

淮北矿业(600985)

煤炭

发布时间: 2024-02-19

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

华东区域焦煤龙头，产能扩张提升业绩弹性

报告摘要:

华东区域焦煤龙头，两大业务齐头并进。公司主营业务为煤炭和煤化工，受益于成本管控，公司23年前三季度利润小幅下降3%，相较于可比公司，公司盈利更稳定。公司销售净利率呈整体上升趋势，期间费用率处同业较低水平。公司经营现金流波动上升，资本结构持续优化，股利支付率维持稳定，22年为37.16%。

煤炭兼具煤质和区位优势，新增产能有望提升公司业绩。公司煤种齐全，以焦煤为主。公司位于长三角经济圈，公司运输优势明显。公司优质产能逐步投产：信湖煤矿后续有望贡献增量；陶忽图煤矿800万吨/年产能预计25年投产，公司根据过往煤价测算达产后利润总额约10.4亿元。公司23年商品煤产量受地质变化阶段性下降，预计公司焦煤产量在24年有望恢复到22年约1150万吨的水平，25年有50-100万吨的增长；商品煤23-25年销量预计分别为1783、1820、1861万吨。24年公司吨煤售价有望上升，吨成本下降。

持续延长煤化工产业链，布局乙醇有望增厚业绩。公司煤化工产能持续扩大，50万吨/年甲醇产能预计23年底满产，将作为原料用于24年中投产的60万吨/年乙醇项目。乙醇价格高于甲醇，25年满产有望带来10亿元利润增量；23年7月，驰放气制备高纯氢及焦仓项目投入试生产；10万吨DMC项目预计24年投产。焦炭供需持续收紧，价格有望回升；甲醇价格随供需维持震荡；乙醇价格较稳定。公司煤化工板块吨成本持续承压，毛利率持续下降，22年为29%，较21年下降11pct。

民爆业务收入稳定，提前布局砂石骨料。民爆业务收入稳定，22年实现营收16.82亿元，净利润4.05亿元，对公司利润形成较好补充。公司提前布局砂石骨料业务，收购新矿，确保利润可持续性。

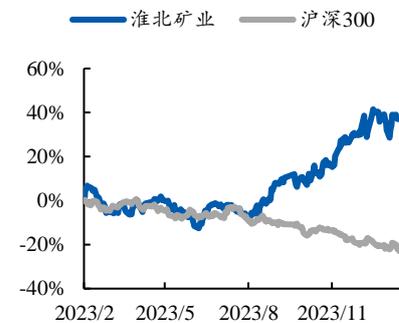
盈利预测与投资建议：预计公司2023-2025年营业收入为681.5/708.6/735.1亿元，同比为-1.55%/+3.98%/+3.73%；归母净利润为61.3/69.5/76.4亿元，同比为-12.6%/+13.4%/+10.0%；EPS为2.47/2.80/3.08元/股；对应PE为7.41/6.54/5.94倍。考虑到公司煤炭兼具煤质和区位优势，未来有新增产能投放，煤化工产业链延长有望增厚盈利，首次覆盖给予“买入”评级。

股票数据

2024/02/08

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	18.30
12个月股价区间(元)	11.06-18.55
总市值(百万元)	45,403.01
总股本(百万股)	2,481
A股(百万股)	2,481
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	32

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	29%	51%
相对收益	1%	36%	69%

相关报告

- 《煤炭2023年策略：开启新一轮景气周期》
--20230104
- 《2022下半年煤炭行业供需分析与展望》
--20220805

风险提示：产品价格超预期下跌；项目投产不及预期；生产安全事故

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	65,526	69,225	68,150	70,860	73,506
(+/-)%	25.12%	5.64%	-1.55%	3.98%	3.73%
归属母公司净利润	4,908	7,010	6,126	6,945	7,642
(+/-)%	41.49%	42.83%	-12.60%	13.36%	10.04%
每股收益(元)	2.04	2.83	2.47	2.80	3.08
市盈率	5.48	4.52	7.41	6.54	5.94
市净率	1.02	0.95	1.20	1.02	0.87
净资产收益率(%)	19.65%	23.11%	16.24%	15.55%	14.61%
股息收益率(%)	3.83%	5.74%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481

证券分析师：王政

执业证书编号：S0550522060001

13798232411 wangzheng2@nesc.cn

目录

1.	华东区域焦煤龙头，两大业务齐头并进	4
1.1.	安徽国资控股，华东区域焦煤龙头	4
1.2.	公司盈利较稳定，费用管控能力强	5
1.3.	经营现金流逐年提升，股利支付率维持稳定	8
2.	煤炭兼具煤质和区位优势，新增产能有望提升业绩	12
2.1.	公司煤种齐全，区位优势明显	12
2.2.	持续置换先进产能，不断优化资源结构	14
2.3.	焦煤供给增量有限，需求回升有望抬升煤价	17
2.4.	商品煤以外销为主，产量阶段性下降	18
2.5.	煤炭售价同比上涨，加大成本管控毛利率上升	19
3.	持续延长产品链，布局乙醇加厚业绩	22
3.1.	乙醇项目 24 年中投产，煤化工板块再迎增量	22
3.2.	焦炭供应端持续收紧，甲醇供需或维持震荡	23
3.3.	煤化工产品售价下跌，成本上升致业绩承压	27
4.	民爆业务收入稳定，提前布局砂石骨料	30
5.	盈利预测与投资建议	31
5.1.	盈利预测	31
5.2.	投资建议	33
6.	风险提示	35

图表目录

图 1:	淮北矿业发展历程	4
图 2:	淮北矿业股权结构 (截至 2023 年 Q3 末)	4
图 3:	淮北矿业业务结构	5
图 4:	2018-2023Q1-Q3 公司总营业收入及变化 (亿元, %)	5
图 5:	2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润及变化 (亿元, %)	5
图 6:	2018-2023Q1-Q3 公司总营业收入变化同业对比 (%)	6
图 7:	2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润变化同业对比 (%)	6
图 8:	2018-2022 年公司营业收入占比变化 (亿元)	6
图 9:	2018-2022 年公司毛利占比变化 (亿元)	6
图 10:	2018-2023Q1-Q3 公司销售净利率 (%)	7
图 11:	2018-2022 年公司各业务毛利率 (%)	7
图 12:	淮北矿业与可比公司应收账款周转率 (次)	7
图 13:	淮北矿业与可比公司存货周转率 (次)	7
图 14:	2018-2023Q1-Q3 销售费用率同业对比 (%)	8
图 15:	2018-2023Q1-Q3 管理费用率同业对比 (%)	8
图 16:	2018-2023Q1-Q3 财务费用率同业对比 (%)	8
图 17:	2018-2023Q1-Q3 期间费用率同业对比 (%)	8
图 18:	2018-2023Q1-Q3 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金情况 (亿元)	9
图 19:	2018-2023Q1-Q3 经营现金流净额 (亿元)	9
图 20:	2018-2023Q1-Q3 投资现金流净额 (亿元)	10
图 21:	2018-2023Q1-Q3 筹资现金流净额 (亿元)	10
图 22:	淮北矿业与可比公司资产负债率情况 (%)	10
图 23:	淮北矿业 2018-2022 年股利支付率 (%)	10
图 24:	淮北矿业股息率同业对比 (%) (截至 24 年 2 月 8 日)	11

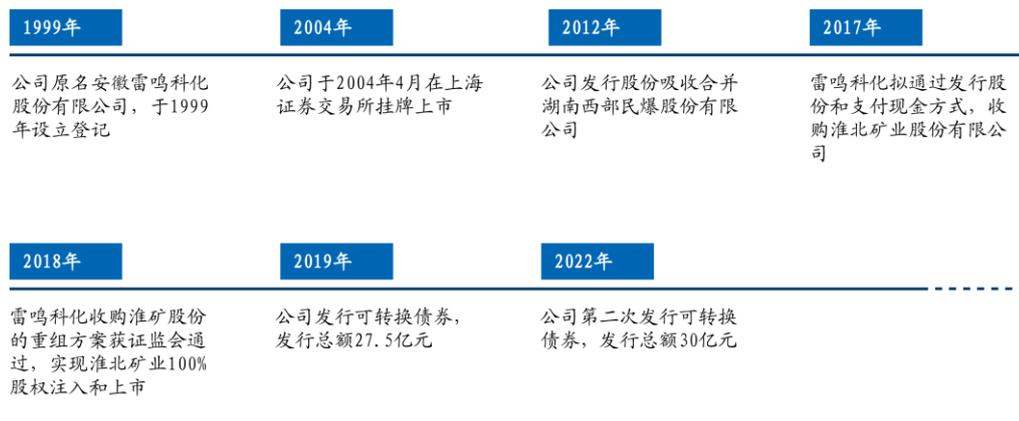
图 25: 各焦煤公司所处区位分析	13
图 26: 安徽及周围六省焦炭总消费量 (亿吨, %)	13
图 27: 安徽及周围六省用电总量 (万亿千瓦时)	13
图 28: 安徽及周围六省煤炭总消费量 (亿吨, %)	14
图 29: 安徽及周围六省原煤总产量 (亿吨, %)	14
图 30: 2022 年公司煤炭长协销售占比 (%)	14
图 31: 2022 年公司煤炭下游客户销售情况 (%)	14
图 32: 中国煤炭开采和洗选业固定资产投资增速	17
图 33: 2018-2023 年前 9 月新批煤矿项目 (万吨)	17
图 34: 2023-2027 年我国新增产能预测 (万吨/年)	17
图 35: 2018-2025 年全球冶金煤产量预测 (百万吨)	18
图 36: 2018-2023 年公司商品煤产量变化 (万吨, %)	19
图 37: 2018-2022 年商品煤产量结构 (万吨, %)	19
图 38: 2018-2022 年公司商品煤销售结构 (万吨, %)	19
图 39: 2018-2023Q1-Q3 公司吨煤售价、毛利及毛利率 (元/吨, %)	20
图 40: 2018-2022 年各煤种吨煤销售价格 (元/吨)	20
图 41: 2018-2022 年各煤种吨煤销售成本 (元/吨)	20
图 42: 2018-2022 年各煤种吨煤毛利 (元/吨)	20
图 43: 2018-2022 年各煤种产品毛利率 (%)	20
图 44: 公司焦煤产品价格与京唐港主焦煤价格对比 (元/吨)	21
图 45: 淮北矿业在职员工与人均工效 (人, 吨/年)	21
图 46: 国内乙醇与甲醇价格对比 (元/吨)	23
图 47: 2018-2023 年煤化工产品产销量 (万吨)	23
图 48: 2011-2022 年中国焦炭产能及变化 (万吨, %)	24
图 49: 甲醇总产能分工艺占比情况 (万吨)	24
图 50: 甲醇设计产能及利用率 (万吨/年, %)	24
图 51: 2017-2023 年甲醇进口数量及同比 (万吨/年, %)	25
图 52: 2022 年中国甲醇下游行业消费结构占比 (%)	25
图 53: 2018-2023 年 MTO 产能及开工率 (万吨/年, %)	26
图 54: 2018-2023 年甲醛产能及利用率 (万吨/年, %)	26
图 55: 2018-2023H1 公司煤化工营业收入变化 (亿元, %)	27
图 56: 2018-2022 年公司煤化工营业成本变化 (亿元, %)	27
图 57: 2018-2022 年煤化工毛利变化 (亿元, %)	28
图 58: 2018-2022 年煤化工毛利率 (%)	28
图 59: 公司控股公司临涣焦化 2018-2022 年归母净利润变化 (亿元, %)	28
图 60: 2018-2023Q1-Q3 公司焦炭售价及变化 (元)	29
图 61: 2018-2023Q1-Q3 公司甲醇售价及变化 (元)	29
图 62: 2020-2024 年可比公司 PE-煤价相关性情况 (元/吨, 倍)	34
表 1: 《未来三年 (2022-2024) 股东回报规划》	11
表 2: 中国主要炼焦煤矿区资源和性质	12
表 3: 淮北矿业煤种及资源情况 (截至 2022 年末)	15
表 4: 淮北矿业炼焦煤选煤厂	16
表 5: 淮北矿业主要煤化工业务投产产能情况	22
表 6: 2024 年甲醇下游投产规划	26
表 7: 2020-2023Q1 公司民爆产品产销情况	30
表 8: 淮北矿业煤炭业务盈利预测	31
表 9: 淮北矿业煤化工业务盈利预测	32
表 10: 淮北矿业各业务营收及盈利预测	33
表 11: 淮北矿业可比公司相对估值表	34

1. 华东区域焦煤龙头，两大业务齐头并进

1.1. 安徽国资控股，华东区域焦煤龙头

2018年淮北矿业通过资产注入雷鸣科化实现借壳上市。淮北矿业集团位于安徽淮北市，始建于1958年，前身为淮北矿业局。雷鸣科化于2004年在上海证券交易所挂牌上市。2018年雷鸣科化收购淮矿股份的重组方案获证监会通过，实现淮北矿业100%股权注入和上市，并更名为淮北矿业。公司于2019及2022年分别发行两次可转换债券，总额依次为27.5和30亿元。

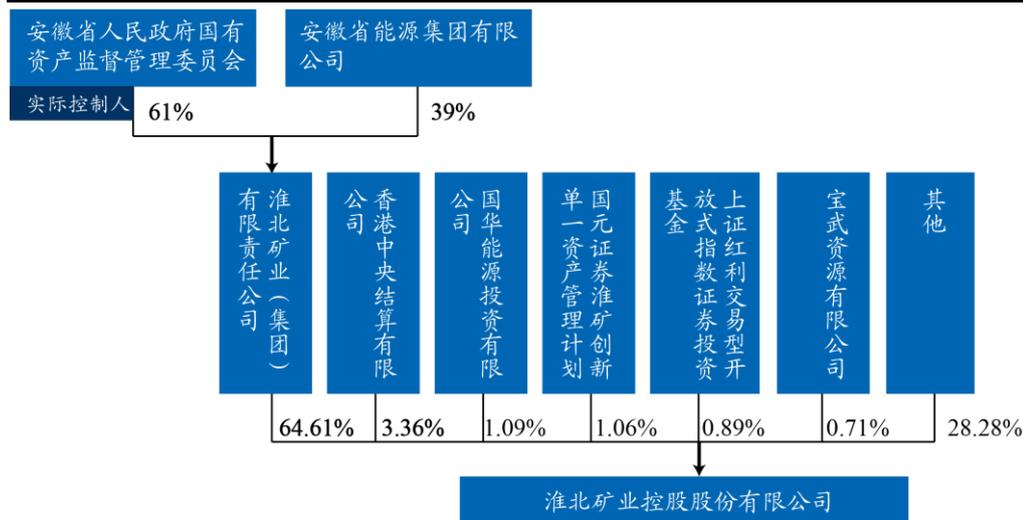
图 1：淮北矿业发展历程



数据来源：公司公告、东北证券

安徽省国资委是公司的实际控制人。截至23年Q3末，淮北矿业集团有限责任公司持有公司64.61%股权，为公司第一大股东。安徽省国资委控制淮北矿业61%的股份，是公司的实际控制人。

图 2：淮北矿业股权结构（截至2023年Q3末）

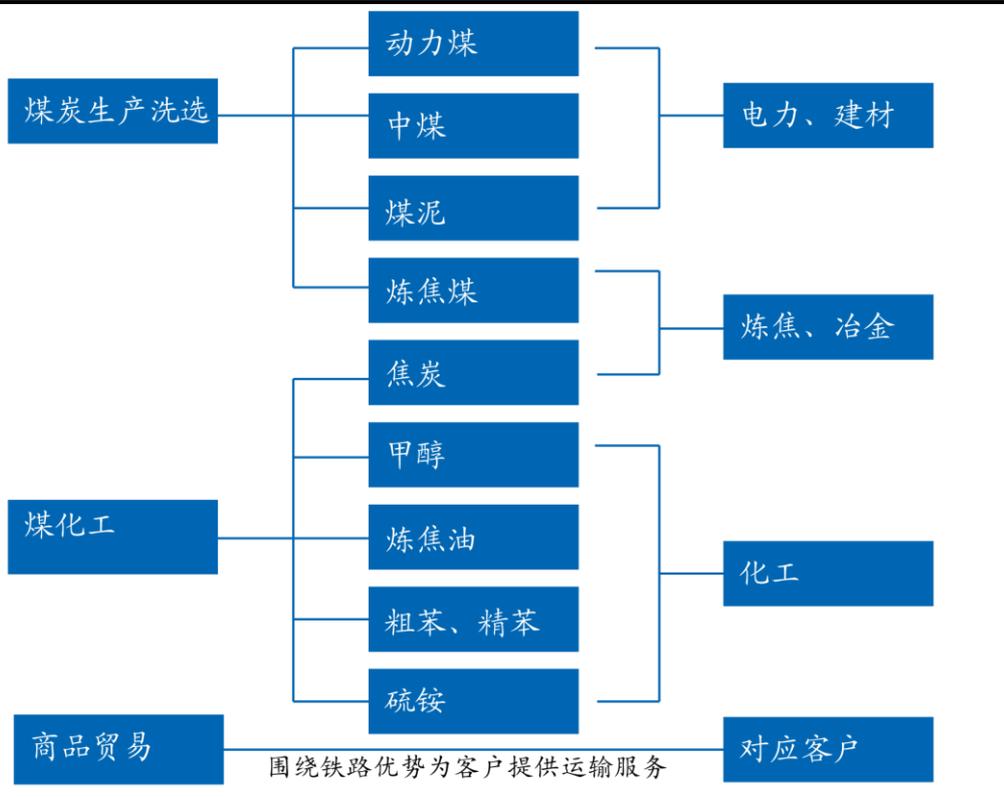


数据来源：公司公告、东北证券

公司主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售，煤化工产品的生产、销售等业务。公司煤炭产品主要包括炼焦煤和动力煤。炼焦精煤主要用于炼制焦炭，而焦炭多用于冶炼钢铁；动力煤的主要用途为供热、发电、建材、化工等。公司煤化工产

品主要以焦炭为主，具有低硫、冷热强度高的特点，主要用于钢铁行业；以甲醇为辅，其余煤化工产品有粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。

图 3：淮北矿业业务结构

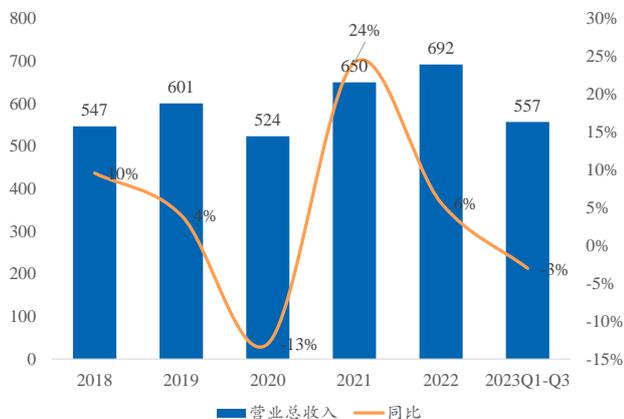


数据来源：公司公告、东北证券

1.2. 公司盈利较稳定，费用管控能力强

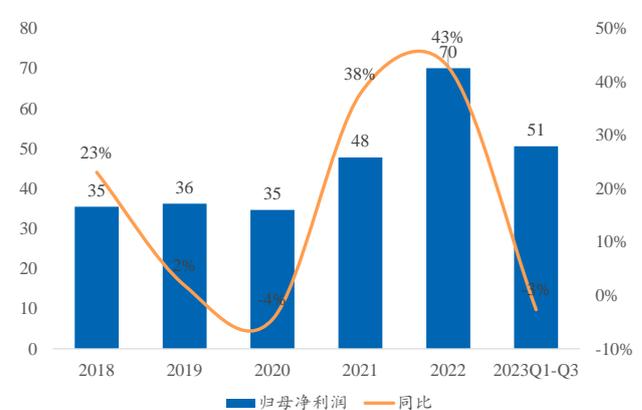
受益于成本管控，公司 23 年前三季度业绩仅小幅下降。受益于煤炭价格上涨，公司 22 年业绩创历史新高，实现营业收入 692 亿元，同比增长 6%；归母净利润 70 亿元，同比增长 43%。截至 23 年 Q3 末，公司实现营业收入 557 亿元，同比下降 3%；归母净利润 51 亿元，同比下降 3%。

图 4：2018-2023Q1-Q3 公司总营业收入及变化（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

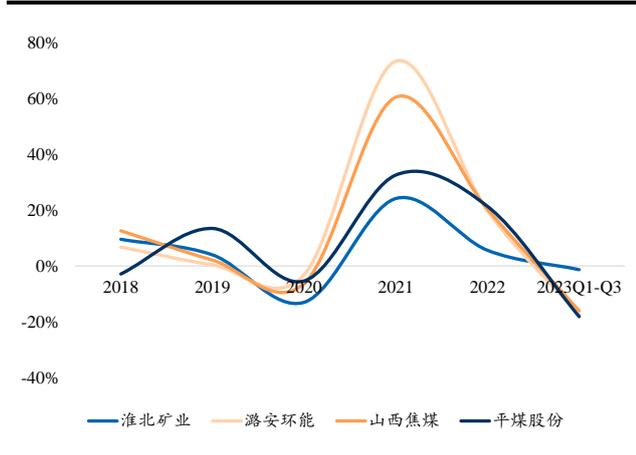
图 5：2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润及变化（亿元，%）



数据来源：公司公告、东北证券

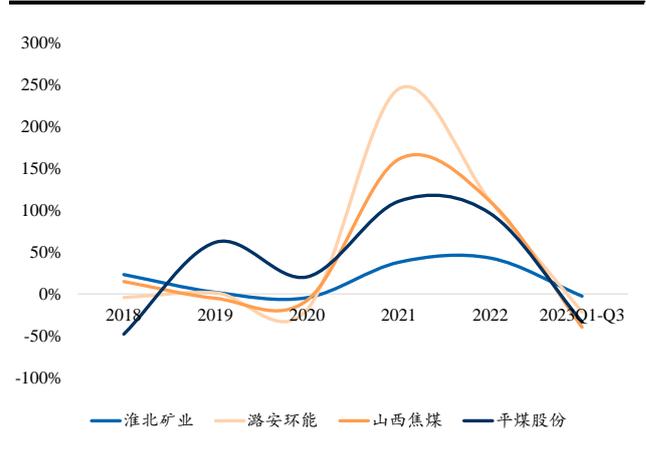
公司盈利变化较同业公司更稳定。公司自 21 年起，营业收入和归母净利润变化均较同业可比公司更稳定。公司 22 年营收同比上升 6%、潞安环能同比上升 20%、山西焦煤同比上升 20%、平煤股份同比上升 21%；23 年前三季度公司营收同比下降 3%，降幅小于同业公司。公司 22 年归母净利润同比上升 43%，潞安环能同比上升 110%、山西焦煤同比上升 110%、平煤股份同比上升 96%；23 年前三季度归母净利润同比下降 3%、潞安环能同比下降 22%、山西焦煤同比下降 40%、平煤股份同比下降 34%。

图 6：2018-2023Q1-Q3 公司总营业收入变化同业对比 (%)



数据来源：公司公告、东北证券

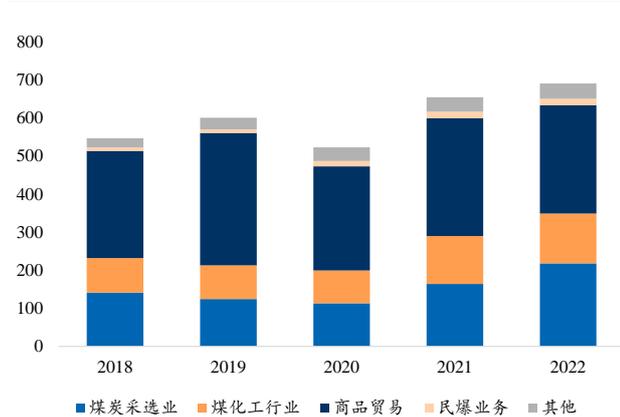
图 7：2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润变化同业对比 (%)



数据来源：公司公告、东北证券

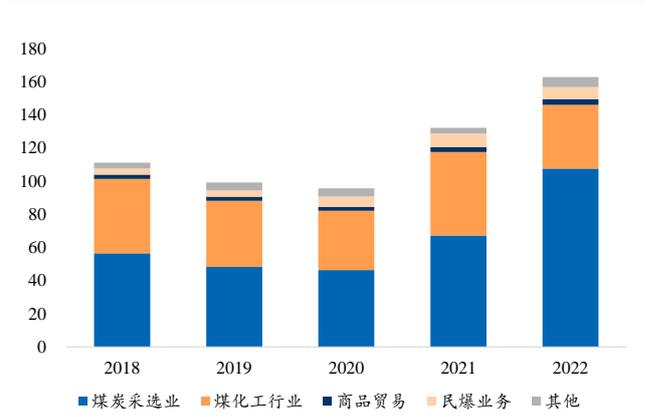
煤炭、煤化工业务是公司主要利润来源。2022 年公司营收主要来源于商品贸易、煤炭和煤化工业务，占比分别为 41%、32%、19%；毛利主要来源于煤炭和煤化工板块，占比分别为 66%、24%。

图 8：2018-2022 年公司营业收入占比变化 (亿元)



数据来源：公司公告、东北证券

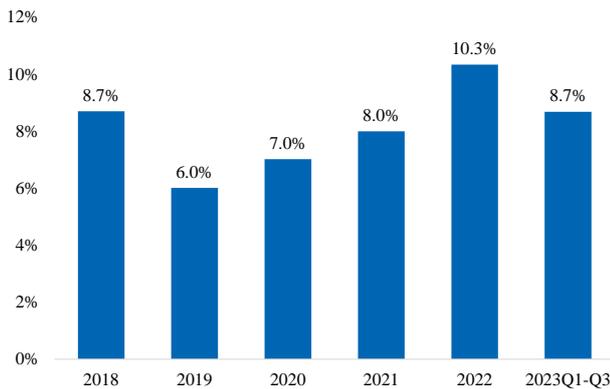
图 9：2018-2022 年公司毛利占比变化 (亿元)



数据来源：公司公告、东北证券

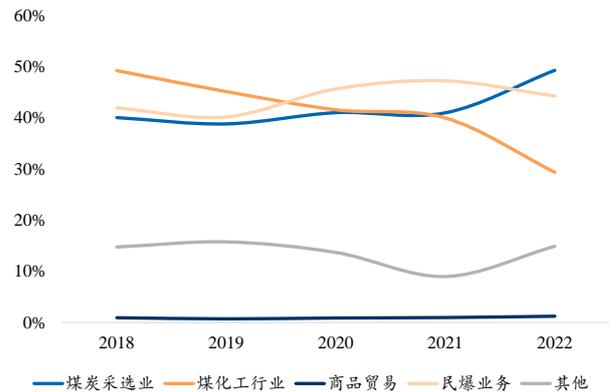
公司销售净利率呈整体上升趋势。受益于公司产品价格上涨，2022 年公司销售净利率 10.3%，较 21 年上升 2.3pct，23 年前三季度为 8.7%。从各业务来看，煤炭板块的毛利率最高，22 年为 49.3%；民爆业务 22 年毛利率为 44.3%；煤化工 22 年毛利率为 29.4%。

图 10: 2018-2023Q1-Q3 公司销售净利率 (%)



数据来源: 公司公告、东北证券

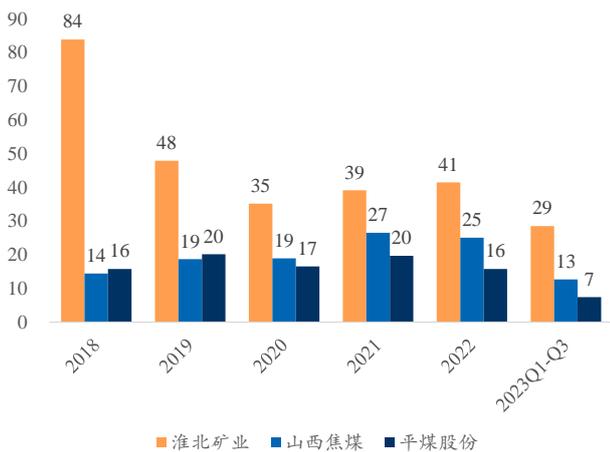
图 11: 2018-2022 年公司各业务毛利率 (%)



数据来源: 公司公告、东北证券

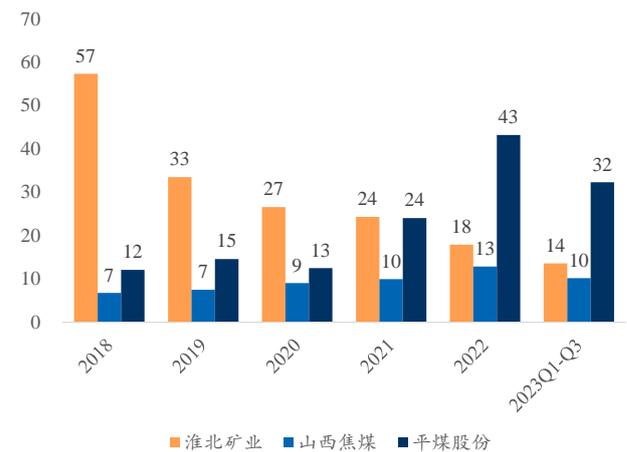
公司存货与应收账款周转情况表现优异。公司应收账款周转率显著高于同行业可比公司, 22 年和 23 年前三季度公司应收账款周转率分别为 41 和 29 次。公司存货周转率 22 年和 23 年前三季度分别为 18 和 14 次, 优于山西焦煤。

图 12: 淮北矿业与可比公司应收账款周转率 (次)



数据来源: Wind、东北证券

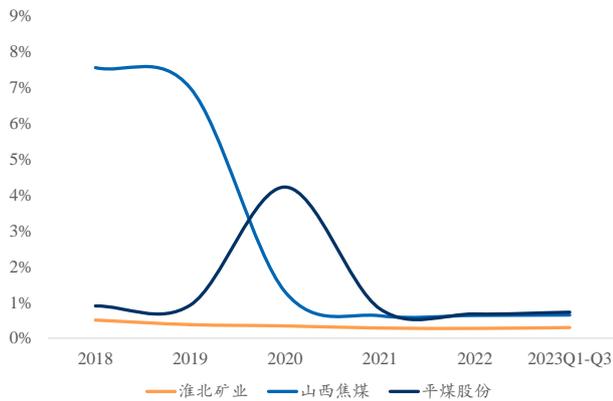
图 13: 淮北矿业与可比公司存货周转率 (次)



数据来源: Wind、东北证券

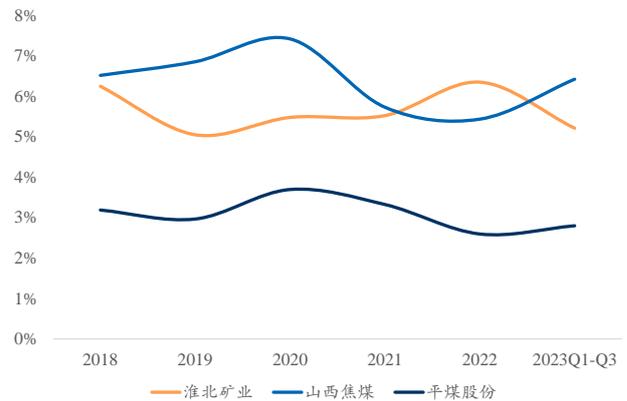
公司费用管控能力强, 期间费用率处同业较低水平。公司近半收入来源于贸易业务, 叠加优秀的运营管理模式和内部费用管控机制, 使其期间费用处于较低水平。其中, 公司债务结构不断优化, 偿债能力持续增强, 财务费用率逐年下降。与山西焦煤和平煤股份两家可比公司对比, 截至 23 年 Q3 末, 公司期间费用率处于最低水平, 其中, 销售费用率和财务费用率常年均低于两家可比公司。

图 14: 2018-2023Q1-Q3 销售费用率同业对比 (%)



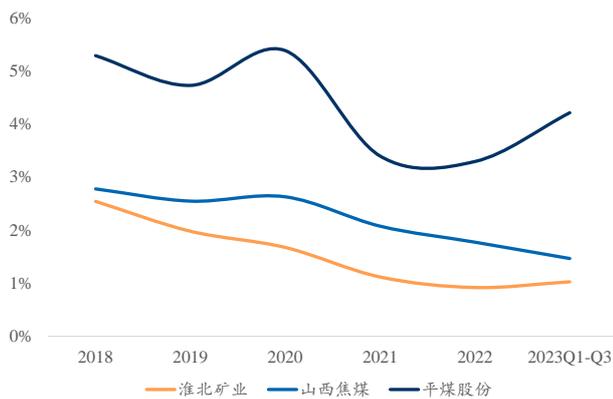
数据来源: 公司公告、东北证券

图 15: 2018-2023Q1-Q3 管理费用率同业对比 (%)



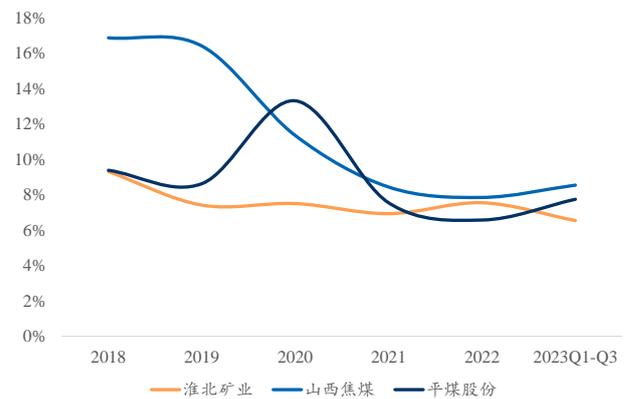
数据来源: 公司公告、东北证券

图 16: 2018-2023Q1-Q3 财务费用率同业对比 (%)



数据来源: 公司公告、东北证券

图 17: 2018-2023Q1-Q3 期间费用率同业对比 (%)

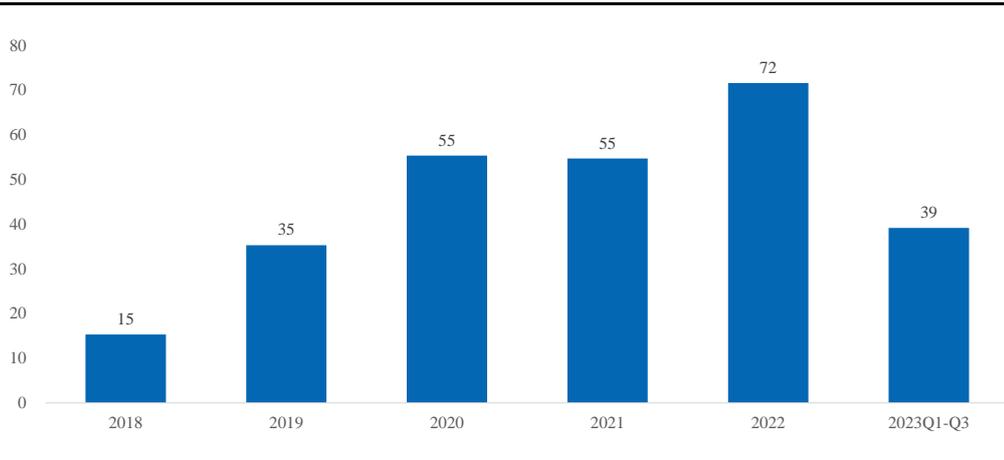


数据来源: 公司公告、东北证券

1.3. 经营现金流逐年提升, 股利支付率维持稳定

资本开支呈逐年上升趋势。22 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 72 亿元, 较 21 年增加 17 亿元。其中, 固定资产投资同比增加 7.25%; 无形资产同比增加 21.75%, 主要原因是增加矿业权资产所致; 其他非流动资产同比增加 30.97%, 主要原因是一年以上的工程质保金增加所致。截至 2023 年 Q3 末, 公司资本支出 39 亿元, 同比增长 81%。

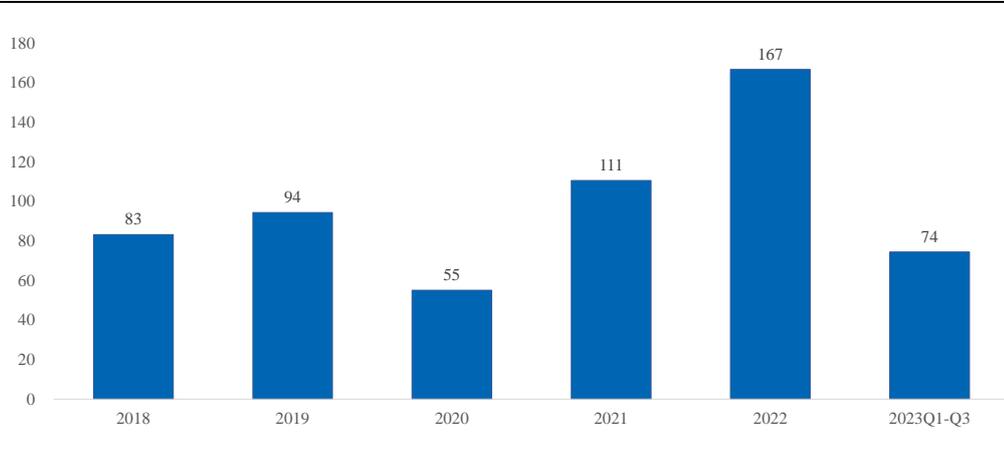
图 18：2018-2023Q1-Q3 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金情况（亿元）



数据来源：公司公告、东北证券

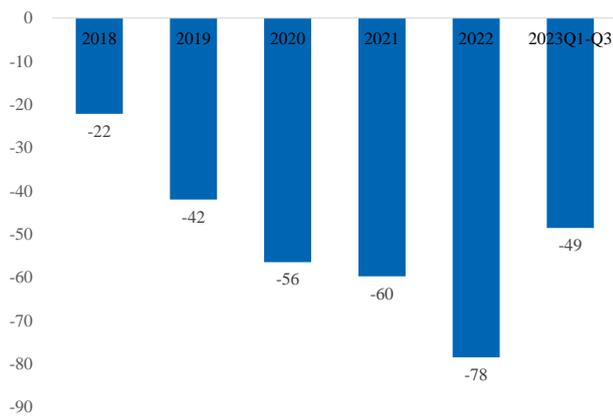
公司经营现金流呈波动上升趋势，投资现金流呈较高水平。公司 2018 年以来呈现波动上升趋势。公司 22 年经营现金流净额为 167 亿元，同比增加 50.81%，主要原因是本期公司营业收入增加，收到的现汇比例提高所致。23 年前三季度经营现金流为 74 亿元，同比下降 28%；22 年公司投资现金流净流出 78 亿元，同比增加 31.37%，主要原因是构建长期资产支出所致。23 年前三季度投资现金流 49 亿元，同比增加 87%；22 年筹资现金流净流出 55 亿元，同比增长 77.60%，主要原因是本期偿还债务现金支出同比增加所致。23 年前三季度筹资现金流流出 47 亿元，同比增加 34%。

图 19：2018-2023Q1-Q3 经营现金流净额（亿元）



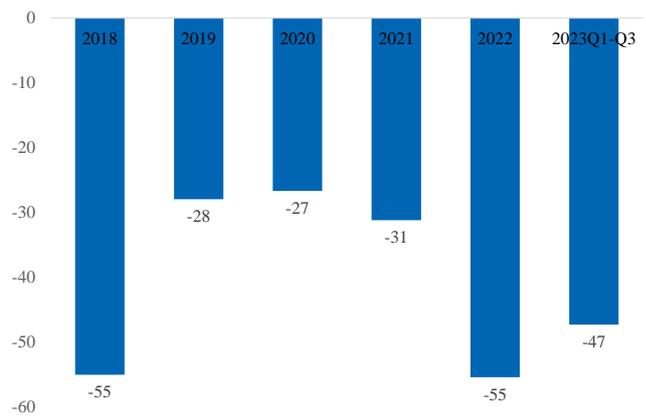
数据来源：公司公告、东北证券

图 20: 2018-2023Q1-Q3 投资现金流净额 (亿元)



数据来源: 公司公告、东北证券

图 21: 2018-2023Q1-Q3 筹资现金流净额 (亿元)

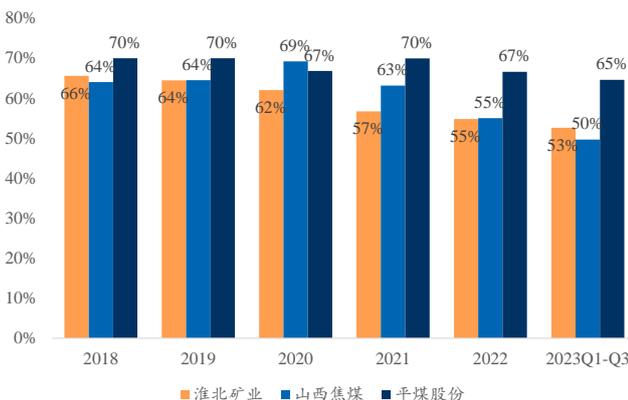


数据来源: 公司公告、东北证券

公司于 2019 及 2022 年分别发行两次可转换债券, 总额依次为 27.5 和 30 亿元。19 年募集的 27.5 亿中, 7 亿元用于偿还公司债务(截止 23 年三季度末, 公司净有息负债归零), 15.7 亿元用于焦炉煤气综合利用项目, 4.8 亿元用于智能化采煤工作面设备购置项目。至 2021 年 7 月, 累计有 27.5 亿元“淮矿转债”已转换为公司股票, 累计转股数量为 308,623,690 股, 公司持股由 75% 下降到 65.67%。公司 21 年 7 月 3 日公告已全部赎回“淮矿转债”, 股价小幅波动但不影响后续股价上涨。公司于 2022 年再次发行可转换债券, 募集 30 亿资金, 截至 2023 年 12 月, “淮 22 转债”累计转股金额为 45,000 元, 累计因转股形成的股份数量为 3036 股, 占“淮 22 转债”转股前公司已发行股份总额的 0.00012%。此次可转债后续转股方案及市场影响或可参考前一次可转债情形。

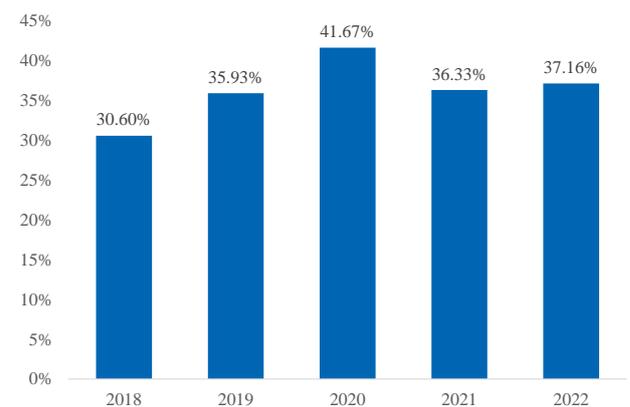
资本结构持续优化, 股利支付率维持稳定。公司资产负债率持续下降, 22 年为 55%, 较 21 年下降 2pct。截至 23 年 Q3 末, 公司资产负债率降至 52.64%, 比年初下降 2.14 pct。与可比公司对比, 公司资产负债率处于中低水平。22 年公司股利支付率 37.16%, 较 21 年小幅上升, 整体维持稳定。

图 22: 淮北矿业与可比公司资产负债率情况 (%)



数据来源: 公司公告、东北证券

图 23: 淮北矿业 2018-2022 年股利支付率 (%)



数据来源: 公司公告、东北证券

公司分红维持稳定, 分红比例不低于 30%。公司于 2021 年发布《未来三年(2022-2024) 股东回报规划》, 报告中指出, 在符合现金分红条件的情况下, 未来三年(2022-2024 年) 公司承诺每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 30%。在实际分红时, 公司发展阶段属成熟期且无重大

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/656221140224010050>