

淮北矿业 (600985.SH)

煤焦一体业绩稳健，精细化延伸可期

买入

核心观点

公司营收平稳，业绩显著增长。2022年，公司全年实现营业收入 690.62 亿元，同比增加 5.52%；利润总额 82.57 亿元，同比增加 31.79%；归属于母公司净利润 70.10 亿元，同比增加 42.83%；每股收益 2.83 元，同比增加 35.41%。业绩增长主因焦煤价格上涨，煤炭板块毛利率提升 8.3 个百分点。

煤炭板块量价齐升，精煤产率提升。2022年，商品煤产量 2290.28 万吨，同比增加 32.73 万吨。商品煤销售均价 1159.9 元/吨，同比增长 43.9%。原煤质量改善，精煤占比提升。全年入洗煤灰分 38.7%，同比下降 1.35 个百分点，精煤产率 50.2%，同比提高 0.8 个百分点。2023 年，公司预期实现商品煤产量 2330 万吨。

化工板块承压，毛利率显著下降。2022 年，生产焦炭 368.92 万吨，同比减少 40.72 万吨；焦炭平均售价 2900.82 元/吨（不含税），同比增加 255.10 元/吨；生产甲醇 37.65 万吨，同比增加 3.38 万吨；甲醇平均销售价格 2330.21 元/吨（不含税），同比增加 70.88 元/吨。由于成本端煤价较高，化工板块毛利率下降 10.6 个百分点。

依托现有焦化产业，向高端新材料延伸。基于当前煤焦生产一体化优势，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，延伸产业链条，优化产品结构，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨级碳基新材料项目。2022 年，年产 50 万吨甲醇项目顺利投产，年产 60 万吨无水乙醇、10 万吨 DMC 和弛放气制备高纯氢等一批项目陆续开工建设，公司向高端化、多元化、低碳化发展迈出坚实步伐。

现金分红维持高位，股息率显著提升。2022 年，根据利润分配预案，分红金额为 26.05 亿元，同比增长 50.0%；每股股利 1.05 元，对应 3 月 28 日收盘价，股息率为 8.1%。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2023-2024 年归母净利润 72/74/76 亿元，同比增速为 2.0/4.1/2.6%；摊薄 EPS=2.88/3.00/3.08 元，当前股价对应 PE=4.5/4.3/4.2x。2023 年，公司提出归母净利润 70.77 亿元的目标，彰显公司信心。考虑公司煤焦化一体以及新建乙醇项目，积极发展新材料，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭需求下降、新能源替代煤电、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65,038	69,225	77,563	81,648	85,242
(+/-%)	24.2%	6.4%	12.0%	5.3%	4.4%
净利润(百万元)	4780	7010	7152	7446	7641
(+/-%)	37.8%	46.6%	2.0%	4.1%	2.6%
每股收益(元)	1.93	2.83	2.88	3.00	3.08
EBIT Margin	10.4%	13.1%	11.4%	11.1%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	17.5%	21.0%	19.3%	18.3%	17.2%
市盈率 (PE)	6.7	4.6	4.5	4.3	4.2
EV/EBITDA	7.7	5.9	7.0	7.0	7.1
市净率 (PB)	1.18	0.97	0.87	0.79	0.72

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

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.00 元
总市值/流通市值	32253/32253 百万元
52 周最高价/最低价	17.83/12.62 元
近 3 个月日均成交额	191.39 百万元

市场走势



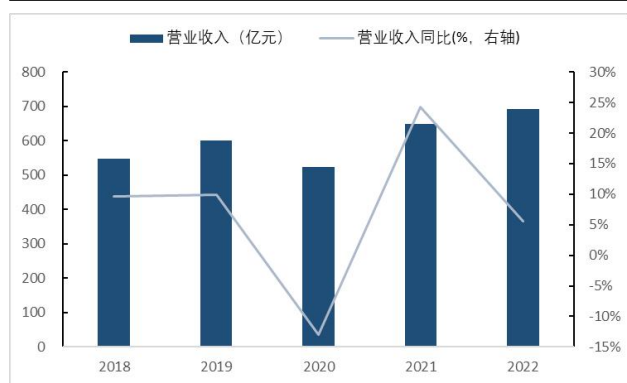
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《淮北矿业 (600985.SH) - 煤焦化一体已成型，精细化延伸促成长》——2022-11-14

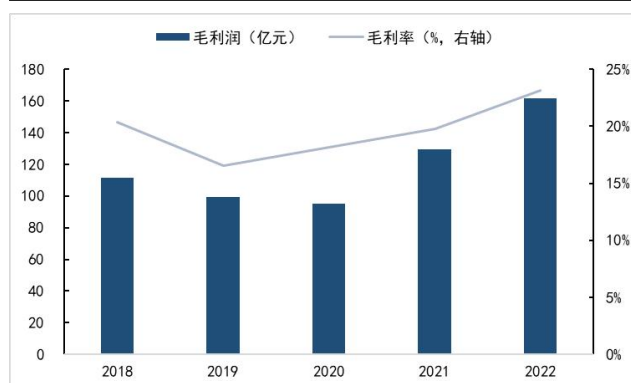
公司营收平稳，业绩显著增长。2022 年，公司全年实现营业收入 690.62 亿元，同比增加 5.52%；利润总额 82.57 亿元，同比增加 31.79%；归属于母公司净利润 70.10 亿元，同比增加 42.83%；每股收益 2.83 元，同比增加 35.41%。业绩增长主因焦煤价格上涨，煤炭板块毛利率提升 8.3 个百分点。

图1：营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：毛利润及毛利率（单位：亿元、%）

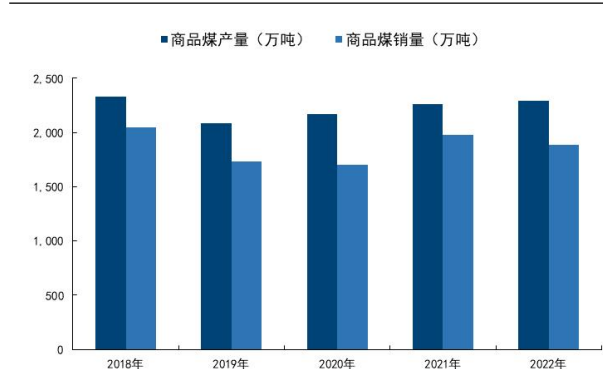


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤炭板块量价齐升，精煤产率提升。2022 年，商品煤产量 2290.28 万吨，同比增加 32.73 万吨。商品煤销售均价 1159.9 元/吨，同比增长 43.9%。原煤质量改善，精煤占比提升。全年入洗煤灰分 38.7%，同比下降 1.35 个百分点，精煤产率 50.2%，同比提高 0.8 个百分点。2023 年，公司预期实现商品煤产量 2330 万吨。

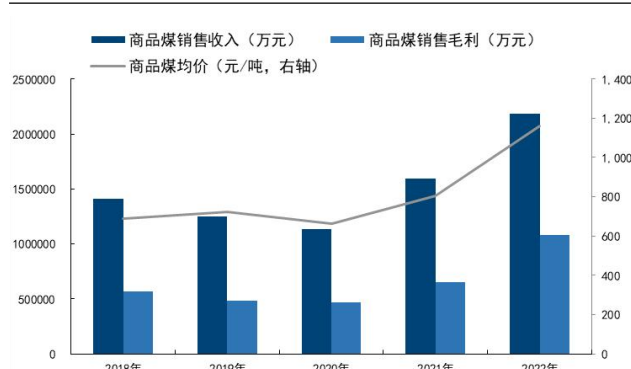
化工板块承压，毛利率显著下降。2022 年，生产焦炭 368.92 万吨，同比减少 40.72 万吨；焦炭平均售价 2900.82 元/吨（不含税），同比增加 255.10 元/吨；生产甲醇 37.65 万吨，同比增加 3.38 万吨；甲醇平均销售价格 2330.21 元/吨（不含税），同比增加 70.88 元/吨。由于成本端煤价较高，化工板块毛利率下降 10.6 个百分点。

图3：煤炭产销量变化



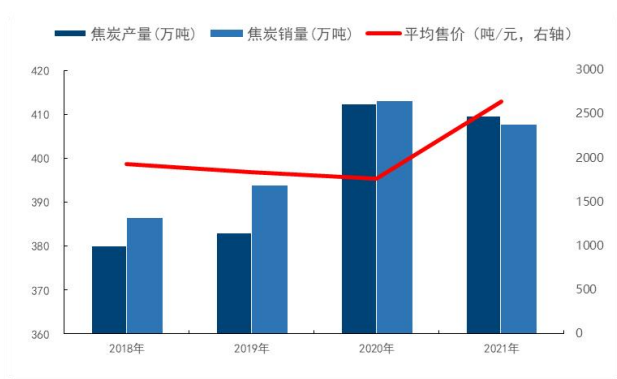
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：商品煤销售收入、毛利及均价



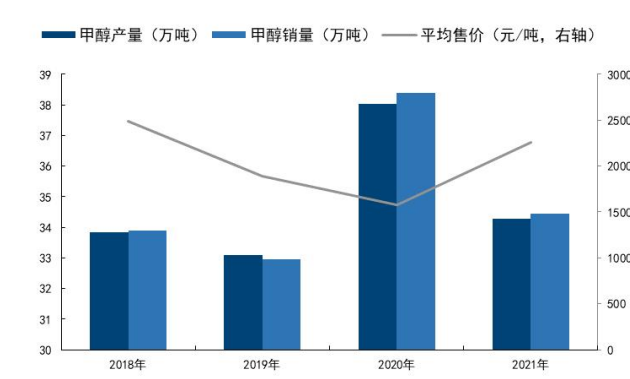
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 焦炭产销量、价格变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 甲醇产销量、价格变化

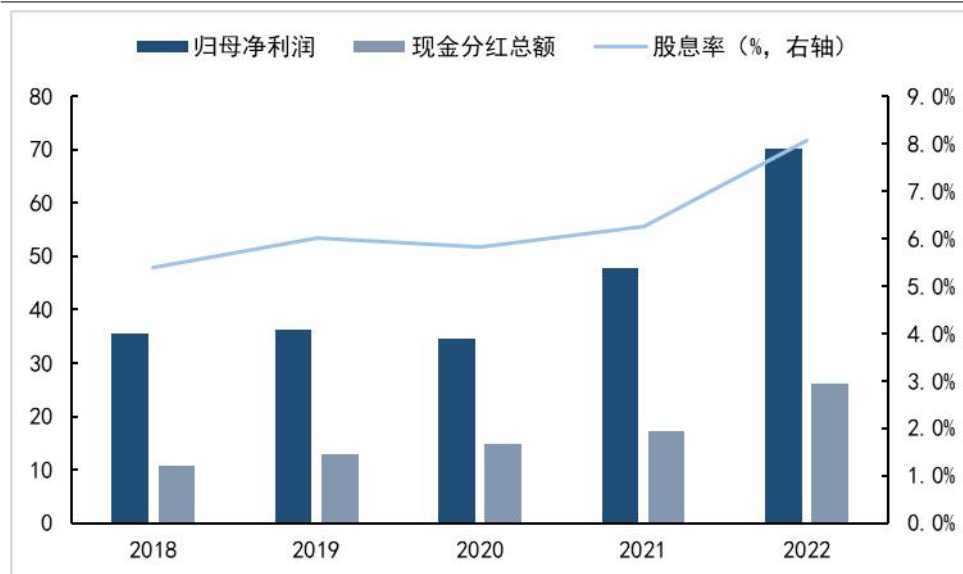


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

依托现有焦化产业，向高端新材料延伸。基于当前煤焦生产一体化优势，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，延伸产业链条，优化产品结构，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨级碳基新材料项目。2022年，年产50万吨甲醇项目顺利投产，年产60万吨无水乙醇、10万吨DMC和弛放气制备高纯氢等一批项目陆续开工建设，公司向高端化、多元化、低碳化发展迈出坚实步伐。

现金分红维持高位，股息率显著提升。2022年，根据利润分配预案，分红金额为26.05亿元，同比增长50.0%；每股股利1.05元，对应3月28日收盘价，股息率为8.1%。

图7: 公司分红情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑公司年产50万吨甲醇项目顺利投产，年产60万吨无水乙醇公司等项目逐步投产贡献业绩，预计2023-2024年归母净利润72/74/76亿元（2023-2024原为65/68亿元），2023-2024年利润同比增速

为 2.0/4.1/2.6%；摊薄 EPS=2.88/3.00/3.08 元，当前股价对应 PE=4.5/4.3/4.2x。2023 年，公司提出归母净利润 70.77 亿元的目标，彰显公司信心。考虑公司煤焦化一体以及新建乙醇项目，积极发展新材料，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600395.SH	盘江股份	7.13	153.05	0.87	1.1	1.45	1.87	8.20	6.48	4.92	3.81	增持
000983.SZ	山西焦煤	10.66	554.64	1.02	2.04	2.20	2.34	10.48	5.23	4.85	4.56	未评级
601225.SH	陕西煤业	19.15	1,856.59	2.18	3.63	3.27	3.37	8.78	5.28	5.85	5.69	未评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：未评级公司采用为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5189	8453	19301	26619	34049	营业收入	65038	69225	77563	81648	85242
应收款项	3086	2848	3191	3359	3507	营业成本	52120	53074	60609	64379	67391
存货净额	2532	2775	3243	3444	3604	营业税金及附加	696	894	1002	1055	1101
其他流动资产	5217	4575	6205	6532	6819	销售费用	184	188	233	212	222
流动资产合计	16518	21041	32441	40454	48479	管理费用	3589	4388	4973	4875	5147
固定资产	39362	41645	41842	41860	41728	研发费用	1660	1624	1939	2041	2131
无形资产及其他	12925	15737	15107	14478	13848	财务费用	724	633	326	258	190
投资性房地产	3575	4492	4492	4492	4492	投资收益	40	100	30	30	30
长期股权投资	1084	1121	1151	1181	1211	资产减值及公允价值变动	(17)	(236)	(20)	(20)	(20)
资产总计	73464	84035	95033	102465	109758	其他收入	(1532)	(1279)	(1939)	(2041)	(2131)
短期借款及交易性金融负债	7424	4504	8000	8000	8000	营业利润	6214	8633	8491	8838	9070
应付款项	11422	12342	14428	15318	16031	营业外净收支	(171)	(376)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	9592	10045	11719	12368	12957	利润总额	6043	8257	8471	8818	9050
流动负债合计	28439	26891	34147	35686	36988	所得税费用	845	1118	1186	1235	1267
长期借款及应付债券	8896	8875	8875	10875	12875	少数股东损益	418	129	133	138	142
其他长期负债	4334	10267	10367	10467	10567	归属于母公司净利润	4780	7010	7152	7446	7641
长期负债合计	13230	19142	19242	21342	23442	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	41668	46033	53388	57028	60430	净利润	4780	7010	7152	7446	7641
少数股东权益	4528	4613	4679	4748	4819	资产减值准备	17	224	11	0	(1)
股东权益	27267	33390	36966	40689	44510	折旧摊销	2810	4183	3400	3591	3743
负债和股东权益总计	73464	84035	95033	102465	109758	公允价值变动损失	17	236	20	20	20
						财务费用	724	633	326	258	190
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1114	7321	1429	945	806
每股收益	1.93	2.83	2.88	3.00	3.08	其它	180	(141)	55	69	72
每股红利	1.02	1.01	1.44	1.50	1.54	经营活动现金流	8919	18832	12068	12071	12280
每股净资产	10.99	13.46	14.90	16.40	17.94	资本开支	0	(5976)	(3000)	(3000)	(3000)
ROIC	12.08%	16.43%	18%	20%	21%	其它投资现金流	616	(1896)	1891	0	0
ROE	17.53%	20.99%	19%	18%	17%	投资活动现金流	472	(7909)	(1139)	(3030)	(3030)
毛利率	20%	23%	22%	21%	21%	权益性融资	(1)	84	0	0	0
EBIT Margin	10%	13%	11%	11%	11%	负债净变化	1808	(1020)	0	2000	2000
EBITDA Margin	15%	19%	16%	16%	15%	支付股利、利息	(2525)	(2507)	(3576)	(3723)	(3821)
收入增长	24%	6%	12%	5%	4%	其它融资现金流	(5903)	(690)	3496	0	0
净利润增长率	38%	47%	2%	4%	3%	融资活动现金流	(7337)	(7659)	(80)	(1723)	(1821)
资产负债率	63%	60%	61%	60%	59%	现金净变动	2053	3264	10848	7318	7430
股息率	7.8%	7.8%	11.1%	11.5%	11.8%	货币资金的期初余额	3136	5189	8453	19301	26619
P/E	6.7	4.6	4.5	4.3	4.2	货币资金的期末余额	5189	8453	19301	26619	34049
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	0	13357	9403	9350	9503
EV/EBITDA	7.7	5.9	7.0	7.0	7.1	权益自由现金流	0	11647	12619	11128	11340

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（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中所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