

# 淮北矿业 (600985.SH)

## 煤价下行拖累业绩，煤炭产量增长可期

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年半年报：**2025H1 公司实现营收 206.8 亿元，同比-44.6%，归母净利润 10.3 亿元，同比-64.9%。其中 2025Q2 公司实现营收 100.8 亿元，同比-49.5%，环比-4.9%，归母净利润 3.4 亿元，同比-74.7%、环比-50.8%。

**煤炭业务：2025Q2 产销量环比改善，但价格继续下跌，业绩承压。**2025Q2 公司商品煤产量 460 万吨，同比-9.6%，环比+6.8%，商品煤销售量 350 万吨，同比-12.5%，环比+17.9%；吨煤售价/成本/毛利分别为 748/426/322 元/吨，分别同比-364/-111/-253 元/吨，环比-190/-94/-96 元/吨。2025Q2 煤炭业务实现销售收入/毛利分别为 26/11 亿元，同比-41%/-51%，环比-6%/-9%。炼焦煤价格在 7 月中上旬开始反弹，煤炭业务下半年有望改善。陶忽图煤矿有望于 2026 年上半年建成，公司煤炭产量增长可期。

**煤化工业务：产销量增加，售价下跌，相关子公司减亏。**2025Q2 焦炭、甲醇、乙醇产量分别为 97/19/13 万吨，同比 +17%/+168%/+76%，环比 +30%/+58%/+39%，销量分别为 98/7/13 万吨，同比+17%/+98%/+103%，环比 +40%/+68%/+41%，平均售价（不含税）1361/2070/4979 元/吨，同比 -30%/-6%/-8%，环比-9%/-7%/+4%。成本方面，2025Q2 洗精煤采购单价（不含税）1006 元/吨，同比-37%，环比-16%。从子公司的盈利情况看，上半年，临涣焦化减亏约 2.8 亿元，碳鑫科技减亏 1 亿元。

**项目进展：**聚能发电 2×660MW 超超临界燃煤发电项目#2 冷却塔外筒到顶，铁路专用线和电力送出线路开工建设；陶忽图矿副井与中央风井、副井与主井提前贯通，中央风井已经具备提升条件，地销系统按期开工建设；雷鸣科化河南南召青山矿项目开工建设，取得云南华坪干箐矿采矿权；收储 2,347 万吨涡北矿深部资源。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 21/31/39 亿元（前值为 32.6/45.1/47.5 亿元）。考虑公司作为我国焦煤龙头之一，煤炭产量有较大增长空间，煤化工、非煤矿山等业务均具备一定成长性，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

### 公司研究·财报点评

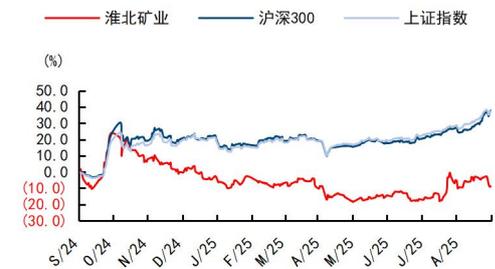
#### 煤炭·煤炭开采

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

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 12.46 元  
 总市值/流通市值 33558/33558 百万元  
 52 周最高价/最低价 19.78/11.19 元  
 近 3 个月日均成交额 289.66 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《淮北矿业 (600985.SH) - 华东焦煤龙头，项目增长可期》 —— 2025-05-23
- 《淮北矿业 (600985.SH) - 焦煤价格下行拖累业绩，煤电化新项目加快推进》 —— 2024-04-28
- 《淮北矿业 (600985.SH) - 业绩和分红稳健，煤化工业务将成为新增长点》 —— 2024-04-01
- 《淮北矿业 (600985.SH) - 三季度业绩小幅下降，煤焦化一体平抑市场波动》 —— 2023-10-28
- 《淮北矿业 (600985.SH) - 精煤产率提升，煤化工承压，新项目加快推进》 —— 2023-09-12

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	73,592	65,875	54,140	57,370	58,627
(+/-%)	6.3%	-10.5%	-17.8%	6.0%	2.2%
净利润(百万元)	6225	4855	2117	3142	3907
(+/-%)	-11.2%	-22.0%	-56.4%	48.4%	24.3%
每股收益(元)	2.51	1.80	0.79	1.17	1.45
EBIT Margin	10.3%	8.9%	4.8%	7.0%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	11.5%	4.9%	6.9%	8.2%
市盈率 (PE)	5.0	6.9	15.8	10.7	8.6
EV/EBITDA	6.4	7.9	12.6	9.8	8.3
市净率 (PB)	0.83	0.79	0.77	0.74	0.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**公司发布 2025 年半年报：**2025H1 公司实现营收 206.8 亿元，同比-44.6%，归母净利润 10.3 亿元，同比-64.9%。其中 2025Q2 公司实现营收 100.8 亿元，同比-49.5%，环比-4.9%，归母净利润 3.4 亿元，同比-74.7%、环比-50.8%。

图1：公司营业收入及增速（亿元；%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

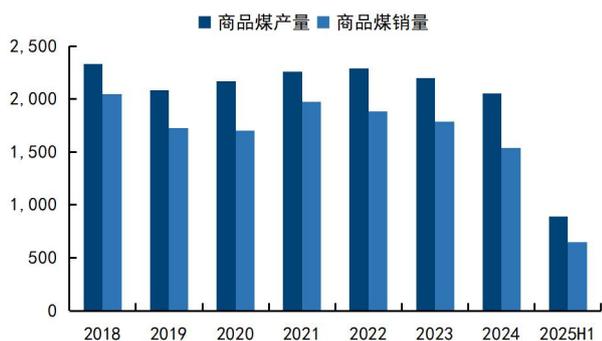
图2：公司归母净利润及增速（亿元；%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**煤炭业务：2025Q2 产销量环比改善，但价格继续下跌，业绩承压。**2025Q2 公司商品煤产量 460 万吨，同比-9.6%，环比+6.8%，商品煤销售量 350 万吨，同比-12.5%，环比+17.9%；吨煤售价/成本/毛利分别为 748/426/322 元/吨，分别同比-364/-111/-253 元/吨，环比-190/-94/-96 元/吨。2025Q2 煤炭业务实现销售收入/毛利分别为 26/11 亿元，同比-41%/-51%，环比-6%/-9%。炼焦煤价格在 7 月中上旬开始反弹，煤炭业务下半年有望改善。陶忽图煤矿有望于 2026 年上半年建成，公司煤炭产量增长可期。

图3：公司商品煤产销售情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

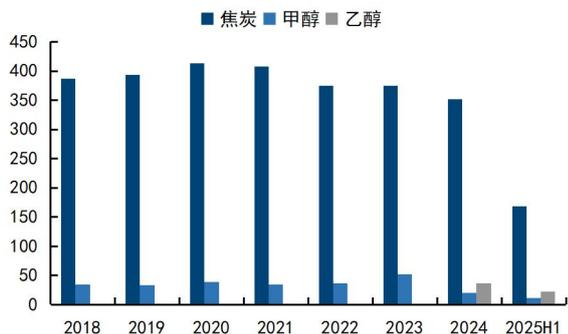
图4：公司煤炭销售情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

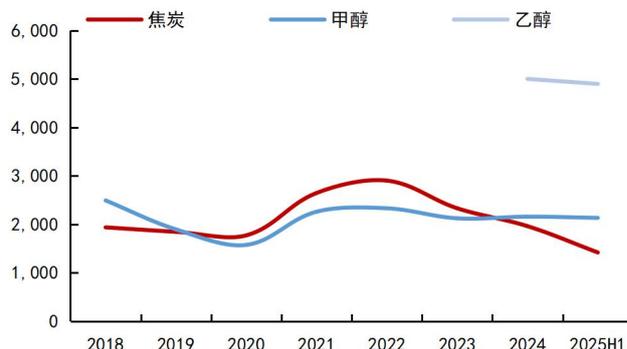
**煤化工业务：产销量增加，售价下跌，相关子公司减亏。**2025Q2 焦炭、甲醇、乙醇产量分别为 97/19/13 万吨，同比+17%/+168%/+76%，环比+30%/+58%/+39%，销量分别为 98/7/13 万吨，同比+17%/+98%/+103%，环比+40%/+68%/+41%，平均售价（不含税）1361/2070/4979 元/吨，同比-30%/-6%/-8%，环比-9%/-7%/+4%。成本方面，2025Q2 洗精煤采购单价（不含税）1006 元/吨，同比-37%，环比-16%。从子公司的盈利情况看，上半年，临涣焦化减亏约 2.8 亿元，碳鑫科技减亏 1 亿元。

图5: 公司煤化工产品销量变化 (万吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司煤化工产品单位售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**项目进展:** 聚能发电 2×660MW 超超临界燃煤发电项目#2 冷却塔外筒到顶, 铁路专用线和电力送出线路开工建设; 陶忽图矿副井与中央风井、副井与主井提前贯通, 中央风井已经具备提升条件, 地销系统按期开工建设; 雷鸣科化河南南召青山矿项目开工建设, 成功取得云南华坪干箐矿采矿权; 收储 2,347 万吨涡北矿深部资源。

**投资建议:** 维持“优于大市”评级。由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期, 下调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 21/31/39 亿元 (前值为 32.6/45.1/47.5 亿元)。考虑公司作为我国焦煤龙头之一, 煤炭产量有较大增长空间, 煤化工、非煤矿山等业务均具备一定成长性, 维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5445	4284	4284	4284	4284	营业收入	73592	65875	54140	57370	58627
应收款项	2915	2814	2313	2451	2505	营业成本	59538	53712	45229	46696	46931
存货净额	2900	3087	2582	2646	2645	营业税金及附加	876	863	709	751	768
其他流动资产	4499	2939	2415	3442	3518	销售费用	202	198	163	172	176
<b>流动资产合计</b>	<b>18965</b>	<b>14198</b>	<b>12668</b>	<b>13897</b>	<b>14025</b>	管理费用	3672	3285	3248	3442	3518
固定资产	42450	45361	50860	52940	52756	研发费用	1752	1933	2166	2295	2345
无形资产及其他	18164	19441	19009	18577	18145	财务费用	791	491	404	555	508
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)
<b>资产总计</b>	<b>86991</b>	<b>87745</b>	<b>91282</b>	<b>94159</b>	<b>93671</b>	其他收入	(1484)	(1588)	(1802)	(1932)	(1982)
短期借款及交易性金融负债	3082	2570	8651	9266	6574	营业利润	7072	5470	2316	3553	4477
应付款项	13926	13663	11428	11712	11707	营业外净收支	(16)	(62)	(62)	(62)	(62)
其他流动负债	10321	9342	7861	8079	8089	<b>利润总额</b>	<b>7056</b>	<b>5408</b>	<b>2254</b>	<b>3491</b>	<b>4415</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>27329</b>	<b>25575</b>	<b>27940</b>	<b>29058</b>	<b>26371</b>	所得税费用	1106	932	387	600	758
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6225</b>	<b>4855</b>	<b>2117</b>	<b>3142</b>	<b>3907</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18118</b>	<b>15294</b>	<b>15394</b>	<b>15494</b>	<b>15594</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>45447</b>	<b>40869</b>	<b>43334</b>	<b>44552</b>	<b>41965</b>	净利润	6225	4855	2117	3142	3907
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	43604	45407	47650	折旧摊销	4295	3534	3470	3912	4182
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>86991</b>	<b>87745</b>	<b>91282</b>	<b>94159</b>	<b>93671</b>	公允价值变动损失	185	131	433	433	433
						财务费用	791	491	404	555	508
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	1183	(1177)	(2056)	(620)	(21)
每股收益	2.51	1.80	0.79	1.17	1.45	其它	(113)	(117)	(169)	(150)	(145)
每股红利	1.33	1.12	0.33	0.50	0.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>11759</b>	<b>7127</b>	<b>3821</b>	<b>6723</b>	<b>8357</b>
每股净资产	15.03	15.74	16.19	16.86	17.69	资本开支	0	(5963)	(9000)	(6000)	(4000)
ROIC	12.56%	9.54%	4%	5%	7%	其它投资现金流	(817)	2133	0	0	0
ROE	16.69%	11.45%	5%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(821)</b>	<b>(3760)</b>	<b>(9000)</b>	<b>(6000)</b>	<b>(4000)</b>
毛利率	19%	18%	16%	19%	20%	权益性融资	(1)	773	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	5%	7%	8%	负债净变化	(2359)	(44)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	14%	11%	14%	15%	支付股利、利息	(3289)	(3020)	(902)	(1338)	(1664)
收入增长	6%	-10%	-18%	6%	2%	其它融资现金流	(2649)	827	6081	615	(2692)
净利润增长率	-11%	-22%	-56%	48%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(13946)</b>	<b>(4528)</b>	<b>5179</b>	<b>(723)</b>	<b>(4357)</b>
资产负债率	57%	52%	52%	52%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>(3008)</b>	<b>(1161)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	9.8%	9.0%	2.7%	4.0%	5.0%	货币资金的期初余额	8453	5445	4284	4284	4284
P/E	5.0	6.9	15.8	10.7	8.6	货币资金的期末余额	5445	4284	4284	4284	4284
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	1265	(5411)	616	4211
EV/EBITDA	6.4	7.9	12.6	9.8	8.3	权益自由现金流	0	2048	335	771	1097

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

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。

## 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

## 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

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中所提及的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 层  
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