

长风破浪正当时，直挂云帆济沧海

2022 年 08 月 19 日

► **煤炭量价齐升，业绩有望持续释放。**公司目前煤炭总权益产能 1.43 亿吨/年，其中国内权益产能 7917 万吨/年，海外产能权益产能 6408 万吨/年。其中在建产能仅万福矿一对，产能 180 万吨/年，预计将于 2024 年投产。产量方面，2021 年营盘壕以及石拉乌素矿井产能利用率偏低，2022 年营盘壕煤矿已经取得采矿许可证，石拉乌素矿产量有望也有望释放，同时在保供的背景下，公司其他产能也有望保持较高产能利用率。价格方面，从电厂日耗来看，二十五省日耗同比转正，用煤旺季特征显现。随着高温天气来临叠加工业用电恢复，高日耗将带动库存消耗进程继续加快，价格有望反弹。海外方面，受海外需求复苏以及俄乌冲突的影响，海外煤价持续高位，公司澳洲分部有望带来业绩增量。

► **煤化工高景气有望延续。**公司目前具备 746 万吨/年（权益口径）化工品生产能力，此外，公司仍有 80 万吨/年聚甲氧基二甲醚（DMMn）和 80 万吨/年甲醇处于在建状态，2021 年年报显示，榆林甲醇厂二期工程（涉及 80 万吨/年甲醇以及 50 万吨/年 DMMn）进度已经达到 99%，项目已基本完工，剩余部分收尾工程，预计 2022 年将产量贡献，公司化工品种类进一步丰富，竞争力进一步加强。2021 年以来，海外经济复苏带动油价回升，2022 年 OPEC 坚持温和供给，同时闲置产能较少，未来增产空间有限，叠加俄乌冲突加速了油价上涨的局面，高油价背景下，公司煤化工业务高景气有望延续。

► **转型加速推进，高分红奠定配置价值。**据公司《发展战略纲要》，公司在现有产业布局的基础上，确定矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五个产业发展方向，力争 5-10 年煤炭产量规模达到 3 亿吨/年，化工品年产量 2000 万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%，新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上，氢气供应能力超过 10 万吨/年，煤与化工发展潜力广阔。同时，公司也进入了高分红时代，2021 年公司现金股利支付率 68.44%，未来随着煤炭价格与化工品价格维持高位，公司现金流有望呈现稳健增长的局面，公司资本开支虽有增加，但现金流增速更快，整体具备持续高分红的基础，公司股息率在行业中处于领先水平，具备较高投资价值。

► **投资建议：**预计 2022~2024 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 300.12/317.82/336.24 亿元，对应 EPS 分别为 6.06/6.42/6.79 元/股，对应 2022 年 8 月 17 日股价的 PE 分别为 7 倍、7 倍、6 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1)宏观经济下行，煤价大幅下跌；2)新建产能释放超预期；3)煤化工产品价格大幅下滑；4)假设不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

42.70 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1.兖矿能源 (600188.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：海内外煤价共振，业绩创历史新高点-2022/07/14

2.兖矿能源 (600188.SH) 2022 年一季报点评：海内外煤价共振，业绩有望持续增长-2022/04/30

3.兖矿能源 (600188.SH) 2021 年年报点评：全球能源价格提升，煤与化工业务弹性显著-2022/03/31

4.兖矿能源业绩预告点评:2021 年四季度业绩环比下滑，期待转型发展-2022/01/25

5.兖矿能源(600188):长期发展目标确立，转型趋势明确-2021/12/15

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	151991	187058	194905	199577
增长率 (%)	-29.3	23.1	4.2	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	16259	30012	31782	33624
增长率 (%)	128.3	84.6	5.9	5.8
每股收益 (元)	3.29	6.06	6.42	6.79
PE	13	7	7	6
PB	3.1	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价）

目录

1 公司简介	3
1.1 国资背景，三地上市	3
1.2 盈利持续增长	3
2 煤炭业务：量价齐升，业绩释放	5
2.1 商品煤产量有望提升	5
2.2 需求拐点在即，价格弹性有望释放	7
2.3 成本小幅攀升	8
3 煤化工业务：高景气有望延续	10
3.1 化工品产销仍有增长潜力	10
3.2 高油价下，煤化工盈利能力提升	11
4 转型加速推进，高分红奠定配置价值	12
4.1 煤与化工发展空间广阔，新能源成长潜力足	12
4.2 高现金高股息奠定投资价值	13
5 盈利预测与投资建议	14
5.1 盈利预测假设与业务拆分	14
5.2 估值分析与投资建议	16
6 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 公司简介

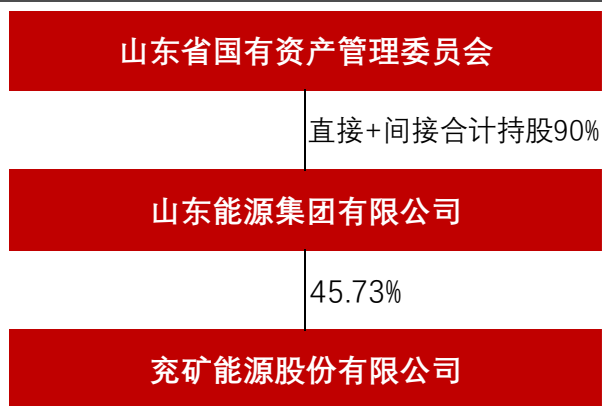
1.1 国资背景，三地上市

兖矿能源集团股份有限公司（“兖矿能源”），1998 年分别在香港、纽约、上海三地上市。2012 年，控股子公司—兖州煤业澳大利亚有限公司在澳大利亚证券交易所上市，兖矿能源成为中国首家且迄今唯一拥有境内外四地上市平台的煤炭公司。

公司主要拥有煤炭、煤化工、电力、装备制造等产业，公司是以煤炭生产经营为基础，煤炭深加工和综合利用一体化的国际化大型能源企业，是华东地区最大煤炭生产商，国内动力煤龙头企业，所属兖煤澳洲公司是澳大利亚最大专营煤炭生产商。公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，是国内唯一一家同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术的企业，醋酸产能位居行业前三。

公司具有山东省国资委背景。公司由兖州矿业(集团)有限责任公司发起成立，截至 2022Q1 山东能源集团通过持有公司 45.73% 的股份，为第一大股东。而山东能源集团是山东省属国有重点特大型企业，山东省国资委通过直接和间接的方式持股 90%，故山东省国资委是兖州煤业的实际控制人。

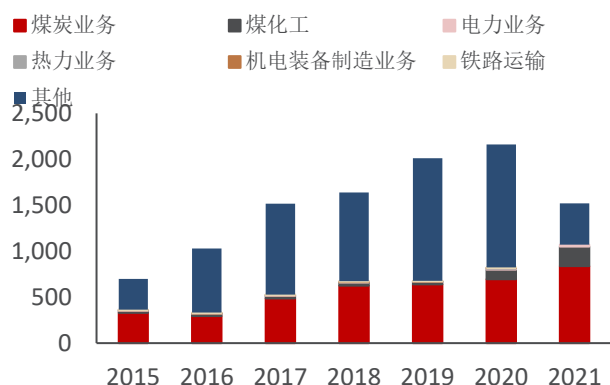
图1：公司股权结构图（截至 2022Q1）



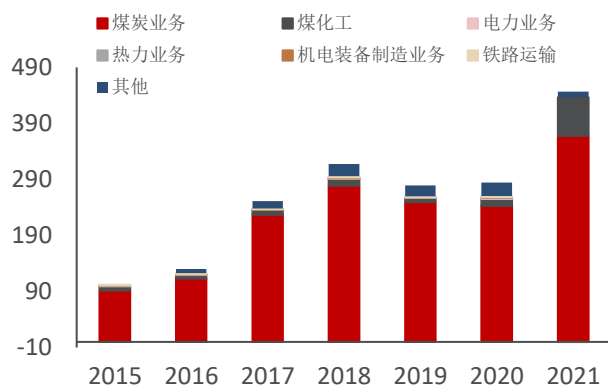
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 盈利持续增长

煤炭业务为主要的利润来源。2021 年公司营业总收入 1520 亿元，其中煤炭业务收入占比 55.13%；煤化工业务收入占比 14.08%；其他业务收入 29.51%；自公司 2021 年剥离非煤贸易业务后，公司营业收入同比下降，营收主体由非煤贸易业务变更为煤炭业务。2021 年公司实现毛利 446.55 亿元，其中煤炭业务贡献 367.71 亿元，占比 82.34%，毛利率 43.88%；煤化工业务贡献 68.51 亿元，占比 15.34%，毛利率 32.01%；公司利润主要来自于煤炭业务。

图2：公司营业收入构成（亿元）


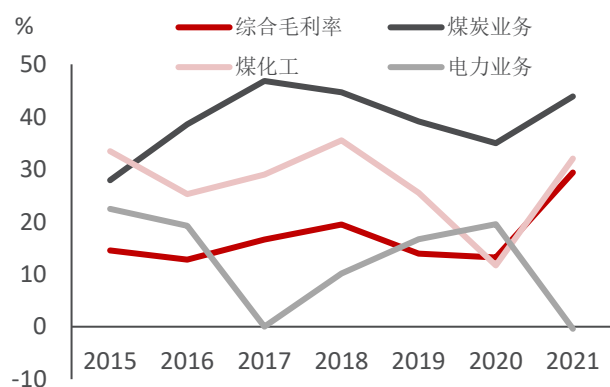
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司毛利构成（亿元）


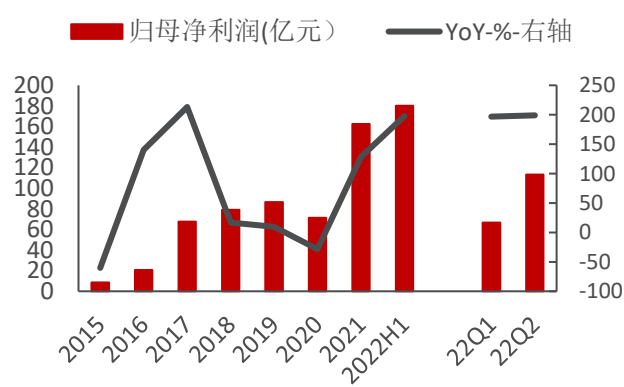
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司毛利率抬升明显。受益于2021年煤价以及化工产品价格大幅上涨，公司综合毛利率大幅抬升16.16个百分点至29.38%，其中煤炭业务毛利率同比抬升8.9个百分点，煤化工业务毛利率同比上升20.33个百分点，电力业务由于原料成本过高，出现亏损。

2021年业绩大增，22Q2利润创单季新高。2021年公司实现归属于母公司股东的净利润162.59亿元，同比增长128.3%。据公告，公司预计2022年半年度实现归属于上市公司股东的净利润约180亿元，与上年同期数据相比，将增加约119.58亿元或198%。22Q2公司实现归属于母公司股东的净利润113.23亿元，同比增长198.68%，环比增长69.58%。据公告，公司业绩大幅抬升的主要原因在于：1) 2022年上半年，受境内外能源价格持续上涨影响，公司主要产品价格维持高位；2) 公司持续推进精益管理，对冲成本费用上涨影响，公司业绩大幅提升。

图4：公司主要业务毛利率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司归母净利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 煤炭业务：量价齐升，业绩释放

2.1 商品煤产量有望提升

公司资源储量丰富，煤种齐全。公司境内煤炭业务主要由公司本部、山西能化、菏泽能化、鄂尔多斯能化、未来能源和昊盛煤业负责运营。境外业务主要由兖煤澳洲和兖煤国际运营。截至 2021 年末，公司原地资源储量 145.52 亿吨，可采储量 45.17 亿吨（JORC 标准），其中国内储量 44.19 亿吨（可采储量 27.10 亿吨），海外资源储量 101.13 亿吨（可采储量 18.07 亿吨）。公司资源涵盖动力煤、1/3 焦煤、喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤，涵盖煤种多样，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。

表1：公司资源储量丰富（截至 2021 年末）

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 规范	
			资源量 (百万吨)	证实储量 (百万吨)	可信储量 (百万吨)	原地资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)
公司本部	山东省济宁市	动力煤	3,155	310	142	691	250
菏泽能化	山东省菏泽市	1/3 焦煤	389	53	128	135	77
山西能化所	山西省和顺县	动力煤	106	35	15	26	12
未来能源	陕西省榆林市	动力煤	1,655	825	226	988	515
鄂尔多斯能化	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	523	198	59	330	202
昊盛煤业	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	2,319	686	386	731	505
内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	6,699	994	162	1,518	1,150
境内储量小计	-	-	14,844	3,100	1,118	4,419	2,710
兖煤澳洲	昆士兰州及新南 威尔士州	喷吹煤、动力 煤、半软焦 煤、半硬焦煤	/	/	/	8,571	1,657
兖煤国际	昆士兰州及西澳 大澳大利亚州	喷吹煤、动力 煤	/	/	/	1,562	150
境外储量小计	-	-	/	/	/	10,133	1,807
合计	-	-	14,844	3,100	1,118	14,552	4,517

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前煤炭总产能 2.13 亿吨/年（权益产能 1.43 亿吨/年），其中国内产能 9061 万吨/年（权益产能 7917 万吨/年），海外产能 1.23 亿吨/年（权益产能 6408 万吨/年）。其中在建产能仅万福矿一对，产能 180 万吨/年，预计将于 2024 年投产。

表2：公司煤炭产能明细（截至 2021 年末）

子公司	煤矿	产能 (万吨/年)	权益	权益产能 (万吨/年)	备注
本部	南屯	300	100%	300	在产
	兴隆庄	650	100%	650	在产
	鲍店	600	100%	600	在产
	东滩	750	100%	750	在产
	济宁二号	420	100%	420	在产
	济宁三号	650	100%	650	在产
	杨村	115	100%	115	在产

	小计	3485		3485	
菏泽能化	赵楼	336	98.30%	330	在产
	万福	180	98.30%	177	在建
	小计	516		507	
山西能化	天池	120	100%	120	在产
	安源	120	100%	120	在产
鄂尔多斯能化	文玉	120	100%	120	在产
	转龙湾	1000	100%	1000	在产
	小计	1240		1240	
昊盛煤业	石拉乌素	1000	59.40%	594	在产
未来能源	金鸡滩	1500	73.97%	1110	在产
内蒙古矿业	营盘壕	1200	72%	860	在产
国内小计		9061		7917	
兖煤澳洲 (62.26%)	雅若碧	400	62%	249	在产
	莫拉本	2100	59%	1242	在产
	格罗斯	560	62%	349	在产
	MTW	2800	52%	1447	在产
	HVO	3800	32%	1207	在产
	艾诗顿	860	62%	533	处于养护状态
	澳思达	360	62%	223	处于养护状态
	唐纳森露天矿	610	62%	378	处于养护状态
	小计	11490		5628	
兖煤国际	普力马	500	100%	500	在产
	坎贝唐露天	280	100%	280	在产
	小计	780		780	
国外小计		12270		6408	
合计		21331		14325	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

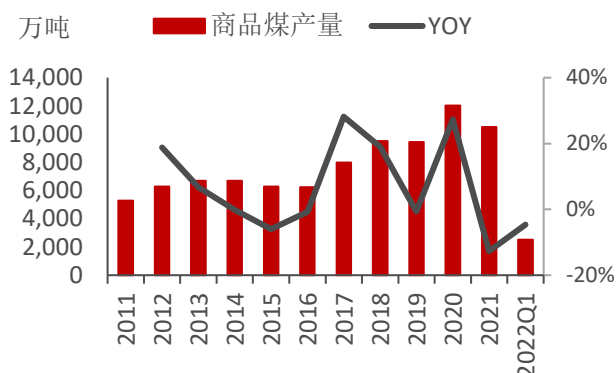
预计公司产量有望增长。2021 年受到安全环保影响，公司煤炭生产受限，商品煤产量 10502.5 万吨，同比下降 12.68%。展望 2022 年，公司商品煤产量有望回升，2021 年营盘壕煤矿产量仅 83.2 万吨，产能利用率仅 10.4%，营盘壕煤矿已经取得采矿许可证，预计产量有望提升。昊盛煤业 2021 年商品煤产量 318.8 万吨，产能利用率仅 32%，2022 年石拉乌素煤矿产能将有序释放。假设以上两个矿井产能利用率均恢复至 60%，预计带来产量增量 678 万吨。

贸易煤规模持续下降。公司销售煤炭来源包括除自产煤外，亦包括贸易煤。此前，公司利用本身较强的洗选能力从外部采购煤炭进行洗选加工后销售，以提升公司经济效益，受此影响 2017-2020 年公司贸易煤销售规模大幅上升。2021 年起，公司贸易煤销量开始出现下滑，2021 年公司贸易煤销量仅 1181 万吨，同比下降 66%。2022 年一季度，公司贸易煤销量为 226.2 万吨，同比下降 27.6%。由于贸易煤毛利较低，贸易量下滑有助于毛利率的提升。

拟增持兖煤澳洲，权益产能有望扩大。据公司 2022 年 5 月 26 日公告，公司拟发行 H 股可转换债券，以此作为交易对价支付方式，增持兖煤澳洲股份。兖煤澳洲目前是澳大利亚最大的煤炭专营公司，煤种涵盖动力煤、焦煤以及喷吹煤，所属 HVO 矿山（3800 万吨/年）、MTW

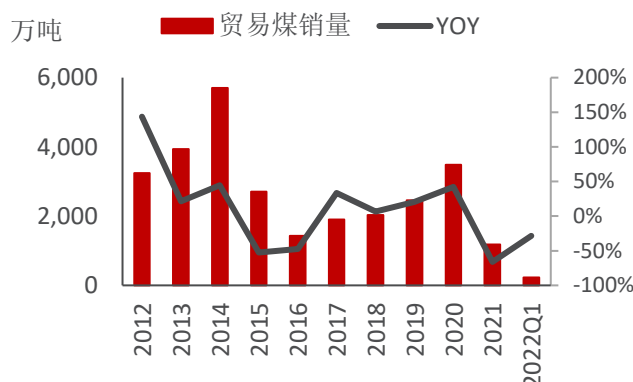
矿山（2800 万吨/年）和莫拉本矿山（2100 万吨/年）均为开采年限长、成本低、运营成熟的世界级煤炭资产。乐观假设下，如果兖矿能源增持兖煤澳洲股权达到 100%（截至 2022Q1 持股 62.26%），以兖煤澳洲持有各矿山的权益按 100%计算，公司在产权益产能将由 5628 万吨/年提升至 9047 万吨/年，大幅增长 60.8%。

图6：公司商品煤产量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：公司贸易煤销量及增速

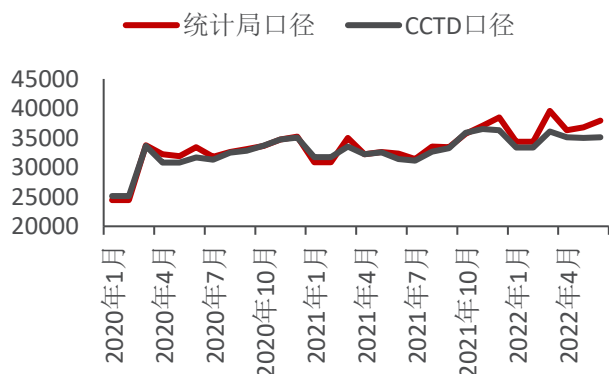


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 需求拐点在即，价格弹性有望释放

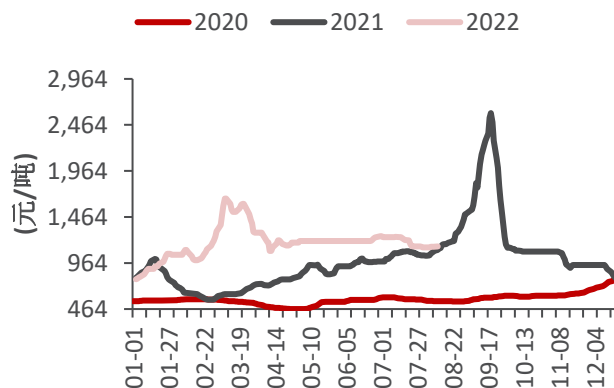
“高”供给满足“低”需求，需求端压力测试完成。每年 4-5 月气温回升，民用电需求下滑，一般为传统需求淡季，但今年受到疫情影响，在民用电需求环比下降的基础上，工业用电进一步受到干扰，需求下滑，同时疫情带来的停产停工也影响水泥、生铁的产量。但从 4-5 月的煤炭价格表现来看，动力煤港口价格稳定在相对高位水平。而供给端处于保供状态，产量处于比较高的水平，也就是说，目前较高的供给满足较低的需求，需求端的压力测试完成。

图8：原煤产量处于高位水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：秦港动力煤价格稳定在较高水平

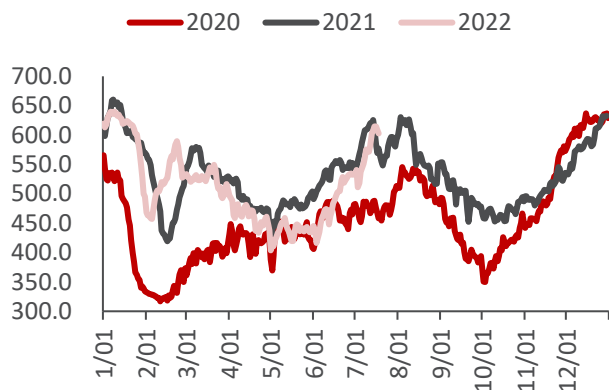


资料来源：wind，民生证券研究院

用煤旺季特征显现。国内方面，6 月火力发电 4453 亿千瓦时，同比下降 6.0%，月降速放缓；从电厂日耗来看，二十五省日耗同比转正，沿海八省存煤可用天数已跌破 13 天，低于去年 11 月以来的低点，用煤旺季特征显现。国际方面，6 月煤炭进口量 1898 万吨，同比下滑 33.15%、

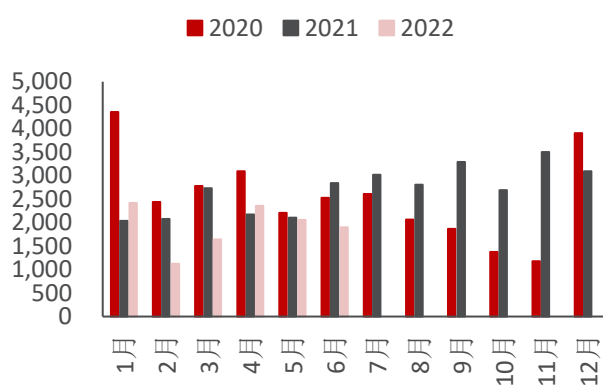
环比下降 7.63%，且 6 月中下旬开始海外动力煤价格反弹，进口煤成本上行，补充作用将进一步弱化。随着高温天气来临叠加工业用电恢复，高日耗将带动库存消耗进程继续加快。在旺季需求的支撑下，动力煤价格有望反弹。

图10：国内 25 省电厂日耗超过去年同期



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：煤炭进口量下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

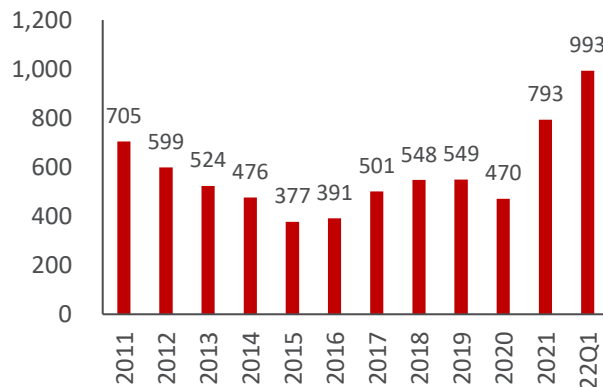
海外煤价大涨，公司价格弹性有望释放。2021 年公司海外煤炭销量(兖煤澳洲与兖煤国际)约占总销量的 40%左右。2021 年以来，海外煤价持续上涨，2022 年由于国际形势变化，受海外能源危机影响，国际煤价快速增长，公司业绩弹性有望释放。

图12：澳洲煤价大幅上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司商品煤综合售价抬升（元/吨）



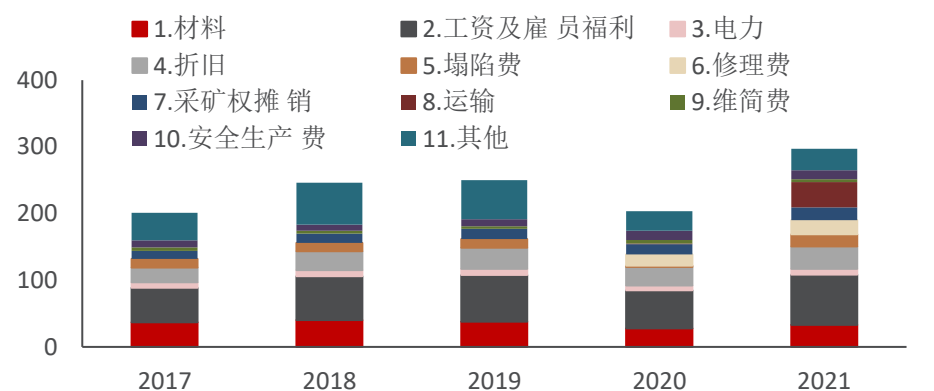
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 成本小幅攀升

公司自产煤销售成本呈现增加趋势。2021 年公司自产煤综合销售成本为 297 元/吨，同比增长 46%，主要原因在于 1) 口径调整，运输费用被调整至销售成本；2) 公司部分矿井塌陷费用计提标准提升。2022 年预计公司自产煤成本仍将走高，预计增量将主要来自于人工成本的提

升，相关税费（塌陷费、环境治理基金）的增加，但整体增幅有限，石拉乌素矿与营盘壕矿井的产量恢复有助于在一定程度上摊薄成本。

图14：公司自产煤成本提升（元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 煤化工业务：高景气有望延续

3.1 化工品产销仍有增长潜力

公司化工品产能总规模已经跻身全国前列。公司目前煤化工业务主要由鄂尔多斯能化（100%权益）、榆林能化（100%权益）、鲁南化工（100%权益）以及未来能源（73.97%权益）运营。公司目前具备 746 万吨/年（权益口径）化工品生产能力，其甲醇权益产能 240 万吨/年，乙二醇权益产能 40 万吨/年，醋酸权益产能 100 万吨/年、醋酸乙酯权益产能 38 万吨/年，丁醇权益产能 15 万吨/年、合成氨权益产能 24 万吨/年、聚甲醛权益产能 8 万吨/年以及 74 万吨煤制油和 7 万吨/年费托蜡生产能力（权益口径）。

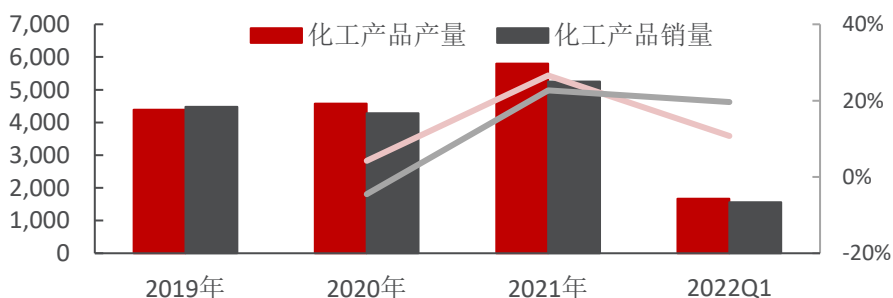
品种及产销仍有增长潜力。除上述化工品以外，公司仍有 80 万吨/年聚甲氧基二甲醚（DMMn）和 80 万吨/年甲醇处于在建状态，2021 年年报显示，榆林甲醇厂二期工程（涉及 80 万吨/年甲醇以及 50 万吨/年 DMMn）进度已经达到 99%，项目已基本完工，剩余部分收尾工程，预计 2022 年将有产量贡献，公司化工品种类进一步丰富，竞争力进一步加强。

表3：公司化工品产能明细

单位：万吨/年	鄂尔多斯能化	榆林能化	鲁南化工	未来能源	合计
甲醇	180	60 (80)			240 (80)
乙二醇	40				40
醋酸			100		100
醋酸乙酯			38		38
醋酐			10		10
丁醇			15		15
聚甲醛			8		8
合成氨			24		24
己内酰胺			30		30
油品及化工品				100	100
费托合成蜡				10	10
DMMn	(30)	(50)			(80)
合计	220(30)	60(130)	225	107	615 (160)
权益	100%	100%	100%	73.97%	
权益产能	220(30)	60(130)	225	79	586 (160)

资料来源：公司公告，民生证券研究院（备注：括号内为在建项目）

图15：公司化工品产销（千吨）

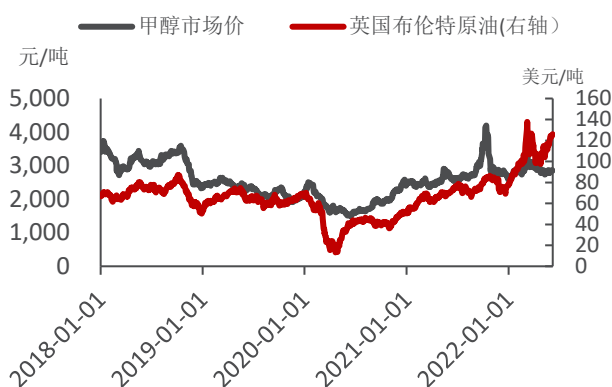


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 高油价下，煤化工盈利能力提升

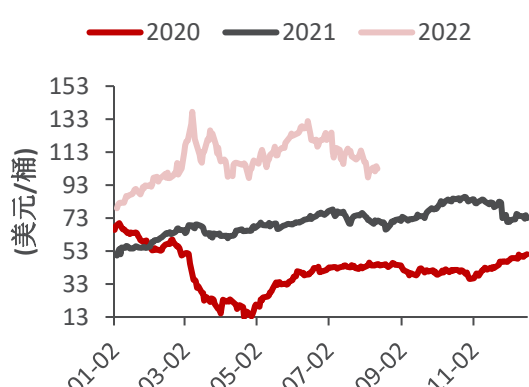
油价中枢大幅上移。煤化工产成品与石油化工具有较高的重合性，因此价格波动与油价高度相关。2021 年以来，海外经济复苏带动油价回升，2022 年 OPEC 坚持温和供给，同时闲置产能较少，未来增产空间有限，叠加俄乌冲突加速了油价上涨的局面，EIA 短期能源展望报告称，预计 2022 年布伦特原油价格为 107.37 美元/桶；较 2021 年的 71.04 美元/桶上涨 51%。

图16：化工品价格与国际油价高度相关



资料来源：wind，民生证券研究院

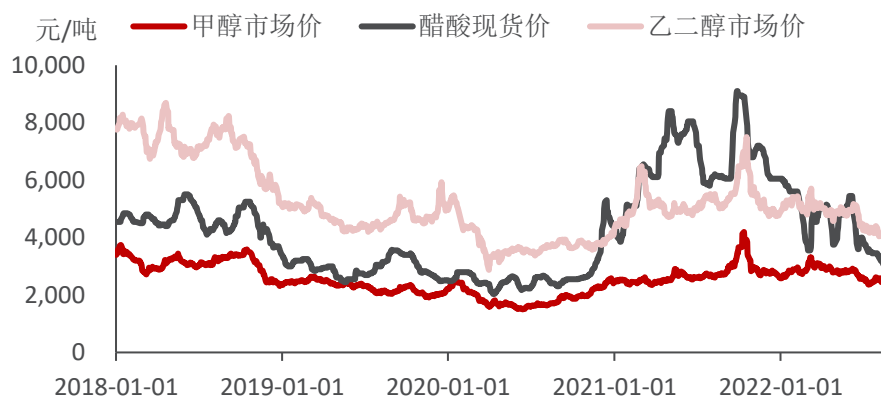
图17：布伦特原油价格中枢大幅上移



资料来源：wind，民生证券研究院

公司主要化工品价格处于高位，自有原料煤成本优势明显。在油价仍在攀升的背景下，煤化工的经济效益大幅凸显，公司主要化工品甲醇、醋酸、乙二醇价格均处于近年以来较高水平。同时，由于煤价上升，大部分独立煤化工成本攀升明显，业绩弹性被成本侵蚀，公司自有煤炭资源丰富，化工项目配套煤矿在成本端将保障业绩弹性，原料煤成本将为公司打开盈利空间。

图18：公司主要化工品价格走势



资料来源：wind，民生证券研究院

4 转型加速推进，高分红奠定配置价值

4.1 煤与化工发展空间广阔，新能源成长潜力足

2021 年 12 月 16 日，公司发布《发展战略纲要》，公司在现有产业布局的基础上，确定矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五个产业发展方向。主要发展目标为：

- **矿业产业：**力争 5-10 年煤炭产量规模达到 3 亿吨/年，建成 8 座以上千万吨级绿色智能矿山。在现有多种非煤矿产资产的基础上，拓展铝、金、铜、铁、钾等矿产领域，实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。
- **高端化工新材料产业：**按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地。力争 5-10 年化工品年产量 2000 万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%。
- **新能源产业：**推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设；依托现有煤化工产业优势，有序发展下游制氢等产业。力争 5-10 年新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上，氢气供应能力超过 10 万吨/年。
- **高端装备制造产业：**在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端系列产品。

煤炭、化工增长空间广阔。公司当前煤炭产能为 2.13 亿吨，大股东山东能源集团仍有 1.4 亿吨煤炭产能，为达到 3 亿吨/年的煤炭产能目标，大股东资产注入有望拉开序幕。化工品方面，2021 年公司化工品产量 579.4 万吨，距离 2000 万吨的产量目标仍有 245% 的增长空间。

表4：山东能源集团产能明细（不含兖矿能源）

单位名称	煤炭品种	资源总量（亿吨）	可采储量（亿吨）	产能（万吨/年）	剩余可采年限（年）
新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	209	83	4,896	128
枣矿集团	气肥煤、长焰煤	36	6	2,340	19
淄矿集团	气肥煤、长焰煤	46	21	2,520	54
肥矿集团	气肥煤	30	13	540	138
临矿集团	气肥煤、长焰煤	109	9	1,662	36
龙矿集团	气肥煤、长焰煤	19	3	860	27
新疆能化	长焰煤	2.82	1.21	150	83
贵州矿业	无烟煤	20	3	267	71
合计	-	472	139	13,235	

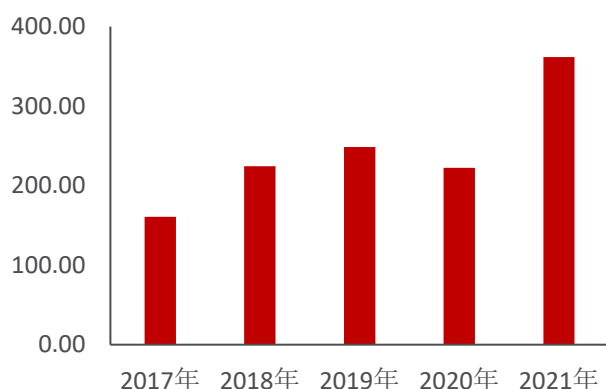
资料来源：山东能源集团债券募集说明书，民族证券研究院

产业转型升级迈出新步伐。新能源产业向导入期发展，公司将加快培育发展内蒙锋威光电等项目，启动省内集中式光伏项目前期工作，开展储能技术专项研发。高端装备制造产业实现创新突破，10 米超大采高液压支架样机工作阻力和采高参数世界领先。鲁西智慧制造园区开工建设，规划 8 类高端煤机产品合作项目，全力拓展智能装备制造产业链条。智慧物流产业聚焦铁路、公路、港航、园区、平台“五位一体”发展模式，启动实施产业资源整合。

4.2 高现金高股息奠定投资价值

公司近年来资本支出呈现放缓趋势,2021 年公司资本开支为 119.9 亿元,同比增长 1.7%。2022 年公司计划资本开支 164.4 亿元,同比增长 37.1%,其中基建项目资本开支下滑,主要增量在于维持简单再生产支出。随着盈利的好转,公司经营性现金流大幅增长,2021 年公司实现经营性净现金流 362 亿元,同比增长 62.7%。

图19: 公司经营性净现金流大幅增长 (亿元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图20: 22 年资本开支增加主要由于维简费增加

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E
基建项目	66	60	69	61
煤炭矿井基建	26	32	26	25
化工项目基建	37	26	40	15
物流仓储项目基建	2	1	3	17
机械加工制造基建	1	1	-	3
其他基建	1	0	-	2
维持简单再生产	34	40	26	91
安全生产计划支出	5	5	7	8
科技开发计划	0	-	-	2
技改计划	9	12	17	3
合计	114	118	120	164

资料来源:公司公告,民生证券研究院

现金分红比例不低于 50%。公司历史现金股利支付率在 30%左右,2019 年开始大比例分红,当年公司现金股利支付率 89.19%;2020 年公司发布 2020-2024 年分红计划,规定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百分之五十,且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。自此,公司正式进入高比例分红阶段,2020 年公司现金股利支付率为 68.44%。2021 年公司拟向股东派发现金股利 1.60 元/股(含税),另派发特别现金股利 0.40 元/股(含税),合计派发现金股利 2.00 元/股(含税),合计现金股利支付率 59.88%,股息率 4.69%。

表5: 公司历史现金分红明细

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2021-12-31	162.59	97.36		59.88	2.00	4.69
2020-12-31	71.22	48.74	454.27	68.44	1.00	2.35
2019-12-31	86.68	77.31	435.12	89.19	1.58	3.71
2018-12-31	79.09	26.52	431.42	33.54	0.54	1.27
2017-12-31	67.71	23.58	377.49	34.82	0.48	1.13
2016-12-31	20.65	5.89	313.29	28.55	0.12	0.28
2015-12-31	8.60	0.49	293.13	5.71	0.01	0.02

资料来源:公司公告,民生证券研究院;备注:股息率以 2022 年 8 月 17 日股价为基准测算

综合来看,未来随着煤炭价格与化工品价格维持高位,公司现金流有望呈现稳健增长的局面,公司资本开支虽有增加,但现金流增速更快,整体具备持续高分红的基础,公司股息率在行业中处于领先水平,具备较高投资价值。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

由于公司煤炭业务贡献 80%以上的利润，因此我们主要对煤炭业务进行拆分：

销量：自产煤方面，2021 年营盘壕煤矿产量仅 83.2 万吨，产能利用率仅 10.4%，营盘壕煤矿已经取得采矿许可证，预计产量有望提升。昊盛煤业 2021 年商品煤产量 318.8 万吨，产能利用率仅 32%，2022 年石拉乌素煤矿产能将有序释放。假设以上两个矿井产能利用率均恢复至 60%，预计带来产量增量 600 万吨以上。此外，在保供的背景下，公司其他矿井产量有望释放，综合来看，预计 2022~2024 年公司自产煤销量增速分别为 10%/3%/1%。

贸易煤方面，在发改委要求“电煤长协全覆盖”的背景下，市场煤资源量进一步下滑，煤炭贸易的货源组织难度增加，另外，公司近年来也在逐步压缩贸易业务，因此预计 2022~2024 年公司贸易煤销量持续下滑。

表6：公司煤炭销量预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销量（万吨）	10981	14762	10649	11467	11769	11879
(+/-%)	-0.8%	34.4%	-27.9%	7.7%	2.6%	0.9%
一、自产煤	8528	11278	9468	10380	10693	10814
1.国内						
1.1 公司本部	3108	2824	2304	2304	2304	2304
1.2 山西能化	168	166	127	127	127	127
1.3 菏泽能化	239	309	203	205	207	209
1.4 鄂尔多斯能化	1155	1323	853	870	887	905
1.5 昊盛煤业	385	812	334	601	613	625
1.6 未来能源	1430	1591	1241	1500	1500	1500
1.7 内蒙古矿业			85	719	960	1008
2.国际						
2.1 兖煤澳洲	2921	3728	3746	3558	3594	3630
2.2 兖煤国际	553	525	492	496	501	506
二、贸易煤	2452	3484	1181	1087	1076	1065

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

单位售价：国际煤价方面，受俄乌冲突以及海外能源危机影响，海外煤价持续走高。国内方面，据wind数据，截至2022年7月末，秦港Q5500动力煤价格始终高于去年同期，当前火电处于季节性旺季，水泥、化工需求有望改善，价格仍有上涨空间。中长期来看，从2015年起行业固定资产投资持续低迷。由于“双碳”政策行业新建产能意愿较低，作为重资产行业，投资起不来，那么产能就很难起来，考虑产能建设周期要4到5年，所以在未来五年，行业都将处于供给紧张状态，价格中枢有望稳健上涨。

自产煤：我们预计2022~2021年公司自产煤均价分别为829/875/898元/吨。其中海外煤价涨幅预计高于国内。

贸易煤：贸易煤价格波动整体跟随市场变化，因此预计价格变化幅度高于自产煤，我们预计公司2022-2024年贸易煤单位售价为1820/1911/1930元/吨

表7：公司销售价格假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、自产煤	588	419	710	829	875	898
1.国内						
1.1 公司本部	625	543	865	994	1044	1055
1.2 山西能化	323	282	467	537	564	570
1.3 菏泽能化	1010	870	1537	1767	1856	1874
1.4 鄂尔多斯能化	256	261	537	618	648	655
1.5 昊盛煤业	301	298	627	721	757	768
1.6 未来能源	367	356	701	806	846	859
1.7 内蒙古矿业			491	565	678	813
2.国际						
2.1 兖煤澳洲	560	414	674	836	887	904
2.2 兖煤国际	376	353	524	656	695	702
二、贸易煤	640	636	1400	1820	1911	1930

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

单位成本：假设自产煤和贸易煤的成本增速不同。

自产煤：预计燃料煤、电价、人工等费用上涨使原料成本上升，预计公司2022-2024年自产煤单位成本分别为359/373/382元/吨。

贸易煤：贸易煤成本变化预计高于自产煤，预计2022-2024年贸易煤单位成本分别为1662/1795/1831元/吨。

综上，预计 2022~2024 年公司煤炭业务综合单位成本为 480/501/509 元/吨。

表8：公司成本假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
吨煤销售成本	336	302	439	480	501	509
(+/-%)	8.6%	-10.2%	45.5%	9.4%	4.3%	1.7%
一、自产煤	254	212	328	359	373	382
1.国内						
1.1 公司本部	275	224	375	383	391	398
1.2 山西能化	220	207	369	376	384	392
1.3 菏泽能化	484	351	601	613	625	638
1.4 鄂尔多斯能化	158	104	284	289	295	301
1.5 昊盛煤业	259	146	652	586	598	610
1.6 未来能源	0	114	268	263	268	274
1.7 内蒙古矿业			757	681	695	709
2.国际						
2.1 兖煤澳洲	271	287	332	339	346	353
2.2 兖煤国际	233	257	313	319	325	332
二、贸易煤	619	593	1329	1662	1795	1831

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

预计 2022~2024 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 300.12/317.82/336.24 亿元，对应 EPS 分别为 6.06/6.42/6.79 元/股，对应 2022 年 8 月 17 日股价的 PE 分别为 7 倍、7 倍、6 倍。

公司以煤炭开采和销售为主业，同时经营贸易煤业务以及煤化工业务。因此，我们选取 1) 同样具备煤炭贸易业务以及煤化工业务的中煤能源、中国神华作为可比公司；2) 同时选取产量规模与公司大体相当的陕西煤业作为可比公司；3) 另外考虑到公司有转型发展规划，我们选取已向新能源转型的华阳股份作为可比公司。经对比后，以 2022 年 8 月 17 日股价为基准，公司 2022 年 PE 为 7 倍，可比公司 PE 均值相当，但公司作为当前 A 股煤炭板块唯一具有海外煤炭在产矿井的公司，在海外处于能源危机的背景下，海外煤炭资源重要性提升，同时公司未来扩大煤炭版图，高分红等举措也有望提升公司估值，综上，维持“推荐”评级。

表9：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601088.SH	中国神华	29.06	2.53	3.88	4.05	11	7	7
601898.SH	中煤能源	9.18	1.00	1.89	2.11	9	5	4
601225.SH	陕西煤业	20.92	2.18	4.10	3.46	10	5	6
600348.SH	华阳股份	22.07	1.47	2.54	2.62	15	9	8
	可比公司平均					11	7	6
600188.SH	兖矿能源	42.70	3.29	6.06	6.48	13	7	7

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：收盘价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

6 风险提示

1) 宏观经济下行，煤价大幅下跌

宏观经济下行将导致用电量下滑等下游需求萎缩情形出现，公司主业为煤炭生产与销售，与下游的需求关系密切，煤价大幅下跌将对公司业绩产生较大影响。

2) 新建产能释放超预期

若新建产能投产以及产量释放进度超过预期导致煤炭供给快速增加也将导致煤炭价格下行，进而对公司业绩产生较大影响。

3) 煤化工产品价格大幅下滑

完成对鲁南化工等资产的收购后，公司煤化工业务的营收及占比均提升，煤化工产品价格下降对公司的盈利造成影响。

4) 假设不及预期

我们对公司煤炭业务量、价、成本等进行了假设，后期若实际业务量不及预期将对盈利预测造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	151991	187058	194905	199577
营业成本	107336	127052	132350	133631
营业税金及附加	4225	5256	5223	5548
销售费用	2997	3685	3859	3992
管理费用	6837	6061	6334	6786
研发费用	1140	561	780	798
EBIT	29089	44443	46358	48822
财务费用	4913	3790	3117	3071
资产减值损失	-1106	-80	-90	-95
投资收益	2144	2638	2729	2794
营业利润	24265	43599	46203	48779
营业外收支	-224	260	260	260
利润总额	24041	43859	46463	49039
所得税	5474	9960	10580	11161
净利润	18567	33898	35883	37878
归属于母公司净利润	16259	30012	31782	33624
EBITDA	39816	50957	54008	56695

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	45572	92086	74511	83587
应收账款及票据	6187	7690	4866	5040
预付款项	4890	6353	4103	4143
存货	8455	10353	12601	14555
其他流动资产	24425	29893	26637	26857
流动资产合计	89529	146374	122719	134181
长期股权投资	20149	20949	21549	21949
固定资产	75835	75312	73125	70302
无形资产	62167	64077	64937	64747
非流动资产合计	199167	198793	196053	191984
资产合计	288696	345167	318771	326165
短期借款	5716	4000	5000	5000
应付账款及票据	25690	40726	23569	21967
其他流动负债	64317	90282	61131	52141
流动负债合计	95722	135008	89700	79108
长期借款	50942	48942	47942	45942
其他长期负债	45544	45444	45344	44244
非流动负债合计	96486	94386	93286	90186
负债合计	192208	229394	182986	169294
股本	4874	4949	4949	4949
少数股东权益	28301	32187	36289	40542
股东权益合计	96487	115773	135785	156871
负债和股东权益合计	288696	345167	318771	326165

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-29.30	23.07	4.19	2.40
EBIT 增长率	109.12	52.78	4.31	5.31
净利润增长率	128.30	84.59	5.90	5.80
盈利能力 (%)				
毛利率	29.38	32.08	32.09	33.04
净利率	12.22	18.12	18.41	18.98
总资产收益率 ROA	5.63	8.69	9.97	10.31
净资产收益率 ROE	23.84	35.91	31.94	28.90
偿债能力				
流动比率	0.94	1.08	1.37	1.70
速动比率	0.78	0.95	1.17	1.44
现金比率	0.48	0.68	0.83	1.06
资产负债率 (%)	66.58	66.46	57.40	51.90
经营效率				
应收账款周转天数	14.84	15.00	9.00	9.00
存货周转天数	28.75	30.00	35.00	40.00
总资产周转率	0.53	0.54	0.61	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	3.29	6.06	6.42	6.79
每股净资产	13.78	16.89	20.11	23.51
每股经营现金流	7.31	14.56	0.77	6.70
每股股利	2.00	3.03	3.21	3.40
估值分析				
PE	13	7	7	6
PB	3.1	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.63	4.20	4.28	3.86
股息收益率 (%)	4.68	7.10	7.52	7.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	18567	33898	35883	37878
折旧和摊销	10728	6514	7650	7874
营运资金变动	1529	30415	-40467	-13219
经营活动现金流	36182	72048	3834	33163
资本开支	-9939	-4946	-3943	-2940
投资	3463	-785	-580	-480
投资活动现金流	-4830	-2809	-1584	-416
股权募资	9193	374	0	0
债务募资	4580	-3816	-100	-3100
筹资活动现金流	-8035	-22725	-19825	-23672
现金净流量	22928	46514	-17575	9076

插图目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2022Q1)	3
图 2: 公司营业收入构成 (亿元)	4
图 3: 公司毛利构成 (亿元)	4
图 4: 公司主要业务毛利率情况	4
图 5: 公司归母净利润情况	4
图 6: 公司商品煤产量及增速	7
图 7: 公司贸易煤销量及增速	7
图 8: 原煤产量处于高位水平	7
图 9: 秦港动力煤价格稳定在较高水平	7
图 10: 国内 25 省电厂日耗超过去年同期	8
图 11: 煤炭进口量下滑	8
图 12: 澳洲煤价大幅上涨	8
图 13: 公司商品煤综合售价抬升 (元/吨)	8
图 14: 公司自产煤成本提升 (元/吨)	9
图 15: 公司化工品产销 (千吨)	10
图 16: 化工品价格与国际油价高度相关	11
图 17: 布伦特原油价格中枢大幅上移	11
图 18: 公司主要化工品价格走势	11
图 19: 公司经营净现金流大幅增长 (亿元)	13
图 20: 22 年资本开支增加主要由于维简费增加	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司资源储量丰富 (截至 2021 年末)	5
表 2: 公司煤炭产能明细 (截至 2021 年末)	5
表 3: 公司化工品产能明细	10
表 4: 山东能源集团产能明细 (不含兖矿能源)	12
表 5: 公司历史现金分红明细	13
表 6: 公司煤炭销量预测	14
表 7: 公司销售价格假设	15
表 8: 公司成本假设	15
表 9: 可比公司 PE 对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026