



Research and
Development Center

淮北矿业：成长中的优质区域性焦煤龙头

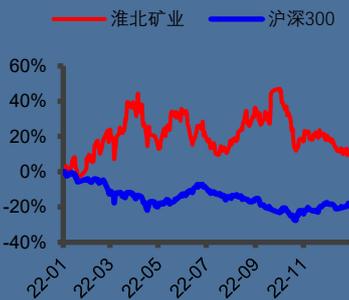
—公司首次覆盖报告

2023年1月16日

证券研究报告

首次覆盖

深度报告

淮北矿业 (600985.SH)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.10
52周内股价	10.66-17.60
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-4.7%
总股本(亿股)	24.81
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	321.05

资料来源：万得，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

淮北矿业：成长中的优质区域性焦煤龙头

2023年1月16日

本期内容提要：

- 淮北矿业是华东地区主要的煤炭生产企业，核心业务为煤炭采选、销售以及化工产品（焦炭、甲醇等）生产销售。受益于煤炭价格上行，2021年及2022Q1-Q3，公司营业总收入650.4、574.2亿元，同比增长24.2%和17.0%。主营业务方面，2021年及2022Q1-Q3，煤炭业务营收或销售收入分别为159.2（+40.5%）和181.3（+65.0%）亿元，煤化工业务营收或销售收入分别为126.0（+46.5）和88.7（+12.0%）亿元。
- 公司煤炭资源储备丰富，陶忽图800万吨/年优质动力煤矿井有望2025年投产。公司现有生产矿井17对，随着300万吨年产能的信湖（花沟）煤矿在2021年9月份正式投产后，公司煤矿核定产能增加至3555万吨/年。资源方面，截止2021年底，公司煤炭资源量44.30亿吨，可采储量19.96亿吨。此外，公司陶忽图800万吨/年6000大卡优质动力煤矿井建设推进顺利，有望于2025年投产。煤种角度，淮北矿区所产焦煤具备高粘结指数、低硫、中高挥发分的特点，契合未来钢铁工业高质量发展趋势。陶忽图矿井为优质高热值动力煤，可作为煤化工原料，具备较强价格弹性。
- 化工领域50万吨甲醇产能已经投产，延链补链强链战略持续推进。截止2021年底，公司焦炭产能440万吨/年，甲醇产能40万吨/年。2022年9月，公司50万吨甲醇产能投产，当前甲醇生产能力达到90万吨/年，该项目将为公司2023年底有望投产的60万吨/年乙醇生产项目提供原材料。公司持续推动煤炭清洁高效利用以及化工板块的“延链强链补链”战略，延长公司产品链条，增强公司盈利的稳定性与对抗周期性风险的能力。
- 公司地处华东经济发达区域，安徽及周边六省份煤炭、焦炭、甲醇以及其他化工产品消费需求旺盛。受益于此，公司煤炭、化工业务产销率高企，上市以来基本处于满产满销状态，焦炉开工率高于行业平均水平，公司存货周转率与应收账款周转率长期处于可比公司领先水平。此外，华东地区交通网络密布，公司自有铁路以及铁路总公司会员客户身份，也使得公司运输成本方面更具优势。
- 供给侧改革期间，公司落后产能去化较为彻底，企业整体资产质量高。运营矿井基本为安全生产条件好、盈利水平高的优质煤炭产能。同时公司持续推动矿井智能化改造与减人提效工作，取得显著成效。上市以来，公司煤炭资产产能利用率整体上升，人均工效不断上行；债务结构持续优化，流动与速动比率稳步上升；经营活动现金流与ROE水平长期处于行业领先地位。
- 下游需求触底抬升，关注2023年煤、焦产品价格触底回升带来的利润边际改善。随着疫情管控政策的调整以及房地产行业信贷、股权、债券三大融资渠道的政策支持落地，地产行业整体预期有望迎来持续底部修复。考虑到2022年制造业、基建领域固定资产投资维持较高水平，近期钢铁价格已走出反弹抬升行情，煤、焦价格同样反弹修复。库存方面，当前焦煤、焦炭产品的社会库存水平处于2019年来的历史低位，未来下游需求改善下，焦煤、焦炭价格有望展现较强的价格增长弹性与高位维持的持续性，公司焦煤价格或将继续走高，焦炭价格有望迎来显著利润修复。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

- **投资建议：**作为分红持续稳健，经营性现金流与 ROE 水平同行业领先的区域焦煤龙头，考虑到公司地理区位优势、资产品质优势以及未来煤炭、化工产能持续增长能力，叠加公司优质高粘结指数-低硫-中高挥发分主焦煤产品在钢铁高质量发展趋势下深度受益，我们认为公司价值被低估，市场价值有望修复。**我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 67.18、84.61、93.13 亿元，同比增长 40.5%、26.0%、10.1%；EPS 为 2.71、3.41、3.75 元/股；对应 PE 为 4.84、3.84、3.49 倍；PB 为 1.01、0.84、0.71。首次覆盖给予公司“买入”评级。**
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内房地产行业继续大幅下行压制炼焦煤需求；发生重大煤炭安全事故风险；海外宏观经济失速下行。

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52,369	65,038	74,478	79,525	81,200
同比(%)	-13.0%	24.2%	14.5%	6.8%	2.1%
归属母公司净利润	3,468	4,780	6,718	8,461	9,313
同比(%)	-4.5%	37.8%	40.5%	26.0%	10.1%
毛利率(%)	18.2%	19.8%	22.8%	24.7%	25.7%
ROE(%)	16.3%	17.5%	20.8%	21.9%	20.4%
EPS (摊薄)(元)	1.40	1.93	2.71	3.41	3.75
P/E	9.37	6.80	4.84	3.84	3.49
P/B	1.53	1.19	1.01	0.84	0.71
EV/EBITDA	5.39	4.03	3.08	2.03	1.48

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：截至 2023 年 1 月 16 日收盘价

投资聚焦.....	6
一、淮北矿业：华东区域性焦煤龙头.....	7
二、两大核心业务齐头并进.....	10
2.1 煤炭板块：兼具品质与储量优势，受益煤炭行业景气.....	10
2.2 煤化工板块：立足焦化工艺，加速向下延伸.....	12
三、公司核心亮点：区位与资产质量并佳，成长动能连绵不绝.....	15
3.1.地处华东腹地，区位优势显著.....	15
3.2.供给侧改革先行者.....	17
3.3.内生成长启动，主营业务增长潜力持续兑现.....	21
四、公司财务与股息分红分析.....	24
4.1 分红情况：比例增长稳健，总额行业居前.....	24
4.2 财务指标：债务结构持续优化，财务费率行业领低.....	24
4.3 销货指标：受益区域旺盛需求，销售费率与存货周转、应收账款情况俱佳.....	25
4.4 盈利性指标：经营现金流行业长期领先，ROE 增长偏向稳健.....	26
五、盈利预测与公司估值.....	30
5.1.钢铁行业高质量发展增强对国内优质低硫主焦煤需求.....	30
5.2.基建、地产行业政策发力，煤、焦价格边际反弹值得关注.....	32
5.3 公司盈利预测.....	34
5.4 绝对估值与相对估值.....	35
风险因素.....	38

表目录

表 1: 淮北矿业煤种及资源情况.....	10
表 2: 淮北矿业动力煤选煤厂.....	12
表 3: 2016 年以来主要煤炭供给侧改革政策汇总.....	18
表 4: 公司及集团产能变动情况汇总.....	19
表 5: 陶忽图矿井及洗煤厂主要经济指标情况.....	22
表 6: 焦炉煤气综合利用项目主要产品方案汇总.....	22
表 7: 2021 年淮北矿业及可比公司煤炭与化工（焦化）业务毛利率及同比变动情况.....	28
表 8: 2019-2021 年公司典型债务指标.....	28
表 9: 不同高炉炉容对焦炭的要求.....	30
表 10: 钢中硫含量等级要求.....	31
表 11: 炼焦煤主要产区煤质对比.....	31
表 12: 淮北矿业煤炭板块营收预测.....	34
表 13: 淮北矿业煤化工板块营收预测.....	35
表 14: 淮北矿业主要财务指标预测.....	35
表 15: 淮北矿业 FCFE 模型关键假设.....	36
表 16: 淮北矿业 FCFE 情况（百万元）.....	36
表 17: 淮北矿业 FCFE 绝对估值情况（增长至 2030 情形）（百万元）.....	36
表 18: 淮北矿业 FCFE 估值过度期增长率与折现率的敏感性分析（增长至 2030 情形）.....	37
表 19: 淮北矿业相对估值.....	37

图目录

图 1: 淮北矿业主要业务情况.....	7
图 2: 淮北矿业股权结构.....	7
图 3: 2018-2022Q3 公司营业收入（亿元）.....	8
图 4: 2018-2022Q3 公司主营业务收入结构（亿元）.....	8
图 5: 2012-2022Q3 公司利润率情况.....	8
图 6: 2012-2022Q3 公司分板块毛利率.....	8
图 7: 淮北矿业与可比公司主营业务毛利情况.....	9
图 8: 淮北矿业费用率情况.....	9
图 9: 2018-2022Q3 公司商品煤产量（万吨）.....	10
图 10: 2018-2021 年公司商品煤结构（万吨）.....	10
图 11: 2018-2022Q3 公司商品煤销售情况（万吨）.....	11
图 12: 2018-2021 年公司商品煤自用情况（万吨）.....	11
图 13: 2018-2021 年公司煤炭产品吨煤售价（元/吨）.....	11
图 14: 2018-2021 年公司煤炭产品吨煤销售成本（元/吨）.....	11
图 15: 2018-2021 年公司煤炭产品吨煤毛利（元/吨）.....	11
图 16: 2018-2021 年公司煤炭产品毛利率（%）.....	11

图 17: 公司主焦煤产品车板价 (元/吨)	12
图 18: 公司焦煤产品价格与港口对比 (元/吨)	12
图 19: 淮北矿业煤化工业务工艺流程	13
图 20: 2018-2022Q3 公司主要煤化工产品产销量 (万吨)	13
图 21: 2018-2022Q3 公司煤化工板块产销与产能利用率	13
图 22: 2018-2022Q3 公司焦炭售价 (元)	14
图 23: 2018-2022Q3 公司甲醇售价 (元)	14
图 24: 安徽及周围 6 省份焦炭消费情况 (亿吨)	15
图 25: 安徽及周围 6 省份电力消费情况 (万亿度)	15
图 26: 安徽及周围 6 省份煤炭消费情况 (亿吨)	15
图 27: 安徽及周围 6 省份原煤产量全国占比 (亿吨)	15
图 28: 安徽及周围 6 省份铁路营业里程情况 (万公里)	16
图 29: 安徽及周围 6 省货运量情况 (亿吨)	16
图 30: 安徽及周围 6 省份公路货运量情况 (亿吨)	16
图 31: 安徽及周围 6 省份水运货运量情况 (亿吨)	16
图 32: 2018-2021 公司商品煤及煤化工产品产销率	17
图 33: 公司焦炭产能利用率与行业对比	17
图 34: 淮北矿业主营业务前五大客户收入占比	17
图 35: 淮北矿业集团煤矿产能调整时间表	19
图 36: 公司矿井产能利用率情况 (万吨)	20
图 37: 淮北矿业在职员工与人均工效 (人, 吨/年)	20
图 38: 国内甲醇与乙醇价格对比 (元/吨)	23
图 39: 淮北矿业与可比公司年度分红比率情况 (%)	24
图 40: 淮北矿业与可比公司股息率情况 (%)	24
图 41: 淮北矿业与可比公司资产负债率情况 (%)	24
图 42: 淮北矿业与可比公司流动比率情况	25
图 43: 淮北矿业与可比公司速动比率情况	25
图 44: 淮北矿业与可比公司财务费率 (%)	25
图 45: 淮北矿业与可比公司销售费率 (%)	26
图 46: 淮北矿业与可比公司管理费率 (%)	26
图 47: 淮北矿业与可比公司应收账款周转率	26
图 48: 淮北矿业与可比公司存货周转率	26
图 49: 淮北矿业与可比公司经营活动现金流净额 (亿元)	26
图 50: 淮北矿业与可比公司加权 ROE (%)	27
图 51: 2021 年淮北矿业与可比公司主营业务营收占比	27
图 52: 淮北、临汾、平顶山主焦煤产地价格 (元/吨)	28
图 53: 淮北、临汾、平顶山 1/3 焦煤产地价格 (元/吨)	28
图 54: 淮北矿业与可比公司权益乘数对比	29
图 55: 高炉容积对焦炭 CSR 强度的要求 (%)	30
图 56: 高炉硫的输入分布	31
图 57: 全硫迁移率与焦煤挥发分的关系	31
图 58: Myspic 综合钢价指数	32
图 59: 焦炭与螺纹钢期货 (活跃合约) 收盘价	32
图 60: 2015-2022 年三大投资对固定资产投资的拉动 (%)	33
图 61: 港口焦煤库存 (万吨)	33
图 62: 样本钢厂焦煤库存 (万吨)	33
图 63: 港口焦炭库存 (万吨)	34
图 64: 样本钢厂焦炭库存 (万吨)	34
图 65: 淮北矿业 PE-band	37
图 66: 淮北矿业 PB-band	37

投资聚焦

淮北矿业作为华东地区的区域性焦煤龙头，公司具有如下核心亮点：

1) 公司地处华东经济发达区域，安徽及周边省份煤炭、焦炭、甲醇以及其他化工产品消费需求旺盛，受益于此，公司煤炭、化工业务产销率高企，上市以来产品处于满产满销状态、焦炉开工率高于行业平均水平，公司存货周转率与应收账款周转率长期处于可比公司领先水平。此外，华东地区交通网络密布，公司自有铁路以及铁路总公司会员客户身份，也使得公司运输成本方面更胜一筹。

2) 供给侧改革期间，公司落后产能去化较为彻底，企业整体资产质量高，运营矿井基本为安全生产条件好、盈利水平高的优质煤炭产能。同时公司持续推动矿井智能化改造与减人提效工作，取得显著成效。上市以来，公司煤炭资产产能利用率整体上升，人均功效不断上行；债务结构持续优化，流动与速动比率稳步上升；经营活动现金流与 ROE 水平长期处于行业领先地位。

3) 公司煤炭、化工具备成长能力，盈利水平有望持续抬升。2021 年来，公司主营业务新增产能持续投产，2021 年，公司 300 万吨/年产能信湖煤矿投产，对公司煤炭产量贡献显著，随着信湖矿井产能爬升，预计 2023 年公司焦煤产量仍将继续增长。2022 年 9 月公司 50 万吨/年甲醇产能正式投产，2023 年同样处于产能爬升阶段，预计将显著增加公司甲醇产量。根据公司介绍，2023 年底公司 60 万吨/年乙醇产能有望投产，2025 年陶忽图 800 万吨/年动力煤产能有望投产。我们认为，未来 3-5 年，公司主营业务将处于持续成长阶段，煤炭、化工产品增量将不断释放，深度受益于当前能源通胀背景下煤炭、化工产品价格高位格局。

4) 下游需求触底抬升，关注 2023 年煤、焦产品价格触底回升带来的利润边际改善。随着疫情管控政策的调整以及房地产行业信贷、股权、债券三大融资渠道的政策支持落地，地产行业整体预期有望迎来持续底部修复。考虑到 2022 年制造业、基建领域固定资产投资维持较高水平，近期钢铁价格已走出反弹抬升行情，煤、焦价格同样反弹修复。当前焦煤、焦炭产品的社会库存水平处于 2019 年来的历史低位，未来下游需求改善下，焦煤、焦炭价格有望展现较强的价格增长弹性与高位维持的持续性，公司焦煤价格或将继续走高，焦炭价格有望迎来显著利润修复。

行业角度，从焦煤产业来看，随着钢铁行业转型升级推进以及行业高质量发展工作的进程加深，高炉大型化趋势与特种钢、高强钢加速发展趋势下，下游钢铁行业对主焦煤，特别是低硫、中高挥发分的主焦煤需求将持续存在，并有望逐步增强。供给端，焦煤资源本身的稀缺属性以及供给弹性的缺乏，或将进一步增强炼焦煤的上涨弹性。公司有望在钢铁行业高质量发展趋势中持续受益，营收与利润水平将具有更强确定性与成长空间。**从整个煤炭行业来看**，我们认为，煤炭行业仍将处于景气上行的周期。经济发展伴随能源消费量上升，新经济取代高耗能成为全社会用电量的主要拉动力，煤炭需求量不断上升。同时，过去十年资本开支不足叠加供给侧改革，行业产能出清较为彻底，新增产能释放不足。需求有增长而供给无弹性，煤炭行业或将继续保持供需紧平衡局面，我们认为，预计未来 3-5 年煤炭行业的供给短缺问题仍将存在，煤炭价格将继续保持高位运行。

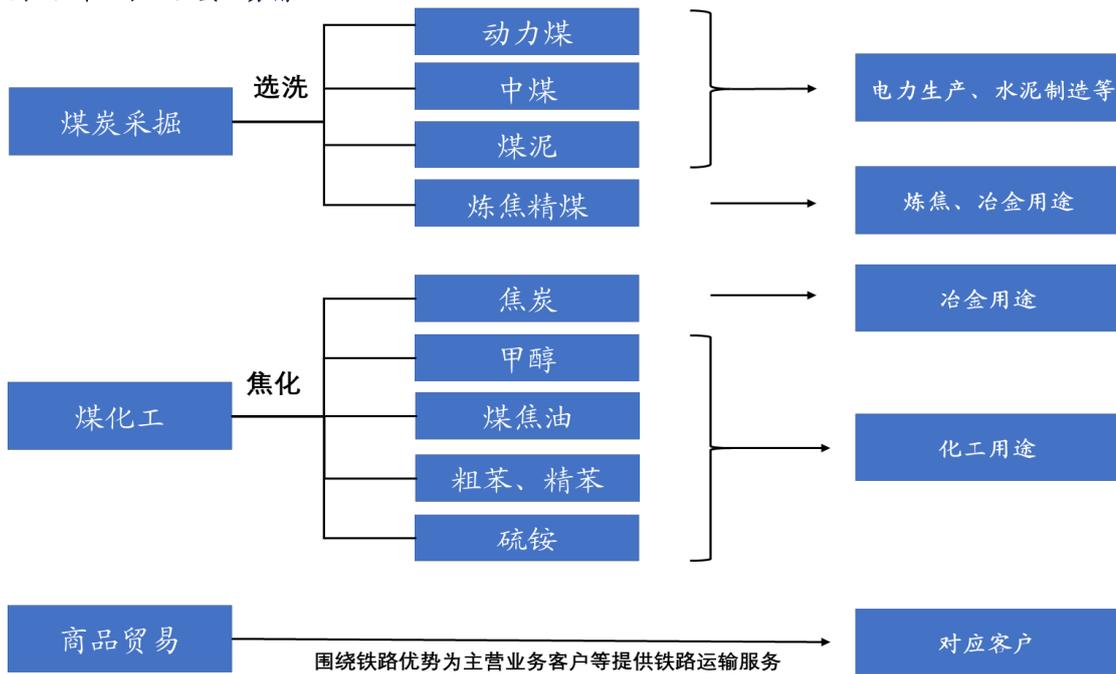
一、淮北矿业：华东区域性焦煤龙头

1.1 华东区域性焦煤龙头

淮北矿业（淮北矿业控股股份有限公司，下称“公司”）是华东地区主要的煤炭生产企业，煤炭产品种类丰富，品质优良，煤炭资源储备丰厚，所处的淮北矿区是 13 个国家亿吨级大型煤炭基地之一的两淮煤炭基地的重要组成部分。

公司主营业务包括煤炭采掘、洗选加工、销售、煤化工产品（包括焦炭）的生产销售（不含危险品）、化工原料及制品（不含危险品）销售等。公司主营产品可分为煤炭与煤化工两大板块。煤炭产品包含动力煤和炼焦煤，炼焦煤生产煤种包括焦煤（主焦煤）、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、贫煤、气煤等。公司主要煤化工产品包括焦炭、甲醇等。

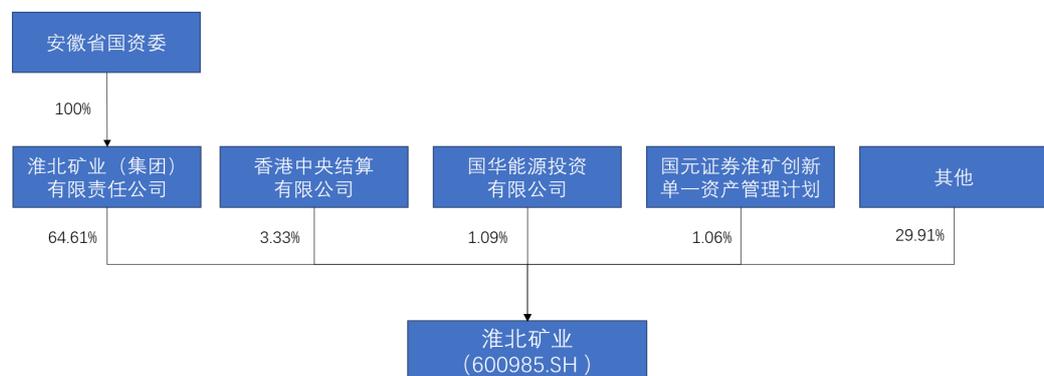
图 1：淮北矿业主要业务情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

安徽省国资委为公司实际控制人，2018 年通过资产注入“雷鸣科化”实现借壳上市。截止 2022 年 9 月 30 日，“淮北矿业(集团)有限责任公司”（简称“淮矿集团”，下同）为公司控股股东，持股比例为 64.61%，公司实控人为安徽省国资委。

图 2：淮北矿业股权结构

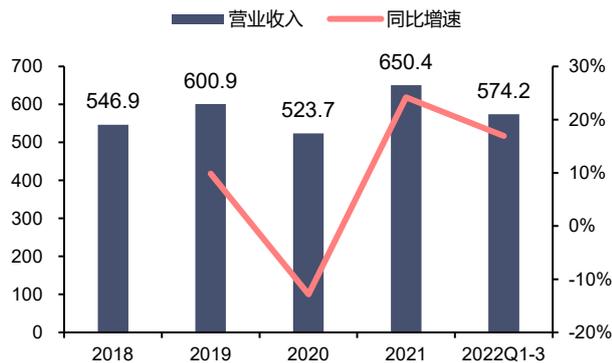


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司前身是同为淮矿集团控股的上市公司“安徽雷鸣科化股份有限公司”。2018年，雷鸣科化及其下属子公司通过发行股份及支付现金的方式，向淮矿集团、信达资产、皖能集团等购买淮北矿业股份有限公司（简称“淮矿股份”，下同）100%的股份。2018年8月份，淮矿股份股权划转完成；2018年10月，公司正式更名为“淮北矿业控股股份有限公司”。

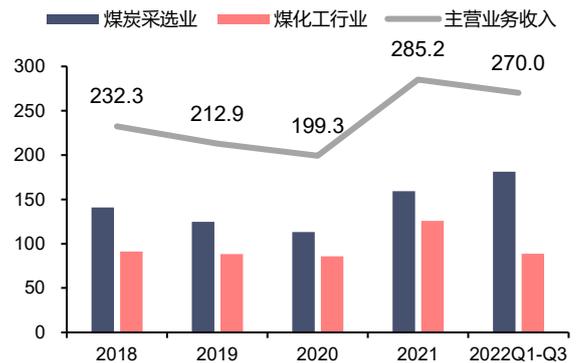
受益煤炭价格走强，公司主营业务营收快速增长。随着国内煤炭价格走强，公司营收持续改善，主营业务营收快速增长。2021年及2022Q1-Q3，公司营业收入650.4、574.2亿元，同比增长24.2%和17.0%。主营业务方面，2021年及2022Q1-Q3，煤炭业务营收或销售收入分别为159.2（+40.5%）和181.3（+65.0%）亿元，煤化工业务营收或销售收入分别为126.0（+46.5）和88.7（12.0%）亿元。

图 3：2018-2022Q3 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2018-2022Q3 公司主营业务收入结构（亿元）

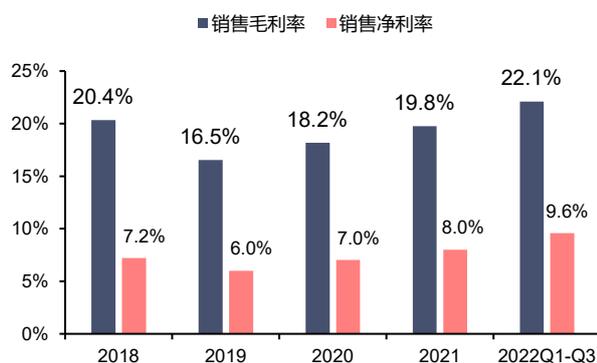


资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率与净利率稳步提升。受益于产品销售价格的抬升，以及较强的成本管控能力，淮北矿业销售毛利率与销售净利率呈现逐步抬升的态势。2022年Q1-Q3，公司毛利率为22.1%，较2018年上升1.8个pct，销售净利率9.6%，较2018年上升2.4个pct。

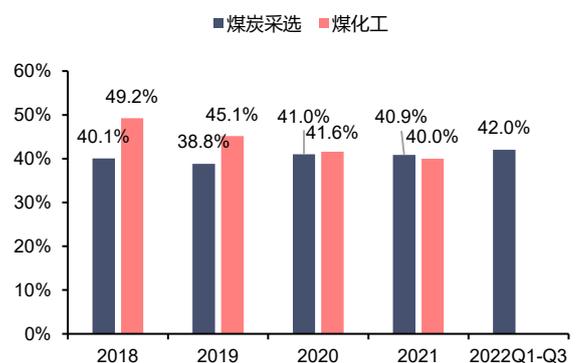
煤炭、煤化工主营业务毛利水平在可比公司中名列前茅。分产品来看，公司煤炭产品销售毛利整体稳定在40%左右，煤化工业务销售毛利率高于煤炭业务，受外采精煤数量与价格上升影响，近年有所降低。剔除商贸服务对公司整体销售毛利率水平的拖累后，淮北矿业主营业务销售毛利率显著高于同行业可比公司。

图 5：2012-2022Q3 公司利润率情况

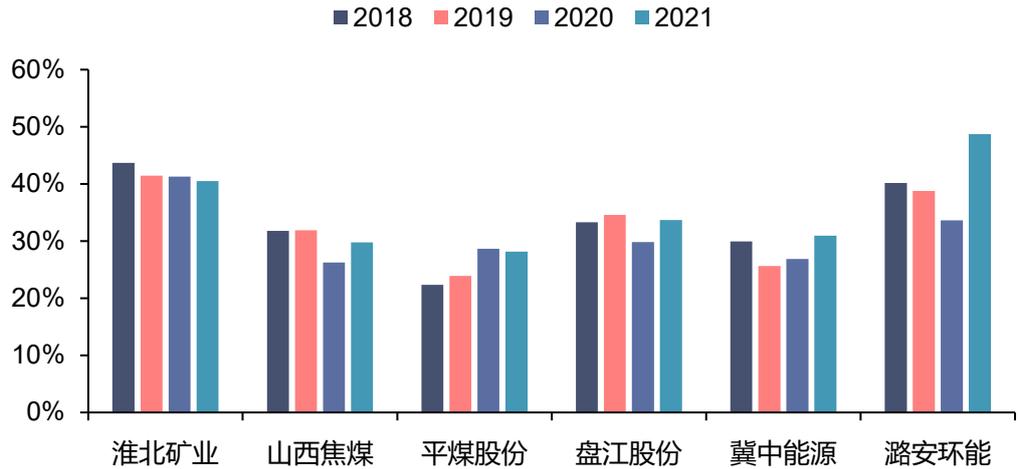


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2012-2022Q3 公司分板块毛利率

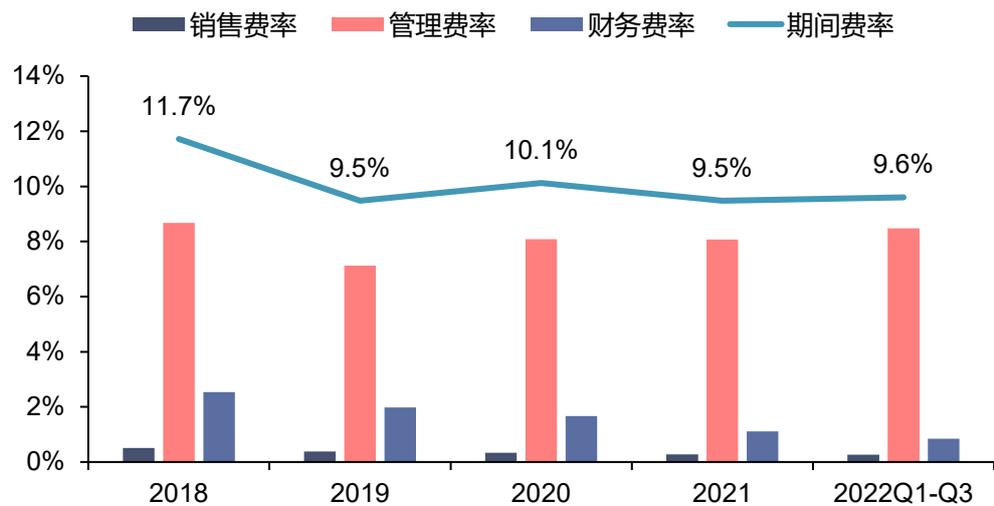


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：淮北矿业与可比公司主营业务毛利情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

期间费用率稳定，管理费用为主要费用支出。2021年及2022年Q1-Q3，公司期间费用率分别为9.5%和9.6%。上市以来，公司凭借先进的运营管理模式和严格的内部费用管控机制，维持了期间费用的基本稳定。其中，公司财务费用率逐年下降，公司债务结构不断优化，偿债能力持续增强。

图 8：淮北矿业费用率情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、两大核心业务齐头并进

2.1 煤炭板块：兼具品质与储量优势，受益煤炭行业景气

煤炭资源储量丰富，选洗能力充足。公司现有生产矿井 17 对，随着 300 万吨年产能的信湖（花沟）煤矿在 2021 年 9 月份正式投产后，公司煤矿核定产能增加至 3555 万吨/年。资源方面，截止 2021 年底，公司煤炭资源量 44.30 亿吨，可采储量 19.96 亿吨。

表 1：淮北矿业煤种及资源情况

煤矿	主要煤种	资源量(万吨)	可采储量(万吨)	证实储量(万吨)	核定产能(万吨/年)
信湖煤矿	焦煤、1/3 焦煤	79271.4	37274.1	5338.5	300
祁南煤矿	1/3 焦煤、肥煤、气煤	46692.4	23868.9	7176.6	260
青东煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	46636.3	14057.2	2671	180
许疃煤矿	1/3 焦煤、肥煤	36283.6	17310.5	6120	350
袁店一井煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤	34780.2	13965.5	5249.2	180
临涣煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	31992.1	17086.1	2668.6	260
邹庄煤矿	1/3 焦煤、气煤	29667.2	12063.2	5178.2	240
杨柳煤矿	1/3 焦煤、气煤、贫煤	29340	14987.6	4040.4	180
孙疃煤矿	1/3 焦煤、气煤	24329.2	10090.3	3125.4	270
袁店二井煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	16448	6691.7	1319.7	150
芦岭煤矿	气煤	16183.3	8946.5	4068	230
童亭煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	13516.6	5798.1	1187.9	150
桃园煤矿	气煤	13498.6	7153.8	1431.7	175
朱仙庄煤矿	气煤	10952.1	4247.5	2529.1	240
涡北煤矿	焦煤、肥煤	9464.9	4207	1084.6	180
朱庄煤矿	贫煤、瘦煤、无烟煤	2320.2	1331.9	496.8	160
海孜煤矿	焦煤、肥煤	1642.9	496.1	76.5	50
合计	-	443019	199576	53762.2	3,555

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

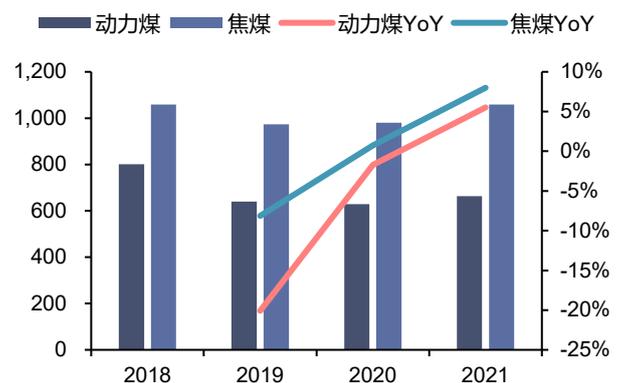
受益于信湖煤矿逐步放量，公司煤炭产量持续爬升。2021 年公司商品煤产量 2257.5 万吨，同比增长 4.1%，其中动力煤产量 663.9 万吨，同比增长 5.5%，炼焦煤产量 1058.8 万吨，同比增长 8.0%。2022 年 Q1-Q3，公司商品煤产量 1796.3 万吨，同比增长 10.1%。

图 9：2018-2022Q3 公司商品煤产量（万吨）



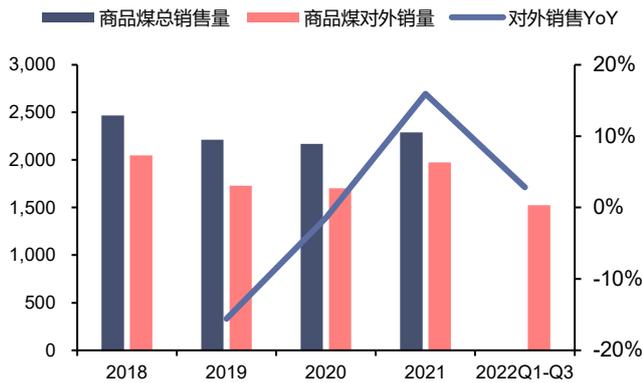
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2018-2021 公司商品煤结构（万吨）

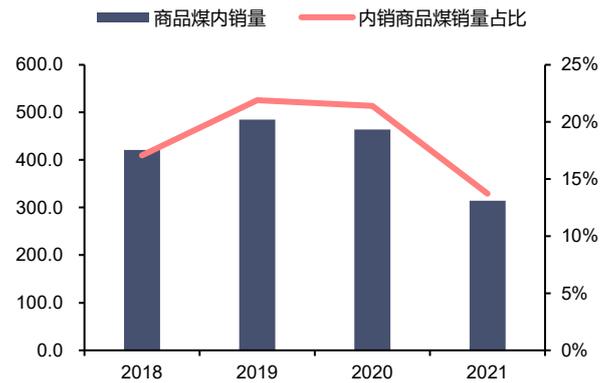


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤炭外销为主。公司商品煤销售以外部客户为主，少部分作为焦炭生产的原料用煤对内部销售。2021 年，公司商品煤销量 2290.0 万吨，对外销售 1975.9 万吨，同比增长 15.9%；2022Q1-Q3，公司商品煤对外销售 1524.2 万吨，同比增长 2.9%。内销方面，2021 年，公司减少了煤化工板块自产原料煤的使用比例，对内商品煤销量 314.1 万吨，占总销量的 13.7%。根据公司介绍，预计 2022 年该比例与 2020 年及之前基本持平。

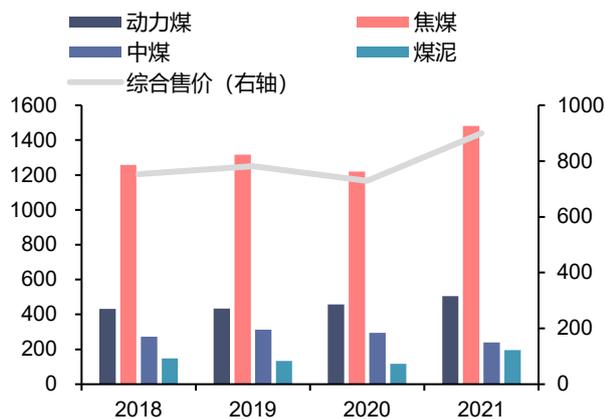
图 11: 2018-2022Q3 公司商品煤销售情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

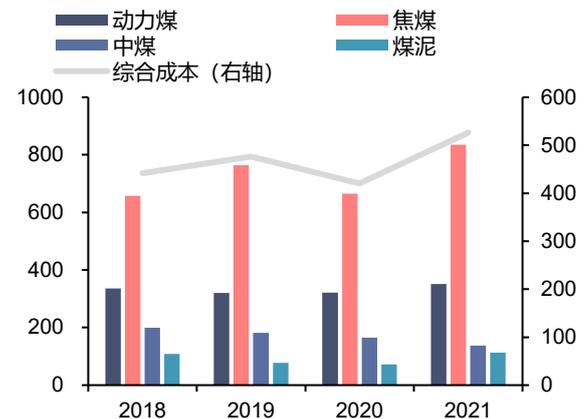
图 12: 2018-2021 公司商品煤自用情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

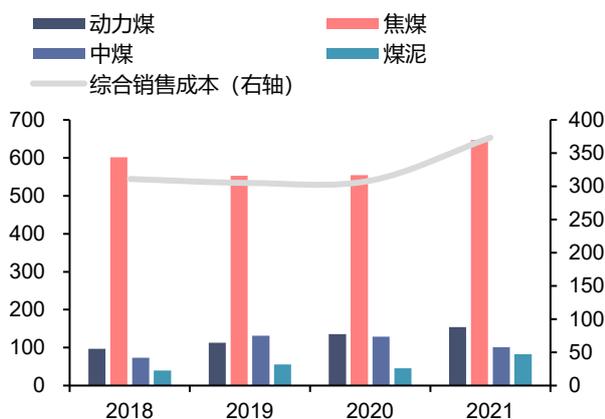
受益煤炭价格上行, 公司煤炭产品售价与毛利上行。随着“十三五”期间煤炭行业供给侧改革不断深化, 以及煤炭需求持续提升, 公司煤炭产品售价稳步抬升。2021 年, 公司商品煤综合售价 899.6 元/吨 (含对内销售), 同比增加 23.4%; 商品煤综合毛利 373.3 元/吨, 同比提升 21.0%。

图 13: 2018-2021 公司煤炭产品吨煤售价 (元/吨)


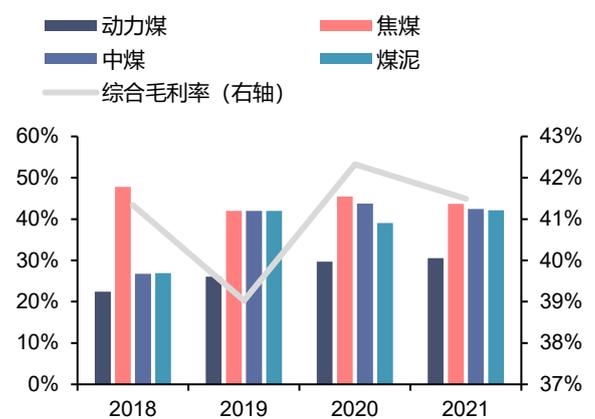
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 2018-2021 公司煤炭产品吨煤销售成本 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 2018-2021 公司煤炭产品吨煤毛利 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

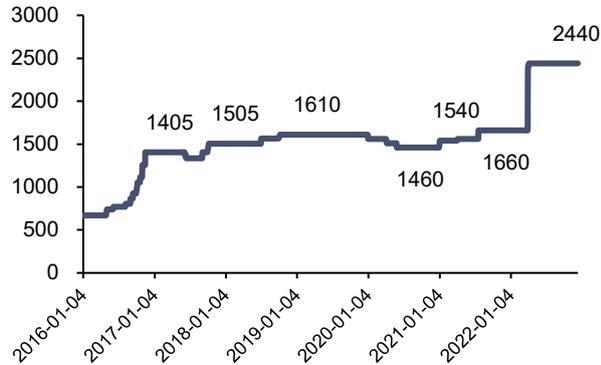
图 16: 2018-2021 公司煤炭产品毛利率 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司焦煤销售以长协为主, 采取年度定量, 季度调价, 根据实际订单量月度发货的销售模式。2017—2022 年初, 公司主焦煤车板价 (V20-22%, A<10%, S<0.5%, M<8%, G>65%, 淮北产) 维持在 1400-1600 元区间逐季震荡, 2022 年 Q3 起价格大幅上调至 2440 元/吨。通

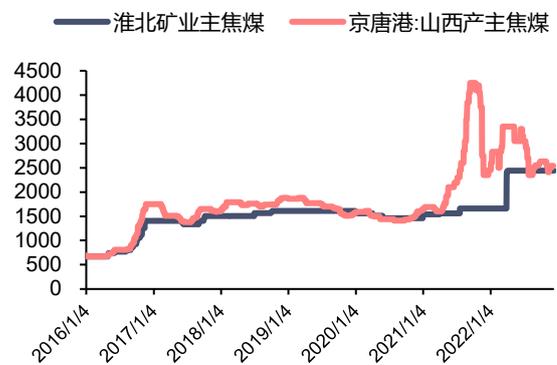
过与港口主焦煤（京唐港:库提价(含税):主焦煤(A8%,V25%,0.9%S,G85):山西产）价格对比可以发现，该定价模式导致公司主焦煤价格相对市场价格更加稳定，价格提涨速度较慢的同时，在市场价格下行阶段也具备较强韧性。较为稳定的产品定价策略也有利于公司与下游大客户较为长期稳定的产销合作关系。

图 17: 公司主焦煤产品车板价 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 公司焦煤产品价格与港口对比 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

煤炭选洗产能充足，临涣选煤厂选洗能力据全国前列。截止 2022 年 6 月，公司拥有动力煤选煤厂 5 座，选洗能力 1050 万吨/年；炼焦煤选煤厂 4 座，选洗能力 2900 万吨，其中临涣焦化 1600 万吨年产能综合选煤厂，处理能力位居全国领先地位。充足的选洗能力与先进的选洗工艺有利于公司保持较高的原煤入洗率、精煤洗出率以及中高热值动力煤的产量，提升了产品经济价值，也有利于公司精煤战略的坚定实施。

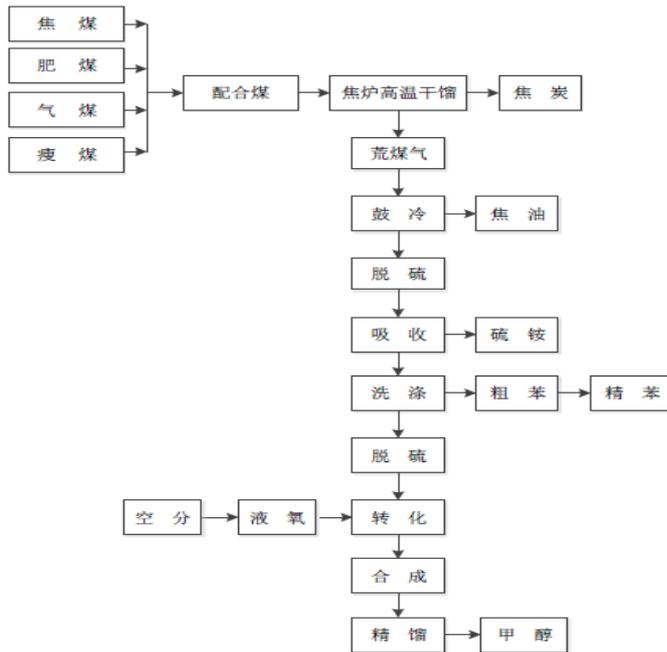
表 2: 淮北矿业动力煤选煤厂

选煤厂	设计能力 (万吨/年)	选洗工艺	选煤粒度 (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	重介-浮选-压滤	50~0	12.01~12.50	≤ 12.0
				10.51~11.00	
				10.01~10.50	
涡北选煤厂	600	重介-浮选-压滤	50~0	10.51~11.00	≤ 12.0
				10.01~10.50	
				9.51~10.00	
芦岭选煤厂	300	重介-浮选-压滤	50~0	9.01~9.5	≤ 14.0

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 煤化工板块：立足焦化工艺，加速向下延伸

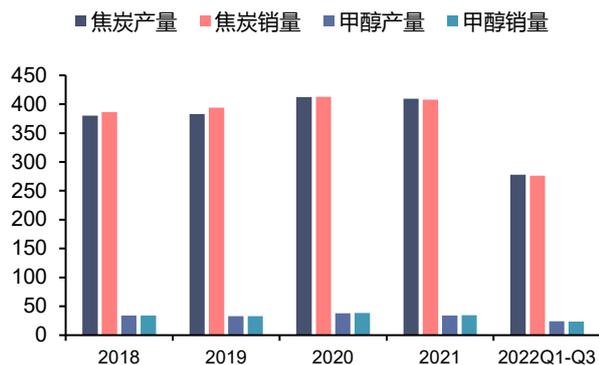
公司当前煤化工产品以焦炭、甲醇为主。公司焦炭具有低硫、冷热强度高特点，品质优良，主要用于下游长流程钢铁生产；其余煤化工产品如甲醇、粗苯、精苯、煤焦油、硫铵等，均为焦炭生产工艺中的副产品。截止 2021 年，公司焦炭产能 440 万吨/年，甲醇产能 40 万吨/年，焦油产能 20 万吨/年，精苯产能 8 万吨/年，硫铵产能 5 万吨/年。

图 19: 淮北矿业煤化工业务工艺流程


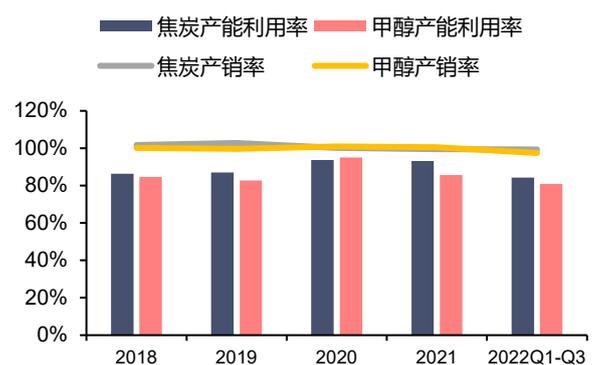
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2022年Q1-Q3, 公司焦炭产量277.96万吨, 销量276.14万吨; 甲醇产量24.26万吨, 销量23.64万吨。(2022年公司对焦炭一期220万吨产能进行了干熄焦工艺改造, 造成了产量的同比下降)

凭借区位优势与产品质量, 煤化工产品产销率维持高位。公司煤化工业务主要的销售模式为与客户签订年度长期销售合同, 并根据月度具体订单确定销售量。凭借公司靠近华东主消费地的区位优势以及焦炭品质优势, 公司煤化工板块产销两旺。2018-2022Q3, 公司焦炭与甲醇产能利用率与产销率长期维持在80%和97%以上。(2022年煤化工板块产能利用率有所下降主要受焦炉干熄焦工艺改造影响。)

图 20: 2018-2022Q3 公司主要煤化工产品产销量 (万吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 2018-2022Q3 公司煤化工板块产销与产能利用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

煤化工业务周期性较强, 近年销售价格抬升。2021年国内经济整体表现良好, 下游钢铁、化工行业需求较强, 叠加上游原料煤价格上行成本向下传导, 焦炭及甲醇产品售价在2020年基础上显著恢复。2022年Q1-Q3, 主要受到成本端原料煤价格高位影响, 煤化工产品同比上行, 焦炭平均售价3012.9元/吨, 同比增加13.9%, 甲醇平均售价2342.9元/吨, 同比增加3.7%。

图 22: 2018-2022Q3 公司焦炭售价 (元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 2018-2022Q3 公司甲醇售价 (元)

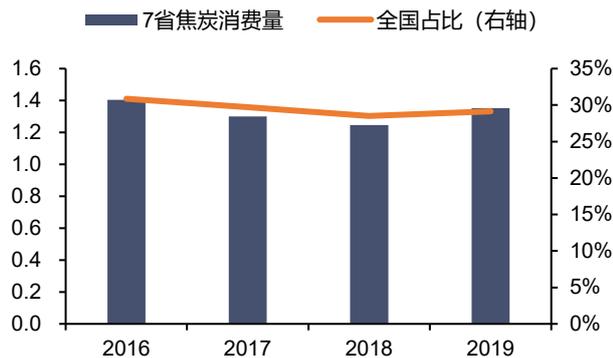

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、公司核心亮点：区位与资产质量并佳，成长动能连绵不绝

3.1. 地处华东腹地，区位优势显著

靠近华东经济核心区域，下游产品消费需求旺盛。公司地处华东经济腹地，靠近长三角地区，区域内电力、焦化、钢铁等煤炭下游消费旺盛。焦炭方面，2019年，安徽及周边6省份（江苏、山东、浙江、河南、湖北、江西）焦炭消费量1.35亿吨，全国占比29.1%。电力方面，今年1-9月份，安徽及周边6省份用电量2.4万亿千瓦时，占全社会用电量的37.6%。

图 24: 安徽及周围 6 省份焦炭消费情况 (亿吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 安徽及周围 6 省份电力消费情况 (万亿度)

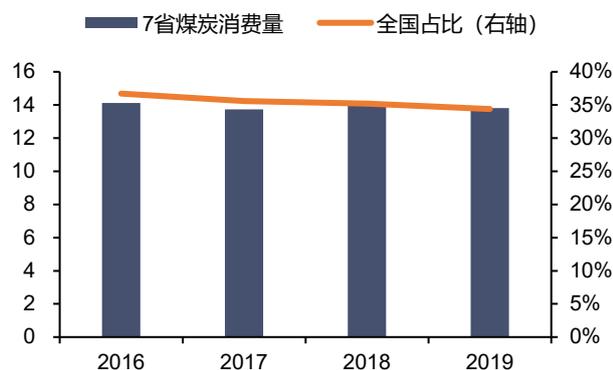


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国煤炭行业供需呈现区域分布不均衡特性，煤炭资源整体分布于北部、西部而煤炭主要的消费集中于东南沿海经济发达地区。“十三五”以来随着能源结构调整与煤炭供给侧改革，安徽以及相邻6省份（江苏、山东、浙江、河南、湖北、江西）煤炭消费量与煤炭产量的全国占比均有所下降，而从比例和降幅来看，安徽及周边6省份煤炭供给相对煤炭消费减量更为显著，供需缺口处于放大态势。2019年，7省份煤炭消费量13.8亿吨，占全国煤炭消费总量的34.4%；7省份原煤产量3.5亿吨，占全国原煤产量的9.4%，2021年，该比例进一步降至7.6%。

伴随着国内煤炭生产逐步向中西部集中，公司地处国内煤炭主消费地的优势有望持续凸显。

图 26: 安徽及周围 6 省份煤炭消费情况 (亿吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 安徽及周围 6 省份原煤产量全国占比 (亿吨)

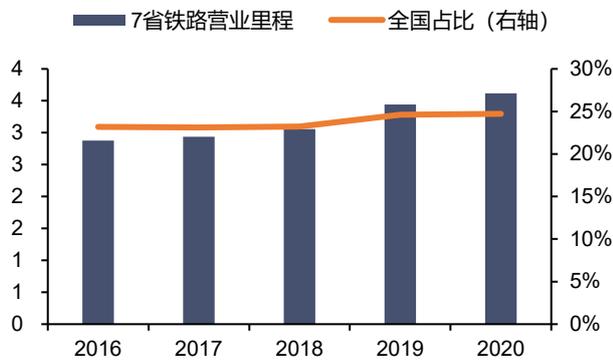


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

依托密集运输网络，业务深度拓展。公司位处安徽省北部，水路交通运输发达，北靠陇海线，东临京沪线，西有京九线，三大铁路运输干线及京福（北京-福州）、连霍（连云港-霍尔果斯）两大高速公路贯穿其间。公司自营货运铁路干线、支线里程500公里以上，实现各个矿区、洗煤厂、焦化厂之间的铁路直连；作为中国铁路总公司大客户成员，公司可

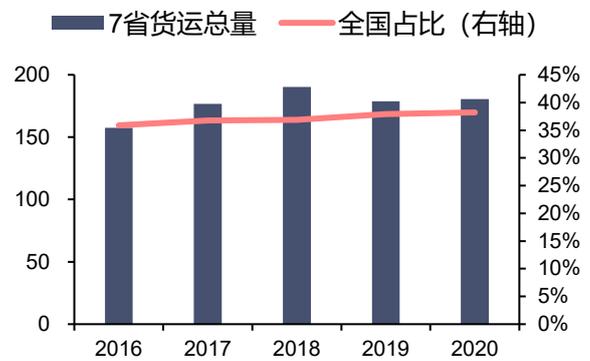
获得相应运费减免。对于华东各省市客户，既可通过便利的铁路网络实现煤炭产品的朝发夕至，又可借助大运河、淮河、长江等水运通道节省运输费用。除煤炭运输外，公司依靠自有铁路网络为客户提供钢材、水泥等产品运输服务，进一步增强了客户黏性。2020年，安徽及周围6省份铁路营业里程3.62万公里，占全国铁路营业总里程的24.7%；交通货运量180.6亿吨，占全国货运总量的38.2%；水运货运量40.8亿吨，占全国水运货物总量的53.5%。

图 28: 安徽及周围 6 省份铁路营业里程情况 (万公里)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 安徽及周围 6 省货运量情况 (亿吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 安徽及周围 6 省份公路货运量情况 (亿吨)



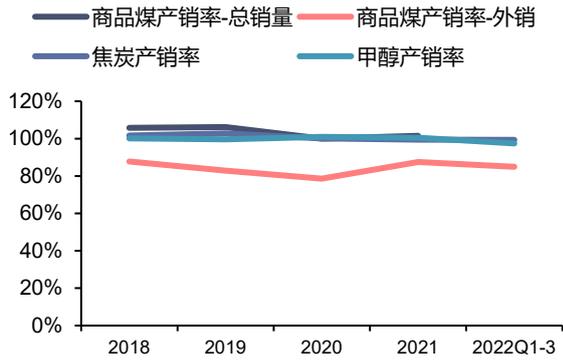
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 安徽及周围 6 省份水运货运量情况 (亿吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

区位优势助力公司产、销两旺。以公司焦炭生产为例，凭借便利的交通设施、靠近消费地的区位优势，公司产品销售稳定，产销率维持高位。2018-2021年，公司煤炭、煤化工板块产销率长期维持在97%以上。同时，良好的对外销售状况也使得公司焦化业务产能利用率长期维持业内高位水平，增强了公司盈利能力与经营稳定性。（2022年公司对焦炉进行了干熄焦工艺改造，造成产能利用率略有下降）

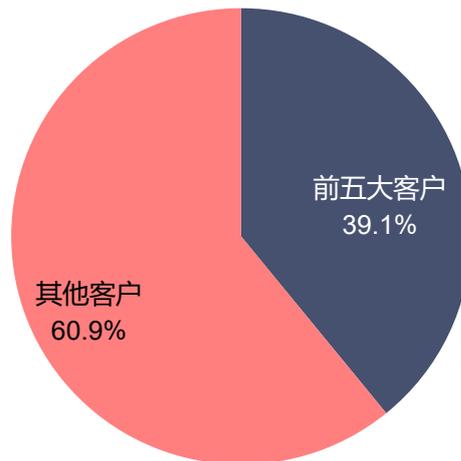
图 32: 2018-2021 公司商品煤及煤化工产品产销率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 公司焦炭产能利用率与行业对比


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

耦合产品优势与运输优势, 公司积累大量优质客户。借助稳定、优质的煤炭、煤化工产品优势与自营铁路优势, 公司与马钢、宝钢、安徽电力、海螺水泥等下游客户通过签订中长期煤炭购销协议的方式, 形成了长期稳定的合作关系, 增强客户黏性。2021 年, 公司主营业务前五大客户业务收入占比 39.12%。

图 34: 淮北矿业主营业务前五大客户收入占比


资料来源: 公司可转债募集说明书, 信达证券研发中心

3.2. 供给侧改革先行者

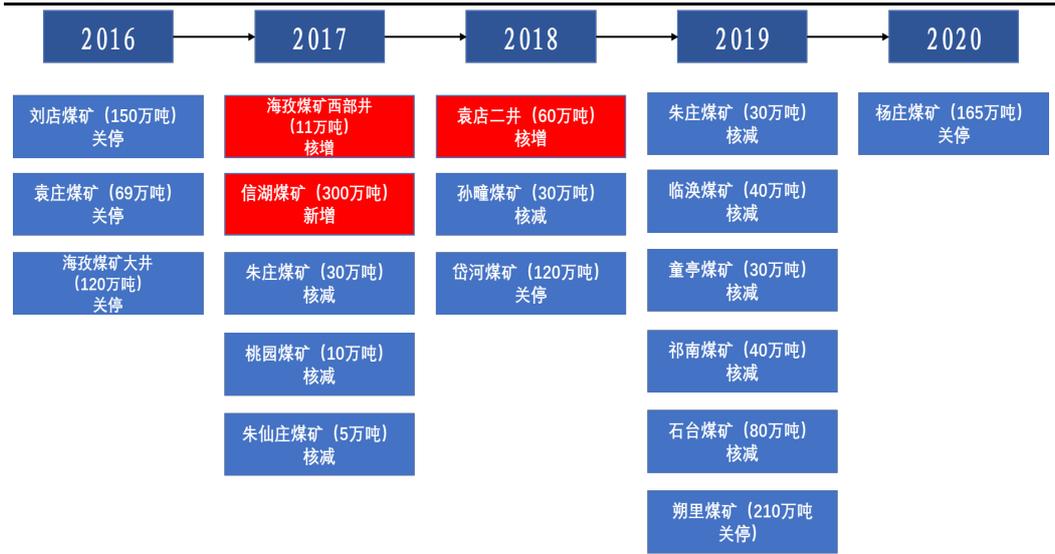
根据国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发 2016-7 号文), 明确煤炭行业去产能的工作目标是: 从 2016 年开始用 3 至 5 年的时间, 退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨。

表 3: 2016 年以来主要煤炭供给侧改革政策汇总

政策名称	时间	颁布机构	具体内容
《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发〔2016〕7号)	2016年2月	国务院	鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业,培育一批大型煤炭企业集团,进一步提高安全、环保、能耗、工艺等办矿标准和生产水平
《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》(发改运行〔2016〕593号)	2016年3月	国家发展改革委、人力资源和社会保障部、国家能源局、国家煤矿安全监察局	将煤矿超能力、超强度生产作为重点监察的内容,对于超能力组织生产的,一律责令停产整改,并列为重点监管监察对象
《关于印发钢铁煤炭行业淘汰落后产能专项行动实施方案的通知》(工信部联产业〔2016〕167号)	2016年5月	工业和信息化部、国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安全监察局	进一步监督钢铁、煤炭行业淘汰落后产能行动的实施情况
《煤炭工业发展“十三五”规划》(发改能源〔2016〕2714号)	2016年12月	国家发展改革委、国家能源局	主要目标是到2020年,煤炭产量39亿吨。煤炭生产结构优化,煤矿数量控制在6000处左右,120万吨/年及以上大型煤矿产量占80%以上,30万吨/年及以下小型煤矿产量占10%以下。
《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》(工信部联产业〔2017〕30号)	2017年2月	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、人力资源和社会保障部、国土资源部等	指出以钢铁、煤炭、水泥、电解铝、平板玻璃等行业为重点,依法依规关停退出,产能过剩矛盾得到缓解,环境质量得到改善,产业结构持续优化升级
《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》(发改能源〔2017〕609号)	2017年4月	国家发展改革委	指出要建立煤炭产能置换长效机制、鼓励跨省(区、市)实施产能置换、鼓励实施兼并重组、鼓励已核准(审批)的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务
《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》(发改运行〔2017〕763号)	2017年5月	国家发展改革委、国家安全监管总局	指出申请生产能力核增的生产煤矿应符合相应的标准、程序,必须制定产能置换方案,落实减量指标,签订减量置换协议或承诺书
《国家能源局关于完善煤矿产能登记公告制度开展建设煤矿产能公告工作的通知》(国能发煤炭〔2017〕17号)	2017年6月	国家能源局	指出要严格煤矿新增产能审批管理、规范建设煤矿开工管理、实施建设煤矿产能公告、做好生产煤矿产能公告衔接、加快产能登记公告信息系统建设和强化煤矿建设生产事中事后监管
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》(发改能源〔2017〕1404号)	2017年7月	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部、国土资源部等	指出严控新增产能规模。强化燃煤发电项目的总量控制,所有燃煤发电项目都要纳入国家依据总量控制制定的电力建设规划
《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》的通知(发改能源〔2020〕283号)	2020年3月	国家发展改革委、国家能源局、应急管理部、国家煤矿安全监察局、工业和信息化部	提出加快推进煤炭行业供给侧结构性改革,推动智能化技术与煤炭产业融合发展,提升煤矿智能化水平

资料来源:公司可转债募集说明书,信达证券研发中心

公司产能去化顺利,优质资产“轻装上市”。2016年产能去化伊始,公司核定煤炭产能4164万吨。2016年关停刘店煤矿,袁庄煤矿,海孜(大井)煤矿,产能分别为150万吨/年,69万吨/年,120万吨/年,合计339万吨/年,同时对海孜煤矿(西部井)、朱庄矿、桃园矿和朱仙庄煤矿进行了产能调整;2018年集团岱河煤矿正式关闭,退出产能120万吨/年,同时调整了孙疃煤矿及袁店二井煤矿两个矿井的产能;2019年,集团朔里煤矿正式关闭,退出产能210万吨/年,同时对公司旗下朱庄煤矿、临涣煤矿、童厅煤矿、祁南煤矿进行产能核减,分别核减30万吨/年、40万吨/年、30万吨/年、40万吨/年。2020年初杨庄煤矿关闭,退出产能165万吨/年。截止2021年末,公司核定产能3555万吨,基本实现生产矿井的高安全性,较长服务年限,和优异的盈利能力。

图 35: 淮北矿业集团煤矿产能调整时间表


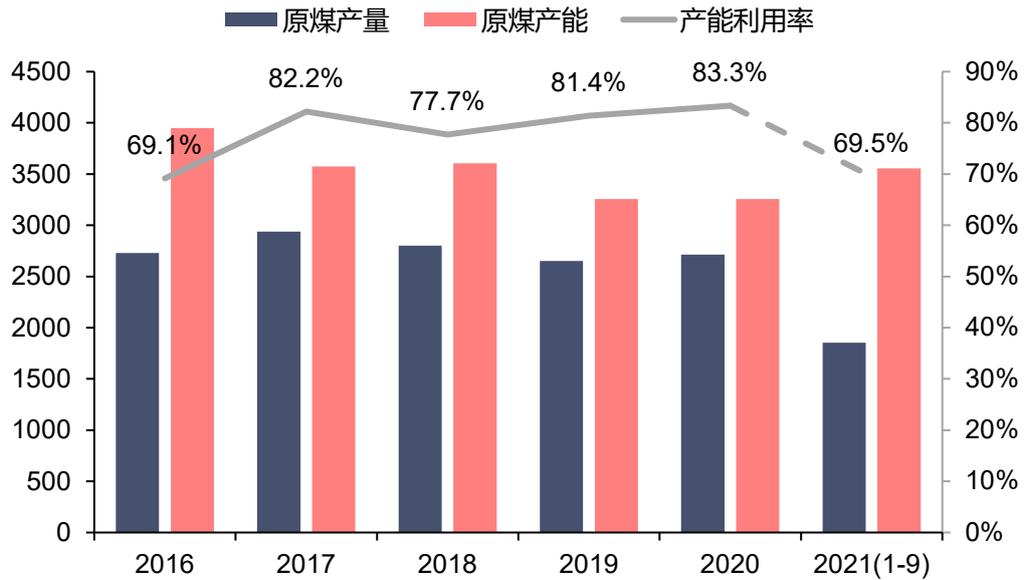
资料来源: 淮北矿业集团发债募集说明书, 信达证券研发中心

表 4: 公司及集团产能变动情况汇总

	煤矿	变动 (万吨/年)	时间	合计 (万吨/年)
核增、新增情况	海孜煤矿 (西部井)	+11	2016	
	信湖煤矿	+300	2017	+371
	袁店二井	+60	2018	
关停矿井	刘店煤矿	-150	2016	
	袁庄煤矿	-69	2016	
	海孜煤矿 (大井)	-120	2016	-834 (集团口径)
	岱河煤矿 (集团)	-120	2018	-339 (公司口径)
	朔里煤矿 (集团)	-210	2019	
	杨庄煤矿	-165	2020	
	朱庄煤矿	-30	2017	
核减矿井	桃园煤矿	-10	2017	
	朱仙庄煤矿	-5	2017	
	孙疃煤矿	-30	2018	
	朱庄煤矿	-30	2019	-250 (集团口径)
	临涣煤矿	-40	2019	-170 (公司口径)
	童亭煤矿	-30	2019	
	祁南煤矿	-40	2019	
	石台煤矿 (集团)	-80	2019	

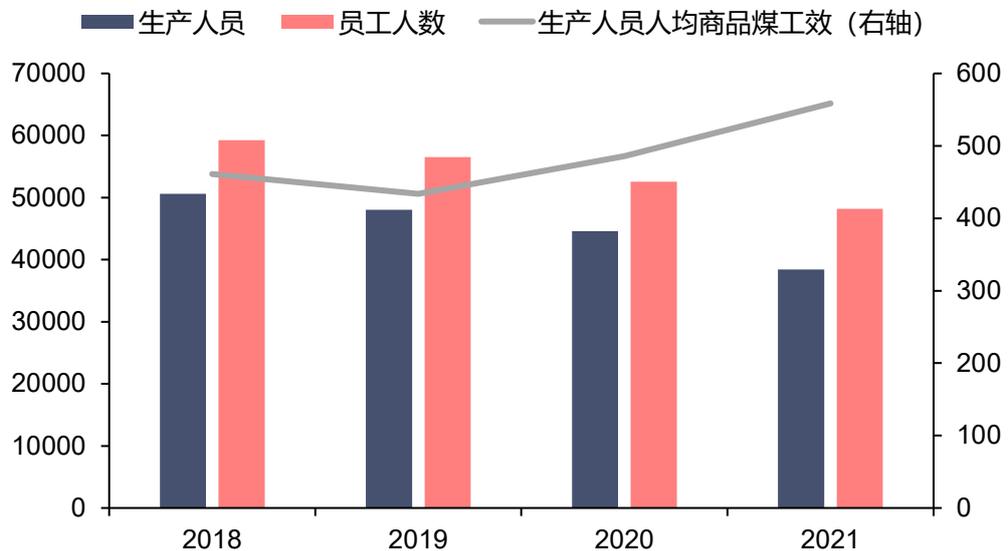
资料来源: 淮北矿业集团发债募集说明书, 信达证券研发中心

原煤产量未受影响, 产能利用率显著提升。退出矿井均为资源枯竭、灾害严重、扭亏无望的矿井, 从产量上看, 这些矿井的退出并未造成公司实际生产能力的下降, 2016-2021Q3 年, 公司原煤产量分别为 2730、2939、2801、2650、2713、1853 万吨, 产能利用率分别为 69.1%、82.2%、77.7%、81.4%、83.3%、69.5% (2021 年产能利用率有所下降为信湖煤矿投产处于产能爬坡阶段所致)。低效产能的退出、过剩产能的去化, 进一步增强了公司矿井的安全生产水平, 降低了环保治理难度, 全方位提升了公司资产的盈利能力。

图 36: 公司矿井产能利用率情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 *注: 2021 年产能利用率为近似测算值

人员改制较为彻底, 减人提效与矿井智能化改造持续推进。煤矿产能“供给侧改革”期间, 公司持续调整人员结构, 减少用工总量, 提升人均工效。2018 年重组上市后, 公司在职工工总人数 59246 人, 生产人员 50593 人, 生产人员人均商品煤产出为 461 吨/年。截止 2021 年底, 公司在职工工人数降至 48173 人, 较 2018 年减少 11076 人, 生产人员 38417 人, 较 2018 年减少 12176 人, 生产人员人均商品煤产出为 559 吨/年, 较 2018 年增加 98 吨/年。

图 37: 淮北矿业在职员工与人均工效 (人, 吨/年)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

此外, 公司持续推进煤矿智能化水平, 矿井智能化投入不断提升, 2021 年, 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, 研发投入超过 16 亿元。2022 年杨柳煤矿顺利通过国家级智能化示范矿井评估验收、信湖顺利通过省级智能化示范矿井评估验收, 分别成为安徽省内第一座国家级、省级智能化示范矿井, 开启了“智慧矿山”建设新时代。

3.3.内生增长启动，主营业务增长潜力持续兑现

煤炭产能周期背景下，公司内生增长能力尤为珍贵。“十三五”期间，受煤炭行业整体产能去化政策指导，煤炭行业资本开支大幅度下滑，新批新建煤炭项目数量快速下降，叠加产能去化政策，大量矿井关停退出，导致了当前“十四五”期间，煤炭供给弹性不足，国内煤炭供需持续紧张的格局。分煤种来看，国内炼焦煤新增产能数量更为稀少。

在此格局下，公司信湖煤矿于 2021 年正式投产，2022 年煤炭生产增量显著；陶忽图煤矿（动力煤）建设持续推进，预计“十四五”末投产，公司也借此成为少数在“十四五”期间具备持续成长能力的煤炭企业。在当前煤炭供需持续偏紧，煤炭价格在未来 3-5 年或将持续处于历史高位的能源通胀背景下，公司有望深度受益其煤炭产能的不断成长。

煤化工工业方面，为进一步增强公司对行业周期性波动的抵抗能力，公司启动了新型煤化工产业链的强链、补链、延链工程，先后布局规划了 50 万吨/年焦炉煤气制甲醇项目和 60 万吨/年乙醇项目，充分发挥公司煤种优势，实现对产业链条的深度延伸。根据公司公告，50 万吨/年甲醇生产项目已于 2022 年 9 月收到安徽省应急管理厅颁发的《安全生产许可证》，正式投入生产，进入产能爬坡阶段，我们预计 2023 年公司甲醇产量将获得显著提升。

3.3.1 信湖煤矿产能爬坡顺利，2022-2023 年焦煤产量持续释放

信湖煤矿位于安徽省涡阳县境内，该井田可采煤层煤质稳定，以中灰、中-中高挥发分、低-中高硫、特低-中磷、含油（3 煤层为富油煤）、高热值、具强粘结性的焦煤（47.01%）和 1/3 焦煤（51.93%）为主。截止 2022 年 3 月，信湖煤矿煤炭资源储量 7.93 亿吨，可采储量 2.76 亿吨，设计生产能力 300 万吨/年，预计服务年限 66.51 年。

2021 年 5 月，信湖煤矿进入试生产阶段，同年 9 月份，信湖煤矿收到《信湖煤矿项目竣工验收鉴定书》，正式投入生产。该矿井为安徽省“861”计划重点建设项目，在建设时即规划为高起点高标准建设智能化现代化示范矿井，2022 年 10 月，信湖煤矿通过省级智能化示范矿井评估验收，成为安徽省内第一座省级智能化示范矿井。

根据公司公开披露，经过为期一年的产能爬坡，信湖煤矿当前产能利用率已达到 70%以上，带来原煤产量增长超过 200 万吨。凭借智能化现代化的设计思路与建设理念，2023 年信湖煤矿产能利用率有望达到接近满产状态，进一步贡献原煤和炼焦精煤产量，同时随着产量爬升，可变成本有望进一步摊薄，产量的边际利润弹性或将进一步体现。

3.3.2 陶忽图煤矿 800 万吨/年动力煤产能预计 2025 年释放

陶忽图煤矿项目位于内蒙古自治区鄂尔多斯市西南方向的乌审旗境内，隶属于国家大型煤炭基地——神东煤炭基地的纳林河矿区。公司于 2019 年 1 月获得陶忽图井田勘探探矿权，2022 年 2 月，发改委能源局正式对该项目进行核准批复，同年 4 月，生态环境部对该项目进行了环评公示，当前该项目正在办理采矿权新立手续。

根据公司公告，陶忽图煤矿资源储量 14.29 亿吨，核定产能 800 万吨/年，设计服务年限 60.2 年，预计项目建设投资 85.75 亿元，建设工期 52 个月，根据公司公告，预计 2025 年该煤矿可投产。

陶忽图煤矿产品为高热值优质动力煤，煤种为不粘煤和弱粘煤，选洗后的块精煤和末煤产品收到基低位发热量均超过 6000 大卡/kg，为优质的化工原料用煤以及动力用煤。根据环评报告，公司已经与华电集团、国电投等多家大型电力生产企业下属电厂与燃料采购公司签订了煤炭运销协议。根据公司公告，预计项目达产后，在综合煤炭售价 355 元/吨（不含税）的假设下，陶忽图煤矿预计年实现销售收入约 28.4 亿元，利润总额约为 10.4 亿元。

表 5：陶忽图矿井及洗煤厂主要经济指标情况

矿井经济指标	数值	单位
资源储量	14.29	亿吨
设计可采储量	6.74	亿吨
设计服务年限	60.2	年
生产煤类	不粘煤、弱粘煤	
产品产量		
块煤	215	万吨/年
末煤	507	万吨/年
原煤成本费用	188.76	元/吨
选煤厂经济指标	数值	单位
年处理能力	800	万吨/年
产品灰分 Ad/水分 Mt		
块精煤	4.96/15.00	%/%
末煤	4.96/14.50	%/%
产品发热量/Qnet,ar		
块精煤	25.36/6058.50	(MJ/大卡)/千克
末煤	25.52/6096.73	(MJ/大卡)/千克
产品年产量		
块精煤	200.24	万吨/年
末煤	361.29	万吨/年

资料来源：陶忽图煤矿项目环境影响评价报告，信达证券研发中心

3.3.3 煤化工产业延链补链强链工程持续推进

50 万吨年产能甲醇生产项目：2022 年 9 月，公司全资子公司碳鑫科技“焦炉煤气综合利用项目”收到安徽省应急管理厅颁发的《安全生产许可证》，标志着公司年产 50 万吨焦炉煤气制甲醇项目正式投产。该项目粉煤加压气化工工艺对焦炉气制甲醇弛放气综合利用生产甲醇，该技术成熟先进在满足焦炉气综合利用的同时，也实现了煤炭的高效清洁转化。

根据公司测算，该项目投产后预计平均每年新增销售收入 124,404.64 万元，平均每年新增利润总额 23,641.52 万元。

表 6：焦炉煤气综合利用项目主要产品方案汇总

产品类型	产品名称	生产规模	单位
主产品	甲醇（一等品）	49.05	万吨/年
	杂醇	4.72	万吨/年
副产品	浓硫酸	8.56	万吨/年

资料来源：焦炉煤气综合利用项目环境影响评价报告，信达证券研发中心

随着该项目正式投入生产，公司煤化工板块甲醇产能达到 90 万吨/年。根据公司公开披露，该项目目前仍处于产能爬升阶段，预计 2023 年底达到满产状态，满产后将为公司 60 万吨年产能乙醇生产项目（甲醇综合利用项目）提供稳定生产原料。

60 万吨年产能乙醇生产项目：为充分发挥煤种优势，延伸产业链条，优化产品结构，公司持续推动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，以碳鑫科技为主体规划运营了甲醇综合利用项目。该项目以焦炉煤气综合利用项目生产的甲醇为原料，配套煤气化装置、净化装置、一氧化碳和氢气分离装置，选用“二甲醚羰基化/乙酸甲酯加氢制乙醇”工艺路线，以自产甲醇反应脱水生产二甲醚，二甲醚与一氧化碳羰基化生产乙酸甲酯，乙酸甲酯加氢生产乙醇，符合国家技术创新方向和安徽省产业政策与规划要求。该路线成熟稳定，在国内乙醇生产领域具备先进性。项目预计建设周期 2 年。

原料自给能力充分，来源稳定可靠。本项目所需甲醇原料来自于刚投产的 50 万吨/年焦炉煤气综合利用制甲醇项目，且项目毗邻子公司临涣焦化股份有限公司现有的 40 万吨甲醇生

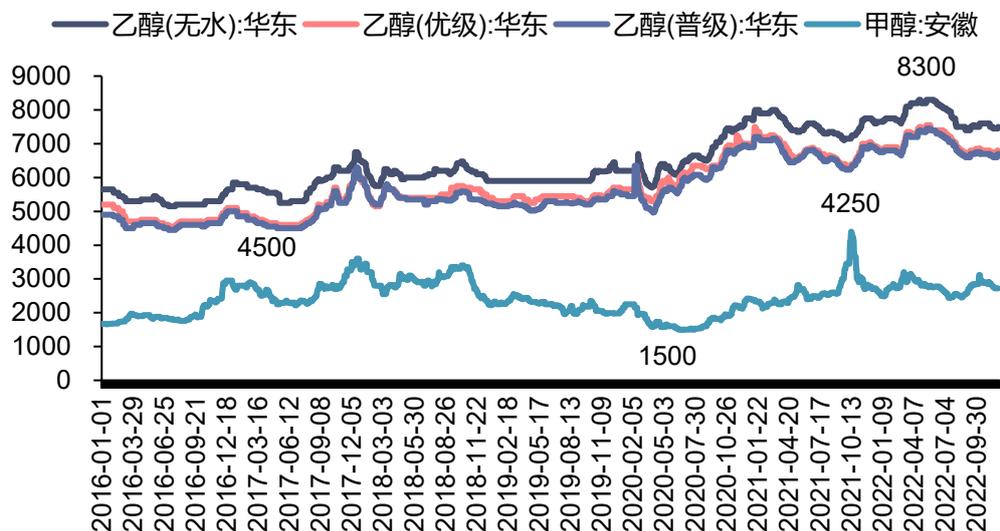
产装置；此外，项目所需动力混煤和焦粉由公司及其下属单位提供，烟煤通过市场采购，原料供应充足；碳鑫科技有限公司拥有日投煤量 2000t/d 的煤气化装置，合成气供应稳定。

基础设施完备，建设工期有望缩短。 本项目实施所在地安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地为安徽省 5 个特色化工园区之一，园区供水、供电、供气等配套功能和基础设施完备齐全；园区铁路、公路交通运输便捷；同时可以利用现有污水处理设施和能力，满足本项目生产废水排放的环保处理需求，能够节省项目投资，缩短建设工期。根据公司介绍，该项目有望于 2023 年底投入生产。

恪守粮食、能源安全底线，煤制乙醇市场前景广阔。 燃料乙醇是良好的辛烷值调和组分和汽油增氧剂，能够有效减少汽车尾气中的 PM2.5 和一氧化碳。从下游消费端来看，是部分替代汽油的良好选择，可补充化石燃料资源，降低石油资源对外依存度，有力增强我国能源自给能力，实现“能源的饭碗要端在自己手里”的能源安全发展主旨要义。从生产端看，煤制乙醇是对生物制乙醇，特别是一代技术的玉米制乙醇的有效替代，对我国粮食安全保障具有重大意义。当前生物制乙醇的三种主要路线中，以谷物制乙醇（玉米、小麦和稻米，其中玉米制乙醇为主）工艺最为成熟，纤维素制乙醇和木薯乙醇工艺受制于工艺技术以及原料进口限制，尚不具备大规模推广的能力，难以满足未来国内燃料乙醇需求。而玉米制乙醇受玉米价格持续上涨因素，经济性不断减弱，同时国内玉米作物产量关乎下游畜牧养殖饲料生产，是粮食安全供应的重要部分，大规模生产玉米乙醇对于我国粮食安全同样构成巨大挑战。在此背景下，鉴于我国煤炭资源储量丰富，煤制乙醇有望实现对玉米乙醇的替代，契合当下能源安全与粮食安全发展主线。

乙醇价格稳定，产品附加值更胜甲醇。 价格角度来看，乙醇产品价格更高，波动相对平稳，相对于甲醇而言，乙醇产品具有更高的附加值与盈利能力，进一步增厚公司业绩，公司有望从化工板块“延链强链补链”战略发展方向中持续获益。

图 38：国内甲醇与乙醇价格对比（元/吨）



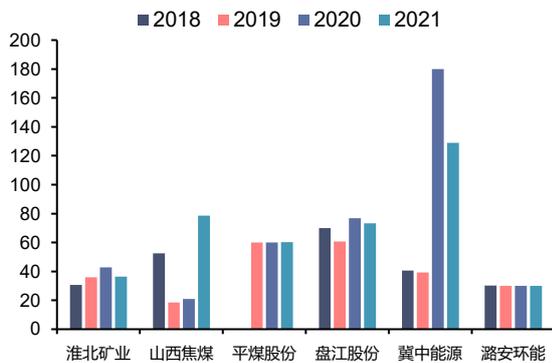
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

四、公司财务与股息分红分析

4.1 分红情况：比例增长稳健，总额行业居前

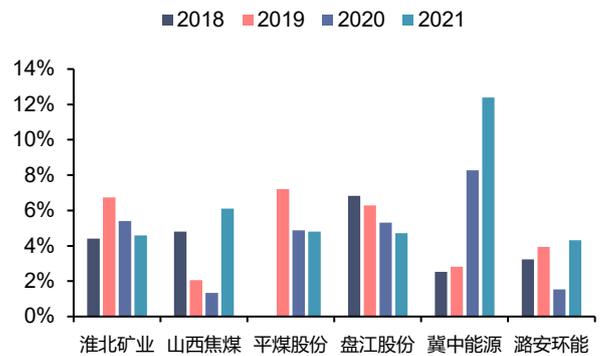
公司分红稳健增长。2018-2021 公司分红比率保持在 35%左右，随着公司盈利能力不断增强，年度分红总额逐年上升。2021 年公司总股本 2,481,035,925 股，派发现金股利 1,736,725,147.50 元（含税），每股分红 0.7 元，占当年归属于上市公司股东净利润的 36.33%。

图 39：淮北矿业与可比公司年度分红比率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 40：淮北矿业与可比公司股息率情况（%）

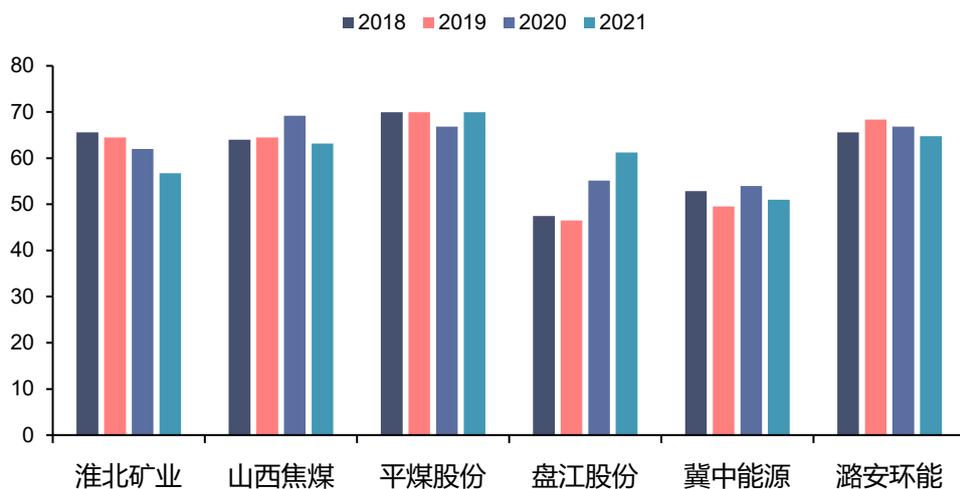


资料来源：Wind，信达证券研发中心

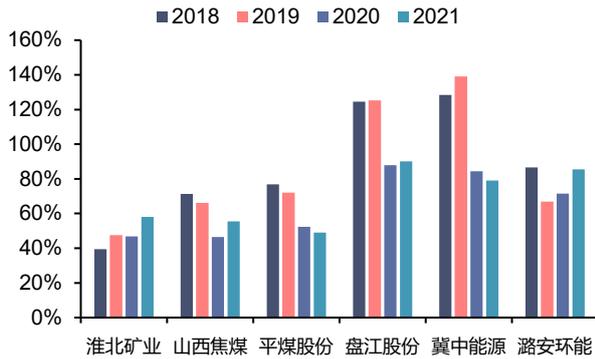
4.2 财务指标：债务结构持续优化，财务费率行业领低

债务结构持续优化，资产负债率逐年下降。2022 年上半年公司资产负债率降至 53.70%，比年初下降 2.92 pct。公司运营质量提升，有息负债 140.24 亿元，比年初下降 30.79 亿元；公司营收增加，货币资金增长显著，2021 年货币资金期末余额较期初增长 65.48%，主要系经营活动现金流量增加所致。公司流动比率、速动比率逐年上升，短期偿债能力增强。2022 年上半年流动比率、速动比率分别为 0.68、0.58，比 2021 年末增长 17.24%、18.37%，主要系公司销售收入增加所致。

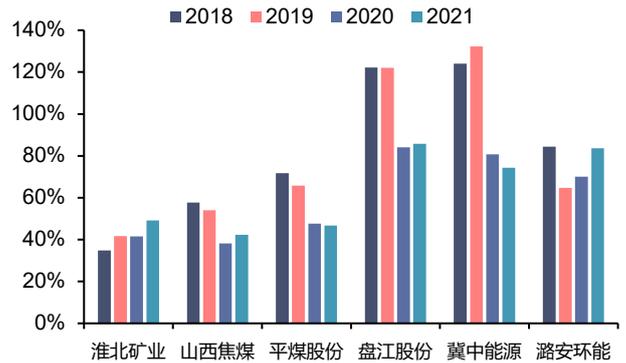
图 41：淮北矿业与可比公司资产负债率情况（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

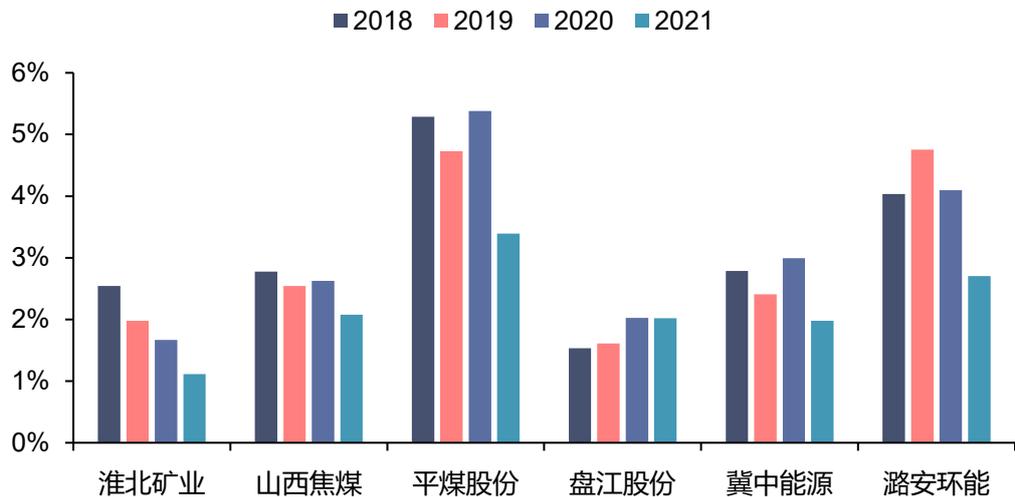
图 42: 淮北矿业与可比公司流动比率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 43: 淮北矿业与可比公司速动比率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

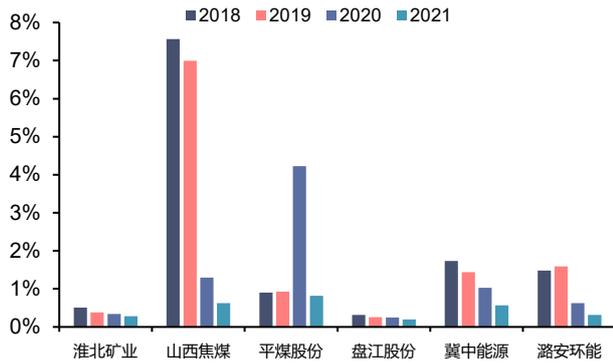
债务结构优化, 财务费用率逐年降低。2021年, 公司财务费率 1.1%, 较 2020 年的 1.7% 下降 0.6 个 pct, 实现了 2018 年以来财务费用率的持续下降, 相较同行业可比公司财务费用比例优势显著。截止 2022 年 Q3, 公司带息债务/全部投入资本为 33.42%, 较 2018 年末的 51.91% 下降 18.49 个 pct。

图 44: 淮北矿业与可比公司财务费率 (%)


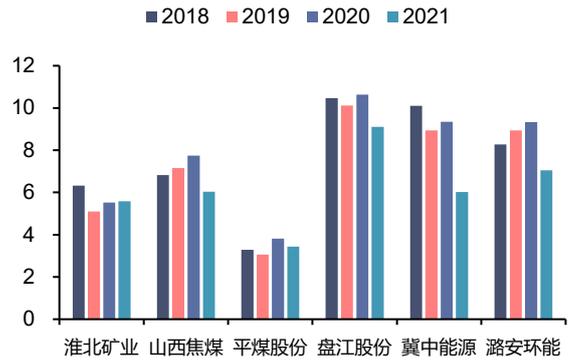
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.3 销货指标: 受益区域旺盛需求, 销售费率与存货周转、应收账款情况俱佳

订单饱满, 需求旺盛, 公司销售费率低位领先。2020、2021 年, 公司销售费用率为 0.34% 和 0.28%, 公司管理费用率为 5.53% 和 5.58%。受益于订单充盈, 以及与下游客户形成的长期合作关系, 公司销售费用率较长期都显著低于同行业可比公司。

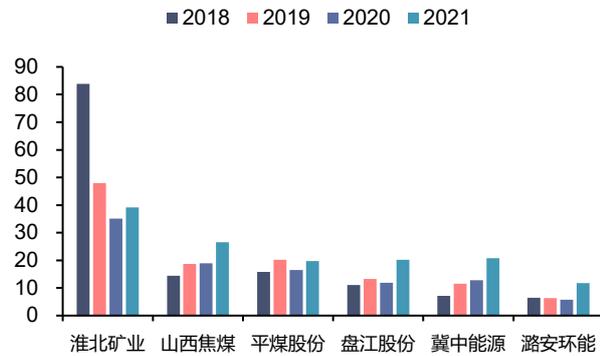
图 45: 淮北矿业与可比公司销售费率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

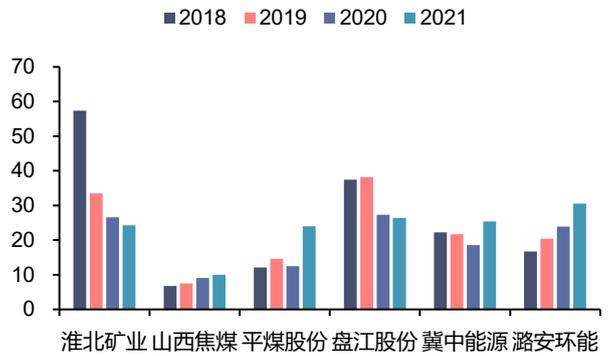
图 46: 淮北矿业与可比公司管理费率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

区位优势与客户黏性加持, 公司存货周转与应收账款周转情况行业领先。公司应收账款周转率显著高于同行业可比公司, 2020、2021 年公司应收账款周转率为 35.15、39.15。存货周转率方面, 公司 2020、2021 年存货周转率分别为 26.59 和 24.30, 同样处于行业较高水平。

图 47: 淮北矿业与可比公司应收账款周转率


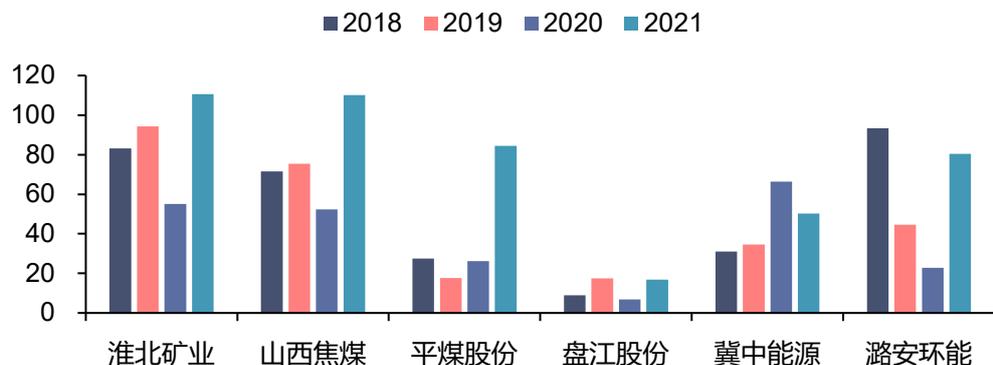
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 48: 淮北矿业与可比公司存货周转率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.4 盈利性指标: 经营现金流行业长期领先, ROE 增长偏向稳健

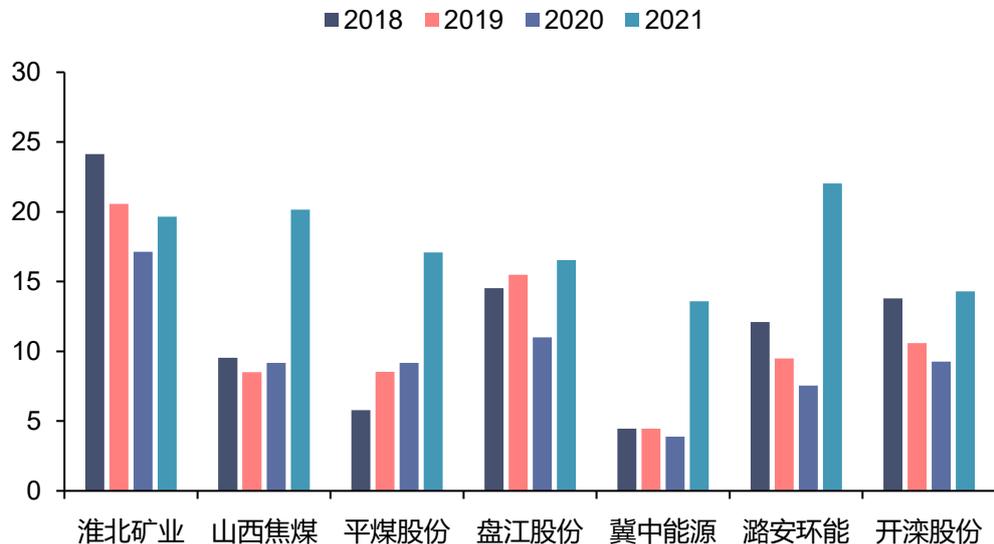
受益于落后产能持续去化以及减员增效工作不断推进, 公司经营活动现金流水平行业领先。整体来看, 公司经营活动现金流处于同行业领先地位。2018-2019 年, 在行业在 2021 年, 公司经营活动现金流净额 110.53 亿元, 同比增长 100.7%, 在可比 6 家焦煤公司中位居第一。

图 49: 淮北矿业与可比公司经营活动现金流净额 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

上市以来，公司净资产收益率维持在行业前列。公司 ROE 较为稳定，保持在 20%左右，处于行业较高水平，2021 年公司净资产收益率为 19.65%，同比增加 2.51pct。行业对比来看，淮北矿业 ROE 绝对值处于行业领先地位，2021 年 ROE 水平业内仅略低于大幅上涨后的山西焦煤与潞安环能。增速方面，由于煤化工营收占比较大，以及财务杠杆较低影响，2021 年公司 ROE 增幅相对可比公司有所落后。

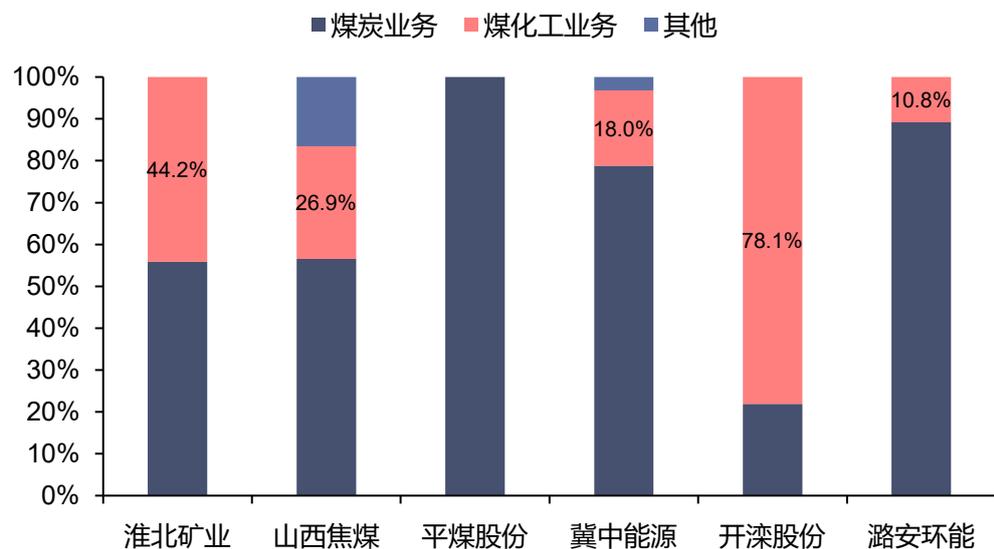
图 50：淮北矿业与可比公司加权 ROE (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务营收占比角度：煤化工业务占比较高。2021 年淮北矿业化工板块营收占主营业务收入达到 44.17%，仅次于以焦炭生产为主营业务的开滦股份，显著高于山西焦煤、平煤股份、冀中能源、潞安环能几家 ROE 增幅较大的可比公司。

图 51：2021 年淮北矿业与可比公司主营业务营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

炼焦煤价格涨幅显著强于下游焦炭产品。炼焦煤作为煤、焦、钢产业链的上游资源端本身具有资源的稀缺属性以及产能的紧缺特质，在煤、焦价格上行过程中表现更为强势。2021 年焦炭价格虽然也有上涨，但成本端焦煤价格上行对利润的影响较大，焦化行业毛利整体表现较弱。从可比公司口径来看，除开滦股份化工业务毛利率同比正向变动外，其余公司

化工（焦化为主）业务毛利率整体下降，相比之下，各家公司煤炭业务毛利率整体上行显著，山西焦煤以及潞安环能煤炭采选业务毛利率同比增加 10% 以上。

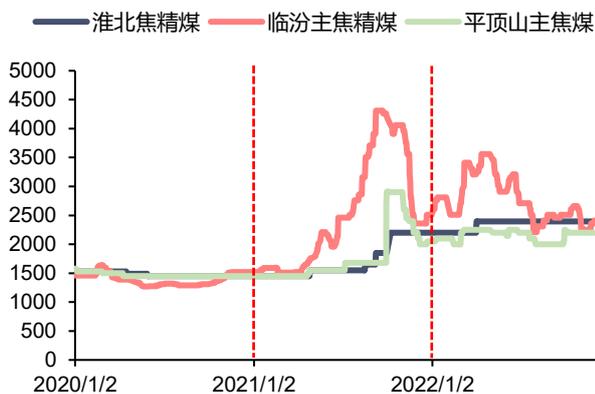
表 7：2021 年淮北矿业及可比公司煤炭与化工（焦化）业务毛利率及同比变动情况

公司名称	煤炭业务毛利率	同比变动	化工业务毛利率	同比变动
淮北矿业	40.86%	-0.16%	39.98%	-1.60%
山西焦煤	56.73%	+12.30%	5.25%	-0.61%
平煤股份	28.13	+2.89%	-	-
冀中能源	30.96%	+4.09%	13.23%	-1.73%
开滦股份	47.47	+7.00%	9.37	+1.66%
潞安环能	52.88%	+17.04%	14.28%	-3.57%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

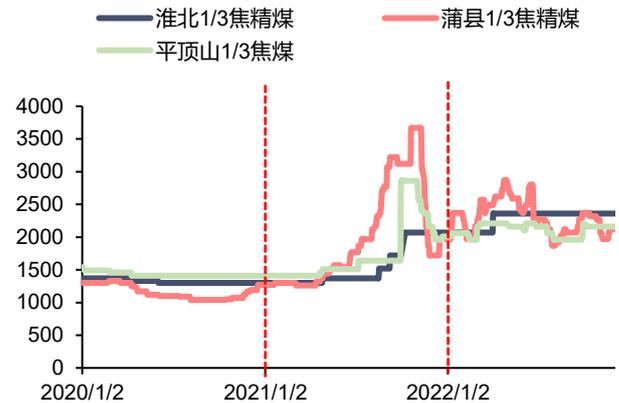
受资源禀赋与销售模式影响，公司焦煤价格走势偏稳。从焦煤资源禀赋角度，山西临汾、河南平顶山地区焦煤品质在热强度、粘结指数、最大胶质层厚度方面更具优势，因此具备更强价格弹性，淮北地区 2021 年焦煤价格涨幅偏稳。同时淮北矿业焦煤销售以长协为主，价格更具备稳定性，涨幅较山西、河南地区焦煤企业（山西焦煤、潞安环能、平煤股份等）略低。

图 52：淮北、临汾、平顶山主焦煤产地价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

图 53：淮北、临汾、平顶山 1/3 焦煤产地价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

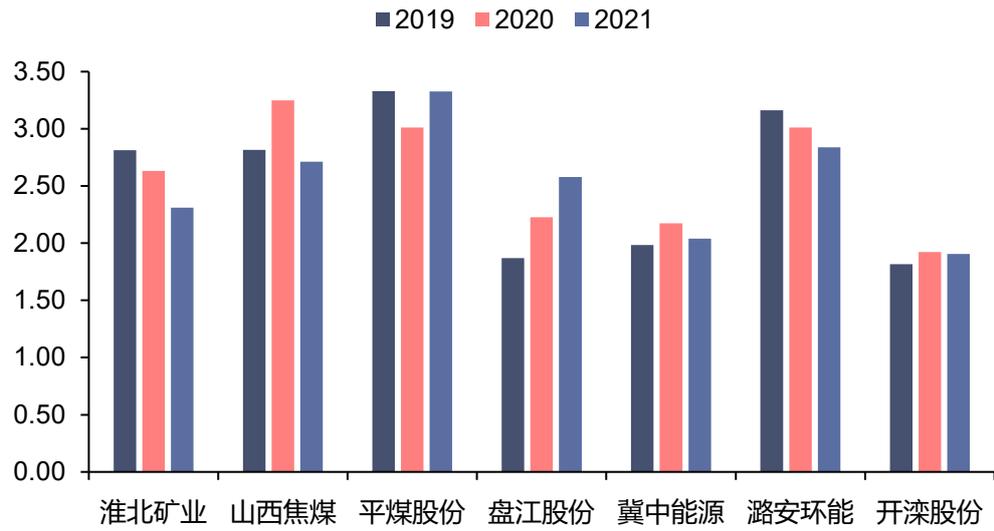
公司资产结构改善，财务杠杆减少，权益乘数下降。公司整体债务规模稳定，权益占比提升：2021 年公司负债总额 416.68 亿元，较 2020 年增加 1.18 亿元，同比增长 0.28%；所有者权益 317.95 亿元，较 2020 年增加 63.34 亿元，同比增长 24.88%。权益乘数由 2.63 降至 2.31。

表 8：2019-2021 年公司典型债务指标

	2019	2020	2021
负债总额	401.35	415.50	416.68
所有者权益	221.46	254.61	317.95
权益乘数	2.81	2.63	2.31
带息债务/全部投入资本(%)	49.60	46.99	37.06
资产负债率(%)	64.44	62.01	56.72
有形资产/带息债务	0.39	0.49	0.73
有形资产/净债务	0.53	0.57	1.01

资料来源：wind，信达证券研发中心

同行业对比来看，2021 年淮北矿业权益乘数处于中游偏低水平，延续了 2020 年的下降趋势。所有者权益的较快增加，权益乘数的走低，导致公司 2021 年 ROE 增长处于行业较低水平。

图 54: 淮北矿业与可比公司权益乘数对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、盈利预测与公司估值

5.1. 钢铁行业高质量发展增强对国内优质低硫主焦煤需求

5.1.1 高炉大型化趋势推进，主焦煤需求增强

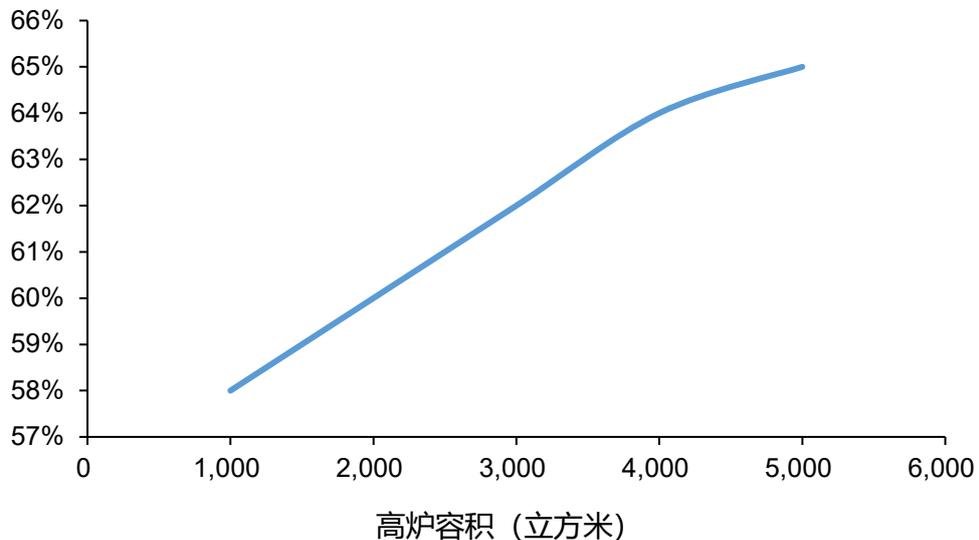
钢厂高炉大型化背景下，提出对焦炭强度指标的更高要求。目前，小容积高炉占比依旧庞大，“以小换大”是产能置换的主要方式。随着产业政策要求逐步压小上大，小型高炉将会继续淘汰，大型高炉将替代小型高炉成为钢厂的首选。高炉炉容增大后，炉料在高炉内的停留时间延长，焦炭与煤气的反应时间长，会加剧焦炭的气化反应，从而恶化焦炭的性质，因此要求高炉内的焦炭料柱必须有足够的反应后强度 CSR（焦炭反应强度是指在高炉中反应后的焦炭在机械力和热应力作用下抵抗碎裂和磨损的能力）。

表 9：不同高炉炉容对焦炭的要求

炉容级别 (m ³)	1000	2000	3000	4000	5000
M40	≥ 78%	≥ 82%	≥ 84%	≥ 85%	≥ 86%
M10	≤ 7.5%	≤ 7.0%	≤ 6.5%	≤ 6.0%	≤ 6.0%
反应后强度 CSR	≥ 58%	≥ 60%	≥ 62%	≥ 64%	≥ 65%
反应性指数 CRI	≤ 28%	≤ 26%	≤ 25%	≤ 25%	≤ 25%
焦炭灰分	≤ 13%	≤ 13%	≤ 12.5%	≤ 12%	≤ 12%
焦炭含硫	≤ 0.85%	≤ 0.85%	≤ 0.7%	≤ 0.6%	≤ 0.6%
焦炭粒度范围 (mm)	75-25	75-25	75-25	75-25	75-30

资料来源：段宝兴《捣固焦在大容积高炉上的应用分析与探讨》，信达证券研发中心

图 55：高炉容积对焦炭 CSR 强度的要求 (%)



资料来源：段宝兴《捣固焦在大容积高炉上的应用分析与探讨》，信达证券研发中心

高 CSR 指标需求意味主焦煤与肥煤需求增大。根据王超等在《炼焦煤特性对焦炭热态强度影响研究》中的研究发现：1）中挥发分焦煤炼得焦炭 CSR 相对最优；2）胶质层最大厚度约 25mm 时炼得的焦炭 CSR 相对最优；3）高粘结指数焦煤炼得焦炭 CSR 相对最优。常用单种煤粘结指数（G 值）分布在 30-105 范围，随着 G 值的升高，焦炭的 CSR 呈上升趋势，在成本可控条件下，合理提高配合煤 G 值有利于焦炭质量的提高。未来，随着高炉大型化行业趋势加深，对优质主焦煤、肥精煤的需求有望持续增长。

5.1.2 精钢、特钢研发与使用，增大低硫、高挥发分焦煤需求

高强度是“十四五”重点发展特钢品种，硫含量与热脆性是其核心指标。高强度品种的研究

发与生产工艺的发展，既受到下游应用需求端蓬勃发展的推动（汽车钢材轻量化、高技术特种船舶、绿色环保家电），也是我国钢铁行业高质量发展的重要领域。根据《KR 法铁水脱硫数值模拟与水模型实验》中的研究表明，钢材硫含量是影响其质量的核心指标之一，过高的含硫量会导致钢材出现裂纹热敏感性（“热脆”）、焊接性能降低以及强度、冲击韧性和延展性的降低。

表 10: 钢中硫含量等级要求

钢类	化学成分(质量分数)/%，不大于					
	P	S	Cu	Cr	Ni	Mo
优质钢	0.03	0.03	0.3	0.3	0.3	0.1
高级优质钢	0.02	0.02	0.25	0.3	0.3	0.1
特级优质钢	0.02	0.01	0.25	0.3	0.3	0.1

资料来源：《合金结构钢》GB3077-2015，信达证券研发中心

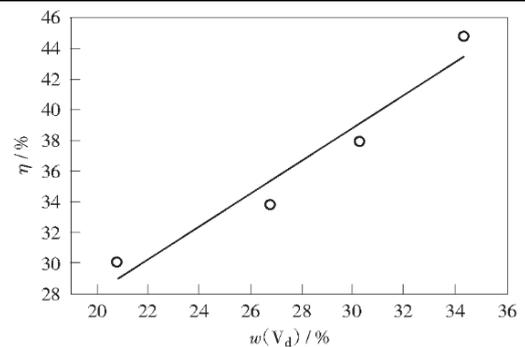
低硫、高挥发分焦煤是钢材降硫的主要手段之一。焦炭是铁水的主要硫来源，根据张文政、金权等的研究发现，高炉硫负荷中 80% 由焦炭燃烧带入，12% 由高炉喷吹煤粉带入，6% 是由块矿带入。而高挥发分煤热解过程中生成大量的活性自由基实现原位供氢，减少含硫自由基被矿物质以及有机质结合而滞留于焦炭中的几率。因此，使用低硫、中高挥发分的焦煤进行焦炭、铁水的生产，是提升钢材产品强度，增加高强钢产量，推动钢铁行业高质量发展的应有之义。

图 56: 高炉硫的输入分布

输入	
物料名称	硫负荷 /kg·t ⁻¹
煤粉	0.53
焦炭	3.44
烧结矿	0.12
块矿	0.23
合计	4.32

资料来源：张文政《提高铁水质量的实践》，信达证券研发中心

图 57: 全硫迁移率与焦煤挥发分的关系



资料来源：金权《焦炭硫分的影响因素及预测研究》，信达证券研发中心

5.1.3 晋豫冀皖四地焦煤更为匹配钢铁工业高质量发展

从粘结性（粘结指数）和结焦性（胶质层厚度）方面来看，河北、河南平顶山矿区、安徽、山东、山西河东煤田等地所产炼焦用煤均具有较高粘结指数（G 值），其余地区炼焦煤粘结指数略低。从硫分方面来看，黑龙江、安徽、辽宁三省的炼焦煤以特低硫为主；山西、河北、河南等地区硫分为低硫~中硫区间；贵州为高硫煤。从挥发分方面来看，山西部分资源、河南平顶山矿区产煤为低~中高挥发分，其他区域资源均为中高-高挥发分。

表 11: 炼焦煤主要产区煤质对比

省份	煤田矿区	主要煤种	灰分 A/%	硫分 S _{t,d} /%	挥发分 V _{air} /%	粘结指数 G	胶质层最大厚度 Y/mm
山西	河东煤田	气煤、焦煤、瘦煤、贫煤、肥煤等	中灰	低硫	中挥发分	北部 49, 中部 86, 南部 37-48	北中部 20.5-21, 南部 7-14
	西山煤田、霍西煤田	肥煤、1/3 焦煤、焦煤、瘦煤	低-中灰	低-中高硫	低-中高挥发分	54	14.5
贵州	六盘水矿区	肥煤、焦煤、瘦煤、气煤、贫煤，水城煤田亦产无烟煤		硫分较高（盘江较低）	中-中高挥发分	74-90	14.7-26.3
云南		炼焦煤和无烟煤，褐煤次之	中灰	高硫	-	-	-

黑龙江	鸡西、鹤岗、双鸭山、七台河矿区	1/3焦煤、气煤、焦煤，东北地区大部分气煤和1/3焦煤作为动力用煤	低-中灰	特低硫	中高-高挥发分	72-87	8.8-13.3
	开滦煤田	气煤、肥煤、焦煤、瘦煤	低-中低灰	硫分一般较低	中高挥发分	89	25.6
河北	邯邢煤田	肥煤、焦煤、气煤、气肥煤、1/3焦煤、无烟煤等	一般为低-中低灰，峰峰武安范围较大	一般为低硫，临城范围较大	中高挥发分	81-92	18.3-21.2
安徽	淮北煤田	1/3焦煤、气煤、焦煤、肥煤等	低-中灰	特低-低硫	中挥发分	86	21.6
	淮南煤田	气煤为主、1/3焦煤次之	低-中灰	特低硫为主	中高-高挥发分	81	12.5
河南	平顶山矿区	1/3焦煤、焦煤、肥煤	中低灰	低硫	中高挥发分	94	22.8
	鹤壁矿区	无烟煤、贫煤、瘦煤、贫瘦煤、焦煤、天然焦等	低-中灰	特低硫及中低-中硫煤均有	主要为低-中挥发分	0-20	2-15
山东	兖州矿区	气煤	低灰	低-中低硫	中高-高挥发分	78	10.9
	新汶矿区、肥城矿区	气煤、气肥煤	低-中低灰	中硫	中高-高挥发分	83-85	21.2-21.9
	枣庄矿区	1/3焦煤为主	低灰	中低硫	中高-高挥发分	78	10.4
辽宁	北票矿区	1/3焦煤、气煤	低-中灰	特低硫	高挥发分	91	16.4

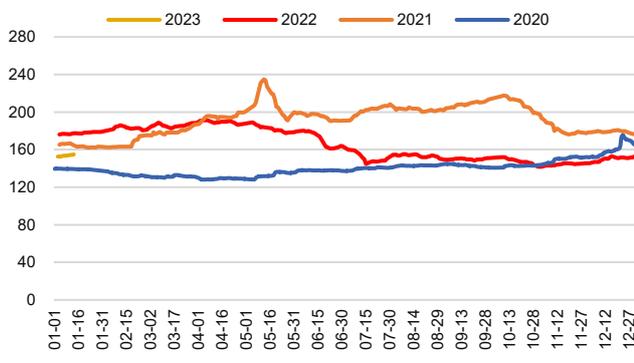
资料来源：中债资信，信达证券研发中心 注：本表格中炼焦煤统计口径包括气煤、气肥煤、1/3焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤及贫瘦煤。

综合以上，随着我国钢铁行业高质量发展持续推进，在高炉大型化趋势以及高强钢研发、生产深度发展背景下，国内优质低硫主焦煤需求或有望不断增强，淮北矿业焦煤产品借助自身品质优势、品牌优势、区位优势，有望在我国钢铁行业转型升级进程中持续受益。考虑到当前我国焦煤资源稀缺格局以及焦煤供给弹性有限，我们认为，未来优质低硫、主焦煤需求将长期存在，焦煤价格在较长时间内有望维持高位。

5.2. 基建、地产行业政策发力，煤、焦价格边际反弹值得关注

2022Q3末至Q4中期，下游需求疲弱，焦炭价格进入低谷。今年以来，受到疫情扰动、房地产下行影响，钢铁、焦炭价格全年整体呈现逐季走弱态势，三季度末至四季度，受钢铁、焦炭价格降至低谷，国内钢铁企业、独立焦化企业普遍亏损。下游大面积的亏损也导致了市场焦煤价格走弱。

图 58: Myspic 综合钢价指数



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 59: 焦炭与螺纹钢期货（活跃合约）收盘价



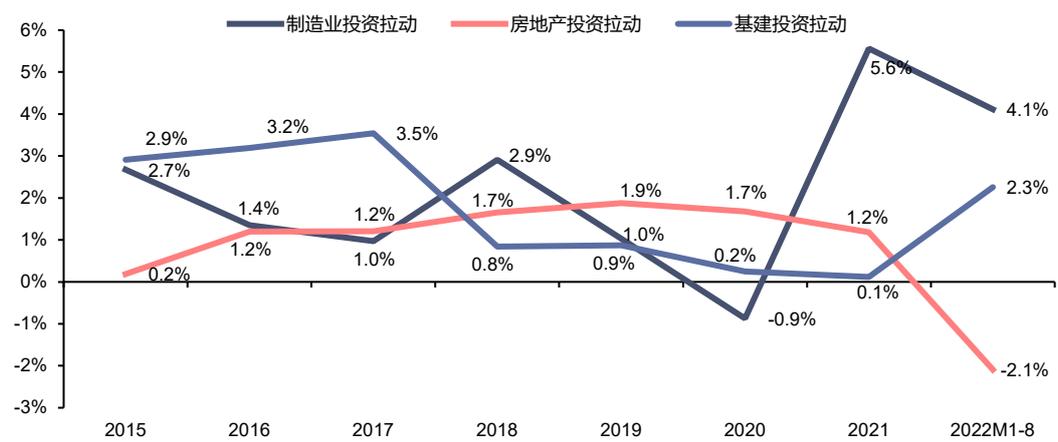
资料来源：wind，信达证券研发中心

利空因素持续改善。2022年11月21日，国务院联防联控机制发布了《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》等4个防控相关技术文件，对于核酸检测、隔离管控政策进行了调整。

2022年11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务。至此地产行业信贷、债券、股权三个融资主渠道的支持政策全部落地，“三支箭”组合政策重启。

基建与制造业固定资产投资发力。从固定资产投资结构来看，基建投资、制造业投资合计占比55%左右，房地产投资占比20%左右。截止2022年10月，我国制造业固定资产投资完成额累计同比达到9.7%；基建方面，根据对专项债资金的分析，我们预计2022年基建投资增速约为9.8%。制造业、基建领域的固定资产投资发力有望对地产行业的投资下行起到较强对冲作用。

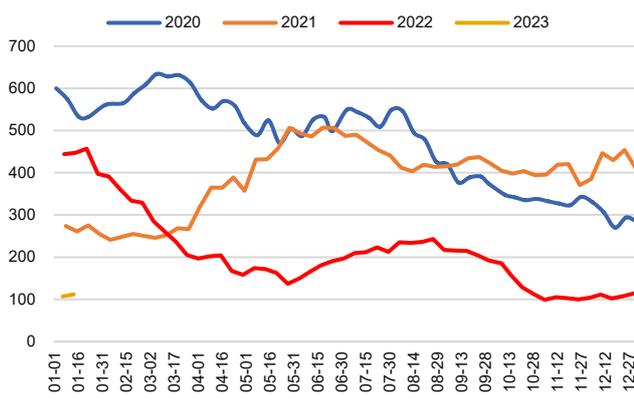
图 60：2015-2022 年三大投资对固定资产投资的拉动（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

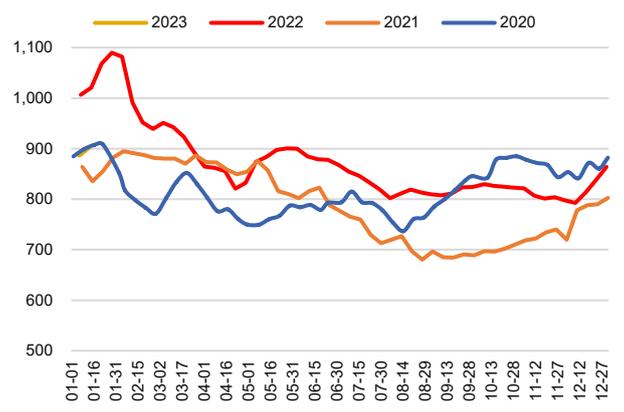
焦煤、焦炭社会库存处于低位。生产端，受疫情冲击以及行业产品价格下行影响，下半年焦煤、焦炭整体供给较弱，从库存情况来看，社会面焦煤、焦炭库存处于2019年以来的底部区域。（2022年钢厂库存较高为钢厂样本增加，统计口径发生变化所致。）

图 61：港口焦煤库存（万吨）

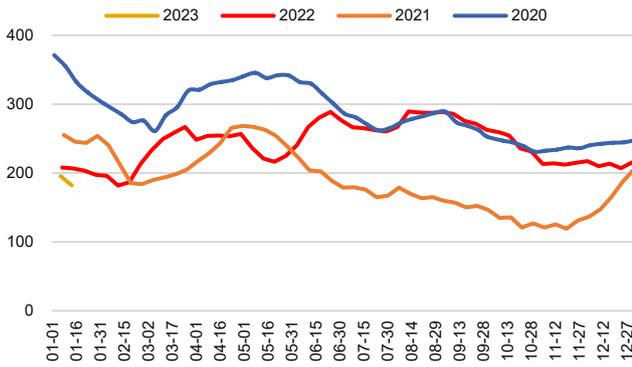


资料来源：wind，信达证券研发中心

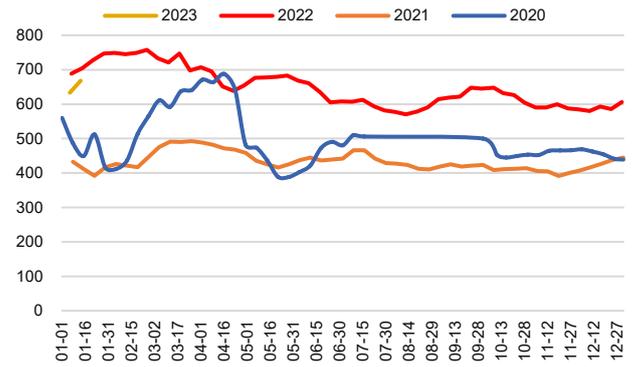
图 62：样本钢厂焦煤库存（万吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 63: 港口焦炭库存 (万吨)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 64: 样本钢厂焦炭库存 (万吨)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2023 年, 随着防疫政策调整, 地产融资渠道恢复, 以及基建、制造业固定资产投资的持续发力, 煤-焦-钢产业需求将有望在当前底部位置上持续修复。而当前焦煤、焦炭社会库存水平处于近年较低水平, 下游需求边际好转背景下, 独立焦化厂、钢厂对焦煤、焦炭的补库诉求有望持续、大幅度上推煤、焦价格。近期焦炭价格修复, 焦炭业务营收占比较高的企业有望迎来显著业绩修复。

5.3 公司盈利预测

煤炭业务: 2022-2024 年, 预计公司煤炭采选行业营收为 240.0/252.2/254.1 亿元, 毛利 94.6/105.3/108.1 亿元。综合今年公司信湖煤矿投产带来的供应增量, 以及 2022 年信湖煤矿达产所带来的的产能增量, 我们预计 2022-2024 年公司商品煤外销量为 2030.0/2070.0/2070.0 万吨。价格与成本方面, 考虑到钢铁行业高质量发展背景下对公司优质低硫主焦煤的需求持续强劲, 叠加国内焦煤稀缺属性凸显、供应弹性不足, 结合对本轮产能周期驱动的 3-5 年级别的能源大通胀格局的研判, 我们认为未来动力煤、焦煤价格有望高位维持, 价格中枢或将继续上行。我们预计 2022-2024 年公司商品煤综合售价 (含税) 为 1182.1/1218.6/1227.5 元/吨。成本端, 随着信湖煤矿的产量持续释放, 边际生产成本有望进一步被摊薄, 其他原有矿井安全生产相关费用计提稳定, 我们预计 2022-2024 年公司商品煤销售综合成本为 716.2/709.7/705.4 元/吨。预计 2022-2024 年公司煤炭业务板块销售毛利率为 39.4%/41.8%/42.5%。

表 12: 淮北矿业煤炭板块营收预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
商品煤对外销量(万吨)	1973.9	2030.0	2070.0	2070.0
商品煤综合销售价格 (元/吨)	806.6	1182.1	1218.6	1227.5
商品煤综合销售成本 (元/吨)	477.0	716.2	709.7	705.4
吨煤毛利 (元/吨)	329.6	466.0	508.9	522.1
煤炭业务销售收入 (亿元)	159.2	240.0	252.2	254.1
煤炭业务销售毛利 (亿元)	65.1	94.6	105.3	108.1
销售毛利率	40.9%	39.4%	41.8%	42.5%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

煤化工业务: 2022-2024 年, 预计公司煤炭采选行业销售收入为 117.5/151.0/165.1 亿元, 毛利 43.5/54.7/62.5 亿元。产量方面, 随着公司 2023 年 50 万吨新建甲醇产能逐步爬升, 2024 年乙醇产能正式投产, 我们预计公司 2022-2024 年焦炭销量为 360.0/410.0/410.0 万吨, 甲醇销量为 30.0/80.0/35.0 万吨, 2024 年乙醇销量为 40 万吨。价格方面, 我们预计公司 2022-2024 年焦炭综合售价 2850.9/2982.5/3026.3 元/吨, 甲醇综合售价 2236.8/2324.6/2324.6 元/吨, 乙醇 2024 年综合售价 5701.8 元/吨。预计 2022-2024 公司煤

化工业务板块销售毛利率为 37.0%/36.2%/37.8%。

表 13: 淮北矿业煤化工板块营收预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
销量 (万吨):				
焦炭	407.6	360.0	410.0	410.0
甲醇	34.4	30.0	80.0	35.0
乙醇	-	-	-	40.0
其他煤化工产品	28.2	25.7	31.0	31.0
销售价格 (元/吨)				
焦炭	2645.7	2850.9	2982.5	3026.3
甲醇	2259.3	2236.8	2324.6	2324.6
乙醇				5701.8
其他煤化工产品	3278.9	3170.9	3265.4	3265.4
煤化工业务销售收入 (亿元)	124.9	117.5	151.0	165.1
煤化工业务销售毛利 (亿元)	50.4	43.5	54.7	62.5
煤化工业务销售毛利率	40.0%	37.0%	36.2%	37.8%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

其他业务: 公司其他业务主要指为上下游客户提供商品运输与代采、代销贸易业务, 以现款现货交易为主, 非以赚取差价为目的的大宗商品贸易。我们预计该板块业务营收与毛利水平将整体保持稳定。

综上所述, 2022-2024 年, 预计公司营收分别为 **744.78 亿元**、**795.25 亿元**和 **812.00 亿元**; 归母净利润 **67.18 亿元**、**84.61 亿元**和 **93.13 亿元**; 对应毛利率为 **22.8%**、**24.7%**和 **25.7%**; 对应 ROE 为 **20.8%**、**21.9%**和 **20.4%**; 对应 EPS (摊薄) 为 **2.71**、**3.41** 和 **3.75 元/股**。

表 14: 淮北矿业主要财务指标预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	65,038	74,478	79,525	81,200
同比(%)	24.2%	14.5%	6.8%	2.1%
归属母公司净利润	4,780	6,718	8,461	9,313
同比(%)	37.8%	40.5%	26.0%	10.1%
毛利率(%)	19.8%	22.8%	24.7%	25.7%
ROE(%)	17.5%	20.8%	21.9%	20.4%
EPS (摊薄) (元)	1.93	2.71	3.41	3.75

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

5.4 绝对估值与相对估值

5.4.1 绝对估值: 公司每股绝对价值 20.08 元

估值方法方面, 我们选择了 FCFF 模型进行企业价值的估计。参数选择方面, 考虑到 2030 年后煤炭行业发展的周期波动性与能源结构转型下的行业政策不确定性, 我们仅使用 2022-2030 年企业的 FCFF 进行预测。我们以 2022-2024 年为预测期, 2025-2030 年为稳定期, 企业稳定期 FCFF 增长率为 0%; 贝塔值 (β) 取 1.5, 无风险利率取 10 年期国债利率 2.73%, 市场期望收益 7.0%, 税率 14%, 折现率 (WACC) 8.11%。

表 15: 淮北矿业 FCFF 模型关键假设

指标	参数	指标	参数
预测期年数	3	有效税率 T (%)	14.00%
稳定期年数	6	资本成本	
稳定期增长率	0%	债务资本成本 Kd	5.50%
贝塔值 (β)	1.5	债务资本比重 Wd	23.22%
无风险利率 Rf (%)	2.73%	股权资本成本 Ke	8.58%
市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%	加权平均资本成本 WACC	8.11%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

自由现金流方面, 预计公司 2022-2024 年自由现金流 FCFF 为 84.00 亿元、112.04 亿元和 94.62 亿元。

表 16: 淮北矿业 FCFF 情况 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	6,923.51	9,255.17	11,413.52	12,436.91
所得税税率	13.98%	14.00%	14.00%	14.00%
息税前税后利润(NOPAT)	5,955.89	7,959.44	9,815.63	10,695.74
加: 折旧与摊销	2,908.14	3,273.96	3,404.46	3,530.96
减: 营运资金的增加	779.75	-1,816.87	-1,634.37	1,114.32
减: 资本性投资	-5,368.63	-4,650.00	-3,650.00	-3,650.00
加: 其他非现金调整	207.56	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量 FCFF	2,923.21	8,400.26	11,204.46	9,462.37

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

在此假设之下, 淮北矿业企业价值为每股 20.08 元。如果考虑到前文所述焦煤资源的稀缺属性、公司目前丰富的资源储备 (以当前产能计算, 公司煤炭储量可开采年限在 50 年以上) 以及公司未来煤炭延链、补链、强链业务发展, 从绝对价值角度, 我们认为, 淮北矿业股票处于估值被低估状态。

表 17: 淮北矿业 FCFF 绝对估值情况 (增长至 2030 情形) (百万元)

	2022E-2030E
FCFF 预测期现值	26860.16
FCFF 过渡期现值	37302.07
FCFF 永续期现值	-
企业价值	64162.23
加: 非核心资产价值	7,285.97
减: 付息债务	17,102.93
减: 少数股东权益	4,528.11
股权价值	49,817.16
总股本 (百万股)	2,481.04
每股价值 (元/股)	20.08

资料来源: 信达证券研发中心预测

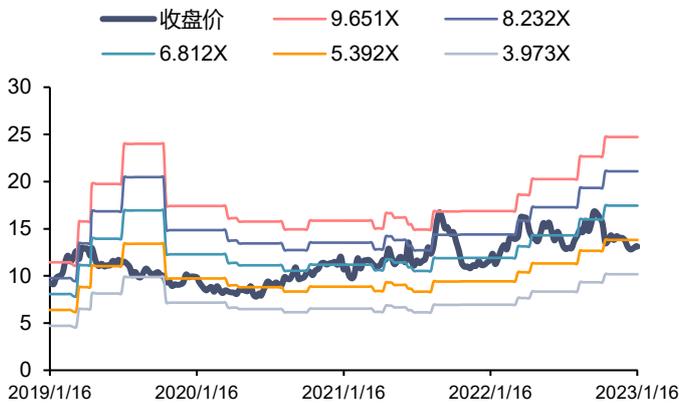
表 18: 淮北矿业 FCFF 估值过度期增长率与折现率的敏感性分析 (增长至 2030 情形)

过度期增长率/折现率	6.61%	7.11%	7.61%	8.11%	8.61%	9.11%	9.61%
-3.00%	19.85	19.45	19.05	18.67	18.30	17.94	17.59
-2.00%	20.35	19.93	19.52	19.13	18.74	18.37	18.01
-1.00%	20.86	20.42	20.00	19.59	19.20	18.81	18.44
0.00%	21.38	20.94	20.50	20.08	19.67	19.27	18.88
1.00%	21.93	21.47	21.02	20.58	20.15	19.74	19.34
2.00%	22.49	22.01	21.55	21.10	20.66	20.23	19.82
3.00%	23.07	22.58	22.10	21.63	21.17	20.73	20.31

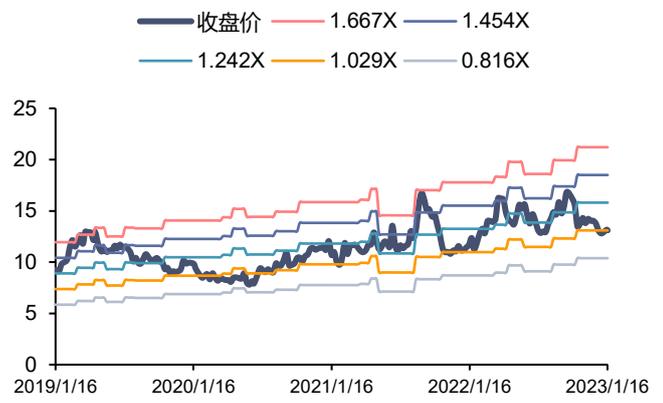
资料来源:信达证券研发中心预测

5.4.2 相对估值: 公司当前估值水平处于历史和同行业低位

截止 2023 年 1 月 16 日, 公司股票收盘价 13.10 元/股, PE (TTM) 为 5.114 倍, PB (TTM) 为 1.030 倍。相较于 2019-2020 年, 公司股价经历了一段时期的上涨, 但是从 PE 与 PB 角度来看, 股价上涨的主要驱动因素为业绩的提升, 其整体估值水平仍处于历史中低位置。我们认为, 未来焦煤资源稀缺性逐步凸显, 煤炭板块整体估值有望修复。

图 65: 淮北矿业 PB-band


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 66: 淮北矿业 PB-band


资料来源: wind, 信达证券研发中心

同行业对比角度, 我们选取了四家可比公司 (山西焦煤、平煤股份、盘江股份、潞安环能) 与淮北矿业进行对比。截止 2023 年 1 月 16 日, 公司 2022-2024 预测 PE 为 4.84x、3.84x 和 3.49x, 均低于四家可比公司平均 PE 水平 (5.16x、4.10x、3.80x)。PB 方面, 公司当前 PB 为 1.01 倍, 公司市值与公司净资产价值对等, 具有较高安全边际, 相对来看, 公司 PB 水平同样低于可比公司均值的 1.28 倍。因此, 从相对估值角度, 公司目前仍处于低估状态, 具备较高安全边际, 未来盈利能力成长可期。

表 19: 淮北矿业相对估值

股票名称	收盘价	归母净利润 (百万元)				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E
山西焦煤	11.56	4166	10266	12140	13242	12.46	4.61	3.91	3.58	1.53
平煤股份	11.18	2922	6308	8411	10093	9.63	4.11	3.08	2.56	1.23
盘江股份	6.87	1172	2080	3090	3257	10.10	7.08	4.77	4.52	1.13
潞安环能	18.37	6,708.35	11378	11839	12076	5.04	4.83	4.64	4.55	1.25
平均值						9.31	5.16	4.10	3.80	1.28
淮北矿业	13.10	4780	6,718	8,461	9,313	7.15	4.84	3.84	3.49	1.01

资料来源: wind, 信达证券研发中心 *注: 股票收盘价为 2023 年 1 月 16 日股票收盘价格, 其中潞安环能 PE 与 PB 均为 wind 一致预测, 其余公司为信达证券研发中心预测。

风险因素

- (1) 国内外能源政策变化带来短期影响;
- (2) 国内房地产行业继续大幅下行压制炼焦煤需求;
- (3) 发生重大煤炭安全事故风险;
- (4) 海外宏观经济失速下行。

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,493	16,518	25,323	34,108	41,099
货币资金	3,136	5,189	12,196	20,667	27,228
应收票据	1,515	1,028	1,451	1,506	1,514
应收账款	1,557	1,762	2,082	2,332	2,175
预付账款	407	489	539	562	566
存货	1,513	2,532	3,052	2,764	3,266
其他	5,366	5,517	6,003	6,278	6,351
非流动资产	53,517	56,946	58,521	58,767	58,886
长期股权投资	940	1,084	1,184	1,184	1,184
固定资产(合计)	31,892	36,920	37,646	38,141	38,410
无形资产	9,915	12,925	13,025	13,125	13,225
其他	10,772	6,017	6,666	6,316	6,066
资产总计	67,011	73,464	83,844	92,875	99,985
流动负债	28,810	28,439	31,554	33,503	32,818
短期借款	5,861	5,298	4,798	4,798	4,798
应付票据	1,982	1,684	1,985	2,003	2,017
应付账款	9,009	9,738	11,003	12,261	11,859
其他	11,958	11,719	13,768	14,440	14,145
非流动负债	12,739	13,230	14,930	14,930	14,930
长期借款	5,290	7,099	6,799	6,799	6,799
其他	7,449	6,131	8,131	8,131	8,131
负债合计	41,550	41,668	46,483	48,433	47,748
少数股东权益	4,178	4,528	5,112	5,848	6,658
归属母公司股东权益	21,283	27,267	32,249	38,595	45,579
负债和股东权益	67,011	73,464	83,844	92,875	99,985

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52,369	65,038	74,478	79,525	81,200
同比(%)	-13.0%	24.2%	14.5%	6.8%	2.1%
归属母公司净利润	3,468	4,780	6,718	8,461	9,313
同比(%)	-4.5%	37.8%	40.5%	26.0%	10.1%
毛利率(%)	18.2%	19.8%	22.8%	24.7%	25.7%
ROE%	16.3%	17.5%	20.8%	21.9%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.93	2.71	3.41	3.75
P/E	9.37	6.80	4.84	3.84	3.49
P/B	1.53	1.19	1.01	0.84	0.71
EV/EBITDA	5.39	4.03	3.08	2.03	1.48

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52,369	65,038	74,478	79,525	81,200
营业成本	42,810	52,151	57,464	59,850	60,328
营业税金及附加	535	696	841	874	892
销售费用	179	184	223	238	243
管理费用	2,865	3,589	5,207	5,561	5,678
研发费用	1,373	1,660	1,860	1,986	2,028
财务费用	875	724	839	798	748
减值损失合计	-4	-21	0	0	0
投资净收益	174	40	74	79	81
其他	428	163	372	397	406
营业利润	4,331	6,214	8,491	10,694	11,770
营业外收支	-41	-171	0	0	0
利润总额	4,290	6,043	8,491	10,694	11,770
所得税	620	845	1,189	1,497	1,648
净利润	3,670	5,199	7,302	9,197	10,122
少数股东损益	202	418	584	736	810
归属母公司净利润	3,468	4,780	6,718	8,461	9,313
EBITDA	7,523	9,832	12,529	14,818	15,968
EPS(当年)(元)	1.60	2.04	2.71	3.41	3.75

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,508	11,053	13,188	15,028	13,330
净利润	3,670	5,199	7,302	9,197	10,122
折旧摊销	2,474	2,908	3,274	3,404	3,531
财务费用	852	706	870	872	872
投资损失	-174	-40	-74	-79	-81
营运资金变动	-1,347	2,213	1,817	1,634	-1,114
其它	33	67	0	0	0
投资活动现金流	-5,648	-5,974	-4,775	-3,571	-3,569
资本支出	-5,215	-5,369	-4,650	-3,650	-3,650
长期投资	-587	-670	-200	0	0
其他	154	65	75	79	81
筹资活动现金流	-2,667	-3,119	-1,407	-2,987	-3,200
吸收投资	1	50	0	0	0
借款	10,923	10,346	-800	0	0
支付利息或股息	-2,400	-2,525	-2,607	-2,987	-3,200
现金流净增加额	-2,807	1,960	7,007	8,471	6,561

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。