兖州煤业（600188.SH） 低估值动力煤龙头，海内海外显亮点

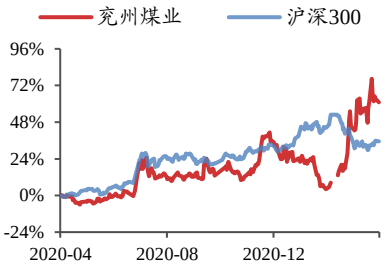
2021 年 04 月 07 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/4/6
当前股价(元)	13.18
一年最高最低(元)	14.50/8.07
总市值(亿元)	642.27
流通市值(亿元)	391.73
总股本(亿股)	48.73
流通股本(亿股)	29.72
近 3 个月换手率(%)	81.02

股价走势图



数据来源：贝格数据

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 低估值动力煤龙头，海内海外显亮点。首次覆盖，给予“买入”评级

兖州煤业作为华东动力煤龙头，积极布局山东、陕蒙、澳洲三大煤炭基地，是国际化程度最高的国有大型煤企，产能规模庞大，产销量平稳增长，疫情后期国内外煤价上涨将改善业绩。煤化工板块通过收购集团资产实现快速扩张，伴随化工周期上涨行情，有望实现量价齐升释放盈利弹性。同时，公司兼具高分红高股息率以及低估值特点，凸显长期投资价值。我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 118.6/129.8/133.1 亿元，同比增长 66.5%/9.42%/2.6%；EPS 分别为 2.43/2.66/2.73 元，对应当前股价，PE 为 5.4/4.9/4.8 倍。**看好公司在后疫情时期周期上行阶段的业绩表现，以及低估值修复行情。首次覆盖，给予“买入”评级。**

● 煤炭业务：国内外三大基地布局，产能规模超亿吨

公司在产核定产能合计达 2.1 亿吨（澳洲产能按合并口径计算），权益产能达 1.59 亿吨，规模仅次于中国神华，且包含营盘壕、石拉乌素、莫拉本等 7 座千万吨大矿，具备规模优势。矿区分布在山东、陕蒙、澳洲三大基地，其中澳洲权益产能占比近五成，实现国际化布局。伴随金鸡滩矿并表，营盘壕、石拉乌素矿产能利用率提升，陕蒙基地具备增量潜力。同时，在建矿井万福矿 180 万吨产能有望在 2022 年贡献增量。随着疫情后期景气度回升，煤价中枢明显上移，其中海外煤价更具弹性，公司煤炭业绩有望在价格修复行情中取得亮眼表现。

● 煤化工业务：集团资产注入，化工品涨价释放业绩弹性

公司主要煤化工产品为甲醇（240 万吨）、醋酸（100 万吨）及其他精细化工品。2020 年末，通过收购鲁南化工、未来能源等集团资产，扩充了醋酸、煤制油产线，由甲醇向精细化工延伸。自身方面，荣信二期、榆林二期甲醇项目建成投产将贡献增量。同时化工行业景气度大幅回升，化工品价格显著上涨，煤化工板块将实现量价齐升，释放强劲业绩弹性，预计 2021 年煤化工贡献业绩约 20 亿元。

● 高分红低估值标的，凸显投资价值

公司承诺 2020-2024 年度现金分红比例不低于 50%，保底 0.5 元/股。2020 年拟分红 48.7 亿元，每股分红 1.00 元，分红率达 77%（IFRS 准则下），A 股/H 股股息率可达 7.6%/12.6%，凸显长期投资价值。公司估值被市场明显低估，H 股低估尤为明显，AH 股溢价率达 70%，有望实现估值修复。

● 风险提示：经济恢复不及预期，煤炭价格下跌，汇率波动，新增产能进度落后

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,647	214,992	249,388	256,046	258,480
YOY(%)	23.1	7.1	16.0	2.7	1.0
归母净利润(百万元)	8,668	7,122	11,859	12,976	13,312
YOY(%)	9.6	-17.8	66.5	9.4	2.6
毛利率(%)	13.9	13.2	15.8	16.4	16.5
净利率(%)	4.3	3.3	4.8	5.1	5.2
ROE(%)	13.3	8.6	16.2	15.0	13.4
EPS(摊薄/元)	1.78	1.46	2.43	2.66	2.73
P/E(倍)	7.4	9.0	5.4	4.9	4.8
P/B(倍)	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 华东动力煤龙头，海外扩张引领国际化发展 4
1.1、 山东省属国有煤企背景，中国唯一境内外多地上市公司 4
1.2、 供改叠加产能扩张引领业绩大幅增长，疫情冲击影响公司业绩 5
1.3、 煤炭业务贡献主要业绩，非煤业务协同发展 5
2、 煤炭业务：国内外三大基地布局，产能规模超亿吨 7
2.1、 煤炭资源储备丰富，产能规模庞大且布局广泛 7
2.2、 “走出去”战略引领国际化发展，生产与市场向海外双扩张 10
2.3、 陕蒙基地潜力十足，未来放量可期 12
2.4、 煤炭盈利能力优秀，吨煤毛利具备相对优势 12
3、 煤化工业务：集团资产注入，化工品涨价充分受益 14
3.1、 布局甲醇&精细化工，收购集团资产快速扩张 14
3.2、 甲醇、醋酸两大产品盈利能力强 15
3.3、 煤化工产品量价齐升，释放盈利弹性 16
4、 山东国企改革，兖矿山能合并 18
4.1、 山东两大煤企集团合并，行业集中度提升 18
4.2、 上市公司战略性凸显，资产注入预期增强 19
5、 高分红低估值标的，凸显投资价值 20
5.1、 承诺未来五年高分红，近两年分红率大幅提升 20
5.2、 市场低估明显，A/H 股价差高位 21
6、 盈利预测与投资建议 23
6.1、 关键假设 23
6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 25
7、 风险提示 25
附：财务预测摘要 26

图表目录

图 1： 公司系山东省属国企背景，控股股东为兖矿集团 4
图 2： 公司经历二十余年发展扩张，已实现境内外多地上市 4
图 3： 2016 年以来，公司营收规模大幅增长 5
图 4： 2016 年以来，公司业绩站上新平台 5
图 5： 煤炭业务贡献公司 90%左右营业收入 6
图 6： 煤炭业务贡献公司 90%以上毛利 6
图 7： 公司自产煤业务毛利率保持较高水平 6
图 8： 2016 年后公司煤炭产销量均显著提升（万吨） 7
图 9： 公司煤炭业务布局山东本部、陕蒙、澳洲三大基地 9
图 10： 澳洲基地权益产能占比达五成（万吨） 9
图 11： 2017 年后公司境外煤炭产量持续增长 10
图 12： 2018 年后境外煤炭产量占比提升至四成左右 10
图 13： 2020 年公司海外煤炭销量占比近 24% 10
图 14： 2020 年公司煤炭业务海外收入占比为 21% 10
图 15： 兖煤澳洲 2019 年及之前业绩向好，2020 年受疫情及非经常性项目影响较大 11
图 16： 2020 年下半年以来，国际煤炭价格整体呈上行趋势（美元/吨） 11

图 17: 陕蒙基地中营盘壕矿、石拉乌素矿两座大矿 2019 年产能利用率尚处于低位 12
图 18: 人工成本、材料在自产煤成本中占比最高（元/吨） 13
图 19: 2020 年自产煤生产成本中，人工成本占比 28% 13
图 20: 2020 年公司国内部分自产煤吨煤成本同比下降明显（元/吨） 13
图 21: 公司自产煤吨煤价格在可比公司中略高（元/吨） 14
图 22: 公司自产煤吨煤成本相对可比公司较高（元/吨） 14
图 23: 公司自产煤吨煤毛利表现较好（元/吨） 14
图 24: 公司自产煤毛利率保持相对稳健 14
图 25: 2019 年鲁南化工醋酸吨毛利低于华鲁恒升，显著高于江苏索普（元/吨） 16
图 26: 2020 年下半年以来，公司主要煤化工产品市场价格持续上行（元/吨） 17
图 27: 2019、2020 年公司分红率分别为 89%、68%（中国会计准则） 20
图 28: 公司账面货币资金充裕，2020 年末为 245 亿元 21
图 29: 公司未分配利润稳定增长，2020 年末为 454 亿元 21
图 30: 公司资本支出增速放缓，2020 年支出 120 亿元 21
图 31: 2020 年公司经营性净现金流达 222 亿元 21
图 32: 公司 A/H 股 PE（TTM）当前处于历史低位，且明显低于行业水平 22
图 33: 公司 ROE 显著高于行业平均水平 22
图 34: 2020 年下半年以来，公司 A/H 股溢价率高达 60%以上 22

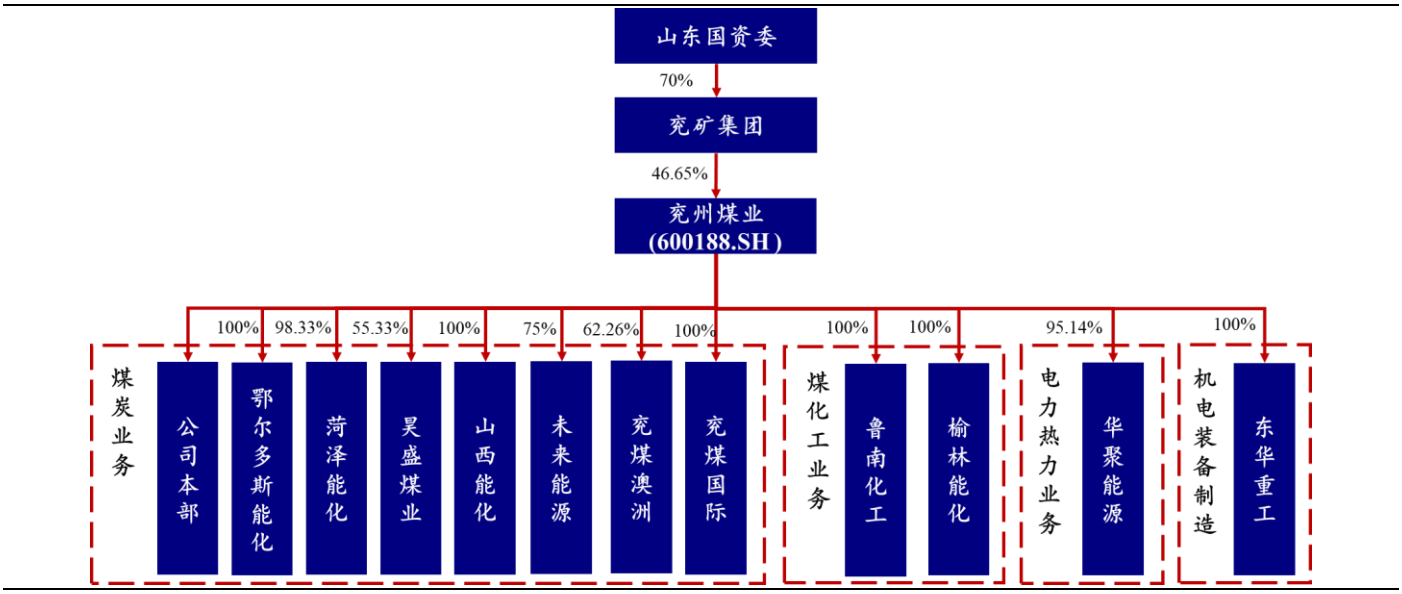
表 1: 公司各业务板块经营数据明细：煤炭产销量于 2016 年后大幅提升 7
表 2: 公司煤矿资产布局广泛，在产核定产能规模达 2.1 亿吨 8
表 3: 公司煤化工产品以甲醇为主，向下游精细化工延伸 15
表 4: 甲醇、醋酸两大产品具备较强盈利性 16
表 5: 根据测算，公司煤化工业务 2021-2023 年预计可实现归母净利润 19.8、23.7、26.4 亿元 17
表 6: 2020 年大型煤企整合历程 19
表 7: 煤企整合完成后，国家能源、晋能控股、山东能源集团将成为前三大煤企 19
表 8: 公司大举收购集团煤炭及煤化工资产 20
表 9: 公司业务关键假设及经营预测 23
表 10: 可比公司盈利预测及估值 25

1、 华东动力煤龙头，海外扩张引领国际化发展

1.1、 山东省属国有煤企背景，中国唯一境内外多地上市公司

兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”或“公司”）作为山东省属国有重点煤企，是华东地区动力煤龙头、中国最大的煤炭出口企业之一，以及中国国际化程度最高的煤炭公司，主要从事煤炭生产与销售、煤化工、电力及热力、机电装备制造、铁路运输和金融等业务。公司前身为兖州矿务局，1997 年由控股公司兖矿集团有限公司（2020 年吸收合并山东能源集团后并作为存续公司，现已成为山东省唯一省属国有煤炭集团，以下简称“兖矿集团”或“集团”）独家发起设立股份公司，1998 年分别先后在纽约（ADS 于 2017 年退市）、香港、上海三地依次成功上市。2004 年开始海外扩张，2012 年 6 月全资子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）成功借壳格洛斯特公司在澳大利亚证券交易所上市，并于 2018 年在香港上市。公司实际控制人为山东省国资委，截至 2020 年 6 月 30 日，兖矿集团为公司最大的控股股东，持股比例为 46.65%。

图1：公司系山东省属国企背景，控股股东为兖矿集团



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司经历二十余年发展扩张，已实现境内外多地上市



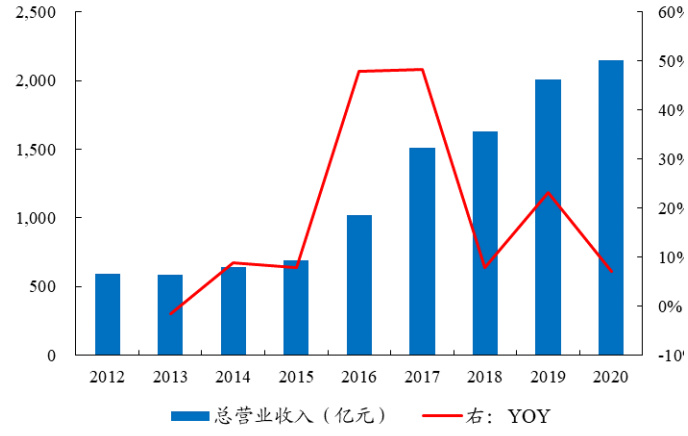
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 供改叠加产能扩张引领业绩大幅增长，疫情冲击影响公司业绩

伴随行业供改和公司产能扩张，公司业绩大幅增长。2016 年煤炭行业开展供给侧改革，产能过剩问题得到逐步改善，煤价得以修复，公司作为华东地区煤炭龙头，在供改进程中持续受益。近三年，公司煤矿基地向陕蒙地区扩张，产能逐渐得到释放，产量快速增加，公司总营收规模大幅增长，2016 年公司业绩明显提高，营收和归母净利润同比增长分别为 47.8%和 140.2%，随后几年营收和归母净利润规模也呈现递增趋势。2019 年公司实现总营收 2007 亿元，同比增长 23.1%，实现归母净利润 86.68 亿元，同比增长 9.6%。

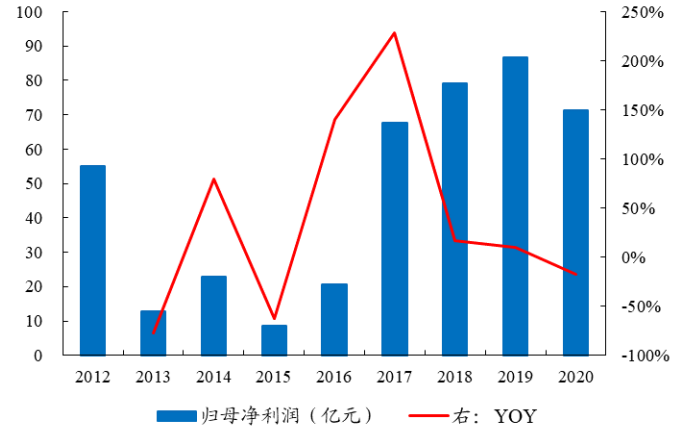
2020 年业绩有所下滑，主因煤价下跌、沃特岗并表影响。2020 年受新冠疫情冲击影响，上半年煤炭行业整体需求低迷，同时能源保供推动下出现供给过剩，供需错配导致煤价大幅下跌，公司自产煤吨煤售价同比下降 20%，公司业绩有所下滑，2020 年实现归母净利润 71.2 亿元，同比下降 17.8%，实现扣非后归母净利润 65.4 亿元，同比下降 12.5%。除煤价下滑影响外，2020 年内受沃特岗重新并表影响，兖煤澳洲产生一次性非现金损失 68.4 亿元，导致兖煤澳洲净亏损 44.4 亿元，拖累了公司业绩；2020 年内公司增购莫拉本矿，通过资产重估确认投资收益 34.5 亿元，对非经损失有所对冲。分季度看，2020Q4 扣非后归母净利润实现 116%环比增长，可见随着煤价回升，公司业绩受疫情影响已经基本恢复。同时兖煤澳洲非经损失等不确定因素消除，公司业绩有望在煤价中枢上移趋势下重回稳定增长轨道。

图3：2016 年以来，公司营收规模大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016 年以来，公司业绩站上新平台

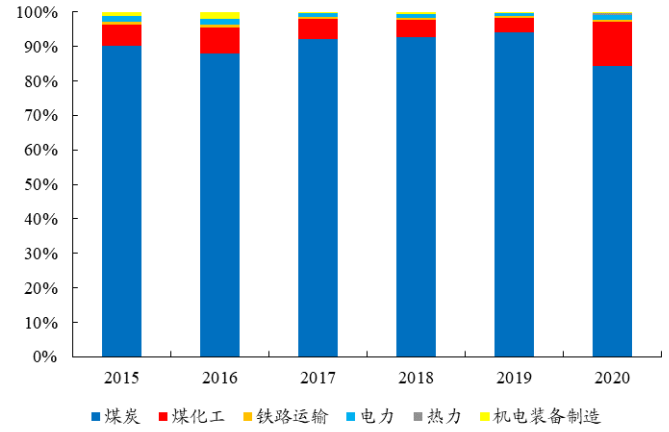


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 煤炭业务贡献主要业绩，非煤业务协同发展

煤炭业务毛利占比达九成，是公司业绩的核心驱动。主营业务板块中，2020 年煤炭业务实现营收 694 亿元，占比 84%，煤化工业务实现营收 105 亿元，占比 13%；2020 年煤炭业务实现毛利 243 亿元，占比达 93%，煤化工业务实现毛利 12.3 亿元，占比 4.7%；从毛利率来看，煤炭业务毛利率近三年有下降趋势，但基本保持在 30%以上，2018、2019、2020 年毛利率分别为 44.7%、39.1%、35%，主因低毛利率的贸易煤在煤炭业务中占比逐年提升，对毛利率有所稀释。非煤业务中，铁路运输、电力热力、机电装备及其他业务毛利贡献较小，2020 年合计贡献 5 亿元毛利，占比仅 1.9%。（以上业务结构中均剔除非煤贸易业务影响，非煤炭贸易主要是电解铜、石油、钢材等金属和铁矿石等大宗商品的贸易，营收规模大但毛利率低；2020 年非煤贸易业务实现营收 1469 亿元，占总营收 68%，实现毛利 11.5 亿元，毛利率仅 0.8%。）

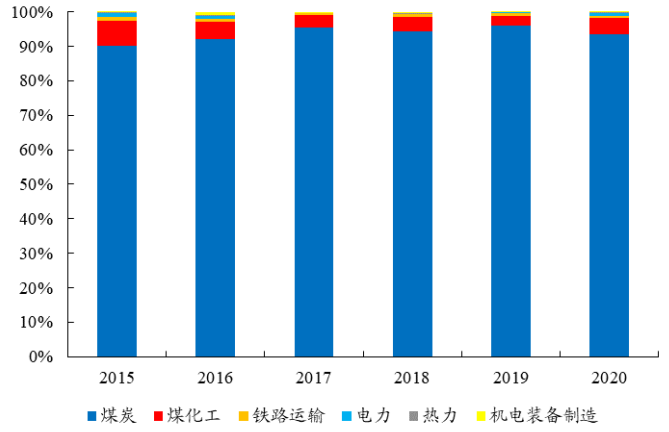
图5：煤炭业务贡献公司 90%左右营业收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：剔除非煤贸易业务

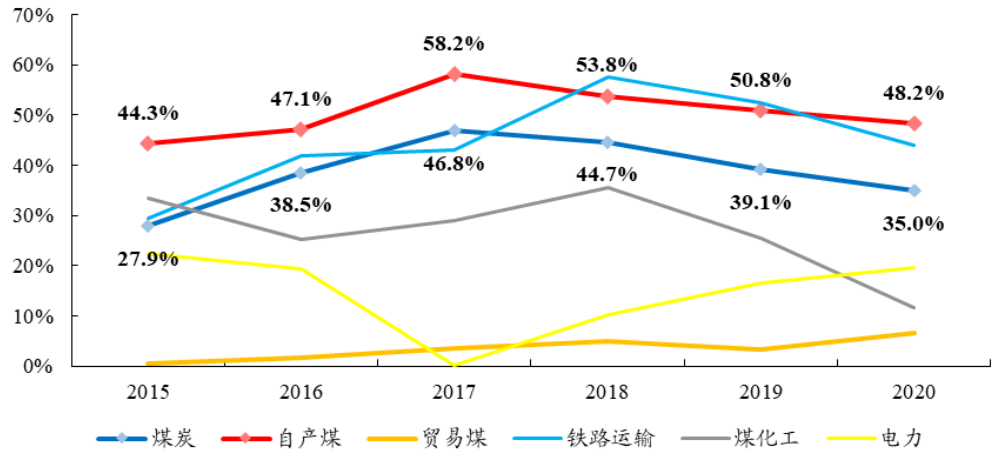
图6：煤炭业务贡献公司 90%以上毛利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：剔除非煤贸易业务

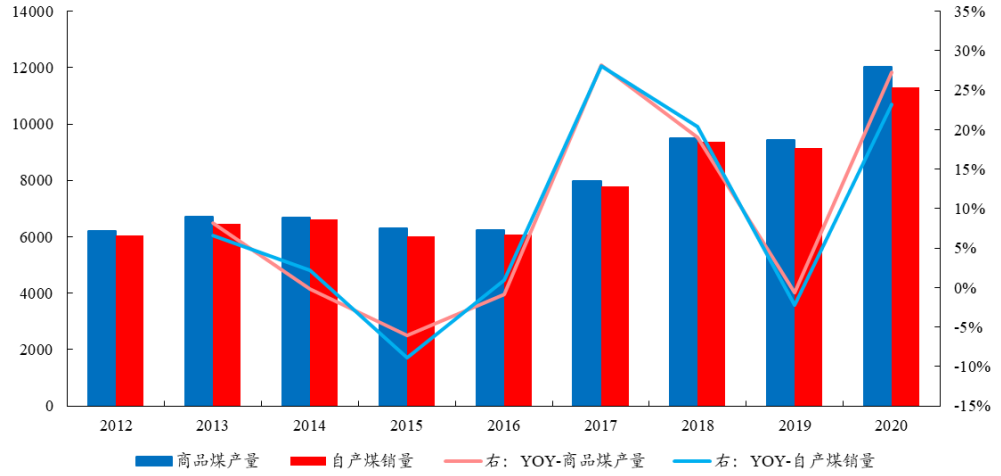
图7：公司自产煤业务毛利率保持较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

随着公司产能扩张，2016 年后煤炭产销量均显著提升。生产方面，2018 年，公司原煤产量首次超越亿吨门槛，2019 年实现 10,639 万吨产量，同比增长 0.5%；销售方面，2018 年之后公司商品煤销量再度达到亿吨以上，2019 年达到 11,612 万吨，其中自产煤销量达 9,160 万吨，占比达 80%；2020 年实现商品煤销量 14,762 万吨、自产煤销量 11,278 万吨，同比分别增长 26%、23.2%，其中 2020 年内金鸡滩矿并表对产销量增加有显著贡献（金鸡滩矿 2020 年产/销量为 1776/1591 万吨）。

图8：2016 年后公司煤炭产销量均显著提升（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：公司各业务板块经营数据明细：煤炭产销量于 2016 年后大幅提升

经营数据	单位	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
煤炭业务								
原煤产量	万吨	7260	6848	6674	8562	10590	10639	-
商品煤产量	万吨	6689	6287	6237	7992	9510	9447	12027
商品煤销量	万吨	12307	8724	7497	9680	11394	11612	14762
自产煤销量	万吨	6605	6017	6071	7775	9363	9160	11278
贸易煤销量	万吨	5702	2707	1426	1905	2032	2452	3484
铁路运输业务								
货物运量	万吨	1657	1599	1344	1439	1988	1926	1830
煤化工业务								
甲醇产量	万吨	65	167	164	161	166	176	182
甲醇销量	万吨	66	161	168	161	165	175	186
电力业务								
发电量	亿千瓦时	16.1	26.4	27.8	26.7	27.8	26.5	49.9
售电量	亿千瓦时	7.2	16.8	18.0	16.5	17.1	16.1	33.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 煤炭业务：国内外三大基地布局，产能规模超亿吨

2.1、 煤炭资源储备丰富，产能规模庞大且布局广泛

煤炭资源丰富煤种齐全，三大基地广泛布局。公司坚持“稳本部、增新区、拓海外”的战略，借助国内外煤炭产业扩张平台，在稳定本部煤炭产量的同时，不断开发西部煤炭资源和海外煤炭资源，增强煤炭资源储备。公司煤矿主要分布在三大基地，境内有**山东基地**（公司本部主要分布在山东济宁、菏泽能化主要分布在山东菏泽）和**陕蒙基地**（鄂尔多斯能化以及昊盛煤业主要分布在内蒙古、山西能化主要分布在山西），境外有**澳洲基地**（兖煤澳洲主要分布在澳大利亚的昆士兰州及新南威尔士州、兖煤国际主要分布在昆士兰州及西澳大利亚州）。

产能超两亿吨，规模业内领先，澳洲权益产能占比达五成。截至 2020 年末，公司在产产能合计达 2.1 亿吨(澳洲产能按合并口径计算)，在产权益产能达 1.59 亿吨。以核定总产能规模来看，公司在一众大型上市煤企中位列第二，仅次于中国神华 3.37 亿吨规模。同时平均单矿产能达 876 万吨，公司旗下有包括境内的转龙湾煤矿、营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿、金鸡滩煤矿，境外的莫拉本煤矿、亨特谷煤矿、沃克山煤矿等七座煤矿单矿产能达千万吨以上，其产能合计达 1.34 亿吨，占比达 63.7%。分结构来看，澳洲基地占比最大，其权益产能 7960 万吨，占比 50%，山东基地、陕蒙基地分别为 3815 万吨、4144 万吨，占比分别为 24%、26%。

公司煤种丰富，煤质优异。煤炭品种包含动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等，目前公司可以生产各级别的精煤、块煤、经筛选原煤、混煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤等品种。其中公司出产的“兖矿煤”拥有“三低三高”的特点（低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点），属于优质煤种。

表2：公司煤矿资产布局广泛，在产核定产能规模达 2.1 亿吨

序号	煤矿	地区	资源储量	可采储量	权益比例	核定产能	权益产能	可采年限	煤种	状态
			亿吨	亿吨		万吨/年	万吨/年	年		
公司本部			**32.6**	**4.8**	**100%**	**3,485**	**3,485**			
1	南屯煤矿	山东	2.2	0.4	100%	300	300	10	气煤	正常
2	兴隆庄煤矿	山东	4.9	0.5	100%	650	650	7	气煤	正常
3	鲍店煤矿	山东	3.5	0.7	100%	600	600	9	气煤	正常
4	东滩煤矿	山东	5.7	1.1	100%	750	750	13	气煤	正常
5	济宁二号煤矿	山东	7.8	0.7	100%	420	420	16	气煤	正常
6	济宁三号煤矿	山东	7.7	1.2	100%	650	650	18	气煤	正常
7	杨村煤矿	山东	0.8	0.2	100%	115	115	15	气煤	正常
菏泽能化			**6.9**	**-**	**98.33%**	**516**	**507**			
8	赵楼煤矿	山东	4.0	1.9	98.33%	336	330	46	1/3 焦煤	正常
9	万福井田	山东	2.9	-	98.33%	180	177	-	1/3 焦煤	在建
山西能化			**1.1**	**0.5**	**100%**	**120**	**120**			
10	天池煤矿	陕蒙	1.1	0.5	100%	120	120	50	瘦煤	正常
鄂尔多斯能化			**28.4**	**11.5**	**100%**	**2,440**	**2,440**			
11	安源煤矿	陕蒙	0.3	0.0	100%	120	120	4	不粘煤	正常
12	文玉煤矿	陕蒙	0.4	0.3	100%	120	120	21	不粘煤	待关停
13	转龙湾煤矿	陕蒙	5.2	1.8	100%	1,000	1,000	35	不粘煤	正常
14	营盘壕煤矿	陕蒙	22.6	9.4	100%	1,200	1,200	84	不粘煤	正常
昊盛煤业			**23.5**	**10.7**	**59.38%**	**1,000**	**594**			
15	石拉乌素煤矿	陕蒙	23.5	10.7	59.38%	1,000	594	105	不粘煤	正常
未来能源			**17.9**	**5.9**	**74%**	**1,500**	**1,110**			
16	金鸡滩煤矿	陕蒙	17.9	5.9	74%	1,500	1,110	75	不粘煤	正常
兖煤澳州			**88.1**	**17.4**	**62.26%**	**12,030**	**7,490**			
17	澳思达煤矿	澳洲	2.2	0.4	62.26%	360	224	11	冶金煤	正常
18	雅若碧露天煤矿	澳洲	2.0	0.5	62.26%	400	249	9	喷吹煤/动力煤	正常
19	艾诗顿煤矿	澳洲	2.6	0.5	62.26%	860	535	9	半软焦煤/动力煤	正常
20	莫拉本煤矿	澳洲	11.5	2.5	62.26%	2,100	1,307	12	半软焦煤/动力煤	正常
21	格罗斯煤矿	澳洲	3.1	0.4	62.26%	560	349	14	冶金煤/动力煤	正常

序号	煤矿	地区	资源储量	可采储量	权益比例	核定产能	权益产能	可采年限	煤种	状态
			亿吨	亿吨		万吨/年	万吨/年	年		
22	唐纳森露天矿	澳洲	6.9	1.1	62.26%	610	380	17	冶金煤/动力煤	保养维护阶段
23	中山露天矿	澳洲	1.4	0.6	62.26%	540	336	12	冶金煤/动力煤	正常
24	亨特谷煤矿	澳洲	38.2	8.1	62.26%	3,800	2,366	20	半软焦煤/动力煤	正常
25	沃克山煤矿	澳洲	20.3	3.3	62.26%	2,800	1,743	10	动力煤	正常
兖煤国际			**13.4**	**2.3**	**100%**	**850**	**850**			
26	坎贝唐矿	澳洲	8.1	1.9	100%	350	350	72	动力煤	正常
27	普力马煤矿	澳洲	5.3	0.5	100%	500	500	11	动力煤	正常
	合计		**211.9**	**47.3**	**75.64%**	**21,941**	**16,596**			
	在产合计		**201.6**	**45.9**	**75.69%**	**21,031**	**15,919**			
	在产合计-国内		**107.1**	**33.1**	**90.85%**	**8,761**	**7,959**			
	在产合计-海外		**94.5**	**18.6**	**64.87%**	**12,270**	**7,960**			

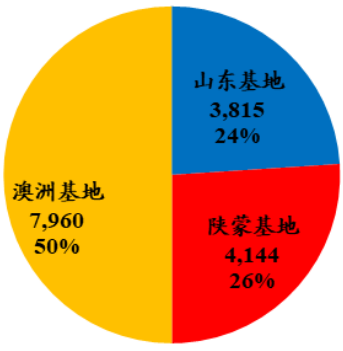
资料来源：公司公告、集团募债说明书、开源证券研究所

图9：公司煤炭业务布局山东本部、陕蒙、澳洲三大基地



资料来源：公司官网

图10：澳洲基地权益产能占比达五成（万吨）



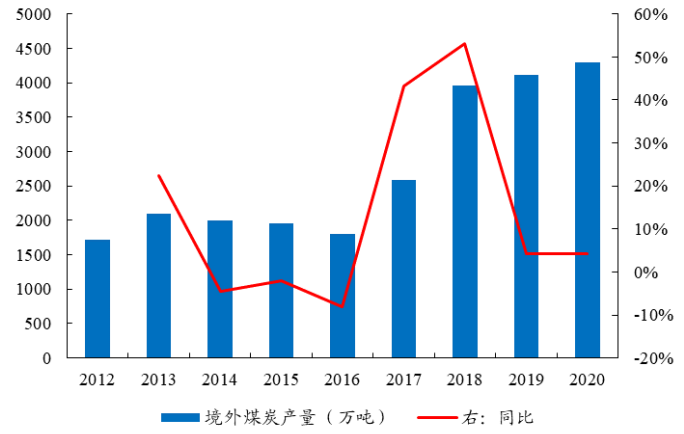
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 “走出去”战略引领国际化发展，生产与市场向海外双扩张

能源企业“走出去”的引领者，扎根澳洲深入布局。相较于其他大型煤企，公司是最早实行“走出去”战略的国有能源企业，早在 2004 年起，公司于澳大利亚设立兖煤澳洲作为境外投资产业平台，逐渐开展全球化的产业链布局。经历十多年的发展，兖煤澳洲与兖煤国际通过并购整合，共拥有包括莫拉本矿、亨特谷矿、沃克山矿等多座优质大矿井，截至 2019 年末可采储量达 18.6 亿吨，核定产能合计 1.29 亿吨，兖煤澳洲已发展成为澳大利亚最大的专营煤炭生产商。除煤炭资产外，兖煤澳洲对下游配套资产也有布局，持有纽卡斯尔 PWCS 港口 36.5%股权、纽卡斯尔基础设施集团（NCIG）港口 27%股权等资产。

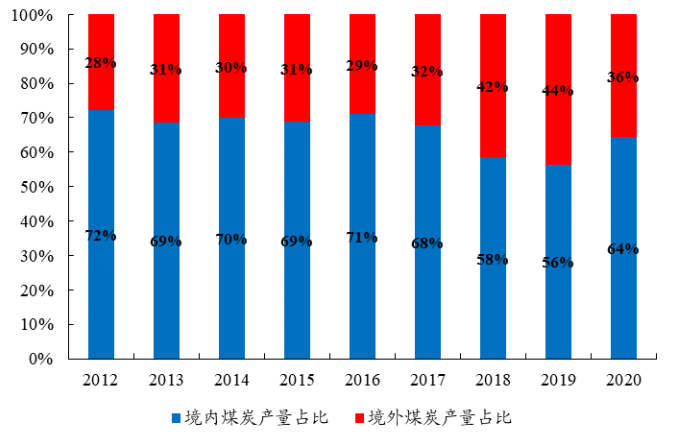
“海外产、海外销”，生产与市场的双扩张。从生产数据来看，由于积极推进资产并购以及产能有序释放，公司境外煤炭产量与 2017 年及以后持续增长，在总产量中占比已达四成左右：2020 年公司 12027 万吨商品煤总产量中，4289 万吨来自境外，占比达 36%。**公司的海外布局不仅包括产能的外部扩张，更是借助澳洲优质的煤炭资源与广泛的销售渠道开拓国际化市场。**兖煤澳洲与兖煤国际的煤炭产品除了在澳大利亚本地销售外，还主要销往日本、韩国、新加坡等海外市场。2020 年公司实现商品煤总销量 1.48 亿吨，其中 3496 万吨在海外市场销售，占比 24%（其中日本 6%、新加坡 6%、澳大利亚 5%、韩国 3%、），海外市场贡献 146 亿元销售收入，占比 21%。

图11：2017 年后公司境外煤炭产量持续增长



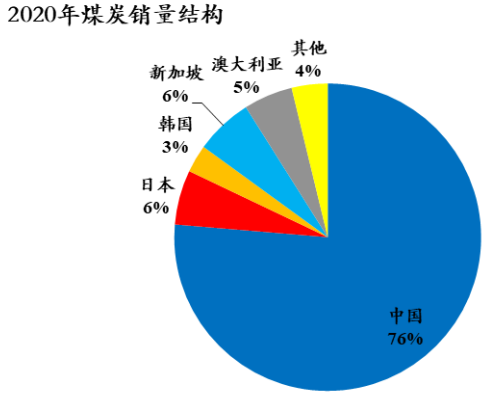
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2018 年后境外煤炭产量占比提升至四成左右



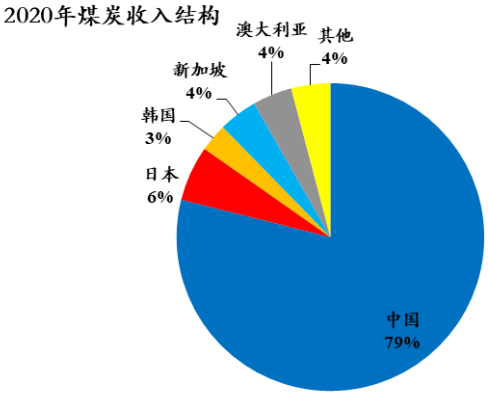
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2020 年公司海外煤炭销量占比近 24%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

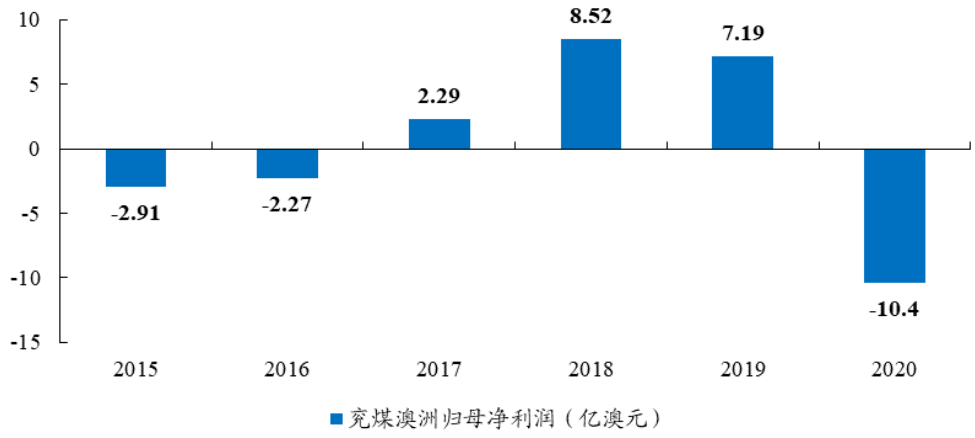
图14：2020 年公司煤炭业务海外收入占比为 21%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

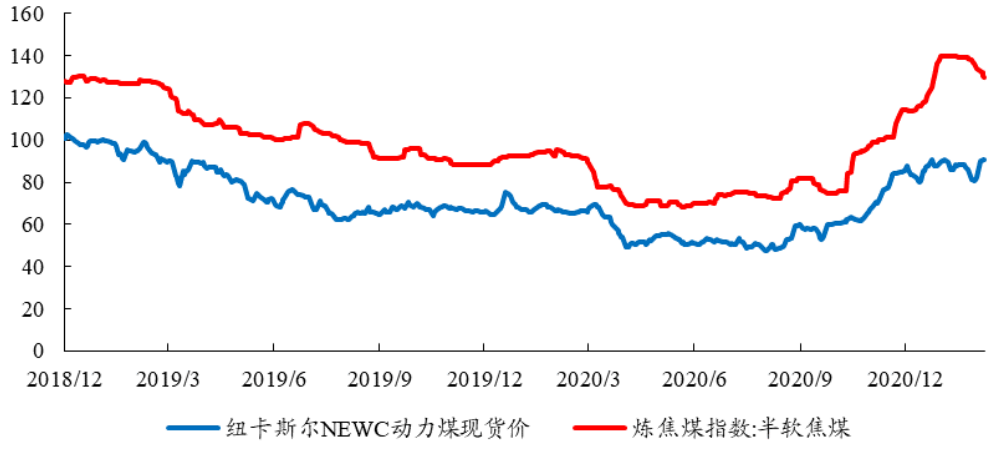
兖煤澳洲：2020 年业绩报亏主因煤价受挫及大额非经常性项目，不改业绩向好预期。剔除 2020 年特殊年份来看，兖煤澳洲业绩于 2019 年及以前呈现向好趋势，2017 年扭亏为盈，2019 年实现业绩 7.19 亿澳元。2020 年兖煤澳洲净亏损 10.4 亿澳元，主要有多重原因：**（1）煤炭价格下跌：**疫情冲击影响下，兖煤澳洲坑口煤炭售价由 2019 年 111 澳元/吨同比下降 26%至 2020 年的 82 澳元/吨水平（同期纽卡斯尔动力煤指数价格同比下降 23%）；**（2）大额非经常损益：**2020 年兖煤澳洲发生多项大额非经常损益项目，其中包括增购莫拉本矿 10%股份并资产重估获得 6.53 亿澳元收益，沃特岗重新并表产生 13.83 亿澳元非经常性损失，汇率波动导致收回对冲储备公允价值损失 1.94 亿澳元等。总体来看，一方面非经常性项目的发生主因公司积极优化调整兖煤澳洲资产结构，且一次性非现金亏损不影响长期稳健基本面；另一方面，伴随全球疫情向好趋势，能源需求恢复，煤价回升，有助于兖煤澳洲业绩实现修复。

图15：兖煤澳洲 2019 年及之前业绩向好，2020 年受疫情及非经常性项目影响较大



数据来源：兖煤澳洲公告、开源证券研究所

图16：2020 年下半年以来，国际煤炭价格整体呈上行趋势（美元/吨）



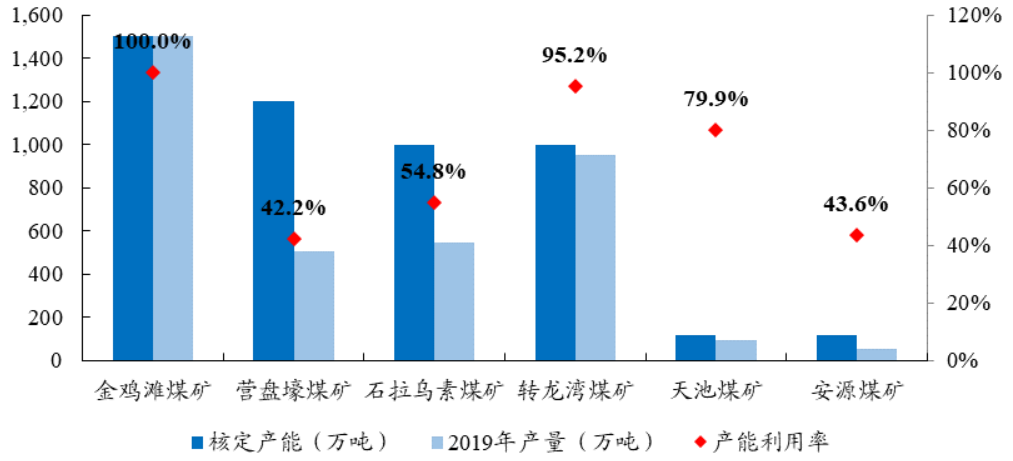
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 陕蒙基地潜力十足，未来放量可期

千万吨大矿产能爬坡进行时，陕蒙基地潜力十足。为加强煤炭资源储备，公司同样积极开发西部煤炭资源，在“三西地区”设立陕蒙基地，核定产能合计达 4820 万吨。目前陕蒙基地产能利用率相对较低，2019 年陕蒙基地贡献商品煤产量 1941 万吨，产能利用率为 54.5%。其中营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿两座千万吨以上大型矿井建成至今运行年限较短，剩余可开采年限在 80 年以上，尚处于产能爬坡阶段，2019 年产能利用率分别为 42%、55%，仍有较大产能释放空间（根据 2020 年报披露，石拉乌素矿产量 812 万吨，产能利用率提升至 81%）。

未来能源并表完成，金鸡滩矿贡献 1500 万吨增量产能。2020 年公司收购集团所持有的陕西未来能源化工有限公司（简称“未来能源”）49.3%股权，实现对其控股（收购完成后持股比例 74%），并于 12 月完成并表。未来能源旗下主要煤炭资产为金鸡滩煤矿，该矿位于陕西榆林，主产优质动力煤，核定产能达 1500 万吨，剩余可采年限在 70 年以上，2020 年贡献产量 1776 万吨，产能利用率达到 118%。根据公司公告，未来能源 2020 年实现营收 93.3 亿元，净利润达 20.2 亿元，贡献归母净利润达 14.9 亿元，将明显增厚公司业绩。

图17：陕蒙基地中营盘壕矿、石拉乌素矿两座大矿 2019 年产能利用率尚处于低位



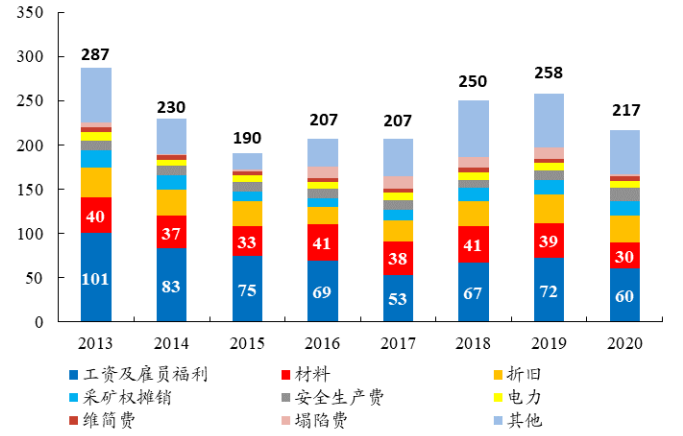
数据来源：集团公告、开源证券研究所

2.4、 煤炭盈利能力优秀，吨煤毛利具备相对优势

人工成本、原材料及折旧是自产煤成本主要构成。根据公司公告，2020 年公司自产煤吨煤生产成本为 217 元/吨，其中人工成本占比最大，为 60 元/吨，占比 28%；其次为原材料和折旧，均为 30 元/吨，占比均为 13.7%；其余部分成本中，主要包含采矿权摊销（7.6%）、安全生产费（6.9%）等。近三年自产煤吨煤成本上升主要因为公司上调职工薪酬，人工成本增加所致。

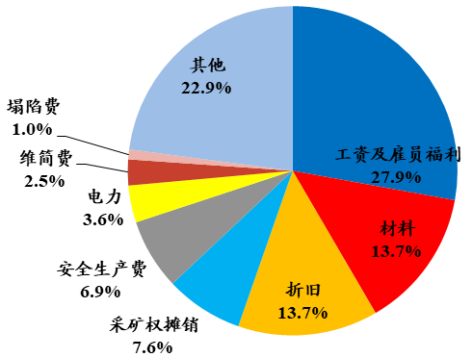
2020 年吨煤成本大幅下降，公司降本成效显著。2020 年公司深化内部挖潜，加强了成本控制力度，坚持“成本制胜”，自产煤业务吨煤成本同比下降 41 元/吨，降幅 15.9%，其中主要是人工成本、塌陷费、材料成本降幅较大，分别同比下降 12、11、9 元/吨，降幅 16.5%、84.3%、23.7%。分结构来看，除海外煤炭业务成本略有上升以外，国内业务成本主要同比下降，其中昊盛煤业、鄂尔多斯能化、菏泽能化的吨煤成本降幅达 43.5%、33.9%、27.6%。

图18：人工成本、材料在自产煤成本中占比最高（元/吨）



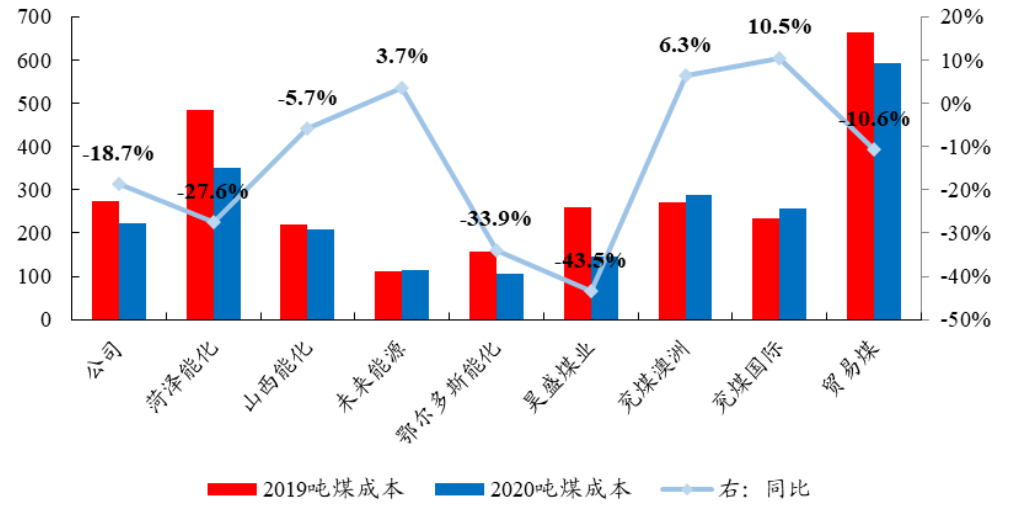
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：2020年自产煤生产成本中，人工成本占比28%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

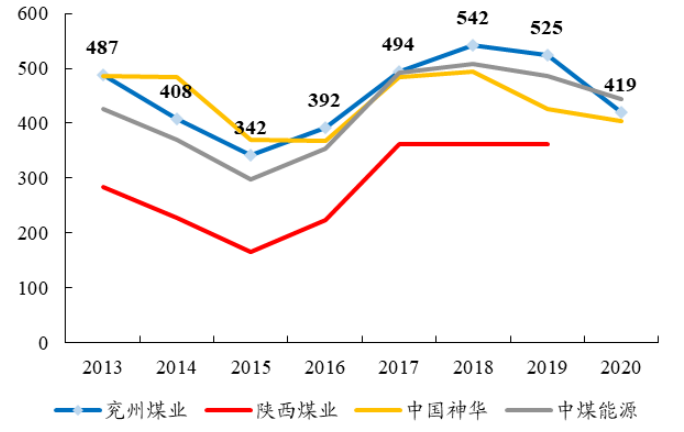
图20：2020年公司国内部分自产煤吨煤成本同比下降明显（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

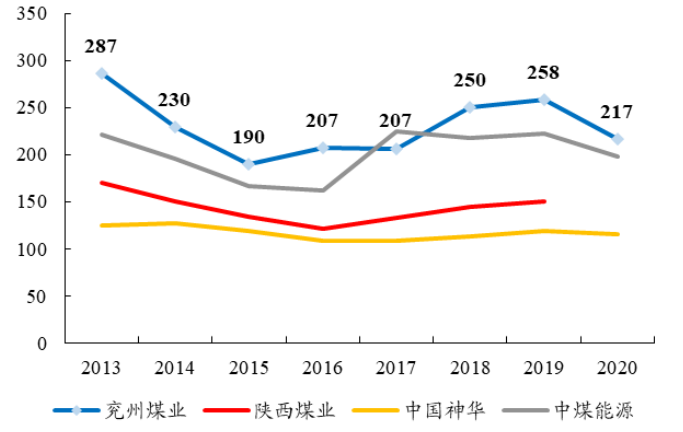
煤炭盈利能力出色，在龙头梯队中有较好表现。为考察公司煤炭业务盈利性（剔除贸易煤业务），我们选取中国神华、陕西煤业、中煤能源等三家上市煤企作为可比公司，均属产能规模庞大的国内动力煤龙头企业。对比发现，2019年及以前兖州煤业虽然在吨煤成本上高于可比公司，但由于吨煤价格（不含税）在业内具备优势，拓展了公司的盈利空间，因此吨煤毛利在可比公司中位居前列，仅次于中国神华。2019年兖州煤业实现自产煤吨煤价格（不含税）525元/吨，吨煤成本258元/吨，吨煤毛利267元/吨；可比公司自产煤吨煤毛利分别为307元/吨（中国神华）、212元/吨（陕西煤业）、264元/吨（中煤能源）。同时，从历史趋势来看，公司自产煤毛利率保持相对稳健，于2017年后维持在50%以上。

图21：公司自产煤吨煤价格在可比公司中略高（元/吨）



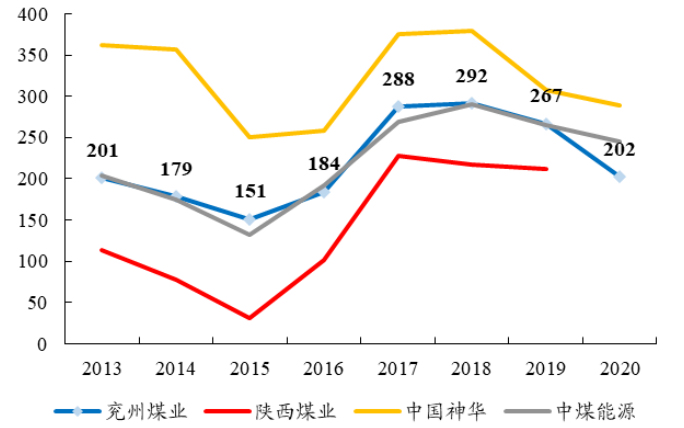
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：公司自产煤吨煤成本相对可比公司较高（元/吨）



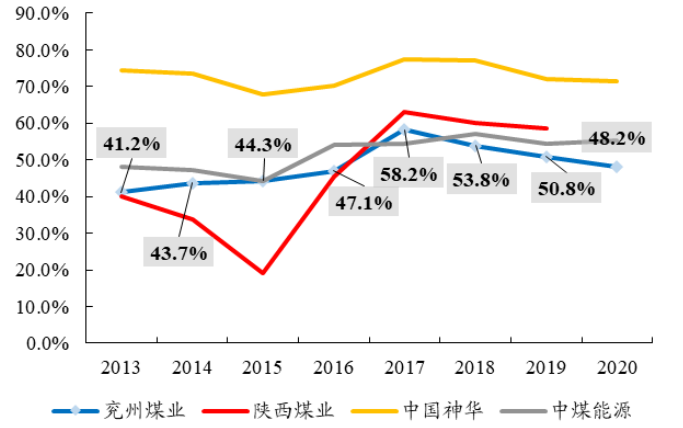
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图23：公司自产煤吨煤毛利表现较好（元/吨）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图24：公司自产煤毛利率保持相对稳健



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、 煤化工业务：集团资产注入，化工品涨价充分受益

3.1、 布局甲醇&精细化工，收购集团资产快速扩张

甲醇为主产品，精细化工补充产业链。煤化工业务是公司以煤炭为基础，“煤与非煤”并重战略中的重要业务环节，主要布局在陕蒙基地，经营主体包括鄂尔多斯能化、榆林能化、鲁南化工、未来能源等，主要产品为甲醇，并包含聚甲氧基二甲醚（DMMn）、乙二醇、醋酸等精细化工产品，以及煤制油产品。汇总来看，公司主要煤化工产品包括：甲醇产能 320 万吨（其中 80 万吨在建），醋酸 100 万吨，煤制油 100 万吨。

收购集团资产，煤化工板块快速扩张。2020 年 9 月公司现金收购兖矿集团控股的煤化工资产鲁南化工 100%股权、未来能源 49.3%股权，并于 12 月完成交割并表。此次收购是公司作为上市公司平台对于集团煤化工资产的系统性整合，有效的延伸了公司煤化工产业链条。鲁南化工主要产品为醋酸、醋酸乙酯、丁醇、合成氨等精细化工产品，未来能源则主要生产煤制油产品，收购完成后公司煤化工产品由甲醇为

主向精细化工扩展。根据公司公告，鲁南化工 2019 年、2020 年分别生产醋酸 103、107 万吨，醋酸乙酯 33、37 万吨；未来能源 2019 年、2020 年分别生产粗液体蜡 43、41 万吨。

多线布局增量产能。公司煤化工业务增量产能包括：**荣信化工二期项目** 90 万吨甲醇、40 万吨乙二醇、30 万吨 DMMn，其中甲醇、乙二醇产线已于 2019 年建成，2020 年试车并投产，DMMn 产线仍在规划当中；**榆林二期项目** 80 万吨甲醇预计 2021 年内投产，50 万吨 DMMn 目前在建；**鲁南化工** 4 万吨高端改性聚甲醛，于 2020 年试车并投产，30 万吨己内酰胺目前在建，预计 2021 年四季度可投产。另外，鲁南化工或将对醋酸及合成氨产线进行改造扩能，有望进一步提升产量。

表3：公司煤化工产品以甲醇为主，向下游精细化工延伸

经营主体	地区	权益比例	产品	产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
鄂尔多斯能化--荣信化工	内蒙古达拉特旗	100%	甲醇	180	180	在产
			乙二醇	40	30	在产
			DMMn	30	40	规划
榆林能化	陕西榆林	100%	甲醇	140	140	80 万吨在建
			DMMn	50	50	在建
鲁南化工	山东滕州	100%	醋酸	100	100	在产
			醋酸乙酯	38	38	在产
			丁醇	15	15	在产
			合成氨	24	24	在产
			聚甲醛	8	8	在产
			己内酰胺	30	30	在建
未来能源	陕西榆林	75%	油品及化工品	100	75	在产
			费托蜡	10	7.5	在产

资料来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

3.2、 甲醇、醋酸两大产品盈利能力强

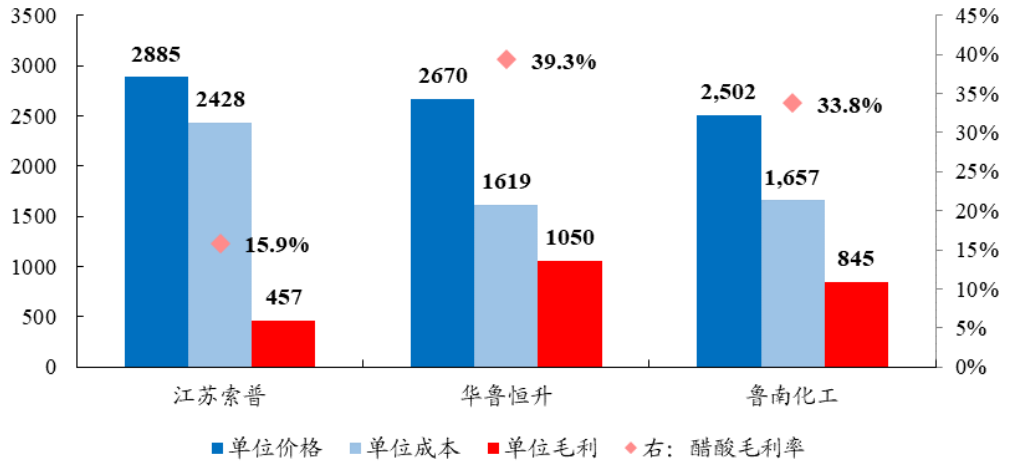
2017-2019 年期间，甲醇实现吨毛利 559、754、417 元/吨，毛利率达 29%、35%、35%。2020 年，疫情影响下甲醇价格大幅下跌，吨毛利受到一定影响降至 212 元/吨。鲁南化工的醋酸业务同样具备较高盈利性，2017-2019 年间，醋酸吨毛利分别为 570、876、845 元/吨，毛利率分别为 23%、23%、34%。2020 年醋酸价格下行拖累了吨净利水平，降至 195 元/吨。醋酸行业以 2019 年数据对比来看，鲁南化工吨毛利及毛利率水平虽低于行业内成本优势领先的华鲁恒升，但显著高于江苏索普。

表4：甲醇、醋酸两大产品具备较强盈利性

	单位	2017	2018	2019	2020
甲醇					
销量	万吨	161.1	164.5	174.9	186
单位价格	元/吨	1930	2125	1637	1308
单位成本	元/吨	1371	1370	1220	1096
单位毛利	元/吨	559	754	417	212
毛利率	%	29%	35%	25%	16%
吨净利	元/吨	276	392	221	80
醋酸					
销量	万吨	58.2	50.9	74.7	75.9
单位价格	元/吨	2,484	3764	2502	2234
单位成本	元/吨	1914	2888	1657	1793
单位毛利	元/吨	570	876	845	442
毛利率	%	23%	23%	34%	20%
吨净利	元/吨	243	350	492	195

数据来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

图25：2019 年鲁南化工醋酸吨毛利低于华鲁恒升，显著高于江苏索普（元/吨）

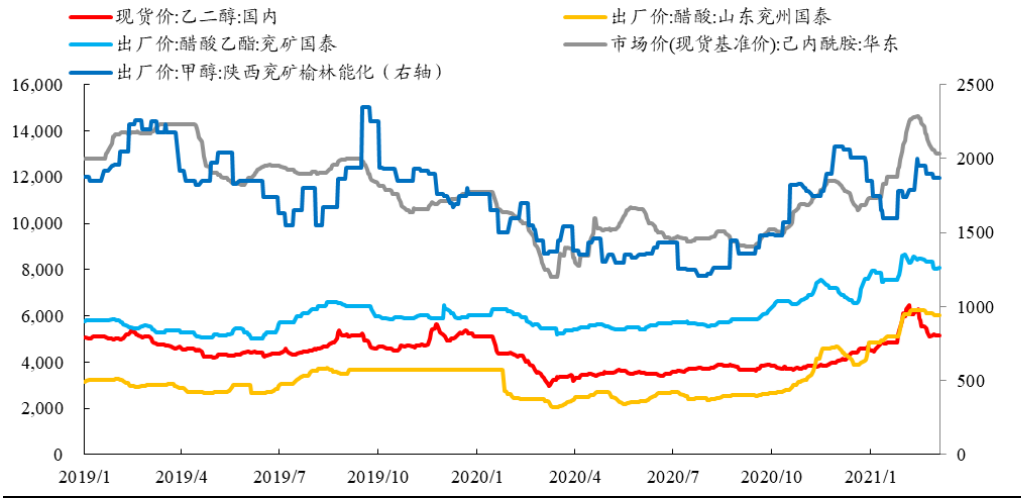


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3、煤化工产品量价齐升，释放盈利弹性

2020 年以来，公司在煤化工板块实现快速扩张，一方面，鄂尔多斯能化荣信二期、榆林能化二期项目陆续建成试车，另一方面，收购集团鲁南化工、未来能源两大资产补充煤化工产业链。同时，2020 年下半年以来，各类主要煤化工产品价格进入显著的上行通道，2021 年景气度得到延续，公司煤化工板块或释放业绩弹性。同时随着未来化工产品产能有序释放，煤化工业务有望提升业绩贡献，根据我们的盈利预测，预计 2021 年煤化工业务毛利占比或将达到 10%。

图26：2020 年下半年以来，公司主要煤化工产品市场价格持续上行（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

基于各主要化工产品 2020 年以及 2021 年 1-3 月市场价格情况，以及各产品相关上市公司披露的生产成本数据，我们对公司煤化工业务做出适当的假设。经过测算，我们**预计煤化工业务 2021-2023 年预计可实现归母净利润 19.8、23.7、26.4 亿元**，对公司业绩增长具有显著贡献。

表5：根据测算，公司煤化工业务 2021-2023 年预计可实现归母净利润 19.8、23.7、26.4 亿元

		2021E	2022E	2023E			2021E	2022E	2023E
甲醇					**丁醇**				
销量	万吨	240	300	320	销量	万吨	15	15	15
单位价格	元/吨	1500	1500	1500	单位价格	元/吨	8000	8000	8000
单位成本	元/吨	1100	1100	1100	单位成本	元/吨	4200	4200	4200
单位毛利	元/吨	400	400	400	单位毛利	元/吨	3800	3800	3800
收入	亿元	36.0	45.0	48.0	收入	亿元	12.0	12.0	12.0
成本	亿元	26.4	33.0	35.2	成本	亿元	6.3	6.3	6.3
毛利	亿元	9.6	12.0	12.8	毛利	亿元	5.7	5.7	5.7
毛利率	%	27%	27%	27%	毛利率	%	48%	48%	48%
醋酸					**合成氨**				
销量	万吨	75	95	95	销量	万吨	28	28	88
单位价格	元/吨	4000	4000	4000	单位价格	元/吨	2726	2726	2726
单位成本	元/吨	2600	2600	2600	单位成本	元/吨	2000	2000	2000
单位毛利	元/吨	1400	1400	1400	单位毛利	元/吨	726	726	726
收入	亿元	29.8	37.8	37.8	收入	亿元	7.6	7.6	24.0
成本	亿元	19.4	24.6	24.6	成本	亿元	5.6	5.6	17.6
毛利	亿元	10.4	13.2	13.2	毛利	亿元	2.0	2.0	6.4
毛利率	%	35%	35%	35%	毛利率	%	27%	27%	27%
醋酸乙酯					**聚甲醛**				
销量	万吨	38	38	38	销量	万吨	7	7	7
单位价格	元/吨	6500	6500	6500	单位价格	元/吨	11000	11000	11000
单位成本	元/吨	4800	4800	4800	单位成本	元/吨	7700	7700	7700
单位毛利	元/吨	1700	1700	1700	单位毛利	元/吨	3300	3300	3300

		2021E	2022E	2023E			2021E	2022E	2023E
收入	亿元	24.7	24.7	24.7	收入	亿元	7.9	7.9	7.9
成本	亿元	18.2	18.2	18.2	成本	亿元	5.5	5.5	5.5
毛利	亿元	6.5	6.5	6.5	毛利	亿元	2.4	2.4	2.4
毛利率	%	26%	26%	26%	毛利率	%	30%	30%	30%
粗液体蜡					**己内酰胺**				
销量	万吨	40	40	40	销量	万吨		27	27
单位价格	元/吨	3600	3600	3600	单位价格	元/吨		10674	10674
单位成本	元/吨	3100	3100	3100	单位成本	元/吨		9200	9200
单位毛利	元/吨	500	500	500	单位毛利	元/吨		1474	1474
收入	亿元	14.4	14.4	14.4	收入	亿元		28.8	28.8
成本	亿元	12.4	12.4	12.4	成本	亿元		24.8	24.8
毛利	亿元	2.0	2.0	2.0	毛利	亿元		4.0	4.0
毛利率	%	14%	14%	14%	毛利率	%		14%	14%
乙二醇					**煤制油-其他油品**				
销量	万吨	34	34	34	销量	万吨	40	40	40
单位价格	元/吨	5000	5000	5000	单位价格	元/吨	3000	3000	3000
单位成本	元/吨	4800	4800	4800	单位成本	元/吨	2800	2800	2800
单位毛利	元/吨	200	200	200	单位毛利	元/吨	200	200	200
收入	亿元	17.0	17.0	17.0	收入	亿元	12.0	12.0	12.0
成本	亿元	16.3	16.3	16.3	成本	亿元	11.2	11.2	11.2
毛利	亿元	0.7	0.7	0.7	毛利	亿元	0.8	0.8	0.8
毛利率	%	4%	4%	4%	毛利率	%	7%	7%	7%
煤化工业务合计									
总营业收入	**亿元**	**161**	**207**	**227**					
总营业成本	**亿元**	**121**	**158**	**172**					
总毛利	**亿元**	**40.1**	**49.3**	**54.4**					
归母净利润	**亿元**	**19.8**	**23.7**	**26.4**					

数据来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

注：表中单位价格为不含税价

4、 山东国企改革，兖矿山能合并

4.1、 山东两大煤企集团合并，行业集中度提升

2020 年 7 月山东省内两大煤炭集团兖矿集团与山东能源集团开展合并重组，并于 11 月底启动交割，合并重组后的新山东能源集团将成为山东省内将唯一大型煤炭集团公司。两大集团均属于国内仅有的七家亿吨级产量大型煤企，根据中煤协数据，2019 年兖矿集团实现煤炭产量 1.61 亿吨，位列第三，山东能源集团实现煤炭产量 1.45 亿吨，位列第五。以 2019 年数据为依据，合并后的新山东能源集团产量可达 3.06 亿吨，规模超越中煤集团，仅次于国家能源集团以及同样进行合并重组的晋能控股集团。

大型煤企兼并重组是煤炭行业高质量发展的大势所趋，行业集中度进一步提升。“十三五”以来，为进一步提高产业集中度，增强市场稳定性和抗风险能力，供给侧

改革提出新要求，大型煤企横向整合成为行业供改的重要发力点。“十三五”规划中提到，支持优势煤炭企业兼并重组，培育大型骨干企业集团。中煤协 2021 年 3 月发布的《2020 年煤炭行业发展年度报告》中提到，“十四五”的主要目标之一就是推动企业兼并重组，培育 3~5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业，组建 10 家亿吨级煤炭企业。2020 年内，山西、山东大力推进省内大型煤企兼并重组，推动国内煤炭行业集中度进一步提升。根据中煤协数据，以 2019 年产量进行估算，晋能控股集团与山东能源集团完成重组后，国内煤炭行业 CR4 将由 27%提升至 38%。

表6：2020 年大型煤企整合历程

时间	省份	事件	整合主体
2020 年 4 月	山西	焦煤集团拟采取无偿划转、吸收合并的方式对山煤集团进行重组	山西焦煤集团、山煤集团
2020 年 7 月	山东	兖矿集团与山东能源集团开展战略重组，合并成立“新山能集团”	兖矿集团、山东能源集团
2020 年 7 月	山西	潞安化工集团成立，拟对潞安、晋煤、阳煤三大集团相关资产进行整合；9 月潞安集团将潞安环能等资产无偿划转至潞安化工集团	潞安集团、晋煤集团、阳煤集团
2020 年 10 月	山西	山西省联合重组同煤、晋煤、晋能、潞安、华阳新材料等集团公司，组建晋能控股集团	同煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、华阳新材料

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表7：煤企整合完成后，国家能源、晋能控股、山东能源集团将成为前三大煤企

序号	煤企	总资产（亿元）	煤炭产量（万吨）
		2020/9/30	2019 年
1	国家能源集团	18,264	52,413
2	晋能控股集团	15,377	44,891
3	山东能源集团	6,625	30,685
4	中煤集团	4,200	19,222
5	陕煤集团	5,779	16,023
6	山西焦煤集团	4,451	13,540

数据来源：Wind、中煤协、开源证券研究所

4.2、 上市公司战略性凸显，资产注入预期增强

两大集团合并大幅增强上市公司资产注入预期。山东省积极推进国企改革进程中，整体上市是重点推进目标之一。就兖矿集团自身而言，截至 2020Q3 末，其资产证券化率约 65%，仍有近三分之一的证券化空间；而兖矿、山东能源两大集团合并后，新集团的资产证券化率将仅有 33%。煤炭资源方面，兖矿集团旗下有贵州能化、新疆能化等煤炭产能（合计 840 万吨）未证券化，山东能源集团旗下仍有包括新矿集团、枣矿集团、淄矿集团等合计 1.46 亿吨产能未证券化。未来有望在保证不摊薄上市公司业绩前提下，进一步推进优质资产注入。

集团资产注入已开始发力，公司大举购入集团“煤化”资产。2020 年 10 月，公司以 183.6 亿元现金收购集团旗下包括未来能源、鲁南化工在内的煤炭、煤化工等资产。其中未来能源主要资产为金鸡滩煤矿（1500 万吨产能）及煤制油项目；鲁南化工主要资产为醋酸化工产业链（醋酸产能 100 万吨）。此次收购主要拓展了公司煤化工产业链，体现了集团内煤化工资产向上市平台集中整合的战略方向。根据公告，全部 7 个收购标的 2019 年净利润合计为 27.4 亿元，有利于增厚公司业绩。同时，**兖矿集团也针对此次收购提出业绩承诺：**2020-2022 年内，标的股权实现扣非后归母净利润合计**不低于 43.14 亿元**；承诺期结束后若业绩未达成目标，兖矿集团将以现金方式对公司进行补偿。

表8：公司大举收购集团煤炭及煤化工资产

序号	收购标的	涉及业务	收购股权	完成后持股	收购金额（亿元）	2019 年净利润（亿元）
1	**未来能源**	煤炭开采、煤化工	49.3%	74%	108.2	22.45
2	**精细化工**	煤化工	100%	100%	2.2	0.30
3	**鲁南化工**	煤化工	100%	100%	61.9	3.89
4	**化工装备**	化工装备	100%	100%	0.7	0.01
5	**供销公司**	销售	100%	100%	2.3	0.18
6	**济三电力**	火力发电	99%	99%	7.1	0.38
7	**信息中心**	信息化业务	-	-	1.2	0.20
合计					183.6	27.4

资料来源：公司公告、开源证券研究所

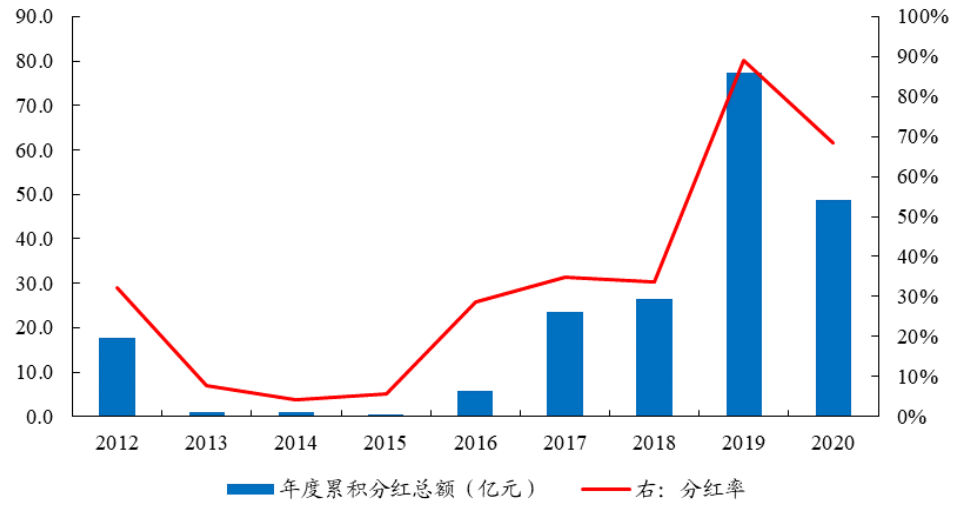
5、 高分红低估值标的，凸显投资价值

5.1、 承诺未来五年高分红，近两年分红率大幅提升

2019/2020 年度分红率大幅提升。根据《公司章程》中现金分红政策规定，当年盈利且累计未分配利润为正的前提下在，公司每年度现金分红比例应占扣除法定储备后净利润的 35%。自 2016 年以来，伴随业绩大幅改善，公司现金分红回归常态，2017-2018 年分红率均约 35%；2019 年，公司进一步加大股东回馈力度，在正常分红的基础上，派发特别现金股利，2019 年累积分红总额达 77.3 亿元，分红率高达 89%；根据 2020 年度分红方案，公司拟分红 48.7 亿元，每股分红 1.00 元，中国会计准则下分红率达 68%，IFRS 准则下分红率达 77%，以 4 月 6 日最新收盘价计算，A 股/H 股股息率可达 7.6%/12.6%。

未来 5 年保底分红率 50%，承诺彰显业绩信心。2020 年 10 月，公司发布公告，拟提高 2020-2024 年度现金分红比例至 50%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。经测算，公司保底年度分红总额为 24.4 亿元，根据 4 月 6 日收盘价计算，公司 A 股保底股息率为 3.8%，H 股保底股息率为 6.3%。

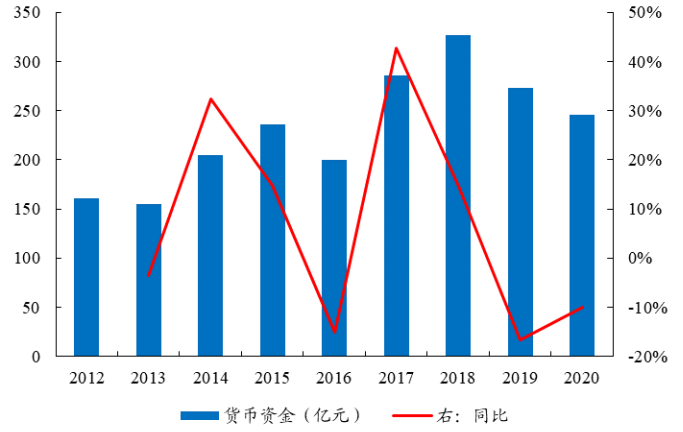
图27：2019、2020 年公司分红率分别为 89%、68%（中国会计准则）



数据来源：Wind、开源证券研究所

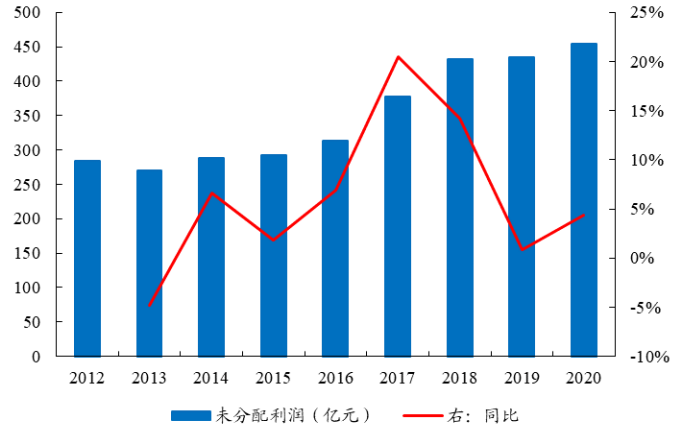
稳健基本面支持稳定持续高分红。截至 2020 年末，公司账面货币资金 245 亿元，未分配利润 454 亿元，均对公司承诺的高分红有所支持。资本支出方面，近年来公司大型项目建设已陆续规划与开工建设，固定资产投资增速持续放缓，2020 年度资本支出 120 亿元，同比增长 5.7%。现金流方面，2020 年公司经营性净现金流 222 亿元，受煤价下跌影响同比下滑 10.6%，但规模仍然可观，可有效支撑稳定分红。

图28：公司账面货币资金充裕，2020 年末为 245 亿元



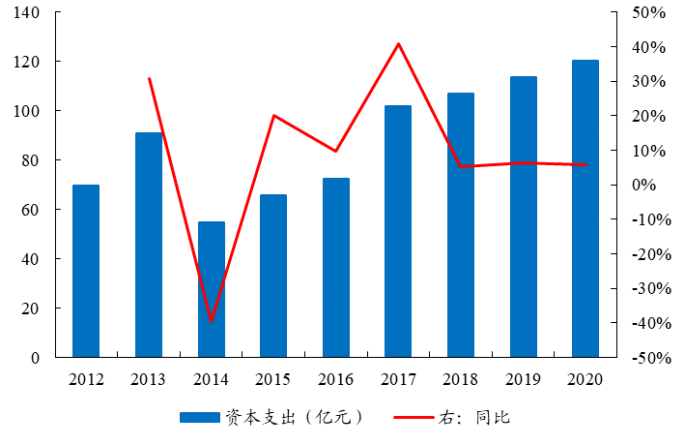
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：公司未分配利润稳定增长，2020 年末为 454 亿元



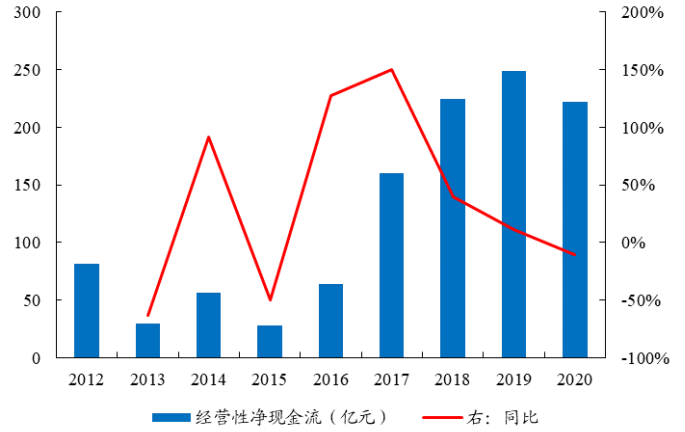
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：公司资本支出增速放缓，2020 年支出 120 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2020 年公司经营性净现金流达 222 亿元



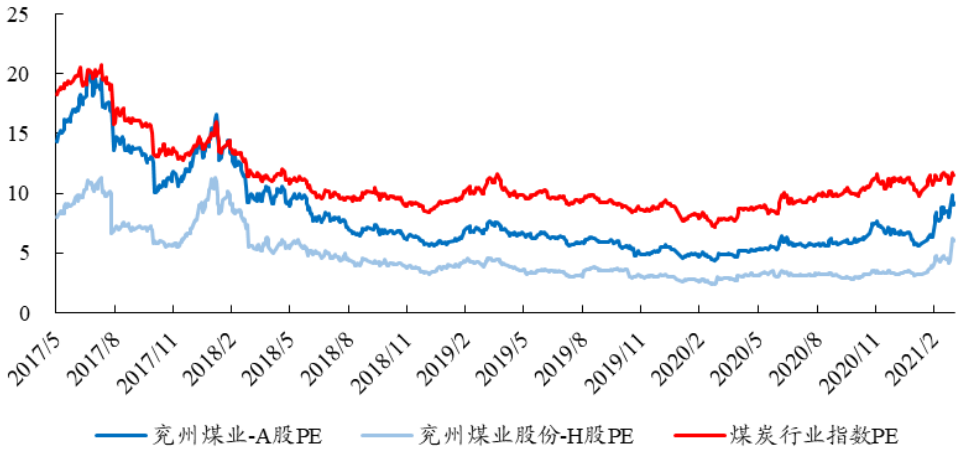
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 市场低估明显，A/H 股价差高位

当前公司 A 股 PE（TTM）基本保持在 5~7 倍区间，H 股 PE（TTM）则保持在 3~4 倍区间。纵向对比来看，当前估值水平基本处于历史低位，远低于 2017 年 15~20 倍高点；横向对比来看，公司 PE 估值与煤炭行业 10 倍左右的平均 PE 仍有较大差距。而从盈利能力看，2017 年以来，公司 ROE 均保持在 14%左右，明显高于行业平均水平。相对于优于行业平均的盈利能力，公司当前市值被市场明显低估，存在估值修复空间。

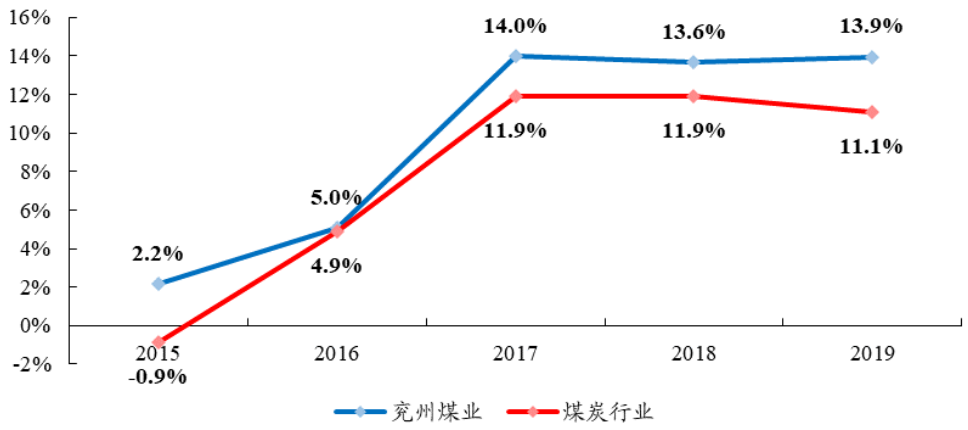
AH 股价差较大，H 股低估更为明显。2020 年下半年以来，公司 AH 股溢价率大幅提升至近 100%，近期溢价率达 70%左右。当前 H 股折价明显，PE 远低于 A 股，估值回归预期更强。结合公司高分红承诺，H 股的显著低估值将带来更高股息率，投资价值凸显。

图32：公司 A/H 股 PE（TTM）当前处于历史低位，且明显低于行业水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：公司 ROE 显著高于行业平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2020 年下半年以来，公司 A/H 股溢价率高达 60%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 盈利预测与投资建议

6.1、 关键假设

煤炭业务方面，我们分别对国内业务及海外业务进行预测：国内业务，考虑到预测期内，金鸡滩矿 1500 万吨产能并表，陕蒙基地千万吨大矿产能利用率逐渐提升，万福矿 180 万吨产能投产，国内煤炭产销量将稳步增长；海外煤炭主要是莫拉本矿稍有增量，产销量整体保持平稳趋势。我们预计 2020-2022 年公司商品煤销量分别为 14911、15145、15241 万吨，整体或呈现平稳增长态势。价格方面，随着国内外能源需求修复，我们认为 2021 年全年吨煤价格将同比上涨。

煤化工业务方面，荣信二期、榆林二期建成投产，以及鲁南化工、未来能源并表，扩充煤化工品类，贡献产能增量。价格成本假设参考上文 3.3 内容。

表9：公司业务关键假设及经营预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
1、煤炭业务						
商品煤产量	万吨	9447	12027	12138	12388	12488
商品煤销量	万吨	11612	14762	14911	15145	15241
吨煤价格	元/吨	549	470	558	548	547
吨煤成本	元/吨	337	309	343	342	341
吨煤毛利	元/吨	212	161	215	206	206
收入	亿元	638	694	832	829	834
成本	亿元	391	457	511	517	520
毛利	亿元	247	238	320	312	314
毛利率	%	39%	34%	39%	38%	38%
1.1 国内自产煤						
商品煤销量	万吨	5054	7025	7211	7395	7441
吨煤价格	元/吨	524	427	534	524	524
吨煤成本	元/吨	258	184	250	250	250
吨煤毛利	元/吨	266	243	284	274	274
收入	亿元	265	300	385	387	390
成本	亿元	130	129	180	185	186
毛利	亿元	135	171	205	202	204
毛利率	%	51%	57%	53%	52%	52%
1.2 海外自产煤						
商品煤销量	万吨	4105	4253	4300	4350	4400
吨煤价格	元/吨	526	406	532	516	516
吨煤成本	元/吨	265	284	280	280	280
吨煤毛利	元/吨	260	123	252	236	236
收入	亿元	216	173	229	225	227
成本	亿元	109	121	120	122	123
毛利	亿元	107	52	108	103	104
毛利率	%	50%	30%	47%	46%	46%
1.3 贸易煤业务						

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
商品煤销量	万吨	2,452	3484	3400	3400	3400
收入	亿元	157	221	218	218	218
成本	亿元	152	207	211	211	211
毛利	亿元	5	15	7	7	7
毛利率	%	3%	7%	3%	3%	3%
2、煤化工业务						
收入	亿元	29	105	161	207	227
成本	亿元	21	93	121	158	172
毛利	亿元	7	12	40	49	54
毛利率	%	25%	12%	25%	24%	24%
3、铁路运输业务						
收入	亿元	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0
成本	亿元	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0
毛利	亿元	2.0	1.7	2.0	2.0	2.0
4、电力业务						
收入	亿元	5.8	11.6	11.6	11.6	11.6
成本	亿元	4.9	9.3	9.3	9.3	9.3
毛利	亿元	1.0	2.3	2.3	2.3	2.3
5、热力业务						
收入	亿元	0.3	6.5	6.5	6.5	6.5
成本	亿元	0.2	5.7	5.7	5.7	5.7
毛利	亿元	0.1	0.8	0.8	0.8	0.8
6、机电装备制造						
收入	亿元	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
成本	亿元	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
毛利	亿元	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
7、非煤贸易业务						
收入	亿元	1287	1469	1500	1500	1500
成本	亿元	1283	1457	1490	1490	1490
毛利	亿元	5	11	10	10	10
● **合计**						
总营业收入	**亿元**	**2006**	**2150**	**2494**	**2560**	**2585**
总营业成本	**亿元**	**1727**	**1866**	**2099**	**2142**	**2158**
总毛利	**亿元**	**279**	**284**	**395**	**419**	**426**
毛利率	**%**	**13.9%**	**13.2%**	**15.8%**	**16.4%**	**16.5%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：表中单位价格均为不含税价

6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

兖州煤业作为华东动力煤龙头，积极布局山东、陕蒙、澳洲三大煤炭基地，是国际化程度最高的国有大型煤企，公司产能规模庞大仅次于中国神华，产销量平稳增长，疫情后期国内外煤价上涨改善煤炭业绩。煤化工板块通过收购集团资产实现快速扩张，伴随化工周期上涨行情，有望实现量价齐升释放盈利弹性，成为驱动业绩增长的新增长点。同时，公司兼具高分红高股息率以及低估值特点，凸显长期投资价值。

我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 118.6/129.8/133.1 亿元，同比增长 66.5%/9.42%/2.6%；EPS 分别为 2.43/2.66/2.73 元，对应当前股价，PE 为 5.4/4.9/4.8 倍。相对估值方面，我们选取中国神华、中煤能源、陕西煤业等三家国内动力煤龙头煤企作为可比公司。公司 2021 年预测 PE 为 5.4 倍，远低于可比公司 9.0 倍平均 PE；公司 PB 为 1.33 倍，微高于可比公司 1.18 倍平均 PB。总体看，公司低估值特征凸显，有望迎来估值修复。**看好公司在后疫情时期周期上行阶段的业绩表现，以及低估值修复行情。首次覆盖，给予“买入”评级。**

表10：可比公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB
		2021/4/6	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021/4/6
601088.SH	中国神华	3,874	464.1	474.3	481.7	8.3	8.2	8.0	1.09
601898.SH	中煤能源	805	81.2	85.0	100.0	9.9	9.5	8.1	0.80
601225.SH	陕西煤业	1,136	131.4	135.3	-	8.6	8.4	-	1.65
	平均					9.0	8.7	8.0	1.18
600188.SH	兖州煤业	642	118.6	129.8	133.1	5.4	4.9	4.8	1.33

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国神华、兖州煤业盈利预测及估值来自于开源证券研究所预测，中煤能源、陕西煤业来自 Wind 一致预期

7、 风险提示

经济恢复不及预期。当前处于后疫情时代的经济复苏阶段，煤炭行业作为我国能源支柱产业，与宏观经济的发展息息相关，同时，海外需求的修复情况也对兖煤澳洲业务影响较大。如果经济恢复不及预期，总需求整体不足，行业也将进入景气低谷。

煤炭价格下跌风险。公司业绩依赖于煤炭生产，受国内与国际煤炭价格波动影响较大。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

汇率波动风险。公司海外营收占比较大，其中主要以兖煤澳洲所在的澳大利亚业务为主，该部分业绩受人民币与澳元汇率波动影响较大。

新增产能进度落后预期。公司未来业绩增长的主要驱动力来自于可预期的煤炭及煤化工增量产能。如果新增产能进度出现延期滞后，会对公司业绩增长潜力造成削弱。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	63,562	58,072	42,141	74,932	53,295
现金	27,274	24,542	1,281	40,054	12,216
应收票据及应收账款	4,495	4,049	9,283	3,399	9,195
其他应收款	3,043	3,129	2,510	3,589	2,634
预付账款	3,484	3,395	4,910	3,507	4,988
存货	7,300	7,715	8,146	8,233	8,344
其他流动资产	17,966	15,242	16,012	16,151	15,917
非流动资产	144,259	200,838	209,645	218,817	226,913
长期投资	17,634	19,026	22,818	26,087	29,467
固定资产	43,916	66,114	83,672	96,270	105,387
无形资产	49,314	58,855	56,737	54,618	52,500
其他非流动资产	33,395	56,844	46,419	41,842	39,558
资产总计	207,821	258,910	251,787	293,749	280,207
流动负债	73,320	102,081	95,920	121,960	92,765
短期借款	8,748	15,714	15,714	15,714	15,714
应付票据及应付账款	19,554	23,924	19,473	25,889	20,151
其他流动负债	45,018	62,443	60,732	80,356	56,899
非流动负债	50,977	77,047	66,470	66,568	65,987
长期借款	40,701	60,881	60,615	60,608	60,035
其他非流动负债	10,276	16,166	5,855	5,960	5,952
负债合计	124,297	179,128	162,390	188,528	158,752
少数股东权益	20,232	25,664	28,267	31,115	34,038
股本	4,912	4,860	4,873	4,873	4,873
资本公积	483	155	155	155	155
留存收益	50,317	45,936	53,167	61,079	69,196
归属母公司股东权益	63,292	54,118	61,130	74,106	87,418
负债和股东权益	207,821	258,910	251,787	293,749	280,207

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24,871	22,233	16,507	61,532	-3,329
净利润	11,110	6,838	14,462	15,824	16,235
折旧摊销	6,823	9,597	9,771	12,094	14,222
财务费用	2,537	2,690	3,741	3,841	3,877
投资损失	-1,734	-3,686	-1,500	-1,500	-1,500
营运资金变动	4,653	-136	-2,972	31,274	-36,163
其他经营现金流	1,483	6,930	-6,994	- 0	- 0
投资活动现金流	-5,972	-13,584	-17,079	-19,765	-20,818
资本支出	11,368	12,012	5,875	20,381	20,381
长期投资	1,747	545	-3,793	-1,912	-3,380
其他投资现金流	7,143	-1,027	-14,996	-1,295	-3,817
筹资活动现金流	-23,372	-14,408	-22,690	-2,994	-3,691
短期借款	563	6,967	- 0	- 0	- 0
长期借款	-7,354	20,180	-266	-6	-573
普通股增加	- 0	-52	13	- 0	- 0
资本公积增加	-641	-328	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	-15,940	-41,175	-22,437	-2,988	-3,118
现金净增加额	-4,550	-5,843	-23,261	38,773	-27,838

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,647	214,992	249,388	256,046	258,480
营业成本	172,736	186,571	209,909	214,171	215,846
营业税金及附加	2,135	3,421	3,741	3,841	3,877
营业费用	5,683	5,425	7,482	7,681	7,754
管理费用	4,492	5,376	6,235	6,401	6,462
研发费用	265	510	499	512	517
财务费用	2,537	2,690	3,741	3,841	3,877
资产减值损失	-173	-50	- 0	- 0	- 0
其他收益	87	107	- 0	- 0	- 0
公允价值变动收益	240	223	- 0	- 0	- 0
投资净收益	1,734	3,686	1,500	1,500	1,500
资产处置收益	-50	-46	- 0	- 0	- 0
营业利润	13,521	14,194	19,282	21,099	21,646
营业外收入	688	2,106	- 0	- 0	- 0
营业外支出	166	7,047	- 0	- 0	- 0
利润总额	14,043	9,254	19,282	21,099	21,646
所得税	2,934	2,416	4,821	5,275	5,412
净利润	11,110	6,838	14,462	15,824	16,235
少数股东损益	1,862	-775	2,603	2,848	2,922
归母净利润	8,668	7,122	11,859	12,976	13,312
EBITDA	23,151	22,833	30,767	34,709	37,244
EPS(元)	1.78	1.46	2.43	2.66	2.73

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	7.1	16.0	2.7	1.0
营业利润(%)	-12.0	5.0	35.8	9.4	2.6
归属于母公司净利润(%)	9.6	-17.8	66.5	9.4	2.6
获利能力					
毛利率(%)	13.9	13.2	15.8	16.4	16.5
净利率(%)	4.3	3.3	4.8	5.1	5.2
ROE(%)	13.3	8.6	16.2	15.0	13.4
ROIC(%)	10.0	6.4	10.8	10.6	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	59.8	69.2	64.5	64.2	56.7
净负债比率(%)	46.3	93.4	93.6	43.5	60.8
流动比率	0.9	0.6	0.4	0.6	0.6
速动比率	0.5	0.3	0.1	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	29.4	50.3	37.4	40.4	41.0
应付账款周转率	10.5	8.6	9.7	9.4	9.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	1.46	2.43	2.66	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	5.10	4.56	3.39	12.63	-0.68
每股净资产(最新摊薄)	10.87	10.03	11.47	14.13	16.87
估值比率					
P/E	7.4	9.0	5.4	4.9	4.8
P/B	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.3	7.2	5.7	4.1	4.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn