



煤炭/能源

淮北矿业(600985)

## 三大引擎助力增长，财务结构优化在即

### 淮北矿业深度报告

翟堃(分析师)  
021-38675862  
zhaikun@gtjas.com  
证书编号 S0880517100004

#### 本报告导读:

信湖煤矿 2020 年底投产贡献重要业绩增量、焦化板块盈利回升、华东砂石骨料业务高景气，三大引擎带动成长，优质现金流和可转债推动资产负债结构进一步优化。

#### 投资要点:

上调盈利预测和目标价，维持增持评级。根据我们对公司未来项目投产重新梳理测算，上调公司 2020~2022 年 EPS 至 1.64、1.87、2.05 元（原预测 1.64、1.69、1.71 元），公司同时具备高股息优势，上调目标价至 14.00 元（原预测 11.77 元），维持增持评级。

成长性再发现，估值存在提升空间。公司估值特征为低 PE、相对高 PB，低 PE 主要反应了市场在一定程度上对公司所处“两淮”矿区资源是否枯竭的担忧，相对高 PB 表现为市场对资质相对认可。考虑到公司短期三大盈利增长点（信湖煤矿、焦炉气制甲醇、建材），以及内蒙陶忽图矿井的储备，我们认为公司仍然具备可持续的成长性，估值存在提升空间。

短期三大引擎，长期具备可观成长性。1) 300 万吨主焦煤信湖矿 2020 年底投产，优质资源受益国内焦煤稀缺及进口限制，测算稳健运行后年归母利润增量接近 8 亿元。2) 焦炭下半年盈利能力大幅回升，可转债募投项目 50 万吨焦炉气综合利用制甲醇将于 2021 年底投产，临涣焦化整体资源综合利用率将提高到 66%且降低甲醇的生产成本约 5%。3) 2017 年至今华东区域砂石骨料价格处于稳步上涨状态，远高于测算所得的 12.72 元/吨的砂石骨料生产成本，砂石骨料业务将尽享行业高景气度红利。

转债转股助力财务瘦身。皖政办[2017]13 号明确提出安徽中规模以上工业企业 2020 年末负债率控制在 60%以下要求，公司凭借优质现金流财务费用逐年下降，27.6 亿转债若完成转股则将进一步持续优化资产负债结构。

风险提示。煤价超预期下跌；部分煤矿亏损超预期；项目建设不及预期。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	57,775	60,086	58,458	60,994	63,060
(+/-)%	16%	4%	-3%	4%	3%
经营利润(EBIT)	5,477	4,859	4,740	5,374	5,739
(+/-)%	-9%	-11%	-2%	13%	7%
净利润(归母)	3,561	3,628	3,567	4,053	4,451
(+/-)%	24%	2%	-2%	14%	10%
每股净收益(元)	1.64	1.67	1.64	1.87	2.05
每股股利(元)	0.12	0.60	0.59	0.67	0.74
利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	9.5%	8.1%	8.1%	8.8%	9.1%
净资产收益率(%)	20.7%	19.1%	16.4%	16.7%	16.4%
投入资本回报率(%)	13.6%	11.3%	10.4%	11.7%	12.4%
EV/EBITDA	4.28	5.17	5.14	4.33	3.72
市盈率	6.29	6.17	6.28	5.53	5.03
股息率(%)	1.2%	5.8%	5.7%	6.5%	7.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.00**

上次预测: 11.77

当前价格: 10.44

2020.10.20

#### 交易数据

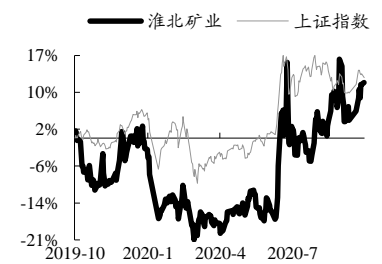
52 周内股价区间(元)	7.72-10.90
总市值(百万元)	22,680
总股本/流通 A 股(百万股)	2,172/650
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	30%
日均成交量(百万股)	8.79
日均成交值(百万元)	86.12

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	20,964
每股净资产	9.65
市净率	1.1
净负债率	60.39%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.42	0.38
Q2	0.46	0.38
Q3	0.42	0.43
Q4	0.37	0.45
全年	1.67	1.64

#### 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	13%	11%
相对指数	-3%	10%	-1%

#### 相关报告

煤炭利润收窄，股东回报提升 2020.03.29  
盈利维持稳健增长，财务质量不断优化 2019.10.27  
高质量发展推动盈利增速提升 2019.08.11  
煤炭焦炭业务稳健，资产负债表持续改善 2019.04.30  
华东龙头地位稳固，债务优化分红可观 2019.03.28

模型更新时间: 2020.10.20

**股票研究**

能源  
煤炭

**淮北矿业(600985)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **14.00**

上次预测: 11.77

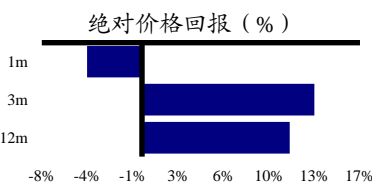
**当前价格:** 10.44

公司网址

www.hbkykg.com

**公司简介**

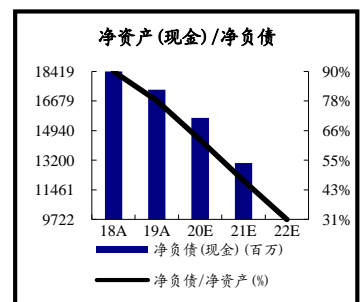
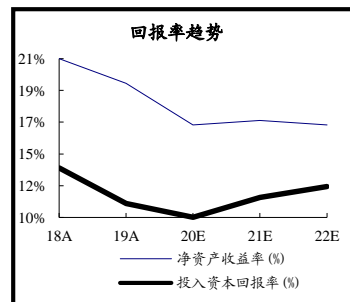
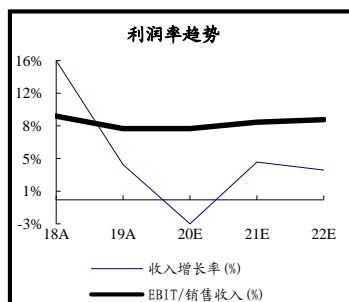
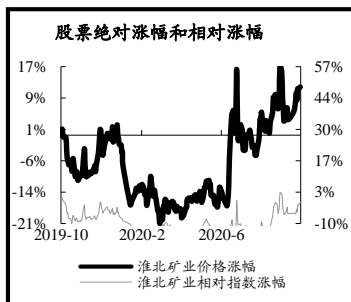
公司是国家民爆产品定点生产企业, 经多年发展, 目前已成为一家集科研、生产、流通、爆破服务、矿山开采、技术研发及转让、技术咨询一体化的大型民爆集团。公司拥有一批复合型技术人才和管理人才, 具备较强的科技研发能力, 被认定为国家高新技术企业和省级技术中心。



52 周内价格范围 7.72-10.90  
市值 (百万) 22,680

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	57,775	60,086	58,458	60,994	63,060
营业成本	46,608	50,153	49,419	51,162	52,586
税金及附加	651	566	444	464	479
销售费用	278	228	205	213	221
管理费用	3,437	3,035	2,487	2,562	2,712
EBIT	5,477	4,859	4,740	5,374	5,739
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	254	31	30	30	30
财务费用	1,391	1,189	921	821	659
营业利润	4,804	4,156	4,389	5,123	5,650
所得税	473	571	661	737	831
少数股东损益	398	-15	181	352	387
净利润	3,561	3,628	3,567	4,053	4,451
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	3,149	5,682	6,206	6,041	5,825
其他流动资产	9,151	6,960	7,668	7,979	8,232
长期投资	846	848	848	848	848
固定资产合计	30,264	31,011	29,650	29,410	29,037
无形及其他资产	15,891	17,780	18,512	19,606	20,506
资产合计	59,301	62,281	62,885	63,884	64,448
流动负债	30,785	26,610	24,884	23,636	21,665
非流动负债	8,051	13,525	13,025	12,325	11,625
股东权益	20,465	22,146	24,976	27,923	31,159
投入资本(IC)	35,856	37,060	38,584	39,251	39,626
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	4892	4196	4029	4604	4897
折旧与摊销	2,727	2,230	2,281	2,423	2,564
流动资金增量	2,125	-3,591	2,152	-186	-153
资本支出	-1,393	-3,373	-1,593	-3,217	-3,031
自由现金流	8,351	-539	6,869	3,624	4,277
经营现金流	8,306	9,434	4,779	7,823	8,199
投资现金流	-2,214	-4,197	-1,563	-3,187	-3,001
融资现金流	-5,484	-2,796	-2,692	-4,802	-5,413
现金流净增加额	608	2,441	524	-166	-216
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	15.8%	4.0%	-2.7%	4.3%	3.4%
EBIT 增长率	-9.4%	-11.3%	-2.5%	13.4%	6.8%
净利润增长率	23.5%	1.9%	-1.7%	13.6%	9.8%
利润率					
毛利率	19.3%	16.5%	15.5%	16.1%	16.6%
EBIT 率	9.5%	8.1%	8.1%	8.8%	9.1%
净利润率	6.2%	6.0%	6.1%	6.6%	7.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	20.7%	19.1%	16.4%	16.7%	16.4%
总资产收益率(ROA)	6.0%	5.8%	5.7%	6.3%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	11.3%	10.4%	11.7%	12.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	13	11	11	11	11
应收账款周转天数	36	33	33	33	33
总资产周转天数	374	369	391	379	371
净利润现金含量	233.2%	260.0%	134.0%	193.0%	184.2%
资本支出/收入	2.4%	5.6%	2.7%	5.3%	4.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.5%	64.4%	60.3%	56.3%	51.7%
净负债率	90.0%	78.3%	62.8%	46.7%	31.2%
<b>估值比率</b>					
PE	6.29	6.17	6.28	5.53	5.03
PB	1.18	1.14	1.03	0.92	0.83
EV/EBITDA	4.28	5.17	5.14	4.33	3.72
P/S	0.38	0.37	0.38	0.37	0.36
股息率	1.2%	5.8%	5.7%	6.5%	7.2%



## 目 录

1. 区位优势明显，盈利能力可观.....	5
1.1. 安徽大型煤炭集团，坐拥优质资产.....	5
1.2. 华东地区能源巨擘，受益煤炭进口收窄.....	8
1.3. 煤焦业务双优，盈利稳步提升.....	11
2. 短期三大增量引擎，长期具备成长空间.....	12
2.1. 信湖煤矿即将投产，贡献两年盈利持续增长.....	12
2.2. 焦炭下半年盈利将恢复，煤化工业务有增量.....	14
2.3. 子公司雷鸣科化沙石骨料业务景气度高.....	16
2.4. 内蒙陶忽图矿井支撑长远发展.....	17
3. 分红率提升支撑高股息，可转债提升财务灵活性.....	19
3.1. 分红规模提升，股息率维持高水平.....	19
3.2. 负债率具备进一步下降的空间.....	19
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1: 淮北矿业发展历史.....	5
图 2: 截至 2020 年中公司股权和业务结构.....	5
图 3: 开采末期的煤矿矿井价值很低.....	7
图 4: 商品煤单位销售毛利接近新高.....	7
图 5: 安徽省炼焦煤产量维持平稳.....	8
图 6: 两淮矿区“十四五”产量规划与“十三五”持平.....	8
图 7: 淮北矿业 2019 年安徽省煤炭产量排名第二.....	9
图 8: 公司炼焦精煤产量占安徽省炼焦精煤总产量比重较高.....	9
图 9: 安徽周边省份对焦煤需求较高(万吨).....	9
图 10: 2019 年煤炭业务下游五大客户销量占比.....	10
图 11: 2019 年临涣焦化下游前五大客户销量占比.....	10
图 12: 焦煤进口总量和占进口煤比重逐年上升.....	10
图 13: 焦煤进口增速在 2019 年超过总体煤炭进口增速.....	10
图 14: 公司营业总收入增速提升(亿元).....	11
图 15: 公司归母净利润维持稳健(亿元).....	11
图 16: 煤炭、煤化工板块是收入主要构成(亿元).....	11
图 17: 煤炭、煤化工板块是毛利主要构成(亿元).....	11
图 18: 公司炼焦煤售价稳中偏强.....	12
图 19: 淮北矿业吨煤毛利横向对比平(元/吨).....	12
图 20: 淮北矿业净资产收益率领先.....	12
图 21: 淮北矿业焦炭产量稳步提升.....	14
图 22: 淮北矿业焦炭销售均价稳步提升.....	14
图 23: 华东六省焦炭均存在供需缺口.....	14
图 24: 房地产开发投资完成额持续恢复.....	15
图 25: 商品房销售额及面积持续恢复.....	15
图 26: 测算 2020Q3 吨焦炭毛利已达近两年较高水平.....	15
图 27: 2017 年至今华东区域砂石骨料价格处于稳步上涨状态.....	17
图 28: 淮北矿业持有陶忽图矿井 51% 权益.....	18

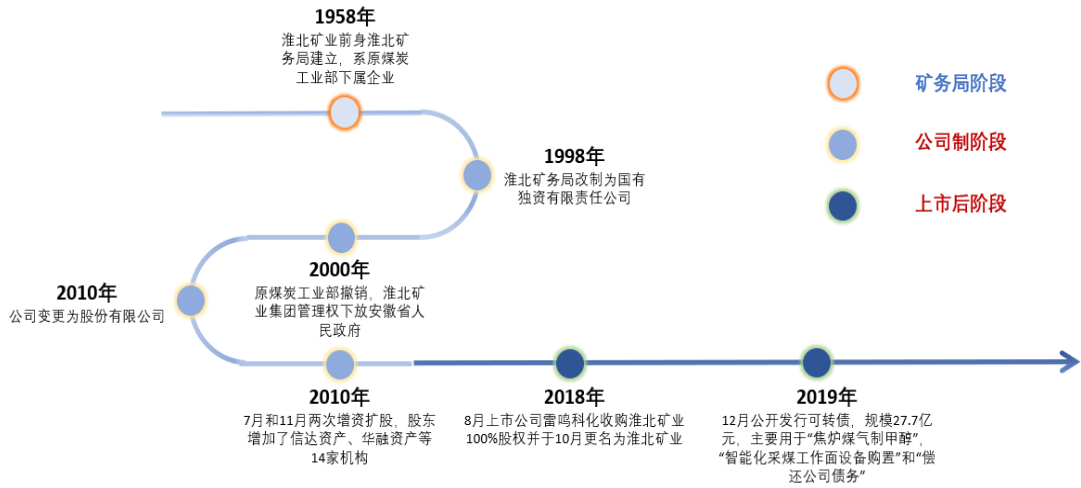
图 29: 公司资产负债率存在下降空间 .....	20
图 30: 财务费用同比下降 .....	20
图 31: 财务费用/有息负债逐年降低 .....	20
图 32: 归属母公司股东权益/有息负债逐年降低 .....	20
表 1: 公司在产矿井产能合计 3255 万吨 .....	6
表 2: 公司目前在建与规划信湖和陶忽图矿井 .....	6
表 3: 公司目前洗选煤厂产能 3920 万吨 .....	7
表 4: 2021-2025 信湖煤矿盈利测算 .....	13
表 5: 公司目前在建 50 万吨焦炉气制甲醇项目成本拆分表 .....	16
表 6: 公司甲醇业务 2021-2025 年盈利预测 .....	16
表 7: 公司目前在产砂石矿情况 .....	16
表 8: 测算公司吨砂石骨料成本为 12.72 元/吨 .....	17
表 9: 陶忽图煤矿可比矿井中煤能源蒙大煤矿年利润超过 5 亿元 .....	18
表 10: 淮北矿业股息率板块中处于较高水平 .....	19
表 11: 淮北矿业收入成本预测 (单位: 百万元) .....	21
表 12: 可比公司 2021 年 PE 为 9.42 倍 .....	22
表 13: 可比公司 2021 年 PB 为 0.84 倍 .....	22

# 1. 区位优势明显，盈利能力可观

## 1.1. 安徽大型煤炭集团，坐拥优质资产

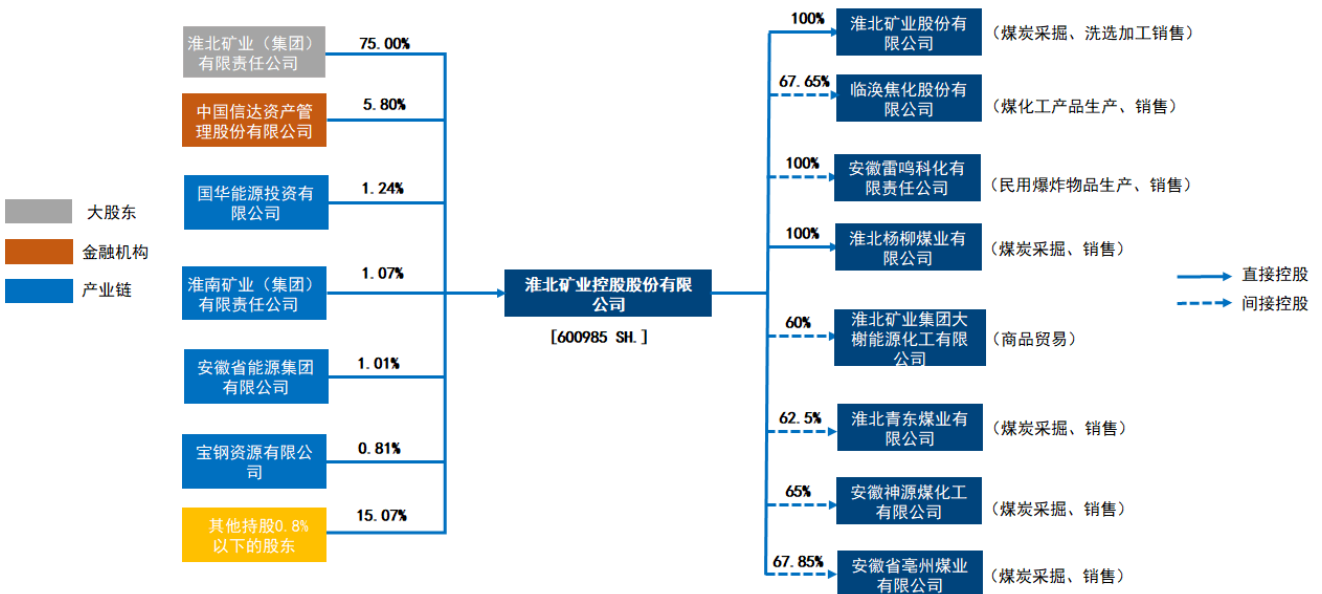
淮北矿业控股股份有限公司的前身是始建于 1958 年的淮北矿务局，系原煤炭工业部下属企业。1998 年淮北矿务局改制为国有独资有限责任公司。之后经历了省属独资、股份制改革、两次增资扩股后，于 2018 年 8 月借壳雷鸣科化上市，实现淮北矿业 100% 股权注入。上市完成后，淮北矿业集团持有公司 75% 的股权，公司实际控制人为安徽省国资委。此外，公司前十大股东中还包括国华能源、淮南矿业、安徽能源、宝钢资源等产业链企业。

图 1: 淮北矿业发展历史



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 截至 2020 年中公司股权和业务结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



公司是淮北矿区最大的煤炭开采企业，是华东地区最大的炼焦精煤及焦炭生产企业之一，此外公司还不断开拓信湖、陶忽图两座新矿井。目前公司拥有在产矿井 16 对，煤炭核定产能 3,255 万吨，焦炭核定产能 440 万吨/年。公司煤炭矿井合计可采储量 16.6 亿吨，其中 70% 为国内稀有的炼焦煤，此外公司矿井可采年限较长，在产矿井可采年限的中位数 32 年。根据公司 2020 年中报预计，亳州煤业旗下的信湖（花沟）煤矿（持股 67.85%）预计年底建成投产，投产后将提升公司约 10% 的产能增量。筹建矿井陶忽图矿井（持股 51%）已获得探矿权，为公司持续发展打下进一步基础。

**表 1: 公司在产矿井产能合计 3255 万吨**

排名	煤矿名称	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采年限 (年)	主要煤种
1	朱庄煤矿	1,409.90	160	3	瘦煤、贫煤
2	芦岭煤矿	9,135.00	230	24	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
3	朱仙庄煤矿	4,568.20	240	14	气煤
4	桃园煤矿	7,285.70	175	30	气煤
5	祁南煤矿	24,095.20	260	57	气煤、1/3 焦煤
6	临涣煤矿	17,390.20	260	34	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
7	童亭煤矿	5,927.70	150	21	1/3 焦煤、肥煤
8	许疃煤矿	17,707.30	350	37	肥煤、1/3 焦煤
9	孙疃煤矿	10,317.10	270	28	1/3 焦煤
10	杨柳煤矿	15,197.10	180	70	1/3 焦煤、肥煤、气煤
11	青东煤矿	14,231.10	180	49	肥煤、焦煤
12	袁店一井煤矿	14,131.00	180	40	肥煤、焦煤
13	邹庄煤矿	12,409.70	240	38	气煤、1/3 焦煤
14	涡北煤矿	4,348.90	180	12	焦煤、肥煤
15	袁店二井煤矿	7,320.10	150	59	肥煤、焦煤
16	海孜煤矿（西部井）	539.6	50	8	焦煤、肥煤
合计		166013.80	3255		

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

备注：可采储量信息截至 2019 年末

**表 2: 公司目前在建与规划信湖和陶忽图矿井**

状态	煤矿名称	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	股权占比	服务年限	主要煤种
在建	信湖矿井	27818	300	67.85%	30.0	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
筹建	陶忽图矿井	74640	800	51%	70.5	弱粘煤

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

煤矿配套设施良好，洗煤厂产能已实现对煤炭产能的 100% 覆盖。目前公司拥有炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2,900 万吨/年，其中临涣选煤厂年入洗能力达 1600 万吨为亚洲最大、引进设备最多、工艺最先进、系统最复杂的大型炼焦煤选煤厂；动力煤选煤厂有 5 座，入洗能力 1,020 万吨/年。同时公司有在建信湖矿井和筹建陶忽图矿井，共计产能 1100 万吨。

表 3: 公司目前洗选煤厂产能 3920 万吨

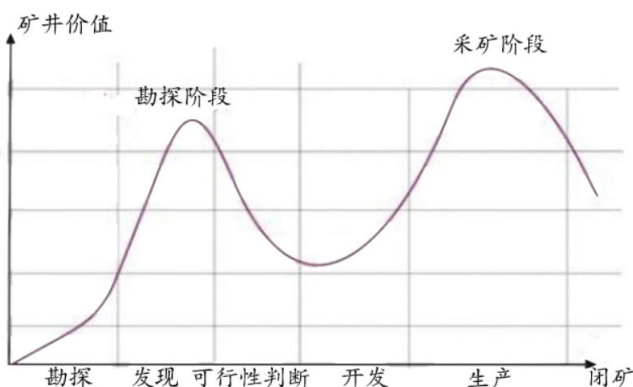
洗选类型	选煤厂	状态	投产时间	生产能力 (万吨/年)
炼焦煤	临涣选煤厂	在产	1990	1600
	涡北选煤厂	在产	2012	600
	淮北选煤厂	在产	1972	400
	芦岭选煤厂	在产	-	300
	小计	-	-	2900
动力煤	桃园选煤厂	在产	-	150
	朱仙庄选煤厂	在产	1983	150
	祁南选煤厂	在产	2002	240
	邹庄矿选煤厂	在产	2014	240
	其它	在产	-	240
	小计	-	-	1020
合计	-	-	-	3920

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司积极落实去产能政策, 关停老旧矿井, 在获得产能置换指标的同时降低亏损矿井对业绩的侵蚀。公司已停产关闭袁庄煤矿、刘店煤矿、海孜煤矿(大井)、杨庄矿井等, 基本完成安徽省政府下达的去产能目标。此外朱庄、童亭、临涣、祁南分别核减 30、30、40、40 万吨/年, 上述核减产能在折算后拟用于陶忽图井田产能置换。

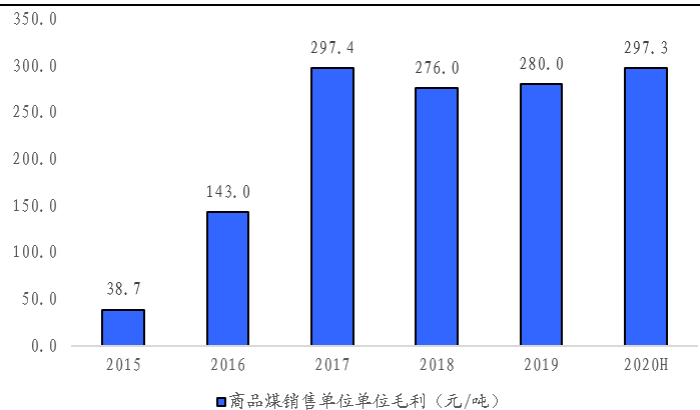
2020 年 1 月 23 日, 公司收到《安徽省煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展办公室关于杨庄煤矿化解过剩产能的验收意见》(皖煤化办[2020]3 号), 确认杨庄煤矿通过化解过剩产能验收。杨庄煤矿产能 210 万吨, 于 1966 年 5 月正式投产, 建矿历史长, 开采时间久, 资源储量日趋枯竭, 煤层赋存及地质条件日益复杂, 开采难度不断增加, 开采成本持续升高, 投入产出矛盾突出, 且无后续发展潜力, 2019 该矿净亏损 12626 万元, 关闭明显有助于公司优化自身煤矿的结构, 矿井更加年轻化。杨庄煤矿关闭后, 公司矿井平均盈利能力有所提升, 2020H1 的商品煤销售单位毛利为 297 元, 较 2019 全年水平增加 17 元/吨, 基本接近 2017 年高位。

图 3: 开采末期的煤矿矿井价值很低



数据来源: MINE LIFE CYCLE

图 4: 商品煤单位销售毛利接近新高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

除焦煤业务外，公司还积极向下游焦化领域发展，业务的经营主体为公司三级子公司临涣焦化（持股 67.65%）。临涣焦化是安徽省 861 重点工程项目，其二期工程于 2018 年建成投产，项目整体装置较新且具备规模优势，当下合计 440 万吨的产能和 40 万吨的焦炉气制甲醇产能，均为华东地区的先进产线。

## 1.2. 华东地区能源巨擘，受益煤炭进口收窄

公司所处的安徽省是仅次于山西省的第二大焦煤储量省份，占全国焦煤总储量的比重为 7.14%。2015 年至 2019 年间，安徽省均是除山西省以外几个炼焦精煤核心生产省份之一。

安徽省的焦煤资源主要分布在淮北矿区。淮北矿区是全国重点建设的 14 个亿吨级煤炭生产基地之一的两淮基地的重要组成部分，其储量占比 85% 以上为焦煤、肥煤和瘦煤，为国家稀缺煤种，淮北矿区的核心在产煤田均为公司资产。此外，两淮矿区已基本完成去老旧矿井出清任务，根据中国煤炭工业协会《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》规划，两淮矿区十四五规划产量为 1.3 亿吨，与十三五规划产量持平，产量无进一步大幅下降空间。

图 5：安徽省炼焦煤产量维持平稳

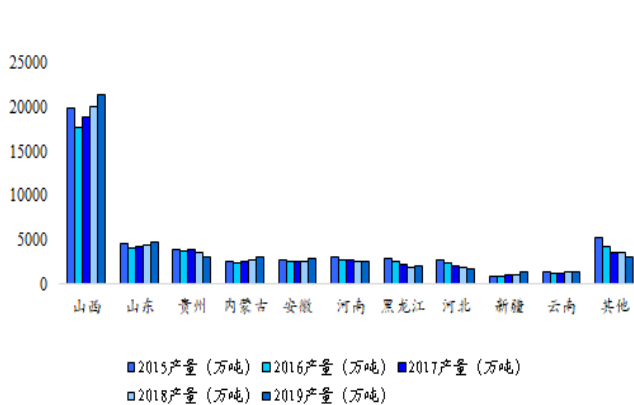
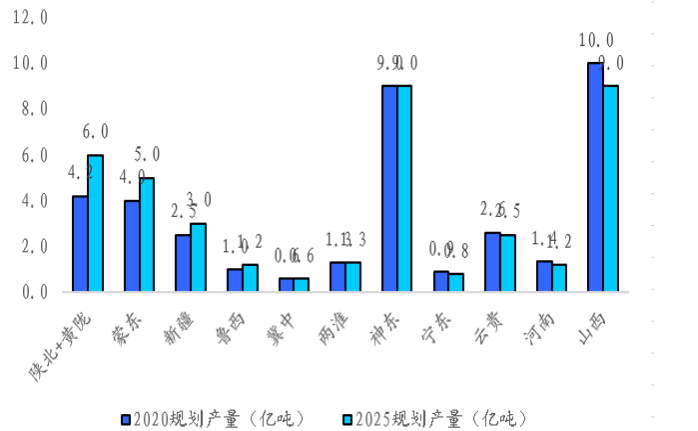


图 6：两淮矿区“十四五”产量规划与“十三五”持平



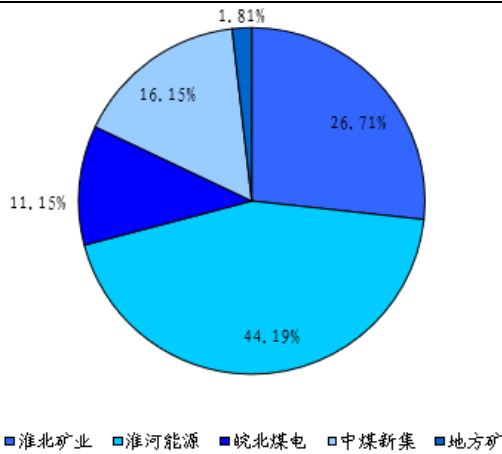
数据来源：煤炭资源网、国泰君安证券研究

数据来源：发改委、煤炭工业协会、国泰君安证券研究

公司炼焦精煤产量占全省炼焦精煤总产量较高，原煤总产量位列省内第二。2019 年公司在产煤矿产能超过安徽省在产煤矿总产能的 1/4，占比 26.71%。公司煤炭资源储量中超过 70% 为炼焦煤，而省内另外两个煤炭巨头淮南矿业集团和皖北煤电集团的煤炭资源主要为动力煤，与此相比，公司具备领先的资源优势。近年来公司炼焦精煤产量占比安徽省总炼焦精煤比例超过 30%。

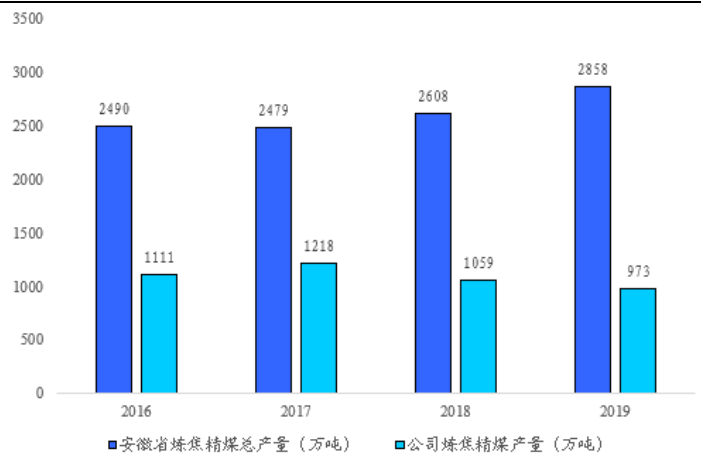


图 7: 淮北矿业 2019 年安徽省煤炭产量排名第二



数据来源: 能源局、国泰君安证券研究

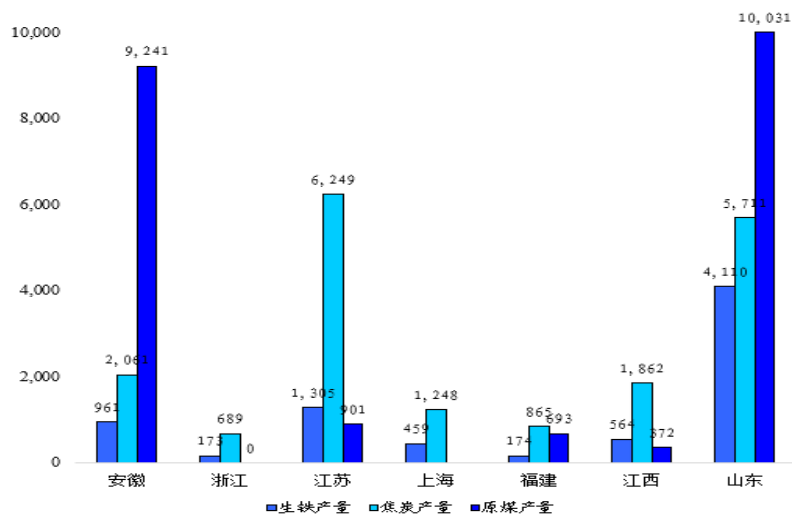
图 8: 公司炼焦精煤产量占安徽省炼焦精煤总产量比重较高



数据来源: 煤炭资源网、公司公告、国泰君安证券研究

公司地处华东腹地, 具有得天独厚的区位优势, 安徽省是华东地区重要煤炭输出省, 公司是华东地区重要的煤炭资源输出企业。2019 年华东地区除山东省以外, 安徽省原煤产量远高于其他各省, 而山东虽然拥有最高的原煤产量, 但是下游更高的消费量使其不能满足内部供给, 安徽省成了华东地区最大的煤炭输出省。国家统计局数据显示, 山东省近 10 年来煤炭消耗量都在 4 亿吨/年左右, 而本省产量相对来说较低, 根据煤炭市场网, 山东省 2019 年煤炭净进口量约 1.4 亿吨。公司作为华东地区主要煤炭生产企业之一, 内部铁路专用线总里程达到 503 公里, 煤炭产品运输相比“三西地区”更便捷、运输成本更低, 区域竞争优势突出。

图 9: 安徽周边省份对焦煤需求较高 (万吨)

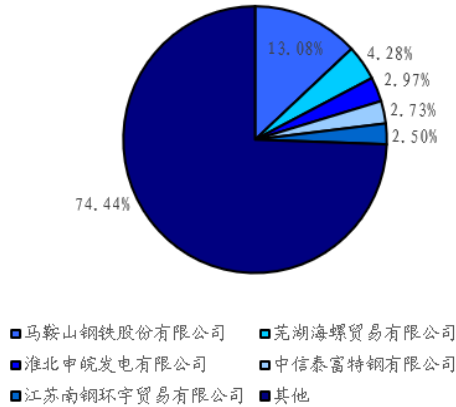


数据来源: wind、国泰君安证券研究

长协煤+持股+区域龙头三重因素保障公司煤焦业务具备长期客户黏性。公司的下游客户主要为华东地区大型钢企和贸易公司, 区域龙头的优势也让公司在下游客户接触中占据主动权。2019 年, 公司煤炭业务客户 CR5 占销售收入 25.56%, 其中马鞍山钢铁股份有限公司(马钢)和芜湖海螺贸易有限公司销售收入占比分别为 13.08%、4.28%。长期煤炭购销协议的方式助力公司打造核心客户群, 2019 年长协占比约为 87%。公司

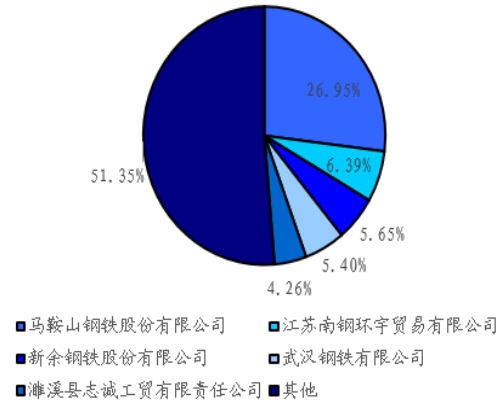
焦化业务 CR5 占比 48.65%，其中马钢销售收入占比分别为 26.95%，且马钢约持有焦炭业务临涣焦化 5.4% 的股权，紧密地维系了公司的销售客户黏性。

图 10: 2019 年煤炭业务下游五大客户销量占比



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

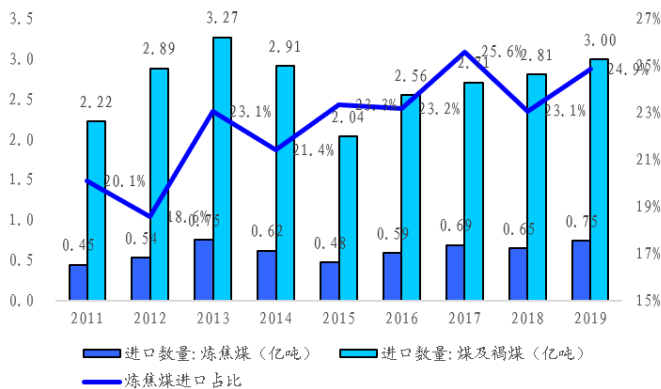
图 11: 2019 年临涣焦化下游前五大客户销量占比



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

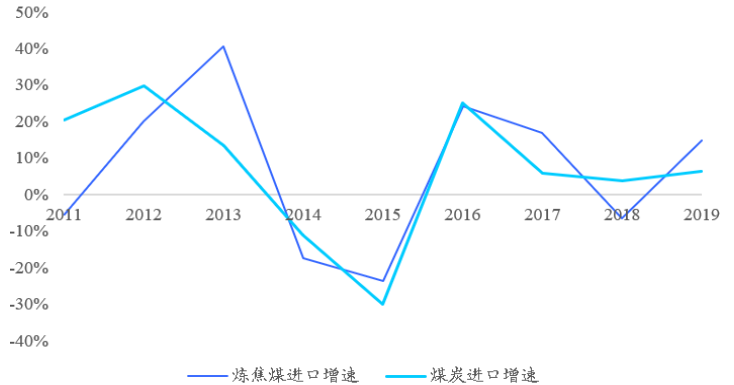
**煤炭进口的限制也将进一步凸显公司的资源优势。**由于开采强度偏大，优质焦煤被过度开发，焦煤作为稀缺资源定位保护性开采，且近年来进口规模逐渐提升。2017~2019 年全国进口焦煤总量 0.69、0.65、0.75 亿吨，2019 年焦煤进口增速 14.8%，高于全国煤炭总进口增速 6.6%，进口规模比重达到 24.9%，较 2018 年的 23.1% 大幅增长。2020 年下半年以来国家对煤炭进口加大限制力度，1-8 月全国煤炭累计产量同比下降 0.1%，1~9 月累计进口同比下降 4.4%。目前进口焦煤的核心来源国为澳大利亚和蒙古，且 2020 年以来总体进口和对澳大利亚煤炭进口限制越发严格，近年来进口澳煤结构中焦煤占比提升（2018 年 35%、2019 年 40%、2020 年 1-8 月 45%）。虽然蒙古焦煤进口规模已经超过澳煤，但由于多为配煤，若对澳大利亚焦煤进口限制力度持续，则缺口将由国内产能弥补，公司作为华东焦煤龙头有望进一步受益。

图 12: 焦煤进口总量和占进口煤比重逐年上升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 13: 焦煤进口增速在 2019 年超过总体煤炭进口增速

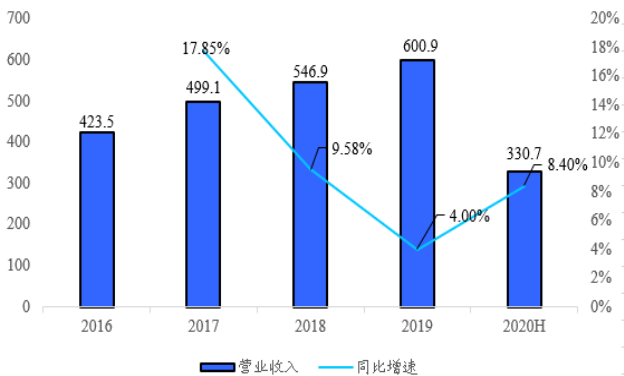


数据来源: wind、国泰君安证券研究

### 1.3. 煤焦业务双优，盈利稳步提升

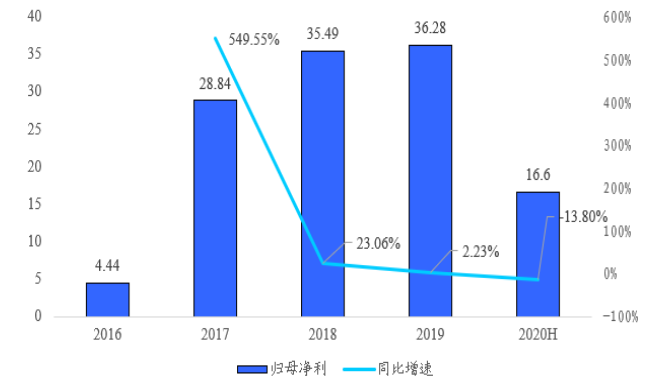
公司 2016-2019 年以来营收和利润保持持续稳步增长。2020 年上半年受新冠肺炎疫情影响，煤炭销售量下降，以及煤炭、煤化工产品平均销售价格下降所致，公司营业收入实现逆势增长达 330.7 亿元，同比增加 8.4%，归母净利润有所下滑为 16.6 亿元，同比下降 13.8%，下滑幅度低于行业平均水平。

图 14: 公司营业总收入增速提升 (亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

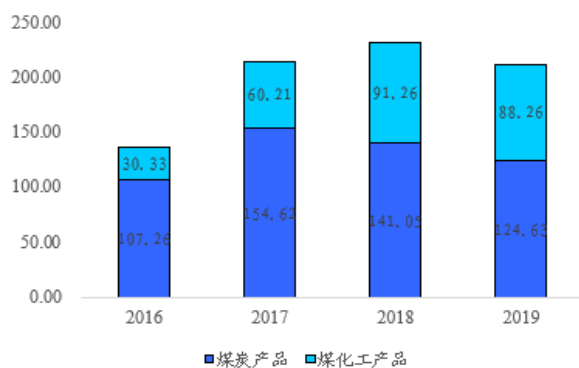
图 15: 公司归母净利润维持稳健 (亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

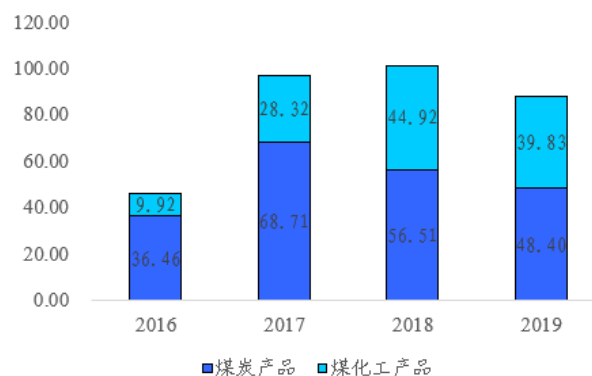
煤炭、煤化工板块是公司的主营业务，贡献了毛利的绝大部分，整体盈利较为稳定。2016-2018 年间两板块总的营业收入和毛利均稳步增长，2019 年商品煤收入出现下滑，核心原因是：公司下属朱仙庄煤矿、桃园煤矿受断层、大倾角、火成岩侵蚀等开采地质条件变化影响，原煤产量和质量阶段性有所下降；同时杨庄煤矿煤炭资源储量枯竭，原煤产量下降明显。公司积极应对，采取了“一矿一策”、安全技术经济一体化论证等措施，大力推进采煤、选煤智能化建设，通过上装备、推“四化”，提升煤炭采选工艺水平，努力将地质条件变化等因素对原煤产量和质量的影响降到最低，目前公司煤炭生产水平趋于稳定。

图 16: 煤炭、煤化工板块是收入主要构成 (亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 17: 煤炭、煤化工板块是毛利主要构成 (亿元)

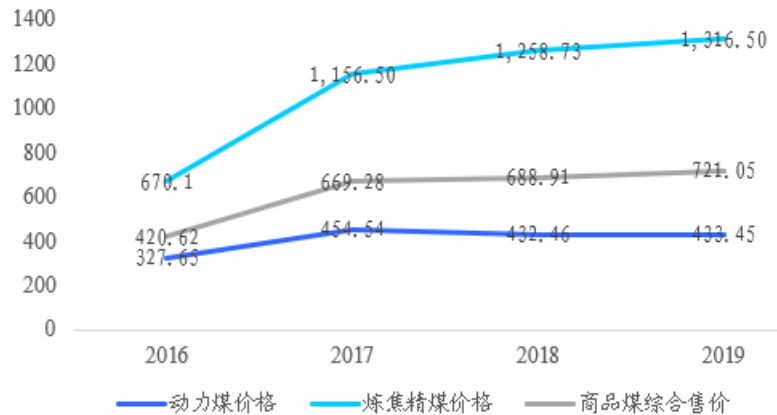


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司煤炭产品市场中具有较高的市场认可度，具有一定的品牌优势。依托煤种禀赋优势，公司形成了以炼焦精煤为主、动力煤为辅的产品战略，着力打造品牌效应。公司拥有“九神”牌冶金用焦精煤、“青龙山”牌

冶金焦用瘦精煤等安徽省名牌产品。

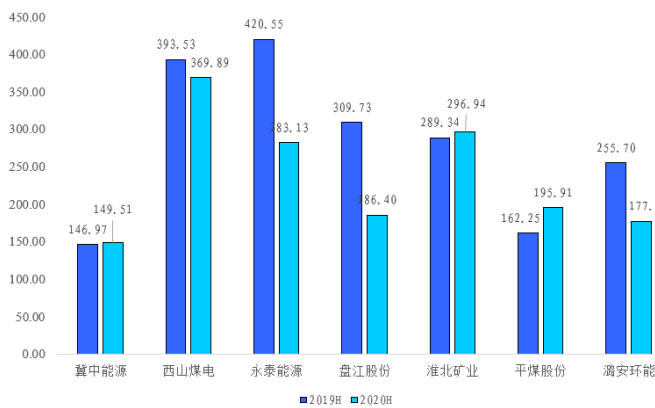
图 18: 公司炼焦煤售价稳中偏强



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

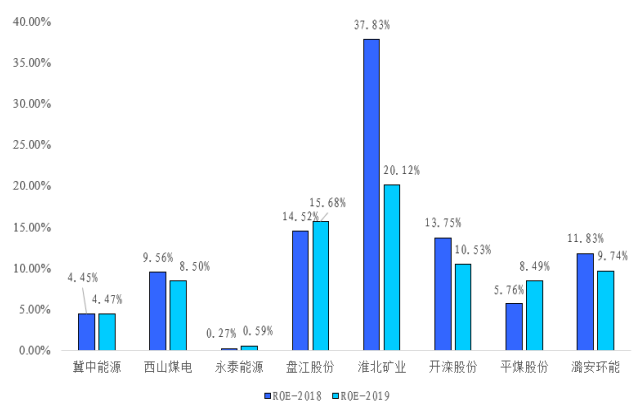
横向对比来看, 公司吨煤毛利处于焦煤上市公司中等水平, 净资产收益率领先全行业。

图 19: 淮北矿业吨煤毛利横向对比(元/吨)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 20: 淮北矿业净资产收益率领先



数据来源: wind、国泰君安证券研究

## 2. 短期三大增量引擎, 长期具备成长空间

### 2.1. 信湖煤矿即将投产, 贡献两年盈利持续增长

公司煤炭板块重点在建工程为信湖矿井, 煤种为稀缺资源主焦煤。该矿井在亳州煤业旗下, 公司持股比例为 67.85%。该矿井于 2013 年开始建设, 设计产能为 300 万吨/年, 资源储量为 8.19 亿吨, 可采储量为 2.78 亿吨。项目计划总投资 38.41 亿元, 截至 2020 年中累计投资 33.70 亿元, 完成度 88%, 预计 2020 年底建成投产。

作为新投产的优质主焦煤矿井, 结合公司目前的区域主焦煤销售价格和未来产能释放爬坡情况, 我们测算 2021 年信湖煤矿将为公司带来 5.5 亿元归母净利润, 2022 年及以后在煤价稳定的情况下可带来每年约 7.6 亿元的归母净利润。

**表 4: 2021-2025 信湖煤矿盈利测算**

项目	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
原煤产能	万吨	300	300	300	300	300
开工率		<b>70%</b>	100%	100%	100%	100%
洗选产能	万吨	300	300	300	300	300
入洗率		100%	100%	100%	100%	100%
如洗原煤量	万吨	210	300	300	300	300
洗出率		85%	85%	85%	85%	85%
原煤产量	万吨	210	300	300	300	300
洗精煤产量	万吨	115.50	165.00	165.00	165.00	165.00
洗混煤产量	万吨	63.00	90.00	90.00	90.00	90.00
产销率		<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>
洗精煤销量	万吨	115.50	165.00	165.00	165.00	165.00
洗混煤销量	万吨	63.00	90.00	90.00	90.00	90.00
洗精煤单价	元/吨	1283.19	1283.19	1283.19	1283.19	1283.19
洗混煤单价	元/吨	532.52	505.89	510.00	515.00	515.00
<b>综合吨售价</b>	元/吨	<b>865.51</b>	<b>857.52</b>	<b>858.75</b>	<b>860.25</b>	<b>860.25</b>
<b>营业收入合计</b>	百万元	<b>1817.57</b>	<b>2572.56</b>	<b>2576.26</b>	<b>2580.76</b>	<b>2580.76</b>
<b>原煤单位成本</b>	元/吨	<b>222.52</b>	<b>220.55</b>	<b>222.69</b>	<b>224.93</b>	<b>227.28</b>
人工成本	元/吨	40.67	42.70	44.84	47.08	49.43
折旧摊销	元/吨	41.85	41.85	41.85	41.85	41.85
原材料	元/吨	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
其它	元/吨	80.00	76.00	76.00	76.00	76.00
单位成本 YOY			-0.88%	0.97%	1.01%	1.05%
洗出加权单位成本	元/吨	261.79	259.47	261.98	264.62	267.39
洗选及加工费	元/吨	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
<b>综合吨成本</b>	元/吨	<b>336.79</b>	<b>334.47</b>	<b>336.98</b>	<b>339.62</b>	<b>342.39</b>
<b>营业成本合计</b>	百万元	<b>707.25</b>	<b>1003.42</b>	<b>1010.95</b>	<b>1018.87</b>	<b>1027.17</b>
<b>综合吨毛利</b>	元/吨	<b>528.72</b>	<b>523.05</b>	<b>521.77</b>	<b>520.63</b>	<b>517.86</b>
<b>毛利合计</b>	百万元	<b>1110.31</b>	<b>1569.14</b>	<b>1565.30</b>	<b>1561.89</b>	<b>1553.58</b>
毛利率		61.09%	61.00%	60.76%	60.52%	60.20%
营业税金及附加	百万元	18.18	25.73	25.76	25.81	25.81
销售费用	百万元	4.45	4.41	4.45	4.50	4.55
管理费用	百万元	1.63	1.71	1.79	1.88	1.98
研发费用	百万元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
财务费用	百万元	5.00	45.00	45.00	45.00	45.00
营业利润	百万元	1080.86	1492.10	1488.09	1484.50	1476.05
营业外收入	百万元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	百万元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	百万元	1080.86	1492.10	1488.09	1484.50	1476.05
所得税费用	百万元	270.22	373.02	372.02	371.13	369.01
<b>净利润</b>	百万元	<b>810.6</b>	<b>1119.1</b>	<b>1116.1</b>	<b>1113.4</b>	<b>1107.0</b>
<b>归母净利润</b>	百万元	<b>550.0</b>	<b>759.3</b>	<b>757.3</b>	<b>755.4</b>	<b>751.1</b>

数据来源: 信湖煤矿环评报告, 国泰君安证券研究

注: 假设 2021 年信湖开工率为 70%, 后续爬坡至 100%



## 2.2. 焦炭下半年盈利将恢复，煤化工业务有增量

临涣焦化为公司焦化业务的经营主体，焦化项目分两期投产：其中一期220万吨焦炭联产20万吨甲醇产能于2005年6月投产，二期220万吨焦炭联产20万吨甲醇产能及煤焦油深加工项目于2018年全面投产。公司目前焦化板块产量已逐步稳定，同时得益于2016年的供给侧改革以及公司所处的良好的区位，公司焦炭售价从2015-2018年稳步提升，近年来焦化板块业务净利润占公司总规模15%左右。公司焦化设备为2018年投产的先进产能，不属于焦化去产能的范围，反而得益于去产能政策，进一步强化公司在华东地区焦炭业务龙头地位和议价能力。

图 21: 淮北矿业焦炭产量稳步提升

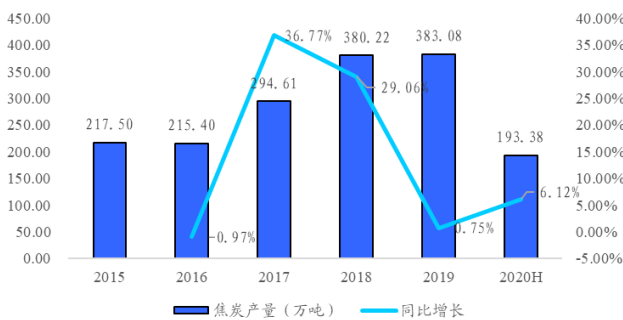
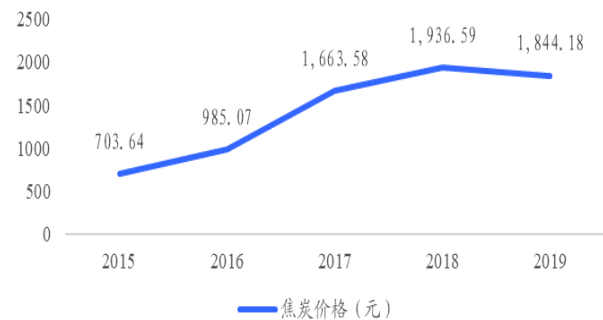


图 22: 淮北矿业焦炭销售均价稳步提升

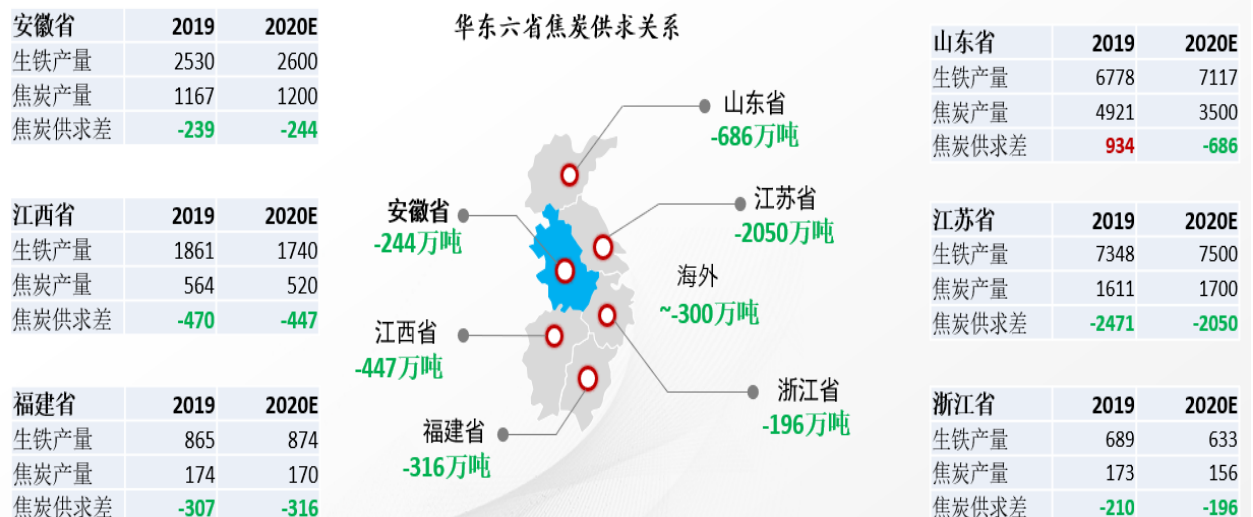


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

华东六省本地焦炭供应持续偏紧，下半年华东焦炭的价格有支撑，公司下半年焦炭业务盈利预计明显好于上半年。根据测算，2020年预计各省焦炭基本都维持2019年供不应求的状态，其中山东的焦炭供求差从2019年的+934万吨转为2020年预计的-686万吨，增加对外省资源依赖程度。此外，江苏省继续保持着2000万吨以上的焦炭供需缺口，华东地区偏紧的供求关系支撑起了下半年华东焦炭的价格。

图 23: 华东六省焦炭均存在供需缺口



数据来源：wind、国泰君安证券研究

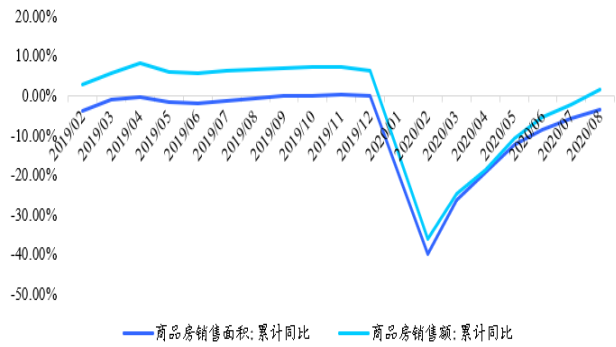
同时，二季度以来地产的销售和开工超预期使得钢厂维持高开工率，支撑焦炭需求价格，结合焦煤价格中枢的下行，目前焦炭的单位盈利处于近两年的最好水平。临涣焦化 2020 年上半年归母净利润为-0.4 亿元，预计下半年盈利将明显好于上半年。

图 24: 房地产开发投资完成额持续恢复



数据来源: wind、国泰君安证券研究

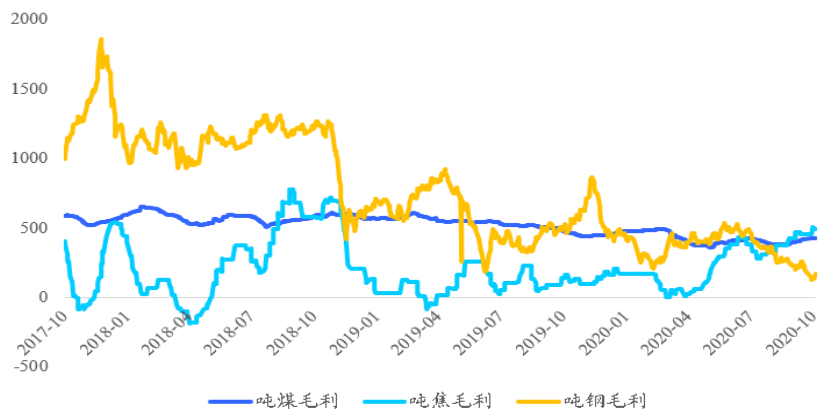
图 25: 商品房销售额及面积持续恢复



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 26: 测算 2020Q3 吨焦炭毛利已达近两年较高水平

测算煤焦钢产业链单位毛利变化(元/吨)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司于 2019 年发行可转债，主要募集资金拟投资于 50 万吨焦炉气综合利用制甲醇项目。为实现公司“做精做强做大煤炭主业、调整巩固发展非煤产业”的发展战略，公司系在对临涣焦化股份有限公司一、二期焦炉气制甲醇弛放气综合利用的基础上，实现年产 50 万吨甲醇的生产规模，属于资源综合利用生产甲醇项目，本项目符合国家发展循环经济、建设节约型社会的政策要求。

预计 2021 年底投产 50 万吨甲醇项目，最终形成年产 90 万吨甲醇的规模，建成可以回收现有甲醇装置产生的 3.5 万立方/h 的弛放气以及利用临涣焦化的焦粉，每年消耗可以 15 万吨，项目实施后，临涣焦化整体资源综合利用率将提高到 66%。该项目的投产能扩大公司甲醇产能规模，提高资源利用率，降低甲醇的生产成本 5%左右。参考当前甲醇市场价格，我们测算 2022 年项目投产后，甲醇业务能为公司稳定的带来约 1.1 亿的归母净利润增量。

**表 5: 公司在建 50 万吨焦炉气制甲醇项目成本拆分表**

项目	单耗	单价(元)	单位成本(元/吨)
焦炉气	2150m <sup>3</sup>	0.3	645
冷却水	298.8t	0.2	59.76
电	800kw·h	0.6	480
蒸汽	0.106t	60	6.36
杂醇油	-6.8kg	1	-6.8
触媒及化学药品			46.4
人工			50
折旧			240
<b>合计</b>			<b>1520.72</b>

数据来源: 中国知网、国泰君安证券研究

**表 6: 公司甲醇业务 2021-2025 年盈利预测**

项目	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
甲醇产能	万吨	40	90	90	90	90
开工率		85%	75%	88%	90%	90%
甲醇产量	万吨	34	68	79	81	81
产销率		100%	100%	100%	100%	100%
甲醇销量	万吨	34	68	79	81	81
销售单价	元/吨	1700	1950	1950	1950	1950
销售成本	元/吨	1600	1565	1560	1600	1620
营业收入合计		<b>578</b>	<b>1316</b>	<b>1544</b>	<b>1580</b>	<b>1580</b>
营业成本合计		<b>544</b>	<b>1056</b>	<b>1236</b>	<b>1296</b>	<b>1312</b>
毛利合计		<b>34</b>	<b>260</b>	<b>309</b>	<b>284</b>	<b>267</b>
毛利率		5.88%	19.74%	20.00%	17.95%	16.92%
净利润	百万元	<b>10.2</b>	<b>164.5</b>	<b>196.0</b>	<b>176.2</b>	<b>164.0</b>
归母净利润	百万元	<b>6.9</b>	<b>111.3</b>	<b>132.6</b>	<b>119.2</b>	<b>111.0</b>

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 2.3. 子公司雷鸣科化沙石骨料业务景气度高

公司 2016 年 8 月将其以 4.35 亿元竞拍获得的萧县王山窝象山等三座矿山的采矿权投资于全资子公司安徽雷鸣矿业有限责任公司, 由雷鸣矿业从事矿山生产经营管理, 运营公司砂石骨料业务。该业务形成新的利润增长点, 从而改善公司整体盈利结构, 分散经营风险, 有利于公司持续稳定发展。

**表 7: 公司目前在产砂石矿情况**

矿山	资源储量(万吨)	产能(万吨)	开采年限(年)	股权	矿种
萧县王山窝象山	2575.53	400	13	100%	建筑石料
萧县瓦子口山北	2651.41	400	13	100%	
萧县杜楼镇所里东山	2356.48	400	12	100%	用灰岩矿

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

该业务公司权益占比为 100%，据公司公告披露，测算吨砂石骨料成本为 12.72 元/吨。

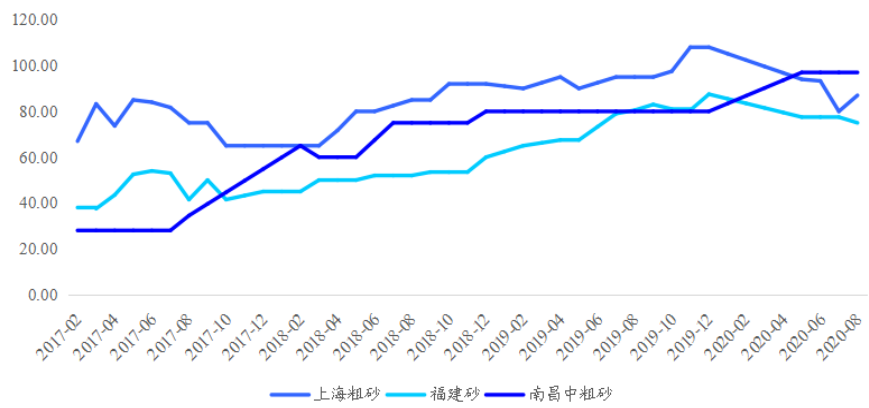
表 8: 测算公司吨砂石骨料成本为 12.72 元/吨

成本项目	金额(万元)	单位成本(元/吨)
原辅材料费用和燃料动力费用	3271.97	2.73
工资及福利费用	1800	1.50
折旧费	1461.21	1.22
修理费	146.12	0.12
无形资产和递延资产摊销费	7098.73	5.92
安全生产费用	400	0.33
矿产资源补偿费	615.38	0.51
其他费用	465.49	0.39
<b>合计</b>	<b>15258.90</b>	<b>12.72</b>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2017 年至今华东区域砂石骨料价格处于稳步上涨状态，远高于测算所得的公司吨砂石骨料生产成本，可以保证公司该业务的利润。砂石骨料业务近年来景气度持续高涨，为公司带来可观收益。

图 27: 2017 年至今华东区域砂石骨料价格处于稳步上涨状态

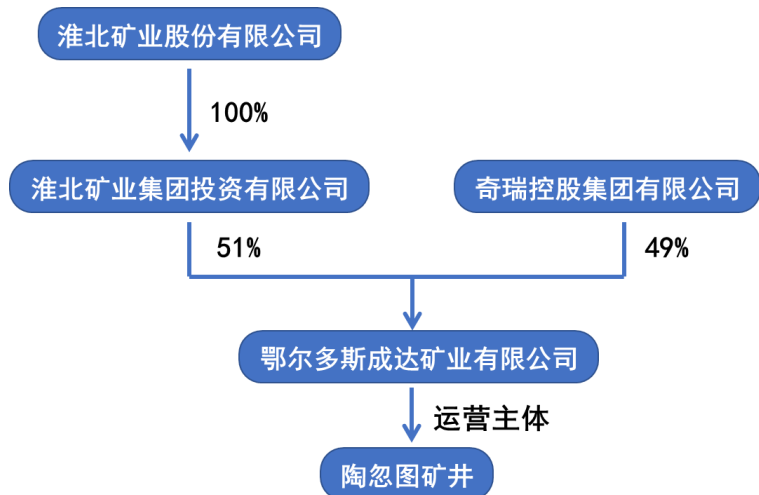


数据来源：中国砂石协会网站、国泰君安证券研究

## 2.4. 内蒙陶忽图矿井支撑长远发展

公司目前在煤炭资源开发方面的主要储备项目为内蒙陶忽图矿井，陶忽图矿井源于公司子公司淮北矿业集团投资有限公司于 2010 年向奇瑞汽车股份有限公司收购 51% 股权的成达矿业。经过多年的努力，2019 年公司收到由中华人民共和国自然资源部颁发的《矿产资源勘查许可证》，取得位于内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗无定河镇的陶忽图井田煤炭资源勘探权，成达矿业支付了首笔 20% 的资源价款 10.92 亿元，剩余 43.68 亿元在探矿权转为采矿权后，在采矿许可证有效期内按年度缴纳。

图 28: 淮北矿业持有陶忽图矿井 51%权益



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

陶忽图矿井属于纳林河矿区, 目前开发得到国家的支持, 开发进度在提速。该矿区位于东胜煤田西南深部区, 行政区划隶属内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗, 与陕西省榆林市相邻。该矿区于 2017 年得到国家发展和改革委员会批复, 共划分为 12 个井田、2 个勘查区和 3 个保护区、1 个化工项目区, 规划规模 111Mt/a, 规划矿井全部为大型矿井, 其中千万吨级矿井 7 个。目前, 矿区内纳林河二号矿井 (8Mt/a)、营盘壕矿井 (12Mt/a) 已建成。随着煤炭形势的好转, 国家加快释放优质产能, 同时矿区西侧的蒙华铁路预计于 2019 年全线建成通车, 该矿区的开发步伐将会进一步加快。

纳林河矿区煤层赋存条件好, 开采条件及开发潜力好, 开采成本低, 预计公司陶忽图煤矿投产后会摊薄公司煤炭开采成本, 有望带来近 5 亿元的净利润增量。纳林河矿区含煤岩系为侏罗系延安组, 含可采煤层 11 层, 可采煤层总厚度 4.32~19.10m, 平均 13.10m。煤层赋存深度 490~960m, 煤层呈水平层状, 倾角 1° 左右, 矿区整体开采环境较为优越, 相较于淮北矿区可摊薄整体煤炭开采成本。参考同位于纳林河矿区的中煤能源的蒙大煤矿, 蒙大煤矿是纳林河乌审旗地区煤矿资源开发建设的第一口井, 由中煤能源主导开发, 现已建成同为 800 万吨/年的动力煤矿井, 据中煤能源的 2019 年年报, 该矿井全年净利润达 5.56 亿元。

表 9: 陶忽图煤矿可比矿井中煤能源蒙大煤矿年利润超过 5 亿元

项目名称	状态	储量 (亿吨)	生产能力 (万吨/年)	煤种	2019 年净利润 (亿元)
陶忽图	筹建	14.49	800	弱粘煤	-
纳林河二矿 (蒙大煤矿)	在产	6.86	800	不粘煤、长焰煤、弱粘煤	5.56

数据来源: 公司公告、纳林河二号矿井选煤厂环评报告、国泰君安证券研究



### 3. 分红率提升支撑高股息，可转债提升财务灵活性

#### 3.1. 分红规模提升，股息率维持高水平

公司重组上市以来注重回报股东，分红水平稳步提升。2017~2019 年分红率分别为 30.3%、30.6%、35.9%，均保持较高的股利支付率，且 2019 年的分红明显提升。截至 2020 年 10 月 16 日股价对应股息率 5.3%，位于煤炭开采公司前列。

表 10: 淮北矿业股息率板块中处于较高水平

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	PE	PB	2019 年归 母利润 (亿元)	2020 年归 母利润预测 (亿元)	2019 年股 息率	2020 年股 息率
中国神华	3,222	17.02	8.29	0.93	432.5	408.6	7.4%	7.0%
平煤股份	139	5.99	10.89	0.93	11.6	12.8	5.0%	5.6%
盘江股份	108	6.50	11.28	1.41	10.9	9.5	6.2%	5.4%
恒源煤电	71	5.93	6.96	0.76	11.3	10.2	5.9%	5.3%
<b>淮北矿业</b>	<b>226</b>	<b>10.40</b>	<b>6.70</b>	<b>1.11</b>	<b>36.3</b>	<b>33.7</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.3%</b>
兖州煤业	387	9.99	6.60	0.74	86.7	73.5	5.8%	5.0%
阳泉煤业	128	5.34	9.19	0.66	17.0	14.0	5.2%	4.3%
露天煤业	212	11.03	7.87	1.16	24.7	26.9	3.6%	4.0%
陕西煤业	935	9.35	8.04	1.40	116.4	116.3	3.9%	3.8%
潞安环能	200	6.70	9.36	0.78	23.8	21.4	3.6%	3.2%
兰花科创	61	5.35	13.00	0.57	6.6	4.7	3.7%	2.7%
中煤能源	453	4.18	12.64	0.56	56.3	43.8	3.0%	2.4%
西山煤电	223	5.45	13.04	0.96	17.1	17.1	1.8%	1.4%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 2020 年盈利来自 wind 一致预测, 收盘价截至 2020 年 10 月 16 日

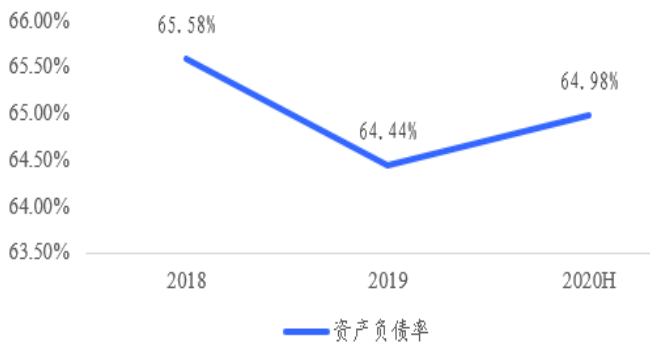
#### 3.2. 负债率具备进一步下降的空间

安徽省国资委持续要求省属公司控制并降低资产负债率。2017 年 9 月 14 日, 安徽省人民政府国有资产监督管理委员会关于规范省属企业负债行为, 防范金融风险的通知中提到要加强债务风险管控。省政府办公厅《关于积极稳妥降低企业杠杆率的实施意见》(皖政办[2017]13 号)明确提出了“到 2020 年末, 企业资产负债率控制在合理水平, 其中规模以上工业企业控制在 60% 以下”的总体目标。国有企业加强资产负债约束、降杠杆减负债是党中央、国务院从战略高度作出的重大决策部署, 是供给侧结构性改革的重要内容。

公司重组上市以来资产负债率维持在 65% 左右, 有进一步的下降空间。目前公司主要有两种方式实现资产负债率的下降:

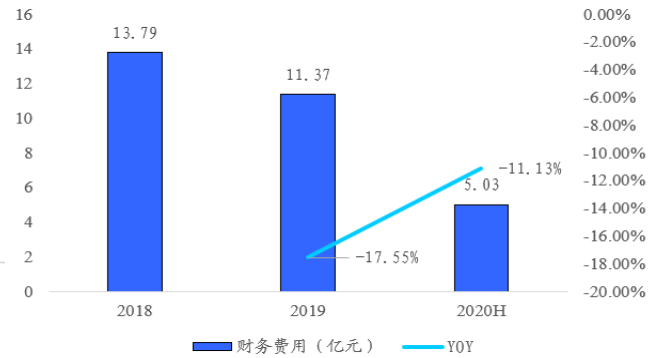
1. 经营稳健, 凭借优质现金流积极偿还债务, 降低有息负债规模;
2. 可转债实施转股, 优化资产负债结构。

图 29: 公司资产负债率存在下降空间



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 30: 财务费用同比下降

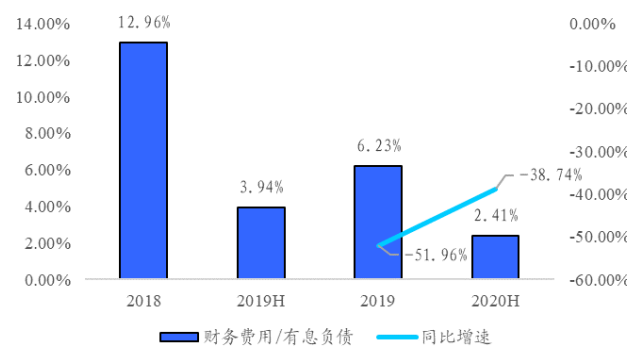


数据来源: wind、国泰君安证券研究

现金流方面,公司积极降低自身财务费用,2018年至今一直保持下降趋势。一方面,公司积极进行债务置换来降低财务费用,将较高利率的债务置换为较低利率债务。公司2018年财务费用/有息负债的比率为12.96%,2019年为6.23%,同比下降51.96%。公司发行转债中约7.0亿元偿还公司债务。另一方面,公司经营性现金流充裕且偿还部分债务,使得资产负债表的扩张速度大于带息负债的扩张速度,公司处于良性扩张的阶段。公司2018年归属母公司股东的权益/有息负债的比率为1.60,2019年为1.04,同比下降34.84%。

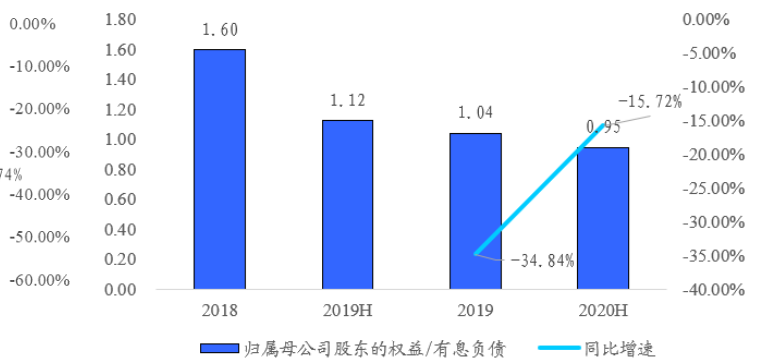
融资手段方面,公司通过发行可转换债券来增加自身财务的灵活性。公司2019年底发行可转债募集资金总额为人民币275,740万元,其转股日期为2020年6月29日至2025年12月22日,目前的转股价格为9.33元/股。可转债使得公司资产负债率具备较大的优化空间,截至2020年9月30日,“淮矿转债”尚未转股金额为27.57亿元,占可转债发行总量的99.98%。若可转换债全部实现转股,以2020年半年报的资产负债表计算,公司的资产负债率将由64.98%降至60.75%,由于大股东占公司股权的75%,转股后公司的实际控制权不会发生改变,转股后将进一步优化股权结构。

图 31: 财务费用/有息负债逐年降低



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 32: 归属母公司股东权益/有息负债逐年降低



数据来源: wind、国泰君安证券研究

## 4. 盈利预测与估值

### 盈利预测核心假设:

- 2020 年洗精煤和混煤市场销售价格略有下降，未来年份持平；
- 随着信湖煤矿 2021 年产能的释放，炼焦精煤产销量和销售占比逐年增长，带来煤炭销售均价维持稳健，且在 2022 年略有增长，2020~2022 年综合煤价 705、696、699 元/吨；
- 信湖煤矿的投产带动综合成本下降，与成本自然增长相抵消，自产煤综合单位成本将随信湖煤矿的完全达产于 2021、2022 年逐年略降。
- 贸易等非煤业务板块维持相对稳健。

根据假设，我们预计公司 2020-2022 年实现收入 584.6、609.9、630.6 亿元，归母净利润分别 35.7、40.5、44.5 亿元（原预测 35.7、36.7、37.1 亿元），EPS 分别为 1.64、1.87、2.05 元（原预测 1.64、1.69、1.71 元）。

表 11: 淮北矿业收入成本预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入合计	54687	60086	58458	60994	63060
成本合计	43560	50153	49419	51162	52586
毛利率	20.35%	16.53%	15.46%	16.12%	16.61%
煤炭收入合计	14094	12463	11349	12698	13705
煤炭收入增速	-8.80%	-11.60%	-8.94%	11.89%	7.93%
动力煤收入	3960	3046	2795	3108	3360
动力煤销量（万吨）	905	704	650	740	800
动力煤价格（元/吨）	438	432	430	420	420
炼焦煤收入	9281	8708	7874	8820	9525
炼焦煤销量（万吨）	744	661	620	700	750
炼焦煤价格（元/吨）	1248	1318	1270	1260	1270
其他煤种收入（煤泥、末煤）	852	709	680	770	820
其它煤种销量（万吨）	399	363	340	385	410
其它煤种价格（元/吨）	214	195	200	200	200
煤炭销售均价（元/吨）	688	721	705	696	699
煤化工收入合计	9126	8826	8109	8906	9572
煤化工收入增速	51.60%	-3.29%	-8.13%	9.83%	7.47%
焦炭收入	7483	7263	6586	7308	7308
焦炭销量（万吨）	386	394	370	370	370
焦炭价格（元/吨）	1937	1844	1780	1850	1850
甲醇收入	844	624	623	648	1314
甲醇销量（万吨）	34	33	36	36	73
甲醇价格（元/吨）	2492	1895	1730	1800	1800
其他煤化工收入	798	939	900	950	950
其他收入	31459	38801	39000	39390	39784
其他收入增速	10.70%	23.30%	0.51%	1.00%	1.00%
煤炭成本合计	8454	7623	6843	7702	8232
煤炭成本增速	-1.60%	-9.80%	-10.24%	12.55%	6.89%

商品煤销量合计(万吨)	2047	1728	1610	1825	1960
商品煤单位成本(元/吨)	413	441	425	422	420
<b>煤化工成本合计</b>	<b>4634</b>	<b>4843</b>	<b>4688</b>	<b>5238</b>	<b>5688</b>
煤化工成本增速	45.30%	4.50%	-3.20%	11.73%	8.59%
<b>其他成本合计</b>	<b>30472</b>	<b>37687</b>	<b>37888</b>	<b>38222</b>	<b>38666</b>
其他成本增速	11.00%	23.70%	0.53%	0.88%	1.16%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 估值:

参考炼焦煤板块, 淮北矿业所处的焦煤行业可比公司 2021 年平均市盈率为 9.42 倍, 以此作为比较标准, 得到公司的对应估值为 17.58 元。可比公司 2021 年平均市净率为 0.84 倍, 以此作为比较标准, 得到公司对应估值 9.37 元。

公司目前的市场估值特征为低 PE、相对高 PB, 低 PE 主要反应了市场在一定程度上对公司所处“两淮”矿区资源是否枯竭的担忧, 相对高 PB 主要因素在于公司上市时间较短, 资产质量相对优质。然而, 考虑到公司短期三大盈利增长点(信湖煤矿、焦炉气制甲醇、建材), 以及内蒙陶忽图矿井的储备, 我们认为公司仍然具备可持续的成长性, 估值存在提升空间。综合 PE 和 PB 两种方法, 我们给予公司 14.00 元目标价(原预测 11.77 元), 维持“增持”评级。

表 12: 可比公司 2021 年 PE 为 9.42 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
盘江股份	6.35	105.1	0.66	0.58	0.77	9.64	11.02	8.22
冀中能源	4.07	143.8	0.26	0.31	0.35	15.95	13.01	11.62
平煤股份	5.93	138.0	0.50	0.55	0.62	11.98	10.78	9.60
潞安环能	6.45	192.9	0.80	0.72	0.78	8.06	9.01	8.29
开滦股份	5.16	81.9	0.72	0.65	0.70	7.17	7.95	7.35
西山煤电	5.06	207.3	0.54	0.42	0.44	9.32	12.12	11.45
平均值						10.35	10.65	9.42
淮北矿业	10.4	226.80	1.67	1.64	1.87	6.25	6.36	5.60

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2020 年 10 月 16 日, EPS、BPS 预测来自 wind 一致预期

表 13: 可比公司 2021 年 PB 为 0.84 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元/股)			PB		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
盘江股份	6.35	105.1	4.44	4.61	5.00	1.43	1.38	1.27
冀中能源	4.07	143.8	5.79	6.03	6.26	0.70	0.67	0.65
平煤股份	5.93	138.0	5.86	6.41	6.82	1.01	0.93	0.87
潞安环能	6.45	192.9	8.34	8.56	9.14	0.77	0.75	0.71
开滦股份	5.16	81.9	7.13	7.33	7.63	0.72	0.70	0.68
西山煤电	5.06	207.3	6.49	5.54	5.91	0.78	0.91	0.86
平均值						0.90	0.89	0.84

淮北矿业	10.4	226.80	8.76	9.98	11.18	1.19	1.05	0.93
------	------	--------	------	------	-------	------	------	------

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2020 年 10 月 16 日, EPS、BPS 预测来自 wind 一致预期

## 5. 风险提示

**煤价超预期下跌。**公司在所处的华东地区区位优势相对明显,未来精煤价格将趋于稳定。考虑到“房住不炒”政策的作用,若未来地产开工端增速下降影响焦煤需求,则后期焦煤价格可能出现超预期下跌的风险,则将对公司盈利形成较大压力。

**部分煤矿超预期亏损。**公司煤炭矿井合计可采储量 16.6 亿吨,其中 70% 为国内稀有炼焦煤资源,尽管公司在产矿井可采年限较长,所有在产矿井可采年限中位数为 32 年,但是其中的朱庄煤矿和海孜煤矿为老旧矿井可开采年限仅剩 3 年和 8 年,如果后期老旧矿井生产出现超预期亏损,则将对公司盈利形成较大压力。

**项目建设进度不及预期。**新建产能的陆续投产将为公司带来成长特性,推动产销量和收入规模提升,但考虑到项目建设中各节点以及资金使用进度的不确定性,项目或存在达产低于预期的风险。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		