

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

关注煤化工盈利边际改善下的煤企投资机遇

2023年10月8日

事件: 今年三季度以来, 甲醇、乙二醇、醋酸、醋酸乙酯、石脑油、聚乙烯等煤化工产品的价格均呈现企稳反弹态势, 煤化工板块盈利水平逐步恢复, 景气度有所提升。以甲醇和醋酸为例, 从6月30日至9月28日, 甲醇价格由2210元/吨上涨至2520元/吨, 涨幅14.03%; 醋酸价格由2800元/吨上涨至4650元/吨, 涨幅66.07%。煤化工产品价格整体改善, 有望带动相关煤炭企业业绩释放。

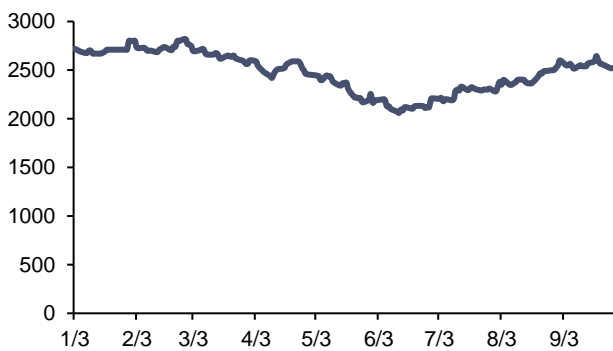
点评:

- **受益于油价上涨, 煤化工行业盈利能力显著改善。** 2023年7月, 随着沙特实施100万桶/天的强势额外减产, 加剧了原油供应紧张, 同时成品油消费特别是美国汽油消费进入旺季, 美联储加息或接近尾声, 油价企稳回升。自今年6月底以来, 布伦特原油价格由74.9美元/桶上涨至9月28日的95.38美元/桶, 涨幅27.34%。受益于油价上涨, 煤化工产品价格呈现企稳反弹态势, 煤化工行业盈利能力改善。
- **高油价背景下, 煤化工成本优势显现。** 从成本端看, 石油化工所需的原材料占成本比重最大, 对油价更为敏感, 而现代煤化工主要成本为固定资产投资, 其折旧摊销较大, 对煤价敏感程度较弱。因此, 在油价处于高位中枢背景下, 意味着石油化工下游化工品成本的不断抬升, 助推煤化工产品价格上涨的同时, 凸显煤化工成本优势, 煤化工盈利能力显著改善。以宝丰能源300万吨煤制烯烃项目为例进行测算, 当煤价在200-300元/吨时, 与其对应的原油竞争价格为30-35美元/桶; 当煤价低于1000元/吨, 且油价高于60美元/桶时, 煤制烯烃项目具有成本优势。鉴于现代煤化工高固定资产投资属性, 当油价处于高位中枢背景下, 我们认为, 煤化工产业将具备明显成本优势。此外, 若煤化工项目主体具备上游煤矿资源, 则产品盈利空间或将进一步打开。
- **煤化工产品价格上涨, 带动煤炭需求边际改善, 或将支撑煤价偏强运行。** 相对于前期的被动去库, 近两个月, 市场对“金九银十”旺季消费有向好的预期, 不同下游领域多有主动增加备货、提升负荷的动作, 为旺季到来提前做好准备。今年7月以来, 随着煤化工产品价格上行, 叠加大下游终端的主动补库, 我国化工行业耗煤量以及甲醇开工率持续走高。9月22日, 化工行业周度耗煤量达到590.74万吨, 相较7月低点耗煤量增加34.82万吨/周。甲醇开工率也大幅走高, 由6月底的75.92%上升至9月22日的82.72%。从2023年1-8月动力煤消费情况看, 化工行业消费量为1.55亿吨, 占动力煤消费量的5.9%。值得关注的是, 由于大部分动力煤用于电力行业长协保供, 煤化工企业的煤炭采购主要是非电煤现货市场采购, 而非电需求看, 2023年1-8月化工行业消费量占动力煤非电需求的16.5%。我们预计, 随着煤化工产业步入景气周期, 化工耗煤量有望保持高位, 同时带动煤炭需求边际改善, 叠加长协

保供背景下现货煤相对紧俏，有望支撑煤炭市场偏强运行。

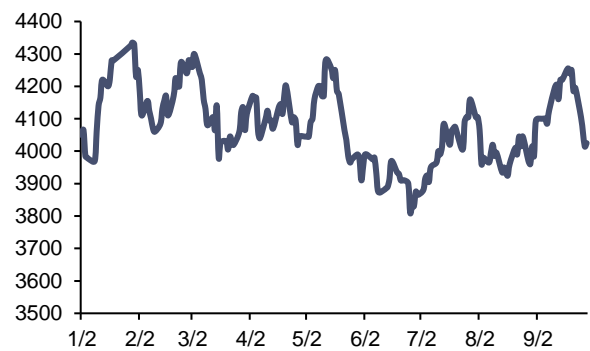
- **投资建议：**随着煤化工业务盈利边际改善，拥有煤化工产业和化工煤占比较高的企业尤其是兖矿能源有望受益更多。经梳理，在主要煤企上市公司中，兖矿能源、广汇能源、中煤能源、中国神华和淮北矿业拥有煤化工业务，其中兖矿能源、广汇能源和中煤能源煤化工收入占比较高，2023H1 煤化工收入占比分别为 14%、17%和 10%，在煤化工产品价格上涨背景下相对更为受益。从终端化工品看，兖矿能源主要生产甲醇、醋酸、醋酸乙酯等产品，其中上半年甲醇产量 176 万吨、醋酸产量 58 万吨；中煤能源主要生产甲醇、聚乙烯、尿素等产品，其中上半年甲醇产量 97 万吨、尿素 99 万吨、聚烯烃 76 万吨；广汇能源主要生产甲醇、煤基油品、乙二醇等，其中上半年甲醇产量 47 万吨、煤基油品产量 33 万吨。受益于煤化工产品价格上行，我们认为兖矿能源、广汇能源和中煤能源的煤化工业务有望呈现环比改善态势。以兖矿能源和中煤能源为例，按照当前煤化工产品价格初步测算，相较上半年，我们预计兖矿能源 2023H2 煤化工业务实现营业收入 126 亿元和毛利 26 亿元，毛利环比增加 41.8%；我们预计中煤能源 2023H2 煤化工业务实现营业收入 107 亿元和毛利 18 亿元，毛利环比增加 5.9%。基于此，重点提示投资者关注拥有煤化工业务的煤企，在煤化工盈利边际改善下带来的投资机会，如兖矿能源、广汇能源、中煤能源等。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期；海外油价大幅下行风险；发生重大煤炭安全事故风险。

图 1：2023 年中国港口现货价：甲醇（元/吨）



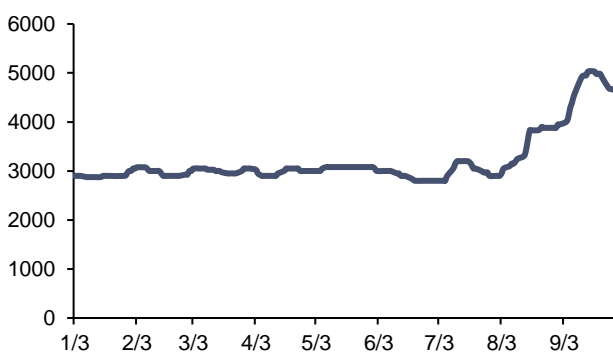
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2023 年中国华东地区市场价：乙二醇（元/吨）



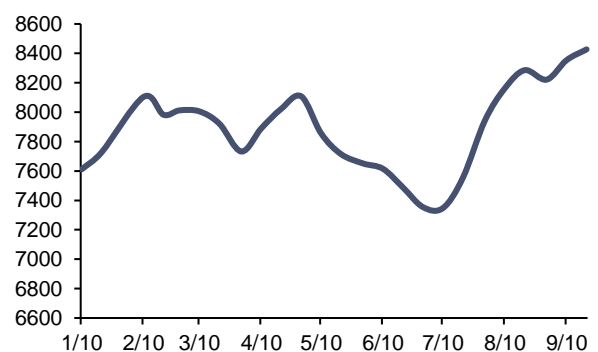
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2023 年中国现货价：醋酸（元/吨）

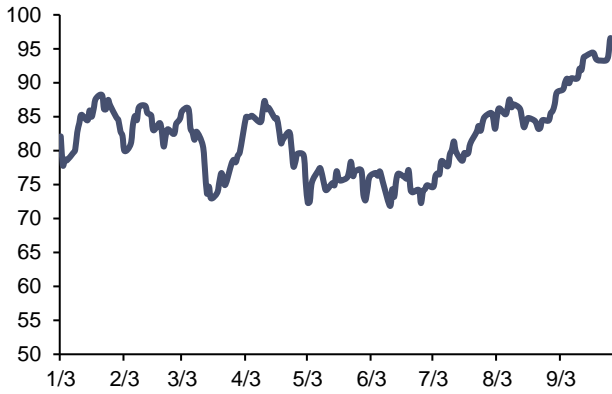


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：中国市场价：柴油（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

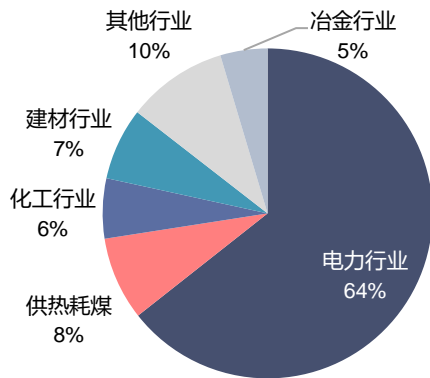
图 5: 2023 年期货结算价 (连续): 布伦特原油 (美元/桶)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

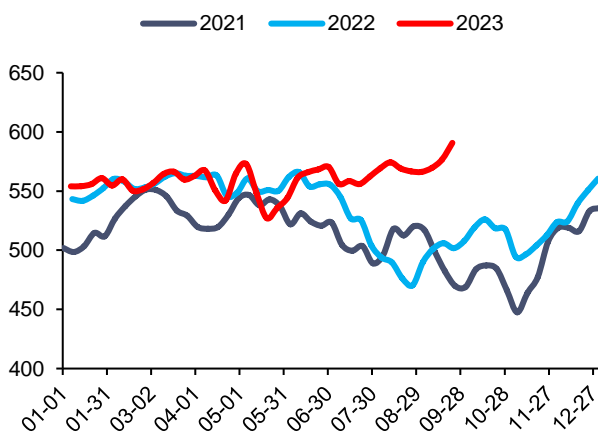
图 6: 高油价背景下, 煤化工盈利能力增强

煤炭价格 (元/吨)	聚烯烃成本 (元/吨)	对应国际油价范围 (美元/桶)
100	4428	25-30
200	4752	30-35
300	5075	30-35
400	5398	35-40
500	5721	40-45
600	6044	40-45
700	6367	45-50
800	6690	50-55
900	7013	50-55
1000	7336	55-60
1100	7659	60-65
1200	7983	60-65

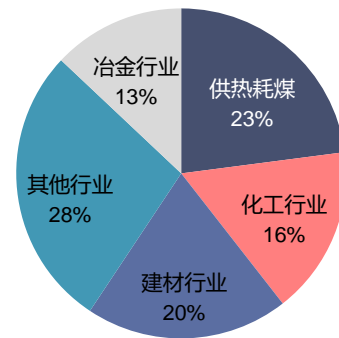
资料来源: 乌审旗人民政府官网, 《石脑油与甲醇制烯烃的竞争力分析》, 信达证券研发中心。注: 以宝丰能源 300 万吨煤制烯烃项目为例测算

图 7: 2023 年 1-8 月动力煤消费占比情况


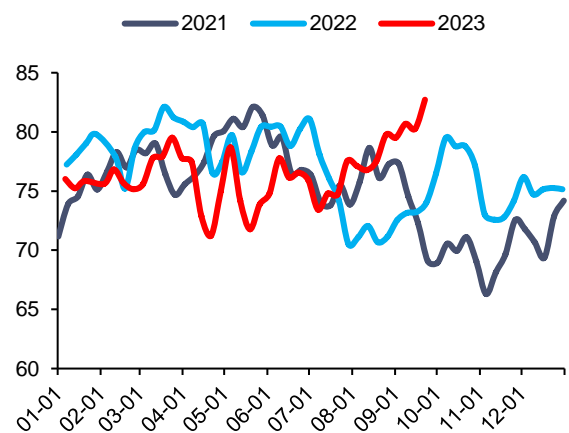
资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 9: 化工行业周度耗煤情况 (万吨)


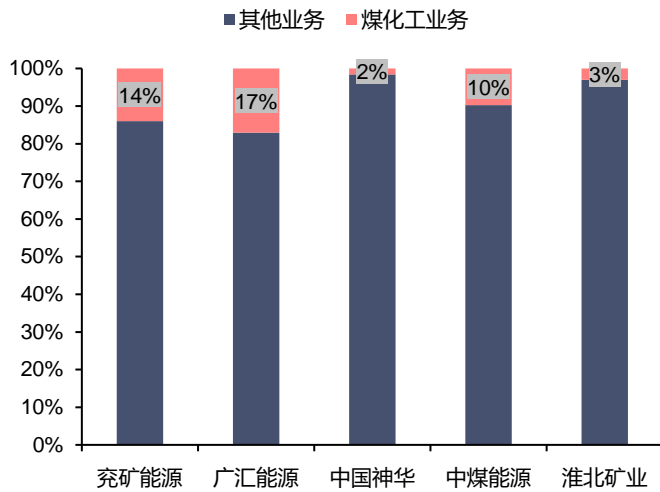
资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心。注: 统计范围含甲醇、合成氨、PVC、纯碱、乙二醇

图 8: 2023 年 1-8 月动力煤非电需求占比情况


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 10: 甲醇开工率情况 (%)


资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 11：2023H1 主要煤炭企业煤化工收入占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：淮北矿业煤化工业务收入已剔除焦炭收入。

图 12：2023H1 主要煤企煤化工产品目录及产量收入情况

公司	产品	产量 (万吨)		营业收入 (亿元)	
		产量	占比	收入	占比
兖矿能源	甲醇	176		32	
	醋酸	58		9	
	柴油	24		15	
	醋酸乙酯	22		12	
	己内酰胺	15		15	
	乙二醇	14		6	
	石脑油	12		8	
	聚甲醛	4		4	
	其他				
广汇能源	甲醇	47		-	
	煤基油品	33		-	
	煤化工副产品	22		-	
	乙二醇	5		-	
中国神华	聚乙烯	18		12	
	聚丙烯	17		10	
	尿素	99		30	
中煤能源	甲醇	97		17	
	聚烯烃	76		52	
	硝铵	29		7	
淮北矿业	甲醇	25		5	

资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：广汇能源未披露分产品营业收入。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

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

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

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

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

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

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。