



Research and
Development Center

最具成长潜力的低估值能化龙头!

—兖州煤业 (600188.SH) 深度报告

2021年3月2日

左前明

S1500518070001

010-83326712

zuoqianming@cindasc.com

周杰

S1500519110001

010-83326723

zhoujie@cindasc.com

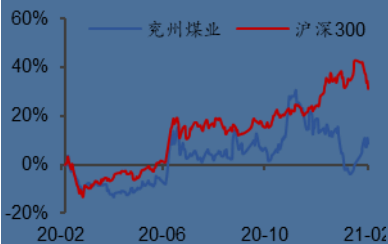
杜冲

S1500520100002

010-63080940

duchong@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
股票名称 (600188. SH)
投资评级 买入

上次评级 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)	10.45
52 周内股价	11.88-7.62
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	20.81
总股本 (亿股)	48.73
流通 A 股比例 (%)	61.01
总市值 (亿元)	433.45

资料来源：万得，信达证券研发中心

 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

最具成长潜力的低估值能化龙头！

2021年3月2日

本期内容提要：

- ◆ **公司既有成长性与未来成长空间行业最佳。煤炭产量近 10 年年化增速为 11.75%，产能释放、并购注入与新增产能齐头并进且背靠新组建的山东能源集团，后续仍有较大成长空间。**公司煤炭业务分布山东、陕蒙和澳洲，资源可采储量超 30 亿吨，近十年产量连续扩张，已超亿吨；且煤种齐全，优质动力煤产量占比约 75%，仍有望提升。2019 年公司本部煤炭业务毛利占比为 49.66%，澳洲基地为 44.26%，陕蒙基地为 6.08%，伴随去年底注入的高产高效金鸡滩煤矿并表（1500 万吨/年）以及石拉乌素煤矿（800 万吨/年）、营盘壕煤矿（1200 万吨/年）产能利用率提升，规模效应将明显摊薄陕蒙基地吨煤成本，提升盈利能力和利润贡献度。远期看，背靠近 3 亿吨产量的“山东能源集团”，极大拓展公司吸收集团优质煤炭资产的空间和可能性。
- ◆ **公司化工资产业务竞争力强，多项优质产能有待投放，目前尚未得到市场关注与重视。**公司 2020 年底收购集团 7 项资产包后，化工产品由原来单一甲醇，拓展为拥有甲醇、醋酸、煤液化制油三条产业链。公司甲醇在产能合计 280 万吨/年（此外仍有在建产能 80 万吨/年），主要位于陕蒙，定位于产品向高端精细化升级的二期项目将产业链延伸至乙二醇（40 万吨/年）和 DMMn（10 万吨/年）。位于山东的鲁南化工拥有醋酸产能 100 万吨/年，居全国前三，2019 年公司醋酸业务吨毛利 833.62 元/吨，毛利率 33.47%；略低于华鲁恒升，但明显高于华谊集团和江苏索普，鲁南化工在建的 30 万吨/年内己内酰胺产能，有望进一步拓展化工业务品类和规模，且公司化工产品具备成本竞争优势。伴随国际油价中枢抬升，相关化工品价格大幅上扬，公司化工资产业务迎来周期反转，盈利向上弹性十足。
- ◆ **2016 年以来公司现金盈利明显改善，并于去年底实施了大幅提高派息率的连续 5 年高分红方案，现金股息回报高。**2016 年供给侧改革以来，煤炭行业景气度提升，同时伴随公司内生、外延带来煤炭产量增长，公司盈利能力在 2017 年明显提升，并在 2018、2019 年保持高位。2019 年公司净利率、ROE 分别为 4.51% 和 13.95%。受“疫情”冲击，2020 前三季度公司盈利能力随煤炭价格下跌有所回落。16 年以来，公司经营净现金流与净利润同步增长，公司经营获现能力保持较好水平。2020 年底公司明确“2020-2024 年连续 5 年以税后净利 50% 和 0.5 元/股孰高的原则进行分红派息”，为动力煤煤炭上市公司中约定分红比例最高且久期最长的分红政策，在当前煤炭、化工顺周期叠加公司内生性产能释放的背景下，极具价值。
- ◆ **2021 年能源化工价格中枢同比较大幅度上行确定性高，中长期煤炭有望保持高景气。**2021 年煤炭供给侧产能释放明显收敛，新增煤矿项目投产接近尾声，内蒙产量有所释放，需求端在经济复苏下有所扩张，供需整体偏紧。中长期看，“十三五”期间表外产能合法化带来供给增量边际收敛；新建煤矿大型化、智能化、规范化以及碳达峰、碳中和目标使得行业进入门槛明显提升，企业新建煤矿的能力和意愿明显收敛，未来供给端增量呈边际收缩态势，年均增量或低于 5000 万吨，且每年有约 3000~4000 万吨左右自然枯竭产能衰减叠加去产能的持续；需求方面，即便考虑新能源替代，“十四五”期间煤炭消费量在经济走出疫情的周期性增长拉动下，有望在前期依然保持年均超 4300 万吨增量，行业有望维持高景气度。

有别于市场的观点：（1）市场忽视了公司的持续成长潜力。伴随 1500 万吨/年的金鸡滩煤矿并表、公司陕蒙基地石拉乌素、营盘壕煤矿手续完备后

产能利用率提升以及万福煤矿（焦煤）投产，2021 和 2022 年公司煤炭产量分别增加 1590、290 万吨，此外公司 2020 年增资控股“内蒙古矿业集团”储备产能，且背靠总产量近 3 亿吨的“新山东能源集团”，中长期优质资产注入可期。（2）**市场未给予公司合计超 500 万吨/年在产煤化工产能及在建 120 万吨化工产能充分定价**：由于大部分化工资产于 2020 年底注入上市公司，尚未得到充分认识，且在当前海外经济复苏、油价回暖带动化工产品景气度明显提升下，公司化工板块对比“华鲁恒升、江苏索普”业绩弹性不容小觑；（3）**过往压制公司估值的“减值压力”“非主业问题”等因素逐步消除**：“沃特岗”回表计提减值已落地，公司“包袱资产”已得到消化，轻装上阵；聚焦主业方面，2020 年剥离营收近千亿的三个贸易公司，且在积极处置金融资产，提高公司盈利确定性；第一期管理层股权激励计划顺利落地，公司治理有望进一步改善。

- ◆**盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 70.14、109.81、124.29 亿元，今明两年业绩年化增速约 33%，EPS 分别为 1.44、2.25、2.55 元，对应 PE 分别为 7、5、4 倍（2021 年 3 月 1 日收盘价），股息率约 7%、11%、12%。我们认为兖州煤业被严重低估，基于可比公司估值，分别给予公司煤炭、煤化工部分业绩 8 倍、15 倍 PE，公司 2020 和 2021 年公司业绩对应预测市值分别为 567.32、984.43 亿元。基于 21 年预测市值，按照 3 月 1 日 48.73 亿总股本，对应目标价为 20.20 元，维持公司“买入”评级。
- ◆**股价催化剂**：在建化工项目顺利投产；营盘壕煤矿证照办理进展顺利，万福煤矿顺利转产；国际煤价在油价带动下逐步提升（利好兖煤澳洲）；煤炭、原油、醋酸、甲醇、乙二醇等产品价格继续上涨或保持高位。
- ◆**风险因素**：“疫情”反复压制国内外经济复苏动力；在产或在建项目产能释放不及预期；安全生产事故风险；安全监管趋严限制煤矿生产。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	163,008	200,647	202,545	131,619	134,112
增长率 YoY %	7.8%	23.1%	0.9%	-35.0%	1.9%
归属母公司净利润 (百万元)	7,909	8,668	7,014	10,981	12,429
增长率 YoY%	16.8%	9.6%	-19.1%	56.6%	13.2%
毛利率%	19.5%	13.9%	10.7%	24.1%	24.5%
净资产收益率ROE%	13.0%	13.7%	9.5%	12.4%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.44	2.25	2.55
市盈率 P/E(倍)	5.45	5.98	7.24	4.64	4.10
市净率 P/B(倍)	0.70	0.81	0.69	0.57	0.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 3 月 1 日收盘价

目录

公司主营煤炭、化工业务，16 年以来盈利改善，分红大幅提升.....	1
1、公司为山东省地方国企，实控人为山东省国资委.....	1
2、公司主营煤炭、化工业务.....	1
2.1、公司利润主要来自于煤炭及煤化工业务.....	1
2.2、煤炭业务：资源丰、产能大、煤种齐全、国内外三地布局.....	2
2.3、煤化工业务：拥有甲醇、醋酸、煤液化制油三条产业链.....	5
2.4、其他业务：以非煤贸易为主，营收体量大，利润贡献度低.....	7
3、“供改”以来公司现金盈利明显改善.....	7
供给增量回落、需求稳中有升，煤炭行业有望维持高景气.....	9
1、“碳中和”预期叠加负债压力，煤炭供给增量边际收缩.....	9
2、需求端：“十四五”期间煤炭消费年均增量约 4270 万吨/年.....	11
公司治理良好，发展战略清晰；具备逆势布局和长期成长能力.....	13
1 创始人及核心团队具备强烈进取心，屡次实现逆市布局扩张.....	13
2、持续扩张增加降负债难度，但公司仍积极压降负债及财务费用.....	15
3 聚焦主业，剥离非煤贸易业务和非核心金融资产.....	15
3.1、剥离非煤贸易业务.....	15
3.2、择机退出非核心金融资产.....	15
4、行业首例股权激励计划成功落地，公司治理水平有望进一步提升.....	16
盈利预测、估值与投资评级.....	16
1、盈利预测及假设.....	16
1.1、煤炭业务.....	16
1.2、化工业务.....	17
1.3、公司营业收入毛利预测.....	18
1.4、公司期间费用预测.....	18
2、估值与投资评级.....	19
风险因素.....	20

表目录

表 1: 截至 2020Q3 公司煤炭资源储量及产量 (亿吨).....	3
表 2: 兖州煤业化工产品品类及产能 (万吨/年).....	5
表 3: 鲁南化工主要产品销售情况.....	6
表 4: 新建煤矿服务年限要求.....	10
表 5: 供给侧改革以来行业管理趋严带来建矿成本提升.....	11
表 6: 2019 年我国装机及发电结构.....	13
表 7: 2025 年我国装机及发电结构.....	13
表 8: 兖州煤业董事长履历.....	13
表 9: 内蒙古矿业集团旗下煤炭资源.....	14
表 10: 公司参股金融资产.....	15
表 11: 煤炭业务预测.....	16
表 12: 甲醇业务预测.....	17
表 13: 醋酸等业务预测.....	17
表 14: 公司业务分版块收入、利润情况.....	18
表 15: 公司期间费用预测.....	19
表 16: 可比公司估值.....	19
表 17: 公司分部估值.....	19

图目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 2016 年以来公司营收业务规模及构成 (亿元).....	2
图 3: 2019 年公司营收占比.....	2
图 4: 2016 年以来公司毛利规模及构成 (亿元).....	2
图 5: 2019 年公司毛利占比.....	2
图 6: 2016 年以来公司毛利率 (亿元).....	2
图 7: 2015 年以来公司原煤及商品煤产量 (亿吨).....	3
图 8: 商品煤产量同比增长率.....	3
图 9: 2016 年以来公司分煤种销量 (亿吨).....	4
图 10: 2019 年公司自产商品煤结构.....	4
图 11: 2016 年以来公司分煤种产量 (亿吨).....	4

图 12: 2019 年公司分煤种产量占比.....	4
图 13: 2016 年以来公司分煤种产量 (元/吨)	4
图 14: 毛利总额及毛利率 (亿元)	4
图 15: 2019 年公司三大煤炭基地毛利贡献度	5
图 16: 2016 年以来公司甲醇产量 (万吨) 及增长率	6
图 17: 2015 年以来甲醇售价、成本、毛利 (元/吨) 及毛利率	6
图 18: 公司醋酸业务盈利能力与可比公司比较 (万元/吨)	7
图 19: 2017 年以来鲁南化工税前利润 (亿元)	7
图 20: 2017 年以来公司其他业务收入、毛利及毛利率 (亿元)	7
图 21: 2019 年其他业务收入构成占比	7
图 22: 2017-2019 公司净利率约 4.5%	8
图 23: 2017-2019 公司 ROE 约 14%	8
图 24: 2018 年以来公司期间费用率呈回落态势 (亿元)	8
图 25: 2016 年以来公司负债率回落, 20 年有所抬升 (亿元)	8
图 26: 公司经营获现能力长期较强	8
图 27: 2016 年以来伴随公司盈利改善, 分红愈发慷慨	8
图 28: 2016-2020 年煤炭产量向大型煤炭企业集中	9
图 29: 2020 年各省区煤炭产量较 2015 年变化 (万吨)	9
图 30: 2016-2020 年煤炭产量向大型煤炭企业集中 (万吨)	9
图 31: 2016 年以来煤炭企业总体负债率下降	10
图 32: 2016 年以来煤炭企业负债总额仍在上行 (亿元)	10
图 33: 煤炭企业现金流仅可支撑利息和资本开支 (亿元)	10
图 34: 20 年煤炭开采洗选业固投完成额增速转负 (亿元)	10
图 35: 近十年全社会用电量及同比增速 (亿千瓦时)	11
图 36: 近十年电力消费弹性系数	11
图 37: 二、三产电力消费弹性系数	11
图 38: 第三产业占 GDP 的比重持续提升	11
图 39: 近十年全社会用电量增速 (%)	12
图 40: 各类型新增装机规模 (万千瓦)	12
图 41: 各类型电源装机规模及占比 (亿千瓦)	12
图 42: 各类型电源发电规模及占比 (亿千瓦时)	12
图 43: 2017 年以来公司其他业务收入、毛利及毛利率 (亿元)	14
图 44: 公司近十年原煤产量持续增长, 2009-2019 产量 CAGR 为 11.35%, 远高于全国的 3.75% (亿吨)	14
图 45: 公司有息负债率高于神华、陕煤	15
图 46: 没有大额资本开支年份公司积极压降负债 (亿元)	15

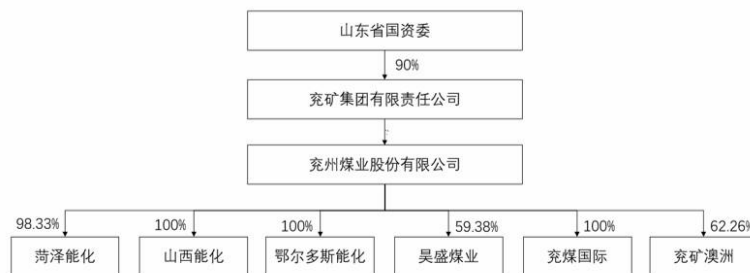
公司主营煤炭、化工业务，16 年以来盈利改善，分红大幅提升

1、公司为山东省地方国企，实控人为山东省国资委

兖州煤业股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1997 年，1998 年分别在纽约、香港和上海三地上市；境外控股子公司兖煤澳洲于澳大利亚及香港双地上市，是国内唯一一家拥有境内外四地上市平台的煤炭企业。目前，兖州煤业已逐渐发展成为山东、陕蒙、澳洲“三足鼎立”的国际化综合能源集团，规模当量、核心技术等综合实力位居行业第一方阵。连续多年荣获上市公司百强、上交所信息披露 A 级公司；入选 2019 财富中国 500 强、全球矿业公司 50 强等。

截至 2020 年 9 月末，兖矿集团直接和间接持有公司 56.01% 股权，为公司控股股东，山东省国资委直接和间接持有兖矿集团 90% 股权，为公司实际控制人。2020 年 8 月 14 日，兖矿集团与山东能源集团有限公司（“山东能源”）合并重组，兖矿集团未来更名为山东能源。截至 2020 年 9 月末尚未完成工商登记。未来公司控股股东将变更为山东能源，实际控制人不变，仍为山东省国资委。

图 1：公司股权结构



资料来源：万得，信达证券研发中心

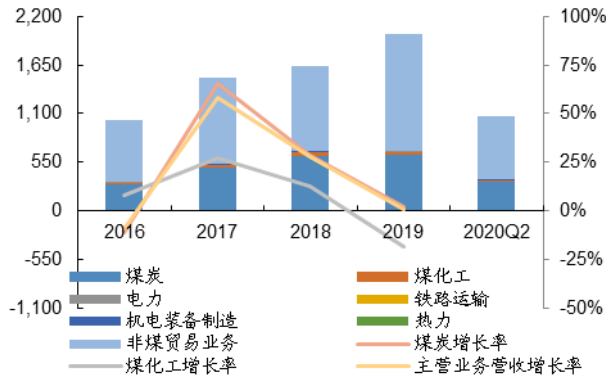
2、公司主营煤炭、化工业务

2.1、公司利润主要来自于煤炭及煤化工业务

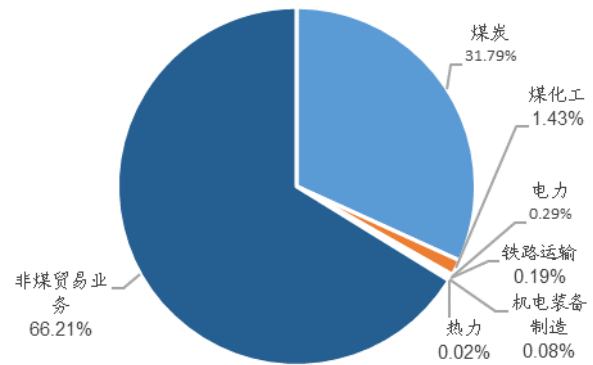
公司主要从事煤炭业务，同时兼营煤化工及其他业务，其他业务包括铁路运输、电力及非煤贸易等。受益于“十三五”供给侧改革以来煤炭行业景气度提升、新建煤矿投产、一级市场收购煤炭资源，叠加非煤贸易规模有所扩大，公司营业总收入逐年增长，毛利润和毛利率有所波动。

2019 年公司营业总收入 2006.47 亿元，其中煤炭业务收入 637.78 亿元，占比 31.80%；煤化工业务收入 28.63 亿元，占比 1.45%；非煤贸易业务收入 1328.42 亿元，占比 66.20%；公司收入主要来自于非煤贸易业务及煤炭业务。

2019 年公司实现毛利 279.11 亿元，毛利率 13.91%；其中煤炭业务贡献 249.53 亿元，占比 89.40%，毛利率 39.11%；煤化工业务贡献 7.30 亿元，占比 2.62%，毛利率 25.17%；非煤贸易业务贡献 19.03 亿元，占比 6.81%，毛利率 1.43%；公司利润主要来自于煤炭及煤化工业务。

图 2：2016 年以来公司营收业务规模及构成（亿元）


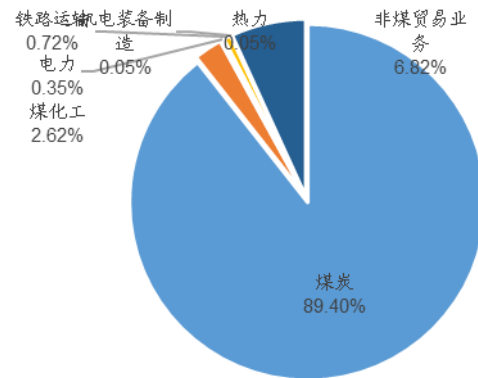
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2019 年公司营收占比


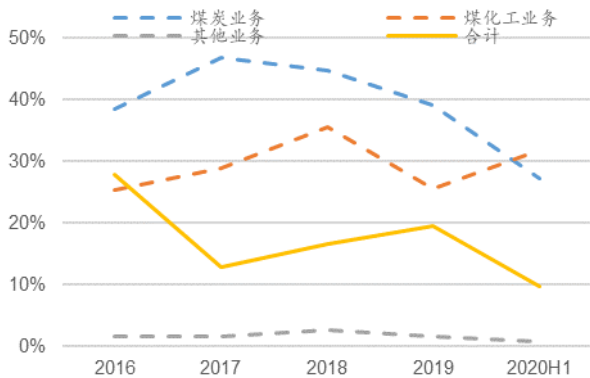
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2016 年以来公司毛利规模及构成（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2019 年公司毛利占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2016 年以来公司毛利率（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2、煤炭业务：资源丰、产能大、煤种齐全、国内外三地布局

2.2.1 公司煤炭原地资源量超 190 亿吨，近年来产量连续扩张，已超亿吨

公司煤炭业务分布境内外，资源储量丰富，煤炭产量超亿吨。境内煤炭业务主要由公司本部、兖州煤业山西能化有限公司（“山西能化”）、兖煤菏泽能化有限公司（“菏泽能化”）、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司（“鄂尔多斯能化”）和内蒙古昊盛煤业有限公司（昊盛煤业）负责运营。境外业务主要由兖州煤业澳大利亚有限公司（“兖煤澳洲”）和兖煤国际（控股）有限公司（“兖煤国际”）运营。

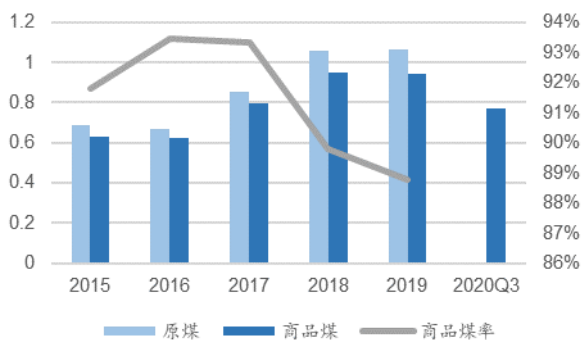
表 1: 截至 2020Q3 公司煤炭资源储量及产量 (亿吨)

序号	单位名称	煤种	原地资源量	可采储量	产量				
					2016	2017	2018	2019	2020Q3
1	兖州煤业本部	动力煤	7.62	2.9	3469.4	3223.7	3248.2	3118.9	2354.4
2	山西能化	1/3 焦煤	0.27	0.13	160.8	134.7	173	172.2	116.7
3	菏泽能化	动力煤	0.87	0.27	324.6	239.7	326.7	273.3	244.0
4	鄂尔多斯能化	动力煤	3.37	2.09	483	1213.7	1487.4	1380.1	1108.3
5	昊盛煤业	动力煤	7.34	5.05	-	609.6	328.6	390.7	603.3
境内合计			19.47	10.44	4437.8	5421.4	5563.9	5335.2	4426.7
6	兖煤澳洲	喷吹煤、动力煤、半软焦煤等	97.2	17.65	1575.4	2410.3	4378.4	4654.4	2861.4
7	兖煤国际	喷吹煤、动力煤	16.52	2.16	660.6	730.3	647.2	649.4	409.1
境外合计			113.72	19.81	2236	3140.6	5025.6	5303.8	3270.5
合计			133.19	30.25	6673.8	8562	10589.5	10639	7697.2

资料来源: 2020 年公司债券信用评级报告, 信达证券研发中心

截至 2020Q3, 按国际标准评估 (JORC 规范) 公司拥有原地煤炭资源量 133.20 亿吨, 煤炭可采储量 30.25 亿吨。其中境内合计原地资源储量 19.48 亿吨, 可采储量为 10.44 亿吨; 境外合计原地资源量为 113.72 亿吨, 可采储量 19.81 亿吨。2020 年 Q4 公司控股内蒙古矿业增加资源量 47.52 亿吨; 并表未来能源金鸡滩煤矿增加原地资源量 9.82 亿吨, 可采储量 3.33 亿吨 (JORC 标准)。

2016-2020Q3 公司商品煤产量分别为 6236.5、7992.4、9510.1、9446.9、7697.2 万吨, 同比分别-2.5%、+28.3%、23.7%、0.5%、11.0%。

图 7: 2015 年以来公司原煤及商品煤产量 (亿吨)
图 8: 商品煤产量同比增长率


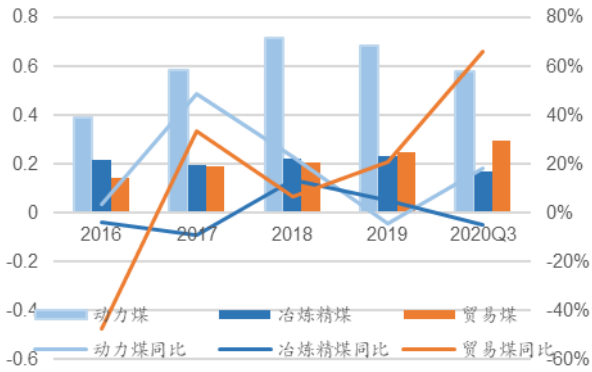
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

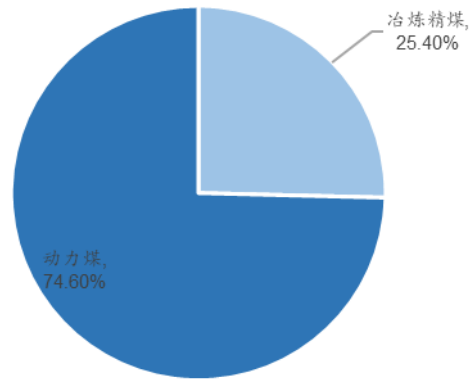
2.2.2 公司煤种齐全, 优质动力煤产量占比约 75%

公司煤种齐全, 包括动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等, 以优质动力煤和半软焦煤为主, 具有“三低三高” (低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点) 的优良特点, 是全球优质动力煤和半软焦煤主要供应商。

2016-2020Q3 公司动力煤产量分别为 3920.0、5821.7、7147.1、6833.4、5782 万吨, 占自产商品煤比重分别为 64.6%、74.9%、76.3%、74.6%、77.6%。炼焦煤产量分别为 2151.3、1953.1、2215.4、2326.1、1666.5 万吨, 占自产商品煤比重分别为 35.4%、25.1%、23.7%、25.4%、22.4%。

图 9：2016 年以来公司分煤种销量（亿吨）


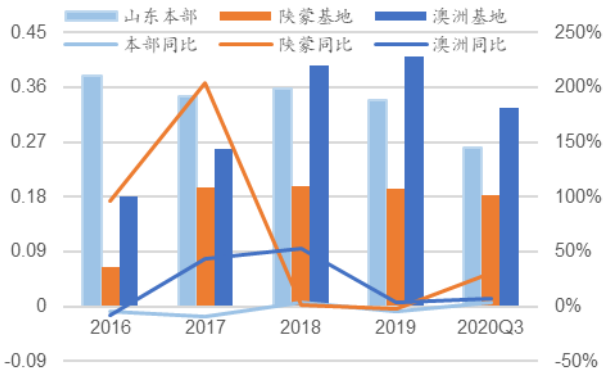
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2019 年公司自产商品煤结构


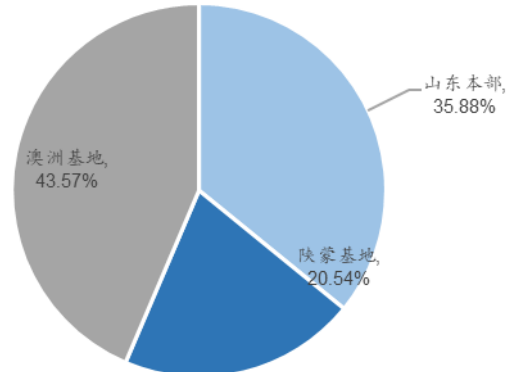
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.3、基于 2019 年数据，公司本部、澳洲基地贡献主要利润，陕蒙基地潜力巨大

分区域来看，2019 年公司本部、陕蒙基地和澳洲基地商品煤产量分别为 3389.7、1940.8、4116.4 万吨，占比分别为 35.88%、20.54%、43.57%。

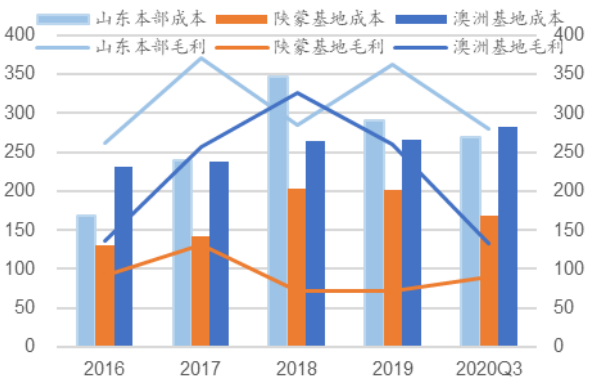
图 11：2016 年以来公司分煤种产量（亿吨）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

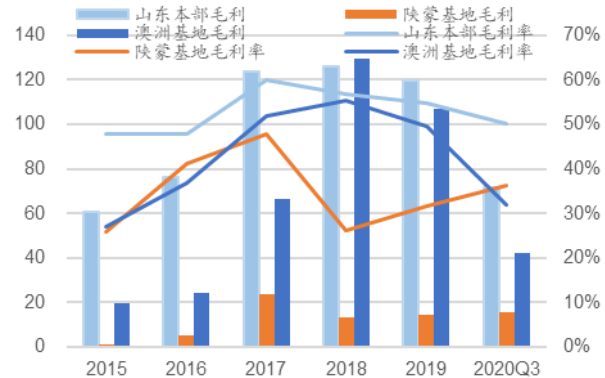
图 12：2019 年公司分煤种产量占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分区域煤炭业务盈利水平来看，山东本部吨煤毛利水平最高，为 353.60 元/吨，毛利率 54.87%；澳洲基地次之，毛利及毛利率分别为 259.52 元/吨和 49.51%；陕蒙基地因产能利用率水平不高，盈利能力较弱，吨煤毛利及毛利率分别为 75.59 元/吨和 31.51%。

图 13：2016 年以来公司分煤种产量（元/吨）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：毛利总额及毛利率（亿元）


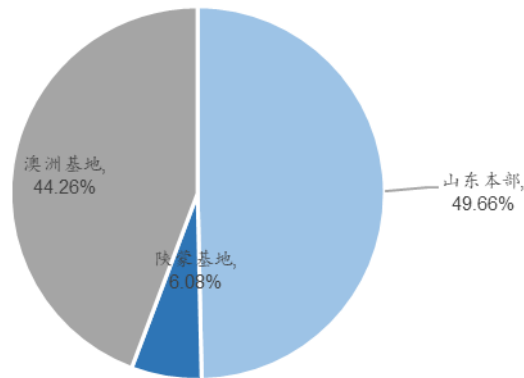
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从公司煤炭业务的毛利贡献度来看，2019 年公司本部煤炭业务毛利占比为 49.66%，陕蒙基地为 6.08%，澳洲基地为 44.26%。

后续伴随石拉乌素煤矿、营盘壕煤矿产能利用率提升，规模效应将明显摊薄陕蒙基地吨煤成

本，提升盈利能力和利润贡献度。

图 15: 2019 年公司三大煤炭基地毛利贡献度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3、煤化工业务：拥有甲醇、醋酸、煤液化制油三条产业链

公司原煤化工业务主要是公司煤炭业务的延伸，主要产品为甲醇。2020 年 12 月 9 日公司股东大会审议通过了以现金约人民币 183.55 亿元收购兖矿集团 7 项资产包。其中包括未来能源和鲁南化工，极大拓展了公司煤基化工产品的品类。

表 2: 兖州煤业化工产品品类及产能 (万吨/年)

运营主体	品类	产能 (万吨/年)	状态
鄂尔多斯能化荣信甲醇厂	甲醇	180	生产
	乙二醇	40	生产
	在产小计	220	
	在产+在建小计	220	
榆林能化甲醇厂	甲醇	140	其中 80 万吨/年的产能在建
	DMMn	50	在建 (1 期建设 10 万吨/年)
	在产小计	60	
	在产+在建小计	190	
鲁南化工	醋酸	100	生产
	醋酸乙酯	38	生产
	醋酐	10	生产
	丁醇	15	生产
	聚甲醛	8	生产
	合成氨	24	生产
	己内酰胺	30	在建
	在产小计	195	
在产+在建小计	225		
未来能源煤制油项目	油品及化工品	100	生产
	费托蜡	7	生产
	在产小计	107	
	在产+在建小计	107	
总计	在产总计	582	
	在产+在建总计	742	

资料来源: 信达证券研发中心

2.3.1、甲醇业务向精细化延伸

(1) 2021 年二期甲醇项目陆续投产

公司甲醇业务主要由子公司“鄂尔多斯能化”和“榆林能化”负责运营。

鄂尔多斯能化的荣信化工一期目前原甲醇产能 90 万吨/年，目前新投产的二期项目包括 90 万吨/年甲醇产能和产能 40 万吨/年煤制乙二醇产能，并规划 30 万吨/年的 DMMn（聚甲氧基二甲醚）产能。

榆林能化甲醇厂一期项目主要为 60 万吨/年甲醇产能，目前在建的二期项目主要产品为 80 万吨/年甲醇及 50 万吨/年 DMMn（其中 10 万吨/年）。

二期项目定位于产品向高端精细化升级，煤制乙二醇下游细分行业较多元，主要用于聚酯生产；DMMn 为甲醇下游产品，是公司煤化工产业链的延伸产品，是一种环保溶剂及清洁能源的添加剂。

（2）公司甲醇业务盈利能力较强

2018 年以来公司甲醇产量逐年提升，2018-2020Q3 产量分别为 165.6、176.2 和 134 万吨；同比分别增加 2.60%、6.40%和 5.18%。

受国际石油价格回落影响，2018 年以来甲醇价格逐年下滑，2018-2020Q3 价格分别为 2124.55、1637.19 和 1255.38 元/吨；但公司成本控制能力相对较强；吨甲醇毛利分别为 754.10、417.39 和 400.73 元/吨，毛利率分别为 35.49%、25.49%和 31.92%。

图 16：2016 年以来公司甲醇产量（万吨）及增长率

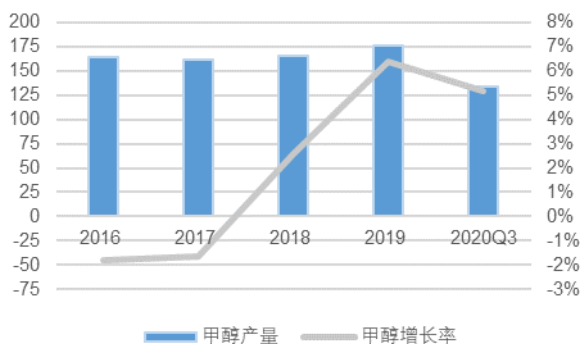
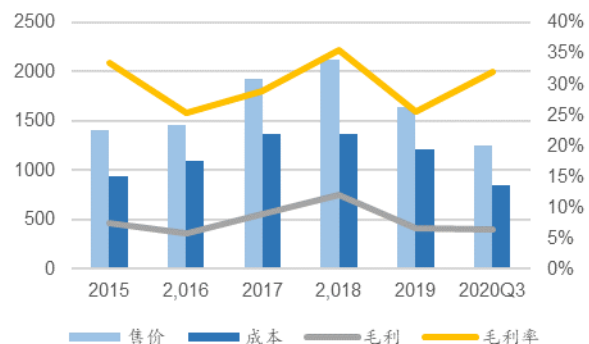


图 17：2015 年以来甲醇售价、成本、毛利（元/吨）及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3.2、鲁南化工为中国第三大醋酸生产商

作为拥有 53 年发展历史的鲁南化工，定位于打造全国领先的创新型煤基新材料企业，公司收购鲁南化工旨在延伸产业链，实现业务协同发展。

在细分领域，鲁南化工是国内少数几家掌握聚甲醛生产技术的企业之一，产能 8 万吨，居全国第二位，可生产近 10 个聚甲醛牌号，已经快速成长为国内重要的工程塑料和塑料合金的优质供应商，整体运行效果、产品单耗、盈利能力达到国内先进水平。

此外，鲁南化工拥有醋酸产能 100 万吨/年，居全国前三。从盈利能力上看，2019 年公司醋酸业务吨毛利 833.62 元/吨，毛利率 33.47%；略低于华鲁恒升，但明显高于华谊集团和江苏索普。

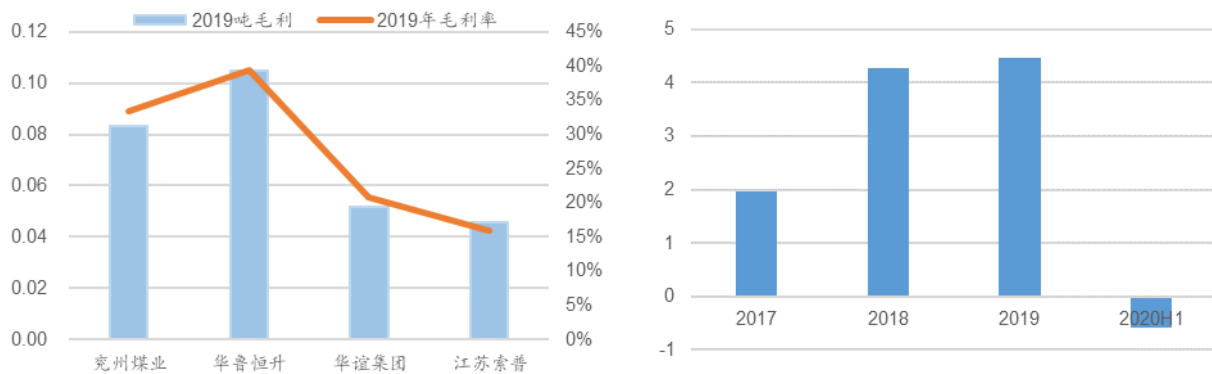
表 3：鲁南化工主要产品销售情况

	2019 年	2020 年 H1
醋酸		
产量 (万吨)	103.29	49.99
销量 (万吨)	74.72	36.91
平均价格 (元/吨)	2490.69	1992.25
平均成本 (元/吨)	1657.07	1598.34

醋酸乙酯		
产量 (万吨)	32.69	15.68
销量 (万吨)	32.40	15.67
平均价格 (元/吨)	4796.41	4612.77
平均成本 (元/吨)	4183.16	4507.35
聚甲醛		
产量 (万吨)	3.26	1.87
销量 (万吨)	3.56	1.78
平均价格 (元/吨)	8888.33	7420.11
平均成本 (元/吨)	7660.09	6941.21

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 公司醋酸业务盈利能力与可比公司比较 (万元/吨) 图 19: 2017 年以来鲁南化工税前利润 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

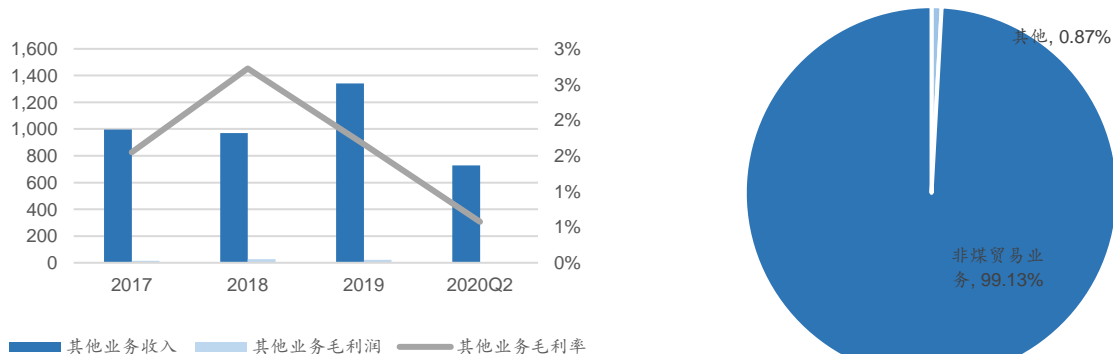
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2017-2020H1 鲁南化工分别实现盈利 (含税 15%) 1.97、4.28、4.47、-0.57 亿元, 20 年上半年, 新冠肺炎疫情给鲁南化工的生产经营、项目建设带来了较大压力, 但从 6 月开始, 伴随化工产品价格趋势性回暖, 鲁南化工开始盈利明显改善。

2.4、其他业务: 以非煤贸易为主, 营收体量大, 利润贡献度低

公司其他业务主要为非煤贸易、铁路运输、电力、机电装备制造和热力业务, 2019 年营收 1368.69 亿元, 其中非煤贸易业务收入占比超过 90%。非煤贸易品种涉及电解铜、石油、钢材、铁矿石和化工产品等大宗商品。

图 20: 2017 年以来公司其他业务收入、毛利及毛利率 (亿元) 图 21: 2019 年其他业务收入构成占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

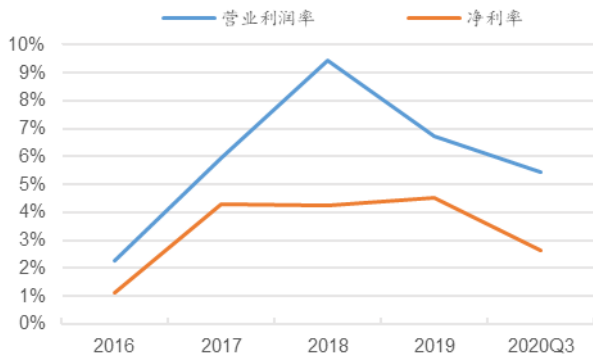
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3、“供改”以来公司现金盈利明显改善

2016 年供给侧改革以来, 煤炭行业景气度提升, 同时伴随公司内生、外延带来煤炭业务产量的提升, 公司盈利能力在 2017 年明显提升, 并在 2018、2019 年保持高位。2019 年公司

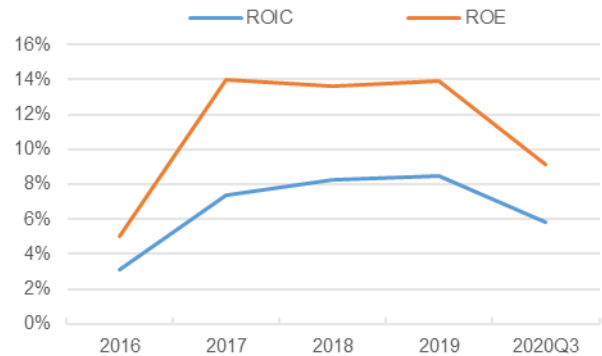
净利率、ROE 分别为 4.51% 和 13.95%。2020 年全球经济受“新冠疫情”冲击，公司盈利能力随煤炭价格下跌有所回落，2020 前三季度公司净利率、ROE 分别为 2.65% 和 9.12%。

图 22: 2017-2019 公司净利率约 4.5%



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

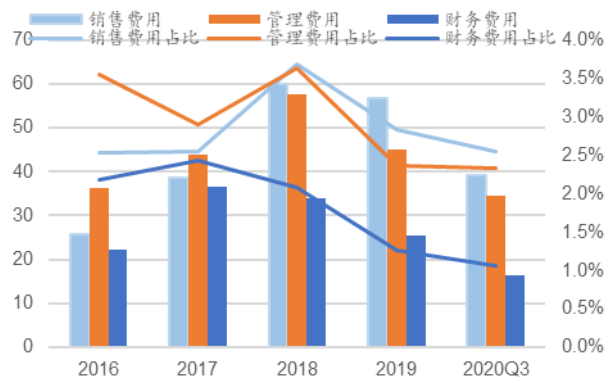
图 23: 2017-2019 公司 ROE 约 14%



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

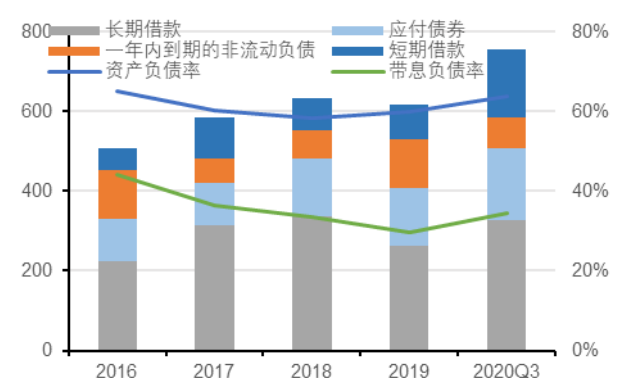
2016-2018 年, 公司煤炭产销量上升, 三费规模和负债规模有所扩张; 2019 年公司煤炭产量趋稳, 期间费用率和有息负债规模明显下降, 反应出公司较强成本和负债控制能力。

图 24: 2018 年以来公司期间费用率呈回落态势 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

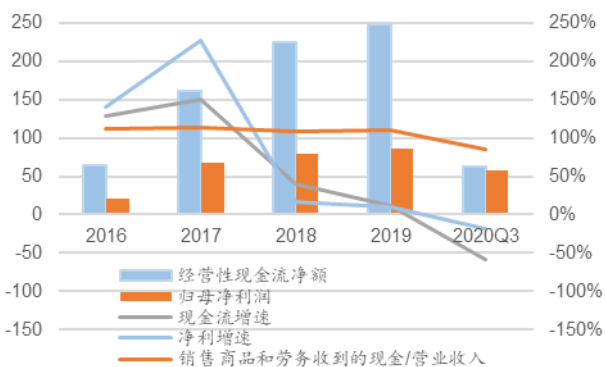
图 25: 2016 年以来公司负债率回落, 20 年有所抬升 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

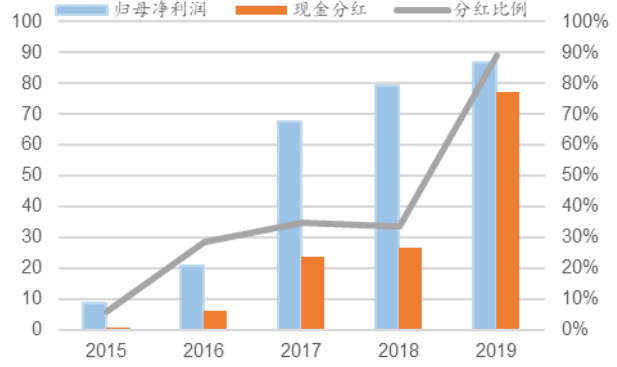
2016 年以来, 公司经营性净现金流与净利润同步增长, 且销售商品和劳务收到的现金/营业收入保持 110% 左右, 公司经营获现能力保持较好水平。

图 26: 公司经营获现能力长期较强



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 2016 年以来伴随公司盈利改善, 分红愈发慷慨



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司 2016 年以来现金分红比例保持在 35% 左右, 2019 年进行年中特别派息, 全年分红比例高达 89%。2020 年 12 月公司股东大会审议通过了 5 年分红规划: “2020-2024 年各会计年度分配的现金股利总额, 应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约 50% (原分红率约

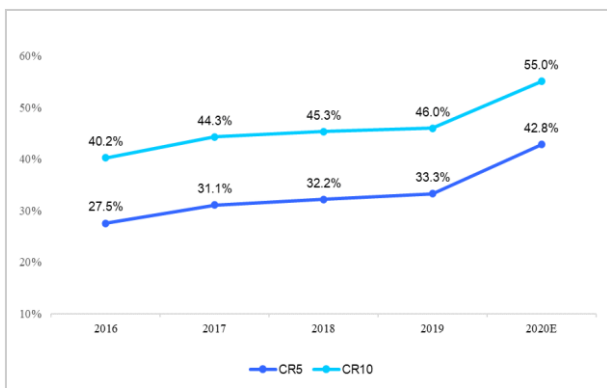
35%)，且同时约定每股现金股利不低于人民币 0.5 元”。该分红政策为煤炭企业约定分红比例最高且久期最长的公司。

供给增量回落、需求稳中有升，煤炭行业有望维持高景气

1、“碳中和”预期叠加负债压力，煤炭供给增量边际收缩

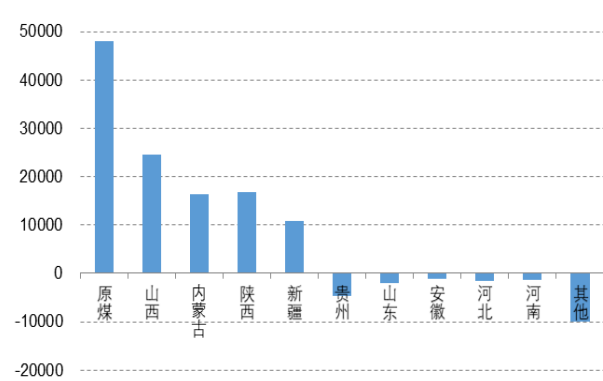
2016 年煤炭行业开展供给侧改革以来，行业的集中度逐步提升。体现在两个方面：一是向大型煤炭生产企业集中，供给侧改革以来大中型矿井数量占比由 23% 已上升到 48%，产能占比由 84% 上升到 93%；二是向晋陕蒙新四省区冀中集中，四省区产量占比由 2015 年的 67.8% 提升至 2020 年的 76.86%。

图 28：2016-2020 年煤炭产量向大型煤炭企业集中



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

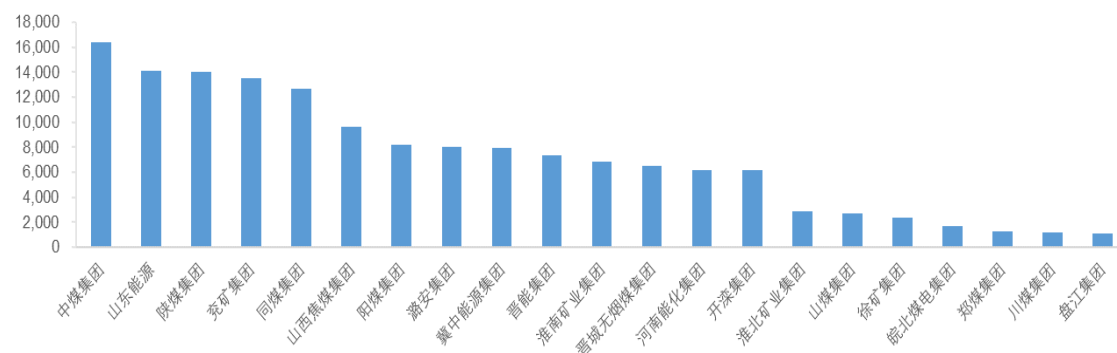
图 29：2020 年各省区煤炭产量较 2015 年变化（万吨）



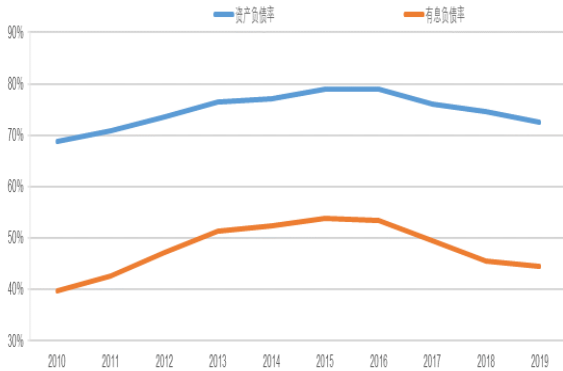
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

受制于煤炭企业高负债及建矿成本提升，煤炭企业投建煤矿的能力和意愿均有所下滑。当前样本煤炭企业的负债率依然处于高位，偿债压力依然较大。在 2017-2019 年的煤价下，样本煤炭企业的经营性净现金流刚好能覆盖住资本开支和利息费用。

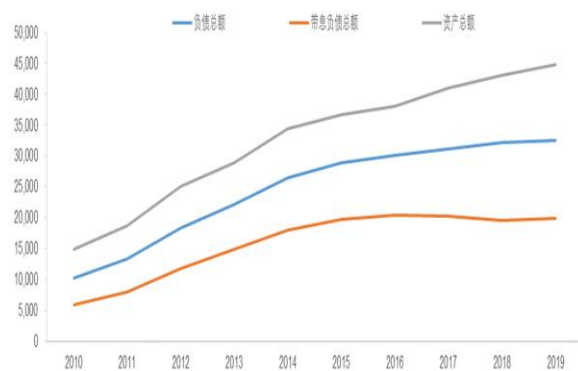
图 30：2016-2020 年煤炭产量向大型煤炭企业集中（万吨）



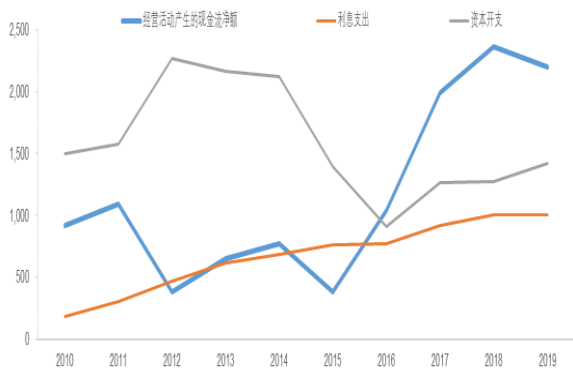
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 31：2016 年以来煤炭企业总体负债率下降


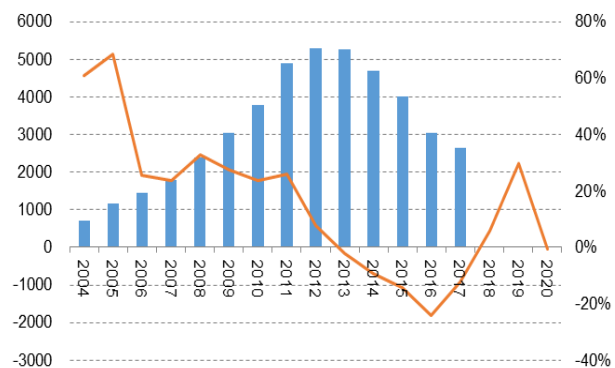
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 32：2016 年以来煤炭企业负债总额仍在上行（亿元）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 33：煤炭企业现金流仅可支撑利息和资本开支（亿元）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 34：20 年煤炭开采洗选业固投完成额增速转负（亿元）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，将资产负债率设为基础约束性指标，实施动态管理：以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5 个 pct 为本年度资产负债率预警线，基准线加 10 个 pct 为本年度资产负债率重点监管线。

按照 2020 年的数据，煤炭行业规上企业的平均资产负债率为 66.1%，则预警线为 71.1%，重点监管线为 76.1%。因此我们认为，国有煤炭企业降负债的目标是将资产负债率降至 70% 以下，去杠杆的任务依然艰巨，限制了国有大型煤炭企业资本开支的空间。

2020 年 9 月 22 日习总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论上提出我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。分别距离目前约 10 年、50 年，而《煤炭工业矿井设计规范（GB 50215-2015）》中要求，新建煤矿服务年限至少在 40 年以上，而 2030 年碳达峰后的 40 年时间里，煤炭消费总量下降趋势基本确定。新投建煤矿若无成本优势，很难在“碳中和”导向导致煤炭行业空间收窄趋势下存在竞争优势。因此，大型煤炭企业投建新煤矿相对谨慎，多以“接续”为目的，而非扩张。相反，煤炭企业纷纷响应国家“碳中和”的政策导向，大力布局新能源、新材料产业，拓展企业发展“第二曲线”。

表 4：新建煤矿服务年限要求

矿井设计生产能力（万吨/年）	矿井设计服务年限（年）	第一开采水平设计服务年限		
		煤层倾角 < 25°	煤层倾角 25° - 45°	煤层倾角 > 45°
600 及以上	70	35	—	—
300-500	60	30	—	—
120-240	50	25	20	15

资料来源:《GB 50215-2015 煤炭工业矿井设计规范》, 信达证券研发中心

与此同时, 新建煤矿需落实产能置换指标(100元/吨)以及缴纳矿业权出让收益使得建矿成本明显提升, 预期投资收益率收窄, 煤炭企业投资煤矿的意愿在下降。

表 5: 供给侧改革以来行业管理趋严带来建矿成本提升

序号	内容
1	“未批先建”或将退出历史舞台, 建矿时间成本增加;
2	购置产能置换指标增加吨煤投资 10%以上, 资源税、矿业权出让收益制度增加税负 10%以上;
3	物价上涨带来人工、材料投入增加;

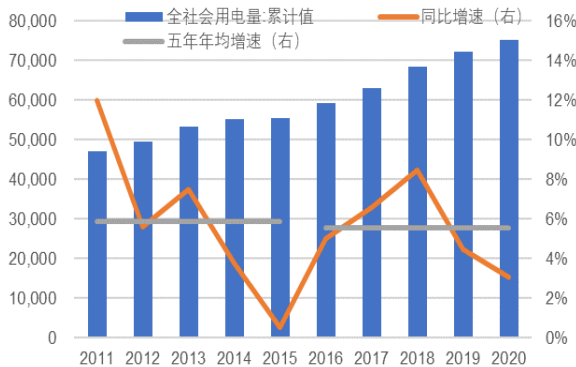
资料来源: 信达证券研发中心

“十三五”期间新建煤矿逐步建成投放, 新核准、核增产能逐步衰减, 叠加中东部矿井资源的枯竭必然导致未来一段时间供给增量的逐步下滑。

2、需求端：“十四五”期间煤炭消费年均增量约 4270 万吨/年

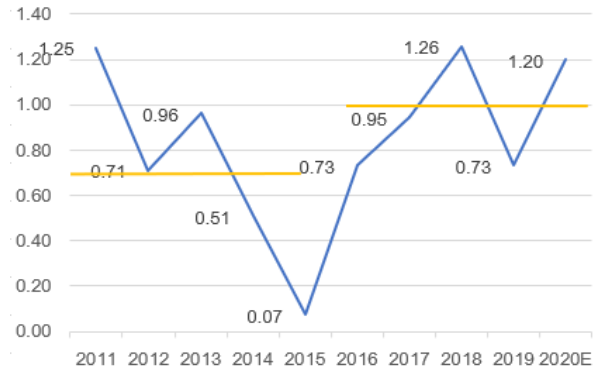
我国全社会用电量在过去十年间保持增长, 但增速波动较大, “十三五”期间增速波动趋于收敛, 年均增速为 5.4%-5.5%, 电力消费弹性系数为 0.95 (电力消费弹性系数=电力消费增速/GDP 增速)。电力消费弹性系数与产业结构相关, 分产业看, 二产电力消费弹性系数均值低于 1, 且当前处于峰值平台期; 三产电力消费弹性系数均值大于 1, 且伴随高耗能的信息技术产业发展, 三产电力消费弹性系数呈现波动上扬趋势。近 10 年来, 三产占 GDP 比重逐年抬升, 展望“十四五”, 该趋势有望延续。考虑到“2030 年碳达峰”导向下, 节能减排有望加码, “十四五”期间电力消费弹性系数预计在“十三五”基础上回落到近十年平均水平, 约 0.82。

图 35: 近十年全社会用电量及同比增速 (亿千瓦时)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 近十年电力消费弹性系数



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 二、三产电力消费弹性系数

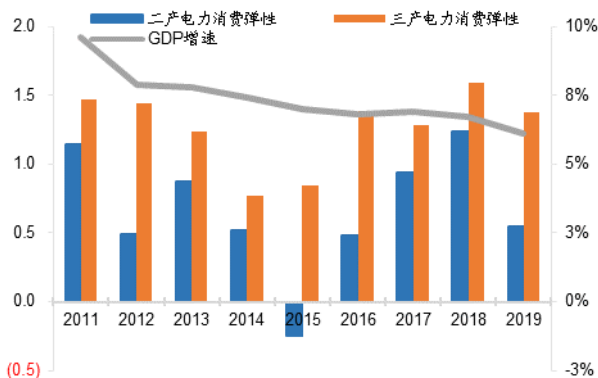
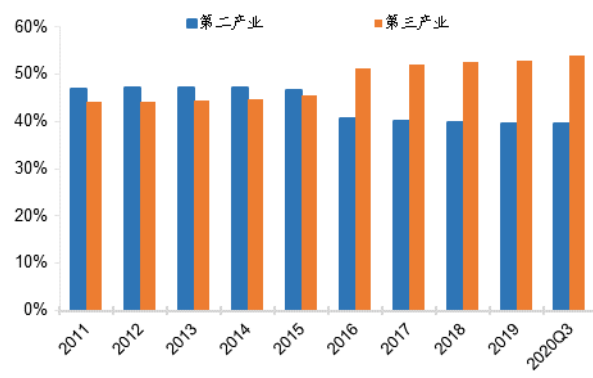


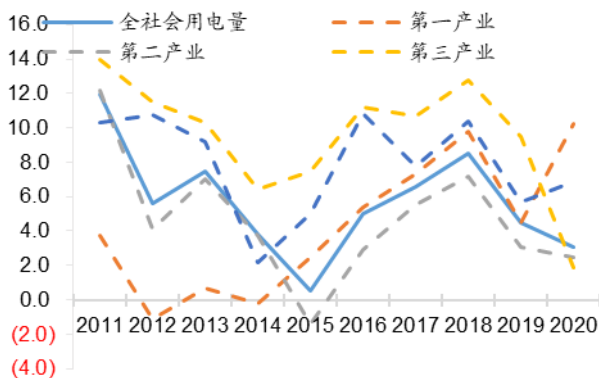
图 38: 第三产业占 GDP 的比重持续提升



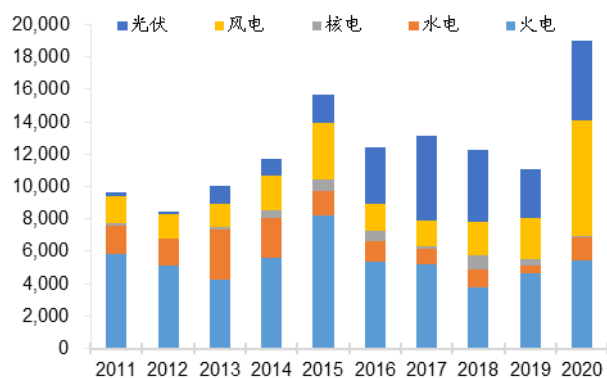
资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

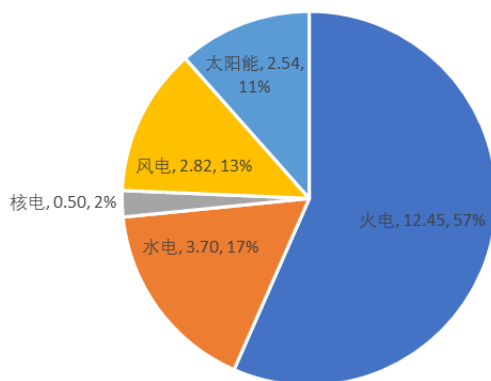
从电源结构上看，“十三五”期间我国发电装机呈现“总量增长，结构优化”特征，非化石能源发电装机快速增长；“十四五”电源结构加快调整，新能源发电提速。截至2019年底，我国发电装机总容量达到20.1亿千瓦，其中火电、水电、核电、风电、太阳能装机分别为11.9、3.6、0.5、2.1、2.0亿千瓦，占比59.2%、17.7%、2.4%、10.4%、10.2%。太阳能发电、核电、风电增速较高，拉动非化石能源发电装机占比提高至近四成。我国政府关于温室气体减排最新承诺将提升我国减排速度，能源行业，特别是电力行业，是当前技术条件下减排最容易的领域，因而势必将成为减排“排头兵”。电源结构将加速调整，风电、光伏等新能源装机增速将有较明显提升。

图 39：近十年全社会用电量增速（%）


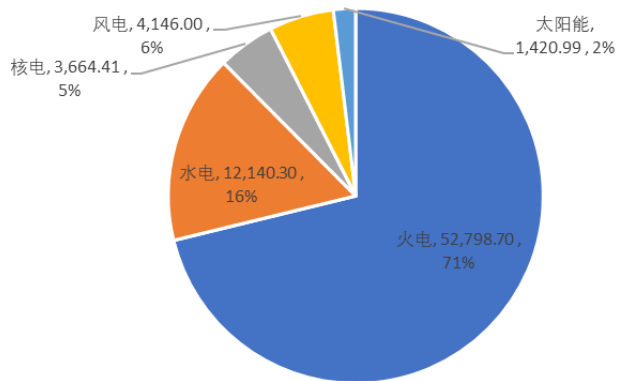
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：各类型新增装机规模（万千瓦）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：各类型电源装机规模及占比（亿千瓦）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：各类型电源发电规模及占比（亿千瓦时）


资料来源：万得，信达证券研发中心

预计2025年，全国全社会用电量8.8万亿千瓦时，“十四五”年均增长3.49%。（“十三五”年均用电量增速5.53%）。“十四五”我国经济运行在合理区间，实施扩大内需战略，形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，发展质量进一步提高。预计“十四五”GDP年均增速为5.0%。综合考虑新冠疫情、国际政治经济形势、产业结构调整及电气化水平提升等因素，基于弹性系数法进行测算，预计2025年，全国全社会用电量8.8万亿千瓦时，“十四五”年均增长3.49%，电力弹性系数0.824。

水电、核电方面，由于其建设周期较长，因此2025年两类电源装机容量已基本确定，保守估计将达到4.0亿千瓦、0.72亿千瓦。假设风电、光伏总装机10.8亿千瓦，其中风电装机4.4亿千瓦，光伏装机6.4亿千瓦。

同时我们预计风光水核电利用小时数不低于2019年水平，则2025年煤电发电量测算为5.62万亿千瓦时，较2020年增幅6.36%，年均增幅1.24%，带动动力煤消费年均增长约

4270 万吨/年。

表 6：2019 年我国装机及发电结构

装机类型	装机容量 (亿千瓦)	利用小时	发电量
火电	12.45	4240	52798.7
水电	3.70	3280	12140.3
核电	0.50	7345	3664.4
风电	2.82	1473	4146.0
太阳能	2.54	1093	1421.0
总计	22.01		74170.4

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 7：2025 年我国装机及发电结构

装机类型	装机容量 (亿千瓦)	利用小时	发电量
火电	13.50	4060	54807
水电	4.00	3280	13119
核电	0.72	7345	5288
风电	4.40	1620	7128
太阳能	6.40	1202	7695
总计	29.02		88037

资料来源：信达证券研发中心

综合以上分析，煤炭行业“十四五”早中期供需基本平衡，受益于高基数，煤价中枢大概率稳定在“绿色区间”上部（570 元/吨），或因经济周期、季节原因和供给格局的西移，带来区域性、时段性偏紧的态势。

公司治理良好，发展战略清晰；具备逆势布局和长期成长能力

1 创始人及核心团队具备强烈进取心，屡次实现逆市布局扩张

兖州煤业（山东能源集团）党委书记、董事长李希勇，作为实业出身的领导干部，现为全国人大代表，并入选《2020 年中国最具影响力的 50 位商界领袖》（马云、任正非、王传福、马化腾、郭台铭等同时入选），以及作为第一位煤炭企业领导人荣获“2020 年亚洲质量奖个人奖：石川馨一狩野奖”（此前已有中国工程院院士刘源张、中国建材集团董事长宋志平、北汽集团董事长徐和谊、格力集团董事长董明珠等中国学者和企业家获此荣誉）。

表 8：兖州煤业董事长履历

任职时间	职位
2001 年 5 月	新汶矿业集团有限责任公司华丰煤矿矿长
2006 年 6 月	新汶矿业集团有限责任公司副总经理
2010 年 5 月	新汶矿业集团有限责任公司董事长、党委书记
2011 年 3 月	山东能源集团有限公司副董事长，新汶矿业集团有限责任公司董事长、党委书记
2013 年 7 月	兖矿集团董事、总经理、党委副书记
2013 年 9 月	兖州煤业董事长
2015 年 2 月	兖矿集团董事长、党委书记
2020 年 7 月	山东能源集团董事长、党委书记

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

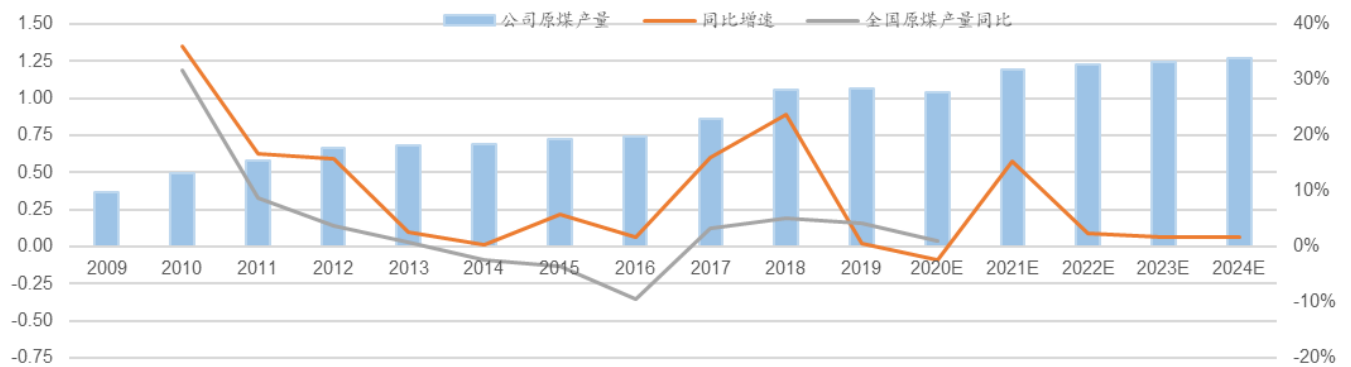
在核心领导人带领下，兖州煤业近年来通过逆周期投资与并购，实现了在行业下行期的跨越式、逆势发展，并成为省外煤炭产量及利润占比最高的地方国有煤炭企业。

公司在 2011~2015 年煤炭行业下行周期，积极转移产业布局区域，在煤炭价格大幅下滑，行业大范围停产停建背景下，公司持续逆周期投入西部矿井开发建设并成功完成周期底部境外优质资产并购，在行业景气周期释放现金流。

图 43: 2017 年以来公司其他业务收入、毛利及毛利率 (亿元)


资料来源: 公司公告 万得, 信达证券研发中心

持续的进取心和逆势布局, 带动公司原煤产量持续增长, 2009-2019 产量 CAGR 为 11.35%, 远高于全国的 3.75%。

图 44: 公司近十年原煤产量持续增长, 2009-2019 产量 CAGR 为 11.35%, 远高于全国的 3.75% (亿吨)


资料来源: 公司公告 万得, 信达证券研发中心

未来公司通过内部挖潜及外延并购, 煤炭产量仍有望继续增长, 增量主要来自以下 5 个方面:

- (1) **陕蒙基地产能利用率爬坡:** 陕蒙基地核定产能合计 3000 万吨/年, 2019 年生产 1941 万吨, 随着证照办理齐全, 仍有 1000 万吨的提升空间。
- (2) **2021 年万福煤矿投产 (1/3 焦煤, 180 万吨/年);**
- (3) 2020 年 12 月增持未来能源-金鸡滩煤矿 (1500 万吨/年) 51% 股权, 并购完成后目前持股 75%;
- (4) **控股内蒙古矿业集团, 打开公司长期发展空间**

2020 年 10 月公司通过在内蒙古产权交易中心公开摘牌方式参与内蒙古矿业集团增资项目, 以 39.6 亿元增资内蒙古矿业集团, 获得内蒙古矿业集团 51% 股权, 拟增资价格不高于人民币 39.6 亿元。

内蒙古矿业集团有三个煤矿探矿权, 合计资源量 66.11 亿吨, 合计产能 2500 万吨, 丰富了公司煤炭资源储备与业务拓展空间。

表 9: 内蒙古矿业集团旗下煤炭资源

井田	资源量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	权益比例 (%)	手续审批进展
营盘壕井田	22.64	1200	43.47	已取得探矿权
嘎鲁图	12.26	500	52.77	已取得探矿权
刘三圪旦	31.21	800	100	已取得探矿权
合计	66.11	2500		

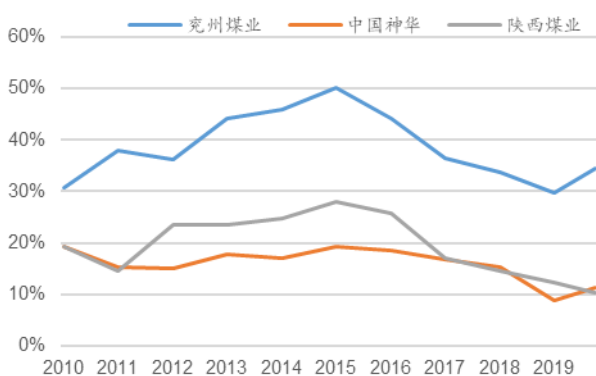
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(5) 背靠全国第二大煤炭企业：山东能源集团，提高资产证券化率趋势下，公司有望继续并购集团优质煤炭资产。2020年7月13日，兖矿集团和山东能源集团有限公司实施联合重组。重组后的山东能源集团2020年煤炭产量2.8亿吨，公司作为山东能源集团唯一煤炭产业整合平台，在当前提高资产证券化率趋势下，有望持续并购集团优质煤炭资产。

2、持续扩张增加降负债难度，但公司仍积极压降负债及财务费用

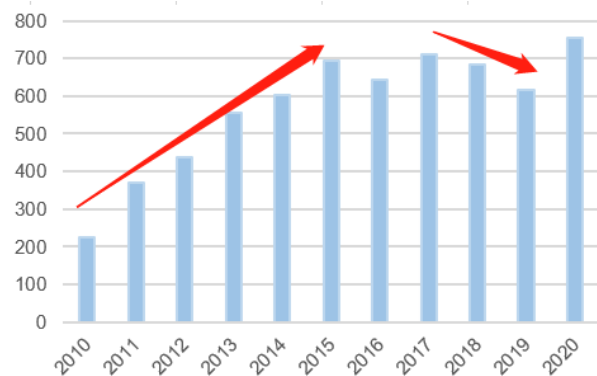
公司在2010年以来，布局澳洲、陕蒙基地带来债务负担快速攀升。但在扩张性资本开支较小的2018、2019年，公司抓住窗口期积极压降负债，2年净偿还有息负债92亿元，与此公司积极调整债务结构，压降财务费用。

图 45：公司有息负债率高于神华、陕煤



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46：没有大额资本开支年份公司积极压降负债 (亿元)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3 聚焦主业，剥离非煤贸易业务和非核心金融资产

3.1、剥离非煤贸易业务

2020年3月公司董事会批准向兖矿集团出售两个非煤贸易运营主体：“兖煤国际贸易公司”和“兖煤新加坡公司100%股权”。2020年7月1号完成交易。此外，在2020年12月9日股东大会批准公司放弃增资海南智慧物流公司的优先权来实现持股比例由原来51%下降到10%的股权转让。以上3个贸易主体年销售收入近1000亿左右，对公司净利润的贡献不足5000万。

在完成剥离非煤贸易板块之后，公司营收会明显下降，但在盈利能力指标以及公司经营的确定性上会有较明显的改善。

3.2、择机退出非核心金融资产

2015年兖矿集团改建为国有资本投资控股公司，对兖州煤业的定位有单纯发展实业向产融结合方向转变，以期用金融促进实体产业的发展，在此导向下，公司参与了一系列金融行业有关的投资。2020年以来，公司调整发展战略，未将金融产业列入主业板块之中，后续将停止在金融资产领域的增量投资，并计划将非核心金融资产择机剥离。

表 10：公司参股金融资产

序号	名称	持股比例	业务性质
1	上海中期期货股份有限公司	33.33	期货经纪业务、投资咨询、资产管理
2	齐鲁银行股份有限公司	8.67	金融
3	浙商银行股份有限公司	4.39	商业银行业务
4	临商银行股份有限公司	19.75	商业银行业务

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4、行业首例股权激励计划成功落地，公司治理水平有望进一步提升

2018年12月，公司发布股权激励计划草案（**煤炭行业首例**）：计划拟向499名激励对象授予4668万份股票期权，约占公司总股本的0.95%。激励对象包括公司董事、高级管理人员，公司中层管理人员以及公司核心骨干人员。

截至2021年2月26日，有1192万份股票期权完成了转股，股权激励的落实有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，有利于公司长远健康的发展。

盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

如前所述，公司煤炭、化工是利润主要来源，2019年毛利占比分别为：89.4%、2.62%，故我们主要对自产煤和化工业务数据进行预测。

1.1、煤炭业务

1.1.1、产、销量方面

(1) 2021年公司并表金鸡滩煤矿，使得公司自产煤产量增加1500万吨；

(2) 2021年180万吨/年的万福煤矿（主要产品1/3焦煤）投产，预计产量在2022年开始释放；

(3) 预计设计产能1200万吨/年的营盘壕煤矿于2022年证照办理齐全，产能利用率提升带来2022年产量增长200万吨。

综上，我们预计公司2020-2022年原煤产量分别为10378、11878、12168万吨，同比分别-260、+1500、+290万吨；商品煤产量分别为9974、11443、11702万吨，同比分别+814、+1469、+259万吨。

1.1.2、售价、成本方面

2020年秦皇岛港Q5500动力煤市场价均价为571元/吨，同比降2.71%；2020年NEWC动力煤市场均价为60.38美元/吨，同比降22.28%，我们假设公司2020年商品煤售价与市场价波动一致，同时基于我们对国内外煤炭行业的研判，保守假设公司2021年和2022年煤炭商品煤售价回升至2019年水平。

综上，我们预计2020-2022年，公司自产商品煤销售均价分别为463、489、490元/吨，同比分别-62、+26、+1元/吨。

成本端我们预计2020-2022年保持与2019年同等水平，则2020-2022年公司自产商品煤吨煤销售毛利分别为200、237、240元/吨，同比-63、37、3元/吨；毛利率分别43.29%、48.53%、48.98%，同比-6.91、+5.24、+0.45个pct。

表 11：煤炭业务预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产量 (万吨)	8562.00	10589.50	10639.00	10378	11878	12168
yoy	28.29%	23.68%	0.47%	-2.46%	14.45%	2.44%
销量 (万吨)	7775	9363	9160	9974	11443	11702
yoy	28.06%	20.42%	-2.17%	8.89%	14.73%	2.26%
售价 (元/吨)	494	542	525	463	489	490
yoy	26.13%	9.68%	-3.16%	-11.86%	5.76%	0.09%
单位毛利 (元/吨)	275	287	263	200	237	240

yoy	57.72%	4.45%	-8.31%	-23.99%	18.56%	1.01%
毛利率	55.68%	53.02%	50.20%	43.29%	48.53%	48.98%
yoy (pct)	11.15	-2.66	-2.82	-6.91	5.24	0.45

资料来源: 信达证券研发中心

1.2、化工业务

1.2.1、甲醇

(1) 产、销量方面

随着 2021 年公司荣盛甲醇厂二期 90 万吨/年甲醇项目正式投产, 公司甲醇合计产能达 220 万吨/年, 预计 2020 年-2022 年, 公司甲醇产量分别为 179、200、220 万吨, 同比增+3、+21、+20 万吨; 产销率 100%, 2020 年-2022 年, 公司甲醇产量分别为 179、200、220 万吨, 同比增+4、+21、+20 万吨。

(2) 售价、成本方面

根据国际油价与国内煤价的中枢预测, 我们预计公司 2020-2022 年甲醇售价分别为 1,330.00、1,637.19、1,637.19 元/吨, 同比-307、+307、0 元/吨; 预计 2020-2022 年吨甲醇毛利分别为 143、328、328 元/吨, 同比分别-274、185、0 元/吨。

表 12: 甲醇业务预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产量 (万吨)	161	166	176	179	200	220
yoy	-1.65%	2.60%	6.40%	1.40%	11.94%	10.00%
销量 (万吨)	161	165	175	179	200	220
yoy	-3.82%	2.11%	6.32%	2.15%	11.94%	10.00%
售价 (元/吨)	1930	2125	1637	1330	1637	1637
yoy	32.17%	10.09%	-22.94%	-18.76%	23.10%	0.00%
单位毛利 (元/吨)	559	754	417	143	328	328
yoy	51.41%	34.90%	-44.65%	-65.68%	128.83%	0.00%
毛利率	28.97%	35.49%	25.49%	10.77%	20.02%	20.02%
yoy (pct)	3.68	6.53	-10.00	-14.72	9.25	0.00

资料来源: 信达证券研发中心

1.2.2、醋酸及酯

公司煤化工产品主要原料为煤、甲醇。煤炭、甲醇均为外购, 价格变动幅度参考市场价格变动。

表 13: 醋酸等业务预测

	2019	2020E	2021E	2022E
产量 (万吨)	103	100	100	100
yoy		-3.19%	0.00%	0.00%
销量 (万吨)	75	73	73	73
yoy		-2.18%	0.51%	-0.25%
售价 (元/吨)	2491	2282	4037	4037
yoy		-8.36%	76.87%	0.00%
单位毛利 (元/吨)	834	684	2380	2380
yoy		-17.93%	247.88%	0.00%
毛利率	33.47%	29.97%	58.95%	58.95%
yoy (pct)		-3.50	28.98	0.00
醋酸				
产量 (万吨)	33	32	32	32
yoy		-2.11%	0.00%	0.00%
醋酸乙酯				

	销量 (万吨)	32	32	32	32
	yoy		-1.70%	0.21%	-0.10%
	售价 (元/吨)	4796	5056	6367	6367
	yoy		5.42%	25.91%	0.00%
	单位毛利 (元/吨)	613	549	1859	1859
	yoy		-10.46%	238.58%	0.00%
	毛利率	12.79%	10.86%	29.20%	29.20%
	yoy (pct)		-1.93	18.34	0.00
	产量 (万吨)	3	4	5	6
	yoy		14.72%	26.74%	21.10%
聚甲醛	销量 (万吨)	33	4	5	6
	yoy		-88.56%	26.74%	21.10%
	售价 (元/吨)	8888	7420	8888	7999
	yoy		-16.52%	19.79%	-10.00%
	单位毛利 (元/吨)	1228	479	1947	1058
	yoy		-61.01%	306.58%	-45.65%
	毛利率	13.82%	6.45%	21.91%	13.23%
	yoy (pct)		-7.36	15.45	-8.68

资料来源: 信达证券研发中心

1.3、公司营业收入毛利预测

2020 年在“疫情”冲击下煤炭价格及化工产品明显下跌，预计公司 2020 年煤炭和化工业务毛利及毛利率有所下滑。但 2021 年，我们认为公司煤炭及化工业务开启量价齐升，盈利明显改善，2022 年基于，在价格基本持平下，煤炭产量和化工产品品类/产量依然增长空间，使得公司营收、毛利进一步提升。

表 14: 公司业务分版块收入、利润情况

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
煤炭业务	收入 (百万元)	48472	62429	63777	70261	81016	82331
	yoy	65.46%	28.79%	2.16%	10.17%	15.31%	1.62%
	毛利 (百万元)	21735	27482	24653	20655	27878	28772
	yoy	103.37%	26.44%	-10.29%	-16.22%	34.97%	3.21%
	毛利率	44.84%	44.02%	38.66%	29.40%	34.41%	34.95%
	yoy (pct)	8.36	-0.82	-5.37	-9.26	5.01	0.54
化工业务	收入 (百万元)	3109	3495	2863	2376	10696	11873
	yoy	27.12%	12.41%	-18.07%	-17.01%	350.10%	11.01%
	毛利 (百万元)	901	1241	730	256	3366	3648
	yoy	45.63%	37.74%	-41.15%	-64.94%	1215.02%	8.38%
	毛利率	28.97%	35.49%	25.49%	10.77%	31.47%	30.72%
	yoy (pct)	3.68	6.53	-10.00	-14.72	20.70	-0.75
其他业务	收入 (百万元)	1091	93921	129907	129907	39907	39907
	yoy	-28.73%	8505.83%	38.31%	30.46%	-69.28%	0.00%
	毛利 (百万元)	218	794	800	778	461	458
	yoy	-40.35%	265.11%	0.68%	14.57%	-40.72%	-0.54%
	毛利率	19.94%	0.85%	0.62%	0.60%	1.16%	1.15%
	yoy (pct)	-3.88	-19.09	-0.23	-0.02	0.56	-0.01

资料来源: 信达证券研发中心

1.4、公司期间费用预测

基于公司煤炭、化工产品产量提升主要是在产产能利用率提升或在产项目延伸，在用工、销售等方面有一定协同，我们假设销售费用率与管理费用率与 2019 年相当。财务费用根据公司有关息负债及公司债务成本测算。

表 15: 公司期间费用预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用 (百万元)	3848	6000	5683	5737	3728	3798
%销售收入	2.54%	3.68%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
管理费用 (百万元)	4306	5767	4492	4535	2947	3003
%销售收入	2.85%	3.54%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%
财务费用 (百万元)	3666	3393	2537	2576	174	177
%销售收入	2.42%	2.08%	1.26%	1.27%	2.38%	2.16%

资料来源: 信达证券研发中心

基于以上假设,我们调整公司盈利预测,预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 70.14、109.81、124.29 亿元, EPS 分别为 1.44、2.25、2.55 元, 对应 PE 分别为 7.2、4.6、4.1 倍 (2021 年 3 月 1 日收盘价)。

2、估值与投资评级

我们采用分部可比公司估值法对公司进行估值、评级,我们预测 2020 年公司煤炭、煤化工业务营业利润占比分别为 95.2%、1.2%, 2021 年占比分别为 87.9%、10.6%, 因公司未披露各分部净利润数据,考虑到公司持有下属化工企业鄂尔多斯能化荣信甲醇厂、榆林能化甲醇厂、鲁南化工均为 100%股权,公司持未来能源 75%股权,化工业务的少数股东权益较少。经测算,我们预计 2020、2021 年煤炭、煤化工归母净利润分别为 69.25、0.89 亿元和 94.67、15.14 亿元; 占比分别为 98.7%、1.3%和 86.2%、13.8%。

可比煤炭公司选择中国神华、陕西煤业、露天煤业、中煤能源,可比化工公司选择鲁西化工、华鲁恒升、宝丰能源。截止 2021 年 3 月 1 日,可比煤炭公司 2020、2021 年预测 PE 分别为 8 倍、8 倍; 可比化工公司 2020、2021 年预测 PE 分别为 34 倍、23 倍。

考虑煤炭及煤化工行业 2021 年景气度同比上行确定性高,且公司煤炭优质产能增长,煤化工产品亦有增量,我们分别给予煤炭、煤化工部分业绩 8 倍、15 倍 PE,公司 2020 和 2021 年公司业绩对应预测市值分别为 567.32、984.43 亿元,基于 21 年预测市值,按照 3 月 1 日 48.73 亿总股本,对应目标价为 20.20 元,维持公司“买入”评级。

表 16: 可比公司估值

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002128.SZ	露天煤业	9.94	191.00	8	8	6	6	1.28	1.20	1.62	1.73
601088.SH	中国神华	17.82	3,359.74	8	9	8	8	2.17	2.03	2.17	2.24
601225.SH	陕西煤业	10.77	1,077.00	9	8	8	8	1.18	1.43	1.32	1.36
煤炭板块平均值				8	8	8	7				
000830.SZ	鲁西化工	17.31	329.64	15	38	19	14	1.15	0.45	0.90	1.23
600426.SH	华鲁恒升	44.69	726.95	30	36	25	21	1.51	1.24	1.77	2.12
600989.SH	宝丰能源	18.1	1,327.34	34	29	24	19	0.54	0.63	0.77	0.94
煤化工板块平均值				26	34	23	18				
600188.SH	兖州煤业	10.45	433.45	6	7	5	4	1.76	1.44	2.25	2.55

资料来源: 信达证券研发中心

表 17: 公司分部估值

	2020E	2021E	2022E
毛利润(百万元)	21,688.61	31,704.48	32,878.21
煤炭业务毛利占比	95.23%	87.93%	87.51%
化工业务毛利占比	1.18%	10.62%	11.09%

净利润(百万元)	7,541.60	14,260.65	15,934.15
煤炭	7182.22	12539.34	13944.07
化工	89.00	1513.96	1767.89
归母净利润(百万元)	7013.69	10980.70	12428.64
煤炭	6924.69	9466.74	10660.75
化工	89.00	1513.96	1767.89
预测市值	56732.53	98443.34	111804.32
煤炭(8倍)	55397.52	75733.91	85286.03
化工(15倍)	1335.01	22709.43	26518.29
总股本(百万股)	4860.00	4873.04	4873.04
合理股价(元/股)	11.67	20.20	22.94

资料来源：信达证券研发中心

风险因素

- (1) “疫情”反复压制国内外经济复苏动力;
- (2) 在产或在建项目产能释放不及预期;
- (3) 安全生产事故风险;
- (4) 安全监管趋严限制煤矿生产。

		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	65,863	63,562	74,637	57,729	59,446	
货币资金	32,723	27,274	38,658	28,229	29,425	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	4,729	4,495	4,538	2,949	3,005	
预付账款	3,217	3,484	3,648	2,015	2,042	
存货	5,127	7,300	7,140	4,030	4,087	
其他	20,068	21,009	20,653	20,505	20,887	
非流动资产	137,817	144,259	163,180	181,231	184,560	
长期股权投资	16,684	17,634	17,101	19,801	20,840	
固定资产(合计)	44,293	43,916	63,133	75,854	76,226	
无形资产	45,178	49,314	50,337	52,611	54,523	
其他	31,662	33,395	32,609	32,965	32,971	
资产总计	203,680	207,821	237,818	238,960	244,005	
流动负债	59,058	73,320	82,330	55,527	50,966	
短期借款	8,185	8,748	17,124	12,124	7,124	
应付票据	2,941	9,092	6,717	3,982	4,158	
应付账款	10,503	10,462	12,006	6,666	6,639	
其他	37,429	45,018	46,482	32,754	33,044	
非流动负债	59,668	50,977	61,029	71,029	61,029	
长期借款	33,556	26,134	32,773	42,773	32,773	
其他	26,113	24,844	28,255	28,255	28,255	
负债合计	118,726	124,297	143,358	126,555	111,995	
少数股东权益	23,962	20,232	20,760	24,040	27,546	
归属母公司股东权益	60,992	63,292	73,699	88,365	104,465	
负债和股东权益	203,680	207,821	237,818	238,960	244,005	

		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	163,008	200,647	202,545	131,619	134,112	
同比(%)	7.8%	23.1%	0.9%	-35.0%	1.9%	
归属母公司净利润	7,909	8,668	7,014	10,981	12,429	
同比(%)	16.8%	9.6%	-19.1%	56.6%	13.2%	
毛利率(%)	19.5%	13.9%	10.7%	24.1%	24.5%	
ROE%	13.0%	13.7%	9.5%	12.4%	11.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.44	2.25	2.55	
P/E	5.45	5.98	7.24	4.64	4.10	
P/B	0.70	0.81	0.69	0.57	0.49	
EV/EBITDA	3.10	3.88	4.82	3.44	2.80	

		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	163,008	200,647	202,545	131,619	134,112	
营业成本	131,239	172,736	180,856	99,914	101,234	
营业税金及附加	2,419	2,135	2,155	1,401	1,427	
销售费用	6,000	5,683	5,737	3,728	3,798	
管理费用	5,767	4,492	4,535	2,947	3,003	
研发费用	158	265	268	174	177	
财务费用	3,393	2,537	2,576	3,131	2,912	
减值损失合计	297	-173	-3,409	-174	-175	
投资净收益	1,940	1,734	5,692	461	469	
其他	-903	-838	-575	-637	-650	
营业利润	15,367	13,521	8,126	19,974	21,206	
营业外收支	-324	522	1,049	-960	40	
利润总额	15,043	14,043	9,175	19,014	21,246	
所得税	4,387	2,934	1,633	4,754	5,311	
净利润	10,656	11,110	7,542	14,261	15,934	
少数股东损益	2,140	1,862	528	3,280	3,506	
归属母公司净利润	7,909	8,668	7,014	10,981	12,429	
EBITDA	23,785	22,334	19,178	31,385	32,858	
EPS(当年)(元)	1.61	1.76	1.44	2.25	2.55	

		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	22,432	24,871	18,462	11,300	27,387	
净利润	10,656	11,110	7,542	14,261	15,934	
折旧摊销	6,359	6,998	10,184	7,930	8,385	
财务费用	3,203	2,317	3,226	3,871	3,596	
投资损失	-1,940	-1,734	-5,692	-461	-469	
营运资金变动	1,700	6,106	954	-15,363	-138	
其它	2,455	74	2,247	1,064	79	
投资活动现金流	-6,401	-5,972	-21,998	-22,920	-7,660	
资本支出	-7,117	-10,876	-29,000	-20,311	-7,076	
长期投资	-2,923	1,647	1,283	-2,945	-887	
其他	3,638	3,257	5,719	336	302	
筹资活动现金流	-9,851	-23,372	14,920	1,191	-18,531	
吸收投资	6,429	926	-52	13	0	
借款	-6,938	-3,416	15,016	5,000	-15,000	
支付利息或股息	-7,935	-11,931	-3,226	-3,871	-3,596	
现金流净增加额	6,300	-4,550	11,384	-10,429	1,195	

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，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，中国信达业务审核咨询专家库成员，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，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。

周杰，煤炭科学研究总院硕士，中国人民大学硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。