量、季度锁价”定价机制，因长协占比高，较市场价格波动相对稳定，在市场价下行期具备业绩保障。2025 年 6 月截至 18 日，淮北焦煤车板价均价为 1413 元/吨，高于市场价（京唐港主焦煤库提价）167 元/吨。

对比几家主要企业商品煤售价和吨煤毛利，公司处于较高水平。2023 年公司吨煤售价 1160 元/吨，同比-0.01%；2024 吨煤售价 1100 元/吨，同比-5.1%；25Q1 吨煤售价 938 元/吨，同比-20.3%。2023 年公司吨煤毛利 567 元/吨，同比-0.8%；2024 年吨煤毛利 548 元/吨，同-3.5%；25Q1 吨煤毛利 418 元/吨，同比-28.4%。

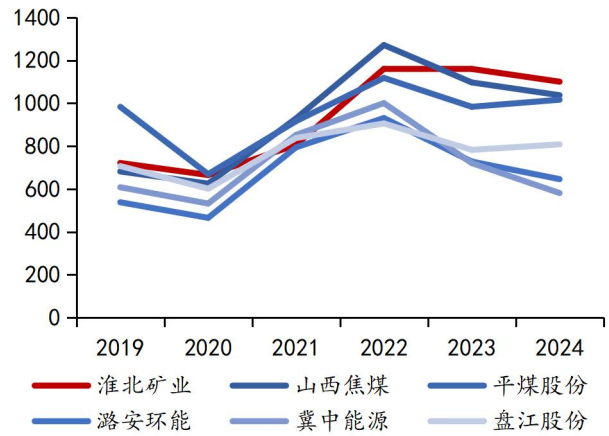


图表 20: 淮北与京唐港焦煤价格对比



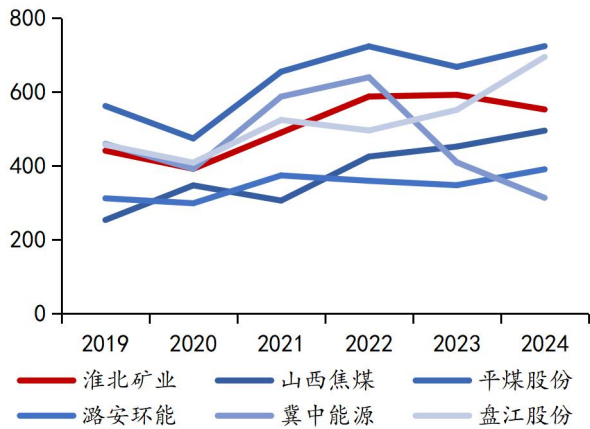
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 21: 行业商品煤吨煤售价对比



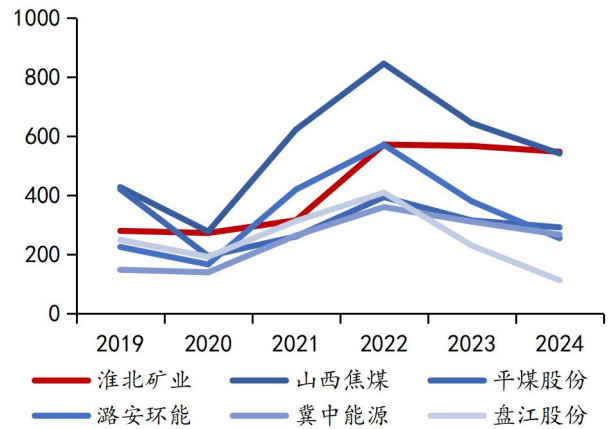
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 行业商品煤吨煤成本对比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

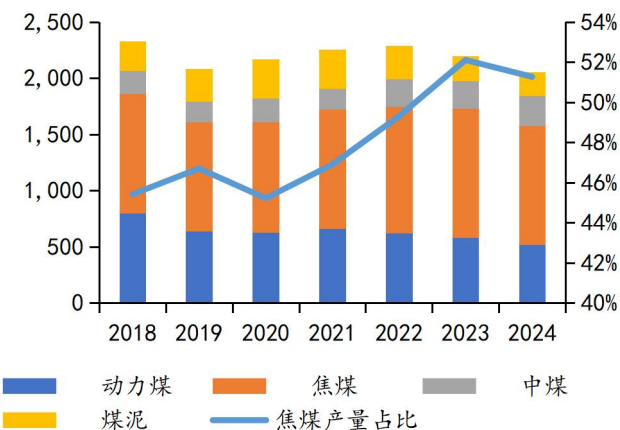
图表 23: 行业商品煤吨煤毛利对比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

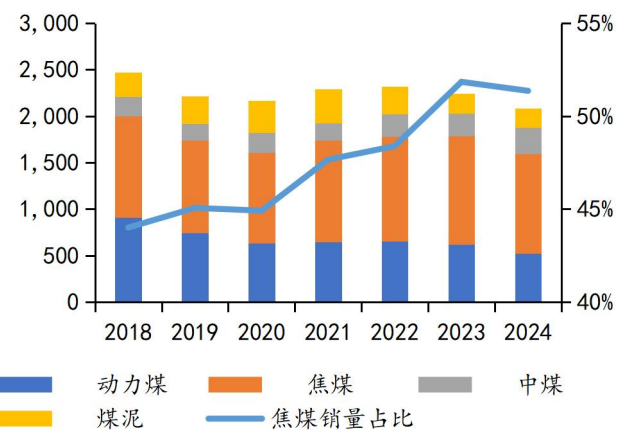
分煤炭产品看, 焦煤为主, 动力煤为辅(数据包括对内销售)。2024 年公司焦煤、动力煤产销量分别占商品煤总产量的 51%/25%, 销售收入分别占商品煤总销售收入的 81%/13%。2024 年焦煤、动力煤吨煤毛利分别为 922、133 元/吨, 焦煤贡献主要盈利, 2024 年焦煤、动力煤销售毛利分别占商品煤总销售毛利的 88%/6%。历年销售结构相对稳定, 自信湖煤矿 2021 年投产后逐渐释放产量, 2021-2024 年焦煤占比有所提升。

图表 24: 公司产量结构(万吨)



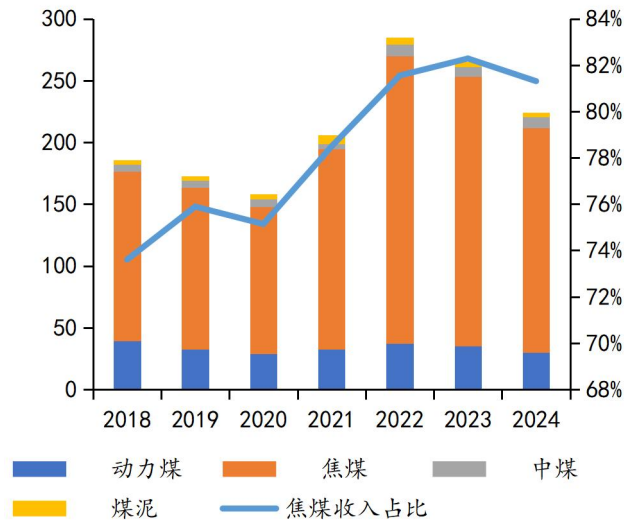
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 公司销量结构(万吨)



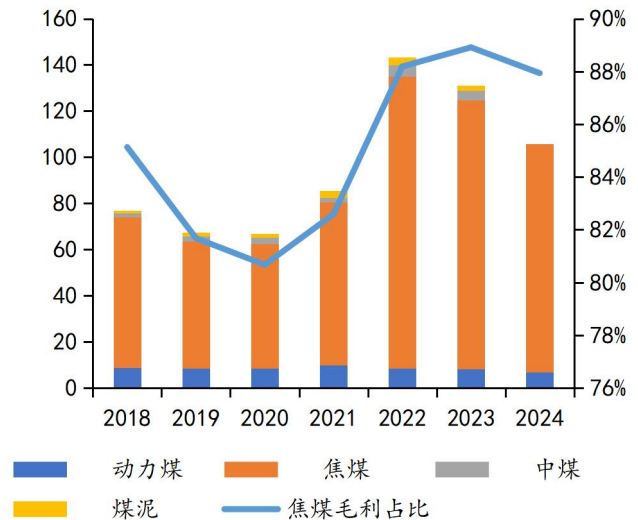
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 公司收入结构 (亿元)



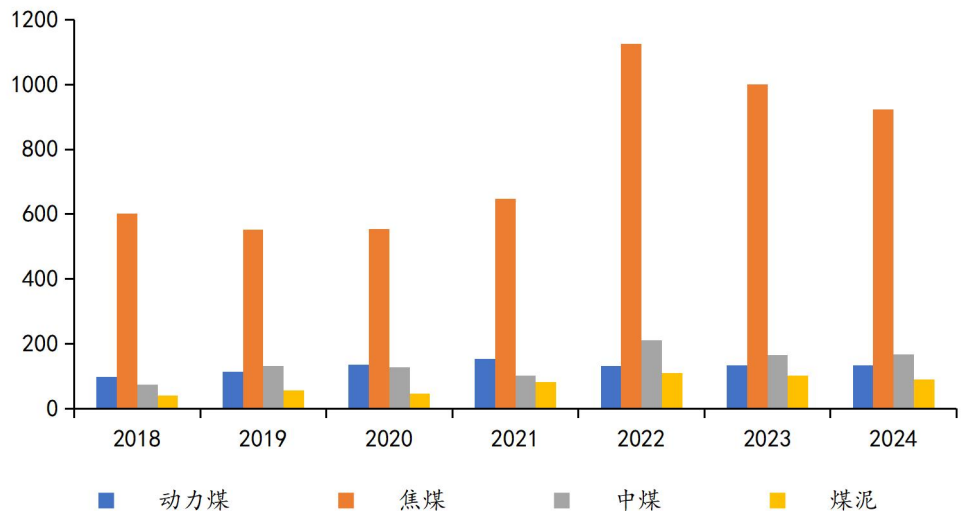
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 27: 公司毛利结构 (亿元)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 分煤种吨煤毛利 (元/吨)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

2.3 发展潜力: 信湖煤矿爬坡, 陶忽图煤矿投产贡献增量

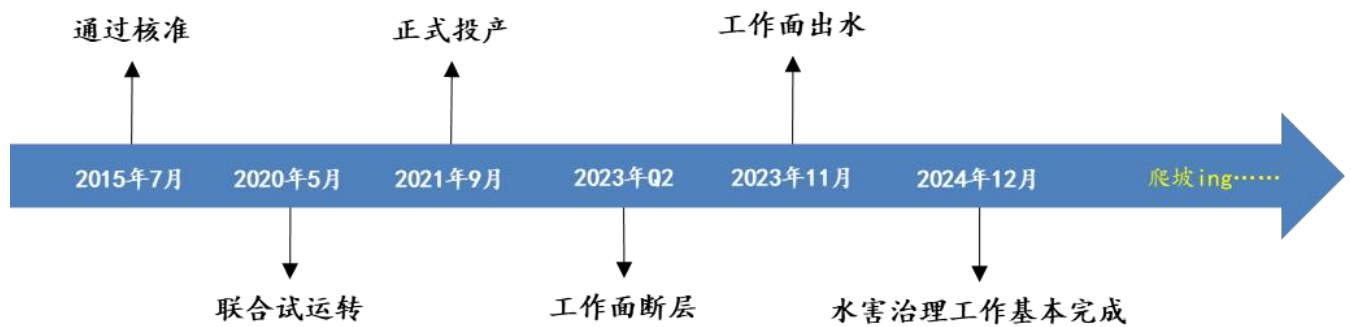
(1) 短期增量: 焦煤为主, 信湖煤矿开采条件改善+产能爬坡

信湖煤矿项目位于安徽省亳州市涡阳县, 是两淮大型煤炭基地重要组成部分, 是安徽省“十四五”建成的第一座矿井、第一批省级智能化示范建设煤矿之一、“861”计划重点建设项目。项目总投资 44.5 亿元, 产品主要为焦煤 (占比 47%) 和 1/3 焦煤 (占比 52%), 其余为少量肥煤, 核定生产能力为 300 万吨/年, 精煤洗出率约 55%。

投产后焦煤产销量增加, 贡献盈利明显。信湖煤矿于 2015 年 7 月通过核准, 2020 年 5 月 18 日进入联合试运转阶段, 2021 年 9 月 15 日竣工验收委员会对信湖煤矿项目进行竣工验收, 2021 年 9 月 16 日收到竣工验收委员会出具的《信湖煤矿项目竣工验收鉴定书》, 正式投产。2022 年贡献焦煤产量 213.61 万吨, 产能利用率仅有 71.2%; 贡献净利润 4.52 亿元, 占总净利的 6.43%。

信湖煤矿经过 2024 整年停产后，随着治理工作完成，短期将实现 0 至 300 万吨产能爬坡。2023Q2 信湖煤矿工作面受断层影响，产量出现阶段性下降且灰分较高，2023 年 1-9 月焦煤产量 133.73 万吨，产能利用率下降至 59.4%，净亏损 2.39 亿元，开采条件变化使得产能爬坡期延长。2023 年 11 月 5 日凌晨，信湖煤矿 815 工作面出水 30m³/h 后逐渐增大至 300m³/h，并混杂泥沙，为确保安全，矿井被迫临时停产至今。截至 2025Q1，信湖煤矿已转入系统恢复新阶段，人员已进入井下现场作业，目前正在对主井车场、副井提升、矿井通风、排水、供电等永久系统开展清理恢复工作。

图表 29：信湖煤矿进展



数据来源：公司公告、安徽省发改委、投资者交流平台，华福证券研究所

(2) 长期增量：动力煤为主，在建陶忽图煤矿产能待释放

资源丰富，煤质优良，开发条件好。陶忽图煤矿为优质动力煤，发热量达到 6000 大卡以上；位于内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗，井田面积 72.39 平方公里，资源储量 14.29 亿吨。井田地质构造简单，主采煤层赋存稳定，适合综合机械化开采及运输，具备建设安全高效智能大型现代化矿井的资源条件。陶忽图矿井设计产能 800 万吨/年，配套建设相同规模及服务年限的选煤厂。项目预计总投资 96.67 亿元，其中项目建设投资 85.75 亿元、矿业权费用 10.92 亿元，截至 2023 年已投资 22.23 亿元。

图表 30：陶忽图煤矿基本情况

项目名称	产品	发热量	资源储量	产能	计划总投资	累计已投资	预计投产时间
陶忽图煤矿	动力煤	6000 大卡+	14.29 亿吨	800 万吨/年	96.67	22.23	2025.12

数据来源：公司公告，华福证券研究所

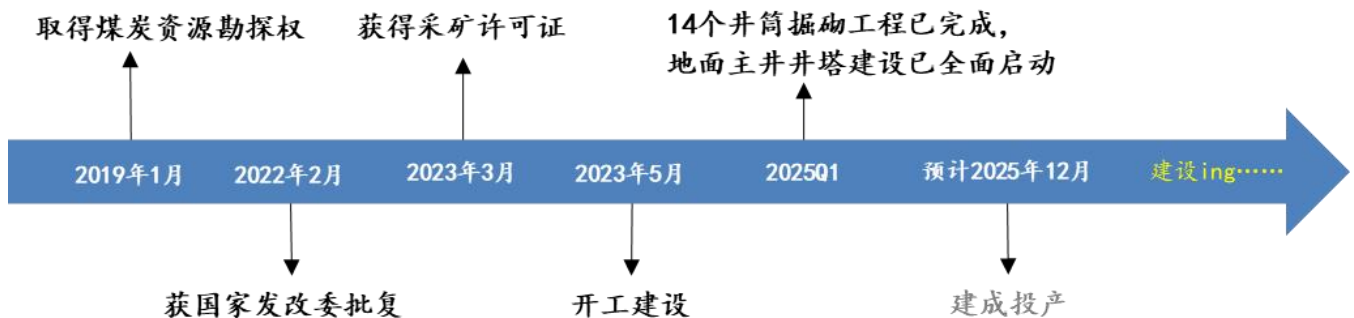
2018 年 11 月，内蒙古国土资源厅同意陶忽图井田探矿权新立申请，并报至自然资源部。2019 年 1 月，公司取得陶忽图井田煤炭资源勘探权，并支付了首笔资源价款 10.9 亿元。当年朱庄煤矿、临涣煤矿、童亭煤矿和祁南煤矿产能分别核减 30/40/30/40 万吨/年，折算后拟用陶忽图井田 800 万吨/年产能置换。

2021 年 12 月，成达矿业通过产能置换指标交易方式取得的 800 万吨/年煤炭产能指标，其中向淮北矿业集团购买产能置换指标 493.7 万吨/年，交易价格 2.65 亿元，构成关联交易；向公司全资子公司淮矿股份购买产能置换指标 306.3 万吨/年，交易价格 1.64 亿元，不构成关联交易。成达矿业 51%股权收购价款由 35.41 亿元变更为

27.87 亿元。

2022 年 2 月，陶忽图煤矿项目获国家发改委批复。2023 年 3 月，成达矿业获得采矿许可证，标志着陶忽图煤矿项目建设手续已全部办理完成，具备开工建设条件。2023 年 5 月，陶忽图煤矿开工建设。项目建设周期预计 52 个月，截至 2025Q1，14 个井筒掘砌工程已完成，地面主井井塔建设已全面启动，预计 2025 年 12 月投产，2026 年上半年试运转。

图表 31：陶忽图煤矿进展



数据来源：公司公告、投资者交流平台，华福证券研究所

投资建设陶忽图煤矿项目，有利于加大公司煤炭资源储备，增强公司煤炭主业发展后劲，项目建成投产后将为公司创造新的利润增长点。根据公司公告披露，以鄂尔多斯地区 2018-2021 年市场煤价为参照，经估算综合煤价约为 355 元/吨（不含税价）；预计项目达产后年实现销售收入约 28.4 亿元，利润总额约为 10.4 亿元。

3 煤化工业务：产业链延伸协同发展

3.1 基本情况：焦炭为主，下游不断延伸

公司煤化工业务的经营主体为控股子公司临涣焦化和全资子公司碳鑫科技，已具备生产焦炭、甲醇、乙醇、焦油、硫铵、粗苯、精苯、碳酸二甲酯等较完整的煤化工系列产品的能力。公司煤化工产品主要有焦炭、乙醇，其余产品有焦油、精苯、碳酸二甲酯等，焦炭具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业，其余产品主要用于化工行业。

截至 2024 年底，公司现有产能包括：1）焦炭：440 万吨/年。经营主体为公司控股子公司临涣焦化，持股比例 67.65%，权益产能 297.66 万吨/年，2024 年产能利用率 80.6%。2）甲醇：90 万吨/年。经营主体为临涣焦化和碳鑫科技，持股比例分别为 67.65%、100%，合计权益产能 77.06 万吨/年。其中，临涣焦化产能为 40 万吨/年，权益产能 27.06 万吨/年；碳鑫科技产能为 50 万吨/年（焦炉煤气综合利用制甲醇项目），权益产能 50 万吨/年。因 50 万吨/年焦炉煤气综合利用制甲醇项目于 2022 年 9 月投产，当年甲醇产能利用率降至 41.8%，同比-43.9pct，2024 年产能利用率为 45.3%。3）

弛放气制备车用高纯氢项目：0.8 亿标方/年。经营主体为临涣焦化，权益产能 0.54 亿标方/年。项目已于 2023 年 7 月投产，年产 0.8 亿立方高纯氢（年运转时间 800 小时），氢气纯度 ≥ 99.999%，2024 年生产 0.4 亿立方高纯氢。4）DMC 项目：10 万吨/年。经营主体为临涣焦化，持股比例 67.65%，权益产能 6.77 万吨/年。项目于 2024 年 10 月全面投产，2024 年产能利用率 40.6%。5）甲醇综合利用制乙醇项目：60 万吨/年。经营主体为碳鑫科技，持股比例 100%。项目于 2023 年 12 月 28 日进入试生产，截至 24 年底已基本满负荷生产。

图表 32：公司现有产能情况（截至 2024 年）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	最新进度
焦炭（万吨/年）	440	440	440	440	440	440	440	
甲醇（万吨/年）	40	40	40	40	90	90	90	50 万吨/年焦炉煤气综合利用制甲醇项目，2019 年开工，2022 年 9 月已投产。
弛放气制备车用高纯氢项目（亿标方/年）						0.8	0.8	2023 年 7 月已投产
DMC 项目（万吨/年）							10	2024 年 10 月正式投产
甲醇综合利用制乙醇项目（万吨/年）							60	2023 年 12 月 28 日进入试生产阶段，截至 24 年底基本满负荷生产。

数据来源：公司公告、淮北矿业官网、淮北矿业公众号、人民网、投资者交流平台、中国煤炭工业协会，华福证券研究所

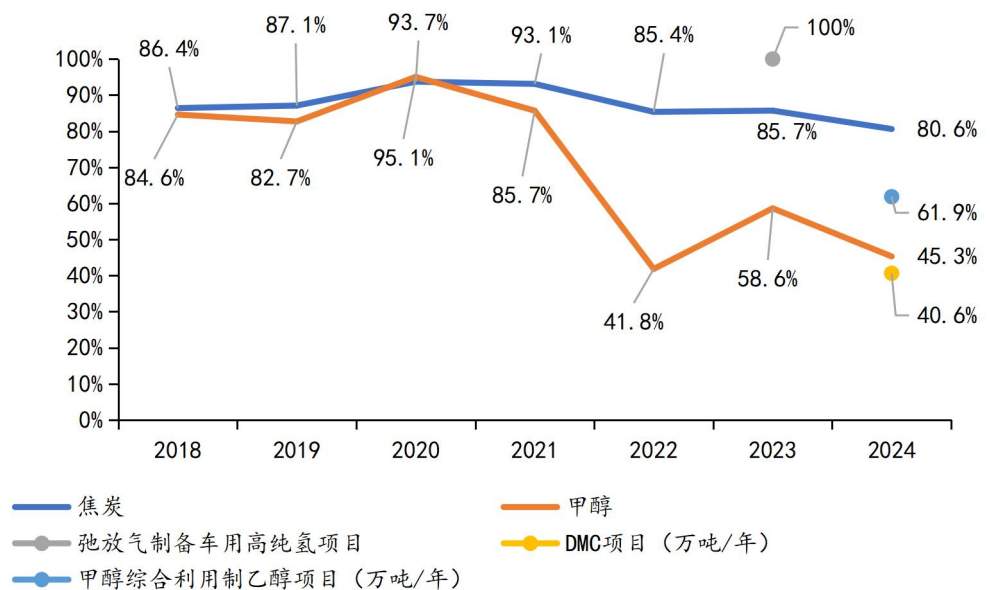
在焦化基础上利用焦炉煤气生产甲醇，并进一步延伸至无水乙醇。碳鑫科技一期项目为“年产 50 万吨甲醇焦炉煤气综合利用项目”，通过每年回收利用淮北矿业集团煤焦化综合利用项目约 2 亿立方米尾气，经一定量的煤气化补碳后制成甲醇，已于 2022 年投产并贡献产量。“甲醇综合利用制无水乙醇项目”为碳鑫科技二期项目，以一期主产品甲醇为原料，采用先进的 DMTE 工艺技术，通过甲醇脱水制二甲醚、二甲醚羰基化制乙酸甲酯、乙酸甲酯加氢制乙醇、分离得到无水乙醇。根据公司披露，按年产乙醇 60 万吨测算，项目每年约需 45 万吨甲醇原料，均来自碳鑫科技年产 50 万吨甲醇。

“甲醇综合利用制无水乙醇项目”是现阶段发展重点，产能 60 万吨/年，目前为全球单系列规模最大无水乙醇生产装置。2022 年公司发行第二期可转债，募集资金 30 亿元，其主要用于甲醇综合利用项目制乙醇项目，计划投资 31.8 亿元，其中募集资金 23 亿元。项目 2023 年 12 月 28 日进入试生产阶段，截至 24 年底已基本满负荷生产。乙醇项目以煤为原料，采用合成气法制成，浓度为 99.5%，目前含税价接近于东北地区 99.5% 的燃料乙醇价格（5000-5350 元/吨）。2024 乙醇产量 37.11 万吨，销量 36.19 万吨，销售均价 4999 元/吨，销售收入 18 亿元。

与传统的生物乙醇相比，“甲醇综合利用制无水乙醇项目”成本优势明显，据公司预计每吨可降低成本约 30%。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。煤制乙醇技术将有效解决生物燃料乙醇产能不足、工业无水乙醇价格偏高等问题，有利于改善我国能源结构，在我国强调粮

食安全、能源安全等大背景下，其价值将日益凸显。

图表 33: 公司现有产能产能利用率



数据来源: 公司公告、淮北矿业官网、淮北矿业公众号、人民网、投资者交流平台、中国煤炭工业协会, 华福证券研究所

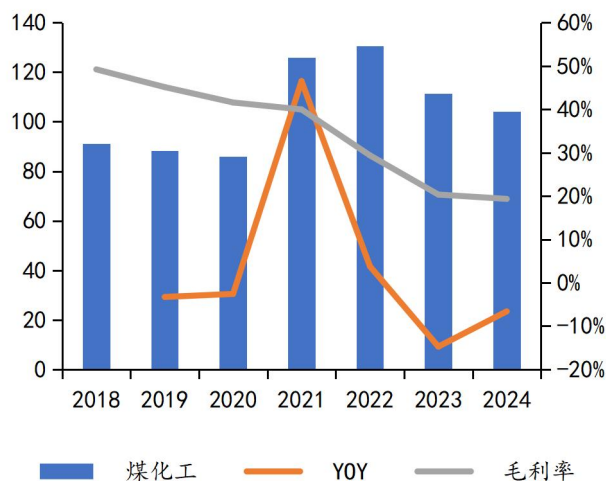
3.2 业绩表现: 焦炭产品贡献主要收入, 盈利水平受成本端影响较大

2019-2024 年煤化工营业收入同比分别-3.3%/-2.6%/+46.5%/+3.8%/-14.7%/-6.6%, 毛利润同比分别-11.3%/-10.3%/+40.9%/-23.7%/-41.0%/-11.2%, 毛利率分别为 45.1%/41.6%/40.0%/29.4%/ 20.3%/19.3%。

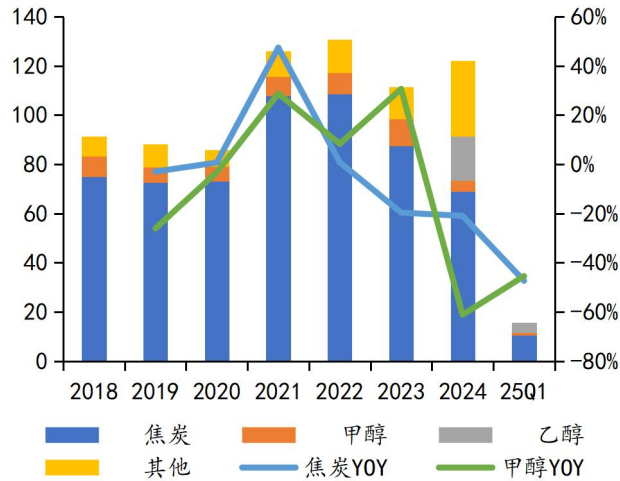
2019-2020 年虽然焦炭和甲醇价格明显下滑, 产销量的增长弥补了一定收入和盈利的下滑。2021 年随着需求回暖, 焦炭和甲醇价格大幅上升, 带动营收和盈利迅速增长。2022 年虽然产品价格有所上涨, 但受制于产销量下滑及原材料成本上涨, 盈利空间被压缩。2023 年受需求走弱的影响, 焦炭和甲醇价格有所下降, 成本持续维持高位背景下公司化工板块呈亏损状态。煤化工受成本端影响较大, 2022 年焦煤价格大幅上涨, 煤化工原材料成本上涨, 毛利率从之前的 40%左右下降至 30%以下。2023-2024 年, 受煤化工产品价格下跌影响, 毛利率进一步下跌至 20.3%/19.3%。

图表 34: 煤化工营业收入 (亿元)、YOY、毛利率

图表 35: 销售收入结构 (亿元)



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所



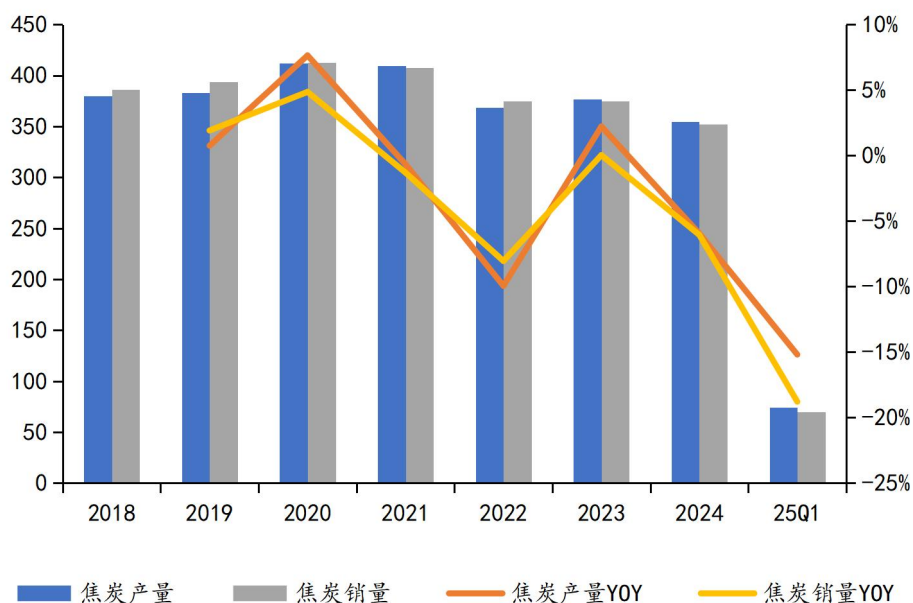
数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

(1) 焦炭

焦炭收入占煤化工业务比重最高，2024 年前占比 80%左右，2024 年开始随着乙醇产出占比下滑至 66.4%。2019-2025Q1 焦炭销售收入同比分别 -2.9%/+0.7%/+47.4%/+0.8%/-19.6%/-20.9%/-47.3%。

1) 产销量：2019-2025Q1 焦炭产量同比分别 +0.8%/+7.6%/-0.7%/-9.9%/+2.2%/-6.0%/-15.2%；销量同比分别 +1.9%/+4.9%/-1.3%/-8.0%/+0.03%/-6.1%/-18.8%。2020 年产销量上涨主要系焦化二期项目产能的持续释放，2022 年产销量下滑主要受市场需求回落以及环保政策改变的影响，2024-25Q1 因焦炭行情较差产销量处于偏低水平。

图表 36：焦炭产销量（万吨）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

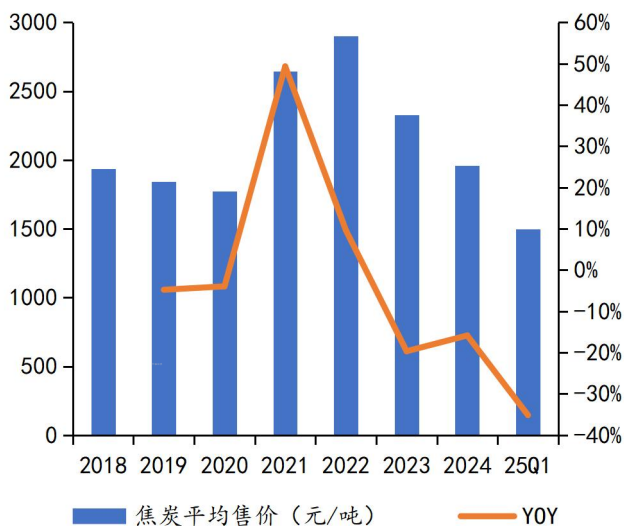
2) 平均售价：焦炭是炼铁的燃料和还原剂，主要用于高炉冶炼，公司焦炭产品下游客户主要为东地区的大型国有钢铁企业，销售模式为通过与客户签署年度销售合同，根据客户具体订单确定各月销售量。因此，焦炭销售价格主要受上游成本和

下游钢铁行业产品市场价格波动。

2019-2025Q1 焦炭平均售价同比分别-4.8%/-3.9%/+49.4%/+9.6%/-19.7%/-15.9%/-35.2%。2019 年均价小幅下滑，2020 年受下游需求低迷影响进一步下滑。2021 年随着疫情缓和、企业复工复产、海外经济体提振经济等，化工行业下游主要产业大幅回暖，对化工品需求持续回升，焦炭价格大幅上升；2022 年均价延续此前上升态势。

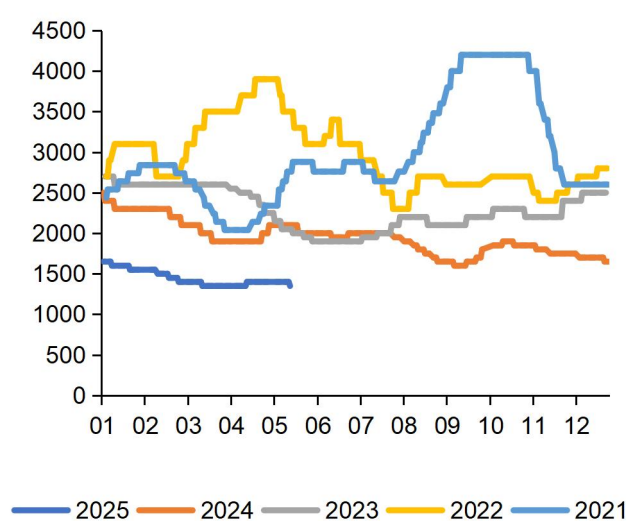
2023-2025Q1 受需求走弱影响，均价有所下滑。临涣焦化公司 2024 年营收 92.4 亿元，同比-17.5%；毛利率-5.1%，同比-1.34pct；净利润-9.9 亿元，同比较 2023 年的-9.1 亿元进一步扩大。

图表 37：焦炭平均售价（元/吨）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 38：山西冶金焦出厂价（元/吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

3) 成本：精煤按照一定比例配合后粉碎，经计量加入焦炉炭化室中，经隔绝空气高温干馏，焦炭成熟后推出，经干熄炉熄焦后，焦炭再分选为冶金焦炭、焦粒、焦粉，焦炉产出荒煤气经过冷却、净化、脱硫、硫铵、洗苯，产出洁净煤气送煤气制甲醇工段。焦炭原材料主要为炼焦精煤，根据主流的配煤比，在焦炭的生产成本中，焦煤成本占到 75%-90%，制造成本占 10%-25%，其余为运输成本、期间费用等，焦炭生产成本主要受上游炼焦煤市场价格波动影响。

2023 年临涣焦化煤化工业务原材料内部采购占比约 76.1%，按市场价格进行结算，临涣焦化与多家大宗原材料供应商建立起战略合作关系以确保主要原材料的稳定供应。

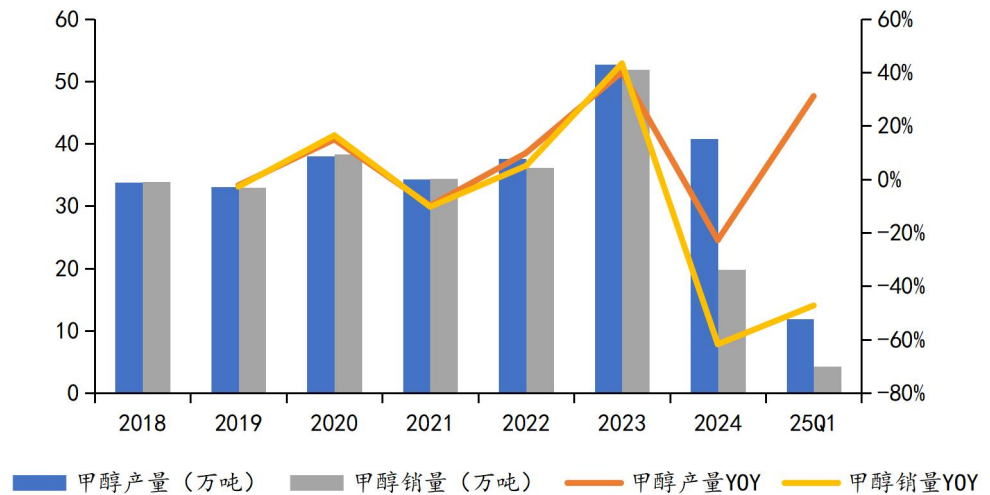
(2) 甲醇

2024 年前甲醇收入占比 6%-10%，2024 年随着乙醇项目进展甲醇更多用于自用，收入占比大幅下滑至 4.1%。2019-2025Q1 甲醇销售收入同比分别

-26.1%/-3.2%/+28.8%/+8.3%/+30.6%/-61.1%/-45.4%。

1) 产 销 量 : 2019-2025Q1 甲 醇 产 量 同 比 分 别 -2.2%/+14.9%/-9.9%/+9.9%/+40.2%/-22.7%/+31.2% ; 销 量 同 比 分 别 -2.8%/+16.5%/-10.3%/+5.1%/+43.4%/-61.8%/-47.2%。2020 年产销量上涨主要受焦化二期项目产能持续释放影响,2023 年产销量大幅增长主要系焦炉煤气综合利用项目投产。2024 年产量同比减少是因为乙醇项目试生产,为保证乙醇装置及整套系统的平稳运行,碳鑫科技的甲醇生产线处于停产状态,甲醇产量基本来自临涣焦化;对外销量同比大幅降低主要系内部乙醇项目消耗。

图表 39: 甲醇产销量(万吨)、YOY



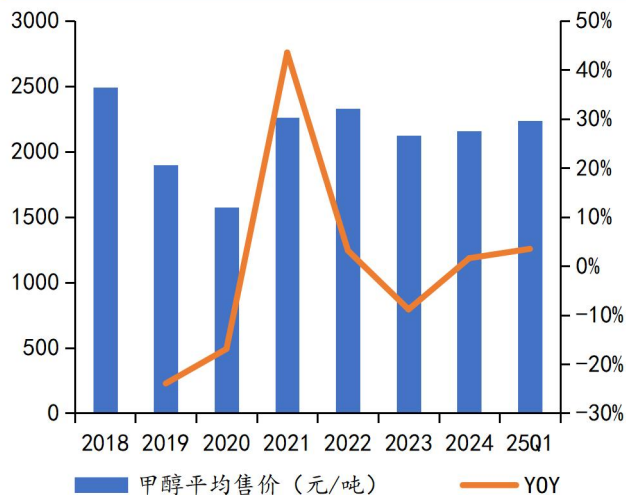
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

2) 平均售价: 甲醇是生产醋酸、甲醛、甲基丙烯酸甲酯、甲胺、硫酸二甲酯等产品的原料, 下游客户为化工、能源行业。

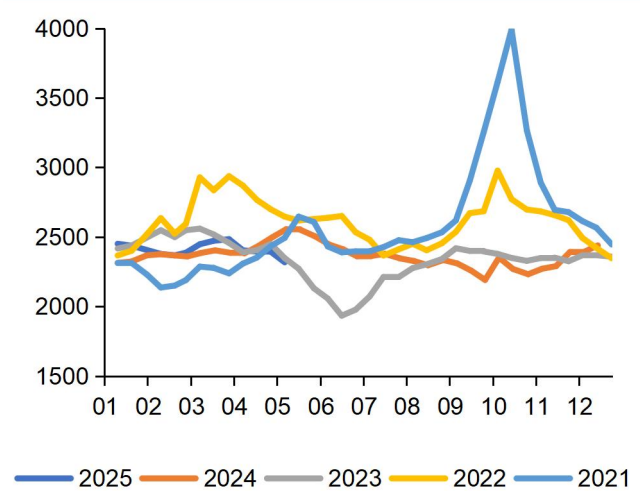
2019-2025Q1 甲 醇 平 均 售 价 同 比 分 别 -23.9%/-16.9%/+43.5%/+3.1%/-8.9%/+1.6%/+3.5%。2019-2020 年受下游需求低迷及国际油价下降等因素影响, 甲醇均价持续下滑。2021 年随着疫情缓和、企业复工复产、海外经济体提振经济等, 化工行业下游主要产业大幅回暖, 对化工品需求持续回升, 均价大幅上升。2022 年延续之前上涨态势, 2023 年受需求走弱影响, 价格有所回落, 2024-25Q1 随着供给收窄价格略有回升。

图表 40: 甲醇平均售价(元/吨)、YOY

图表 41: 甲醇市场价(优等品)(元/吨)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

3) 成本: 临涣焦化甲醇产品主要利用焦炭生产过程产生的焦炉煤气制成; 碳鑫科技甲醇产量主要利用临涣焦化装置的富氢驰放气, 经煤制气补碳制成。焦化过程中的剩余煤气经湿法脱硫、压缩、干法脱硫、甲烷转化、合成压缩, 在合成塔合成甲醇, 粗甲醇送精馏工段分离出精甲醇, 合成产出的驰放气送至苯加氢、高纯氢装置。甲醇生产成本主要受上游炼焦煤、动力煤市场价格波动影响。

3.3 发展潜力: 产业链条不断延伸

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, 以甲醇、乙醇为基础, 积极延伸“煤—焦—氢—醇—酯”煤化工产业链, 优化产品结构。2.51 亿 Nm³/年焦炉煤气分质深度利用项目、3 万吨/年碳酸酯项目、3 万吨/年乙基胺项目正在加快建设。

随着煤制乙醇技术推广, 乙醇的上、下游产品, 如乙基胺、乙酸甲酯、乙酸乙酯等产品将打开更广阔市场空间。公司 3 万吨乙基胺项目正在积极推进, 其中一乙胺年产量为 0.17 万吨/年、二乙胺年产量为 0.58 万吨/年、三乙胺年产量为 2.25 万吨/年。项目采用煤基乙醇胺化技术, 以煤基乙醇和液氨为原料, 临氢加压反应得到乙基胺产品。总投资 2.82 亿元, 用地 125 亩, 项目全部达产后预计年产值 3.8 亿元。

图表 42: 公司主要在建项目情况 (截至 2024 年)

在建项目	产品	实施主体	2024 年产能	最新进度
焦炉煤气分质深度利用项目	LNG	临涣焦化	2.51 亿 Nm ³ /年	2024 年预期 2025 年 3 月投产, 截至 2025 年 2 月 6 日, 项目完成整体形象进度 98.33%。
碳酸酯项目	2.5 万吨 EMC 0.5 万吨 DEC	临涣焦化	3 万吨/年	预期 2025 年 6 月投产

乙基胺项目		碳鑫科技	3万吨/年	2025年3月28日试运行，预期 2025年6月投产
-------	--	------	-------	-------------------------------

数据来源：公司公告、淮北矿业官网、淮北市人民政府、安徽省国资委、淮北市生态环境局、投资者交流平台、淮北新闻网，华福证券研究所

4 非煤：推动煤电一体化，非煤矿山或将成为利润增长极

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，公司可以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，**避免了单一产品存在的市场风险，增厚公司利润规模。**

（1）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，公司拟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，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之控股子公司聚能发电负责实施，于2024年4月开工，力争2025年底前实现“双机双投”，建成后预计年均贡献利润总额1.96亿元。截至2024年，项目配置的739MW新能源指标中406MW指标已落实，用于风电项目。

（2）民爆业务：公司民爆业务由“雷鸣科化”运营，其主要从事民爆器材的生产及销售、矿山开采、承揽爆破工程等业务，主要产品包含工业炸药和工业雷管。**截至23Q1，炸药产能9.2万吨/年，雷管产能6500万发/年。**

图表 43：民爆产品产销情况（截至2023Q1）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
炸药	产能（万吨/年）	8.3	8.7	8.7	9.2	9.2	9.2
	产量（万吨）	7.1	7.0	6.6	6.4	4.9	1.0
	销量（万吨）	7.1	7.0	6.5	6.5	4.9	1.0
	平均售价（元/吨）	5886	5913	5593	5848	7358	7425
	产能利用率(%)	85.1%	80.5%	75.4%	69.9%	53.3%	10.4%
雷管	产能（万发/年）	13000	6500	6500	6500	6500	6500
	产量（万发）	3014	2123	1241	1252	879	123
	销量（万发）	3001	1995	1393	1251	914	147

	平均售价（万/发）	2.37	2.50	2.33	2.66	4.76	10.69
	产能利用率(%)	23.2%	32.7%	19.1%	19.3%	13.5%	1.9%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2018-2024 年民爆业务营收分别为 8.7/9.4/13.5/17.5/16.5/14.7/4.0 亿元，毛利率在 40%-52%之间波动。受行业特点以及需求走弱的影响，2024 年公司民爆板块收缩，收入和利润规模明显下降。

（3）布局非煤矿山业务，加快新矿建设步伐。2016 年，雷鸣科化以 4.35 亿元成功竞得宿州市萧县瓦子口山北、玉山窝象山和所里 3 个建筑石料用灰岩矿采矿权。2021 年，三座石灰石矿山全面生产，公司拥有 4 个石灰岩采矿权，核定产能 1048 万吨/年。2022 年 4 月 28 日，公司子公司靖州雷鸣亿安以 2.79 亿元竞得八姑岩矿区建筑石料用灰岩矿采矿权，资源储量 8942 万吨，设计产能 360 万吨/年。2022 年 12 月 26 日，雷鸣科化以 12.9 亿元竞拍获得海南乐东建筑用花岗岩矿采矿权，资源储储量 3540.69 万方（约亿吨），年开采规模 160 万方，出让年限 20 年。2023 年，公司全年收储砂石资源 3.07 亿吨。2024 年公司非煤矿山建设加速推进，收储石灰石资源 1 亿吨，海南乐东、湖南通道、河南南召等 7 座矿山建成投产，累计收储石灰石资源 1.03 亿吨，新增石灰石资源产能 1640 万吨/年，产能增加至 2740 万吨/年。

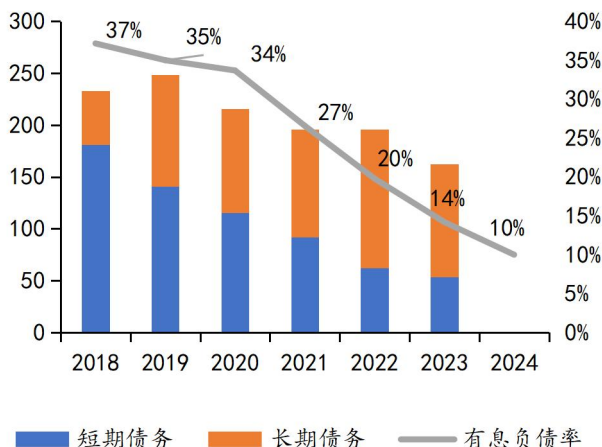
雷鸣科化拥有民爆产品生产、爆破服务、矿山开采全产业链，较独立非煤矿山开采企业具有成本优势，下一步将以延伸发展和综合开发绿色建材产业为模式，着力打造“民爆生产-爆破服务-矿山开采-绿色建材”全产业链体系，**进一步形成以非煤矿山综合开发为主导的利润增长极。**

5 债务结构改善，分红总额提升

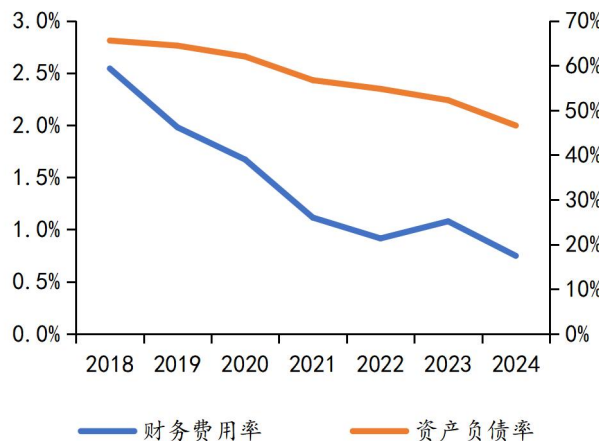
债务规模下降显著，上市以来资产负债率、有息负债率持续降低。上市以来，公司债务规模不断缩减，从 2018 年的 233.3 亿元降低至 2023 年的 162.1 亿元，其中短期债务占比从 2018 年的 77.6%降低至 2023 年的 32.8%，主要系公司偿还了较多短期借款，短期借款从 2018 年的 58.8 亿元降低至 2024 年的 1.3 亿元。随着有息债务规模下降，公司财务费用率从 2018 年的 2.5%降低至 2024 年的 0.7%，资产负债率从 2018 年的 65.6%降低至 2024 年的 46.6%。

图表 44：长短期债务规模（亿元）、有息负债率

图表 45：财务费用率、资产负债率



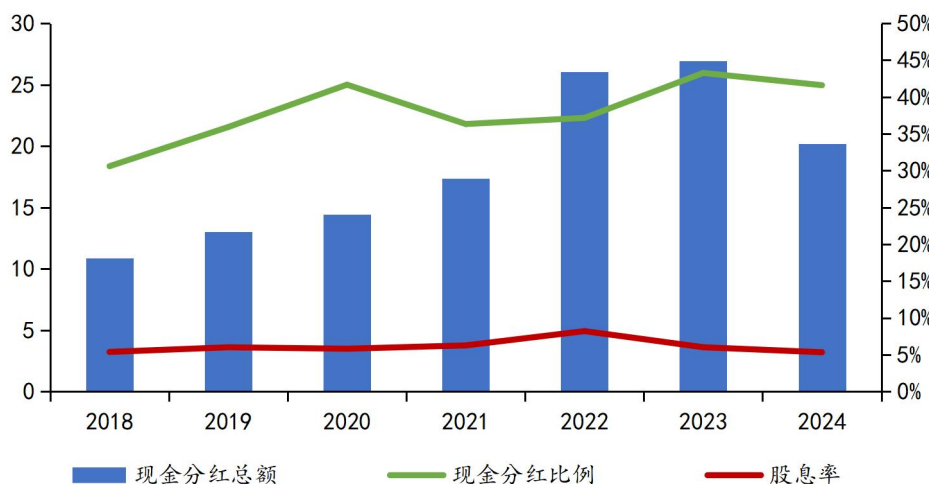
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

凭借相对稳定的盈利水平、持续优化的债务结构，上市以来公司现金分红总额逐年提升，从2018年的10.9亿元提升至2024年的20.2亿元，2024年分红比例41.6%，参考当年底收盘价股息率为5.3%。

图表 46：现金分红金额（亿元）、现金分红比例、股息率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

对比行业主要焦煤公司分红情况，公司分红总额处于行业领先水平，分红比例及股息率处于行业中等水平。

图表 47：焦煤上市公司股息率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
冀中能源	2.7%	2.7%	9.6%	18.1%	15.7%	8.4%	12.7%
平煤股份	0.0%	7.5%	6.1%	9.1%	8.0%	8.6%	6.0%
淮北矿业	5.4%	6.0%	5.8%	6.3%	8.2%	6.0%	5.3%
恒源煤电	7.3%	5.9%	5.2%	7.7%	14.0%	7.6%	5.0%
开滦股份	4.6%	4.0%	4.9%	6.5%	8.6%	4.5%	3.8%
上海能源	2.9%	2.5%	2.7%	1.4%	5.1%	3.0%	3.0%
潞安环能	4.0%	3.3%	3.0%	6.0%	16.9%	7.3%	2.9%
山西焦煤	5.5%	1.6%	1.8%	9.7%	10.3%	8.1%	2.7%
兰花科创	4.6%	3.1%	1.7%	8.0%	7.5%	6.8%	1.8%

辽宁能源	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	1.5%
盘江股份	8.0%	6.5%	5.1%	5.5%	6.1%	4.5%	0.8%
永泰能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

据《未来三年（2025-2027 年）股东回报规划》，未来三年（2025-2027 年）公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的归母净利润的 35%，较前一个三年股东回报规划+5pct。我们预期 2025 年维持 2024 年每股分红水平，即 0.75 元/股，参考 2024 年底收盘价，股息率 5.3%；基于我们预测 2025 年归母净利润 30.2 亿元，分红比例或将提升至 66.8%。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

（1）煤炭业务

1）产销量：停产的信湖煤矿预期 2025 年中后期开始贡献增量，2026 年预期进一步提升。计划 2025 年 12 月投产的陶忽图，2026 年开始贡献产量。随着在建煤化工项目投产，预期对外销售占比 25 年有所下滑，26-27 年因陶忽图煤矿投产预期有所提升。因此我们预期 25-27 年销量同比分别+4.8%/+26.1%/+3.9%。

2）煤价：公司焦煤占比较高，2025 年受焦煤价格下行影响，我们预期 2025 年公司吨煤售价下滑；2026 年生产动力煤的陶忽图煤矿投产后，预期会拉低公司吨煤售价；2027 年预期小幅增长。

3）成本：我们预期 2025-2027 年吨煤成本会阶梯式下降，主要系智能化+利润较高的信湖煤矿开始恢复生产+生产成本较低的陶忽图煤矿投产。

图表 48：煤炭业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭营业收入（亿元）	207	169	133	154	161
YOY	-5.3%	-18.2%	-21.4%	15.8%	4.4%
销量（万吨，对外）	1,783	1,537	1,611	2,032	2,112
YOY	-5.3%	-13.8%	4.8%	26.1%	3.9%
吨煤售价（元/吨）	1,160	1,100	825	758	761
YOY	-0.01%	-5.1%	-25.0%	-8.2%	0.4%
煤炭营业成本（亿元）	106	85	73	82	84
YOY	-4.5%	-19.6%	-14.0%	12.6%	0.0%
吨煤成本（元/吨）	592	553	453	404	398

YOY	0.8%	-6.7%	-18.0%	-10.8%	-1.5%
煤炭毛利润（亿元）	101	84	60	72	77
YOY	-6.0%	-16.8%	-28.8%	19.8%	6.6%
毛利率	48.9%	49.8%	45.1%	46.6%	47.6%
吨煤毛利（元/吨）	567	548	372	353	362
YOY	-0.8%	-3.5%	-32.1%	-5.0%	2.6%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

（2）煤化工业务

1）产销量：①焦炭：焦炭行业供需宽松，价格难有弹性，2024 年已同比减少 22 万吨，2025 预计持续削减，2026-2027 年预期持平。②甲醇：2024 年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。随着乙醇正式投产，2025-2027 预期产能利用率逐渐提升。③乙醇：我们预期 2025-2027 年维持增长。

2）平均销价：受下游需求影响，我们预期 2025 焦炭价格下滑，2026-2027 年持平；甲醇价格 25Q1 表现良好，我们预期 2025-2027 年稳定小幅增长；25Q1 乙醇价格同比下滑，但较 24Q4 已经有所回升，我们预期乙醇价格 2025 全年同比下滑，2026-2027 年保持不变。

3）毛利率：煤化工毛利率受原材料炼焦煤成本影响，2025 年成本随煤价有所下降，但煤化工产品价格下降较大，我们预期毛利率有所下滑，2026-2027 年预期持平。

图表 49：煤化工业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤化工营业收入（亿元）	111	104	79	82	85
YOY	-14.7%	-6.6%	-23.8%	3.3%	4.2%
焦炭销量（万吨）	375	352	301	301	301
YOY	0.0%	-6.1%	-14.6%	0.0%	0.0%
甲醇销量（万吨）	52	20	21	25	27
YOY	43.4%	-61.8%	4.5%	19.4%	9.1%
乙醇销量（万吨）		36	38	39	42
YOY			6.0%	1.7%	7.7%
焦炭平均销价（元/吨）	2,330	1,961	1,471	1,471	1,471
YOY	-19.7%	-15.9%	-25.0%	0.0%	0.0%
甲醇平均销价（元/吨）	2,124	2,157	2,200	2,244	2,289
YOY	-8.9%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
乙醇平均销价（元/吨）		4,999	4,499	4,499	4,499
YOY			-10.0%	0.0%	0.0%
煤化工营业成本（亿元）	89	84	65	67	70
YOY	-3.8%	-5.4%	-23.0%	3.3%	4.2%
煤化工毛利润（亿元）	23	20	15	15	16
YOY	-41.0%	-11.2%	-27.1%	3.3%	4.2%

毛利率	20.3%	19.3%	18.5%	18.5%	18.5%
-----	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为-31.3%、+4.8%、+2.5%，归母净利润增速分别为-37.7%、+25.5%、+11.8%。

图表 50：盈利预测

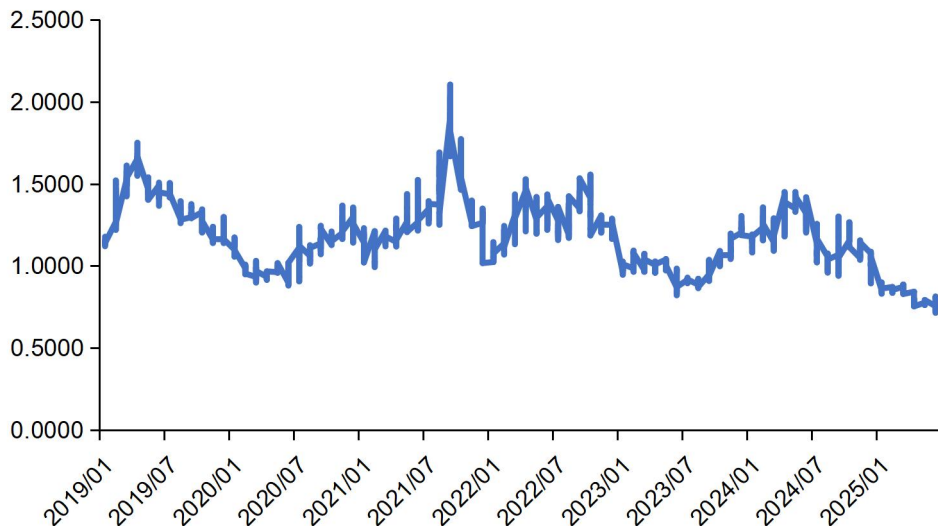
单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	733.9	657.4	451.5	473.2	484.8
YOY	6.3%	-10.4%	-31.3%	4.8%	2.5%
煤炭	206.8	169.1	132.9	154.0	160.7
YOY	-5.3%	-18.2%	-21.4%	15.8%	4.4%
煤化工	111.4	104.1	79.3	81.9	85.4
YOY	-14.7%	-6.6%	-23.8%	3.3%	4.2%
商品贸易	346.2	296.6	148.3	133.5	120.1
YOY	21.5%	-14.3%	-50.0%	-10.0%	-10.0%
其他	69.4	87.6	91.0	103.8	118.7
YOY	18.9%	26.2%	3.9%	14.1%	14.3%
毛利润	138.5	120.2	89.3	103.1	110.2
YOY	-13.4%	-13.2%	-25.7%	15.4%	6.9%
毛利率	18.9%	18.3%	19.8%	21.8%	22.7%
煤炭毛利率	48.9%	49.8%	45.1%	46.6%	47.6%
煤化工毛利率	20.3%	19.3%	18.5%	18.5%	18.5%
商品贸易毛利率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
其他毛利率	16.7%	15.1%	14.6%	14.4%	14.1%
归母净利润	62.2	48.6	30.2	38.0	42.4
YOY	-11.2%	-22.0%	-37.7%	25.5%	11.8%
归母净利率	8.5%	7.4%	6.7%	8.0%	8.8%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

6.2 投资建议

截至 2025 年 6 月 20 日，公司 PB (LYR) 为 0.71 倍，历史分位数 (2019 年至今) 为 0%，已达历史极值，存在低估。

图表 51: 公司 PB 复盘



数据来源: Wind, 华福证券研究所

我们认为淮北矿业凭借煤种和区位优势具有行业领先的吨煤售价，短期信湖煤矿释放+长期陶忽图煤矿投产将释放煤炭业务产能增量，煤化工产业链不断延伸，发展空间可期。与其他主要焦煤公司对比，公司 PE 及 PB 处于相对较低水平、目前 PB 低于 1 倍具备配置价值。参考可比公司 2025 年平均 PB 为 0.8，我们给予一定估值溢价，给予 25 年 1.0 倍 PB，对应目标价 16.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52: 可比公司估值表 (截至 2025 年 6 月 20 日)

证券代码	公司名称	股价（元）	PE				PB			
		2025 年 6 月 20 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000983.SZ	山西焦煤	6.3	11.8	14.5	12.6	12.0	1.27	0.95	0.92	0.89
601666.SH	平煤股份	7.3	8.5	14.2	11.3	9.0	1.01	0.70	0.68	0.65
601699.SH	潞安环能	10.7	12.4	14.1	11.3	9.9	0.92	0.68	0.66	0.64
600348.SH	华阳股份	6.7	9.4	10.2	8.9	8.0	0.93	0.75	0.72	0.67
平均值			10.5	13.3	11.0	9.7	1.03	0.77	0.74	0.71
600985.SH	淮北矿业	11.3	6.2	10.2	8.1	7.3	0.71	0.71	0.68	0.65

数据来源: Wind, 华福证券研究所 (注: 可比公司山西焦煤、平煤股份、潞安环能、华阳股份数据均参考 Wind 一致预期)

7 风险提示

1) 政策变动: 能源或煤炭政策变动会直接影响煤炭及煤化工供需, 环保、安监政策调整也会影响公司生产, 从而影响公司业绩。

2) 宏观经济波动: 经济波动会影响煤炭及煤化工产品供需和价格, 从而影响公司业绩。

3) 煤矿及煤化工建设不及预期: 陶忽图煤矿投资较大, 工期较长, 期间不可控因素较多, 比如施工期间原材料及设备价格上涨、贷款利率调高等, 施工进度也可能因突发情况延后, 从而影响产量贡献。煤化工项目较多, 投产及投产后产能释放

若不及预期会影响煤化工产品产量。

4) 安全隐患: 煤炭生产存在安全隐患, 施工时因不可预见或操作、管理等人为因素等因素都可能引发事故, 从而产生亏损, 如 2023 年 11 月信湖煤矿发生的出水事件。

图表 53：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,284	4,173	2,984	7,933
应收票据及账款	2,603	1,847	1,933	1,983
预付账款	505	362	370	375
存货	3,087	1,859	1,933	1,956
合同资产	588	315	396	413
其他流动资产	3,720	2,837	2,988	3,043
流动资产合计	14,198	11,079	10,209	15,289
长期股权投资	1,055	1,055	1,055	1,055
固定资产	41,092	48,935	49,865	50,719
在建工程	4,264	2,708	1,708	708
无形资产	19,441	19,163	18,896	18,641
商誉	185	185	185	185
其他非流动资产	7,510	8,033	8,565	9,104
非流动资产合计	73,547	80,079	80,275	80,411
资产合计	87,745	91,158	90,483	95,700
短期借款	128	100	100	100
应付票据及账款	13,663	10,504	10,732	10,864
预收款项	0	0	0	0
合同负债	843	677	710	727
其他应付款	3,677	3,677	3,677	3,677
其他流动负债	7,265	6,652	6,783	6,855
流动负债合计	25,575	21,611	22,002	22,222
长期借款	3,676	9,676	6,676	9,676
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	11,618	11,618	11,618	11,618
非流动负债合计	15,294	21,294	18,294	21,294
负债合计	40,869	42,905	40,296	43,516
归属母公司所有者权益	42,389	43,705	45,481	47,300
少数股东权益	4,487	4,549	4,707	4,884
所有者权益合计	46,876	48,254	50,188	52,184
负债和股东权益	87,745	91,158	90,483	95,700

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9,063	6,936	9,169	9,706
现金收益	8,384	7,649	9,254	9,770
存货影响	-187	1,228	-75	-23
经营性应收影响	306	1,099	92	117
经营性应付影响	-114	-3,159	228	131
其他影响	674	120	-331	-289
投资活动现金流	-6,616	-10,632	-4,874	-4,889
资本支出	-7,726	-10,206	-4,500	-4,502
股权投资	71	0	0	0
其他长期资产变化	1,039	-426	-374	-386
融资活动现金流	-3,446	3,585	-5,483	132
借款增加	-3,432	5,972	-3,000	3,000
股利及利息支付	-3,020	-2,465	-3,019	-3,299
股东融资	773	0	0	0
其他影响	2,234	78	535	431

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	65,735	45,153	47,319	48,484
营业成本	53,712	36,222	37,008	37,461
税金及附加	863	593	621	636
销售费用	198	216	226	232
管理费用	3,285	2,935	3,076	3,151
研发费用	1,933	1,328	1,392	1,426
财务费用	370	367	463	445
信用减值损失	-314	-119	-162	-198
资产减值损失	-128	-201	-186	-171
公允价值变动收益	-3	16	19	11
投资收益	165	135	146	149
其他收益	363	322	322	336
营业利润	5,470	3,724	4,750	5,314
营业外收入	59	73	81	71
营业外支出	121	124	124	123
利润总额	5,408	3,674	4,707	5,262
所得税	932	588	753	842
净利润	4,476	3,086	3,954	4,420
少数股东损益	-379	62	158	177
归属母公司净利润	4,855	3,024	3,796	4,244
EPS（按最新股本摊薄）	1.80	1.12	1.41	1.58

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-10.4%	-31.3%	4.8%	2.5%
EBIT 增长率	-24.5%	-30.1%	27.9%	10.4%
归母公司净利润增长率	-22.0%	-37.7%	25.5%	11.8%
获利能力				
毛利率	18.3%	19.8%	21.8%	22.7%
净利率	6.8%	6.8%	8.4%	9.1%
ROE	10.4%	6.3%	7.6%	8.1%
ROIC	10.7%	6.7%	8.7%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	47.1%	44.5%	45.5%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	12	14	12	12
存货周转天数	20	25	18	19
每股指标（元）				
每股收益	1.80	1.12	1.41	1.58
每股经营现金流	3.36	2.58	3.40	3.60
每股净资产	15.74	16.23	16.89	17.56
估值比率				
P/E	6	10	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	0	0	0	0

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn