

# 煤炭

## 煤炭行业高股息特征再探讨——拥抱确定性

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
000983.SZ	山西焦煤	增持	1.53	1.48	6.72	6.95
600985.SH	淮北矿业	增持	2.7	2.87	6.08	5.72
601088.SH	中国神华	增持	3.0	3.21	12.25	11.45
601225.SH	陕西煤业	增持	3.67	3.6	6.63	6.76
601699.SH	潞安环能	增持	3.06	3.15	7.39	7.18

资料来源：长城证券产业金融研究院

**低利率环境下，煤炭板块具有较高的投资性价比。**当前无风险收益率较低，未来现金流通过利率折现的现值上升，高股息资产吸引力明显提升，而煤炭板块则更具投资性价比。2021年以来，由于煤炭企业整体经营情况转好，业绩稳步提升，叠加我国十年期国债到期收益率处于下降通道，煤炭板块股息率与国债收益率比值持续上升，凸显煤炭板块投资性价比较高。

**煤价中枢稳步抬升保证板块盈利能力。**从供需角度来看，我们认为“十四五”期间煤炭供需格局维持整体平衡，但伴随着季节性区域性的供需矛盾。在产能释放节奏较慢，下游需求持续恢复的背景下，煤价中枢会持稳逐步抬升。

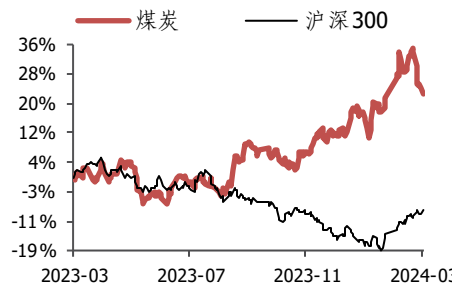
**股东要求和再投资意愿较低两因素共振促进煤企高分红。**从股东的角度来看，由于集团公司资产负债率和带息负债比普遍高于控股上市公司，其对于上市公司的利润有分红需求来优化自身资本结构和偿债能力。另一方面，“双碳”政策下，煤炭行业再生产门槛提高，取得煤炭新资源成本上升也促进煤炭企业提高分红比例。

**分红能力由留存收益和源自自由现金流的自由现金决定。**我们统计了近5年煤炭主要上市公司的每股自由现金流和留存收益，发现山煤国际、兖矿能源、潞安环能和中国神华的每股自由现金流在煤炭行业中排名靠前，说明公司经营情况较好。而从支付能力上来看，兖矿能源、中国神华、潞安环能和兰花科创的每股留存收益排名靠前，说明其具备稳定的安全边际。

**投资策略与个股推荐。**煤炭板块以稳健的运营资产保证高盈利，“双碳”政策下的高审批门槛提升高盈利的持续性，同时又促进板块持续高分红。从未来分红潜力的角度，我们推荐广汇能源、山西焦煤和潞安环能，建议关注冀中能源，从生产经营的角度，我们推荐兖矿能源、中国神华和陕西煤业，建议关注山煤国际。

强于大市（维持评级）

### 行业走势



### 作者

分析师 汪毅

执业证书编号：S1070512120003

邮箱：yiw@cgws.com

联系人 武克

执业证书编号：S1070123070016

邮箱：wuke@cgws.com

### 相关研究

- 《产地安全事故再发，供给仍有收缩预期》  
2024-03-18
- 《干散运费高涨，进口煤价差优势缩窄》  
2024-03-11
- 《“两会”临近重视安全，供给或进一步缩减》  
2024-03-04

**风险提示：**煤价剧烈波动、下游需求不及预期、本文对股息率测算基于一定假设，假设条件不成立、遗漏变量偏差、发生重大煤炭安全生产事故。

## 内容目录

一、高股息策略什么时候有用？	5
1.1 在大盘指数下跌时，高股息策略有效	5
1.2 低利率环境下，煤炭板块投资性价比比较高	6
1.3 居民风险偏好下移，对煤炭板块配置意愿上升	6
二、煤炭行业为什么会具备高股息特征？是否可以持续？	7
2.1 从 ROE 角度来看，核心在煤价中枢稳步抬升	8
2.2 从分红比例来看，股东要求和再投资意愿较低促进煤企高分红	10
煤炭企业分红意愿	10
煤炭企业分红能力	13
2.3 从估值角度来看，煤炭行业整体市净率逐步修复	14
三、煤炭行业上市公司未来分红潜力如何？	16
3.1 从资源接续的角度来看，中短期生产经营无忧	16
3.2 从财务指标的角度来看，公司经营情况大幅改善	16
3.3 敏感性测算：在极度悲观的情景下，兖矿股息率仍然居于高位	17
四、投资策略与建议	19
风险提示	20

## 图表目录

图表 1: 上证指数与红利指数走势比较	5
图表 2: 红利指数与上证指数年涨跌幅比较	5
图表 3: 我国十年期国债到期收益率 (%)	6
图表 4: 煤炭行业股息率与十年期国债收益率比较 (%)	6
图表 5: 不同类型基金资产净值增速	6
图表 6: 申万煤炭行业机构持仓市值占比	6
图表 7: 股息率计算公式	7
图表 8: 申万行业市净率与 ROE (TTM) 比较	7
图表 9: 申万行业股息率与分红比例比较	8
图表 10: 我国煤炭供需平衡表	8
图表 11: 供给侧改革后的电煤长协定价机制演变	9
图表 12: 秦港 5500 大卡动力煤下水价中枢 (元/吨)	10
图表 13: 申万煤炭行业 ROE 与煤价相关性测算	10
图表 14: 煤炭上市公司与集团公司偿债能力比较	10
图表 15: 近 5 年新批煤矿产能 (万吨/年)	11
图表 16: 申万煤炭行业公司在建工程 (亿元)	11
图表 17: 近期陕甘蒙新地区煤炭探 (采) 矿权梳理	11
图表 18: 煤炭主要上市公司收购股权梳理	12
图表 19: 关于央企国企上市公司市值管理政策梳理	12
图表 20: 煤炭主要上市公司分红能力统计	13
图表 21: 申万煤炭行业市净率走势	14
图表 22: 申万煤炭行业市净率驱动分析 (元/吨)	14
图表 23: 煤炭行业主要上市公司煤炭资源储量	16
图表 24: 煤炭主要上市公司财务指标一览	16

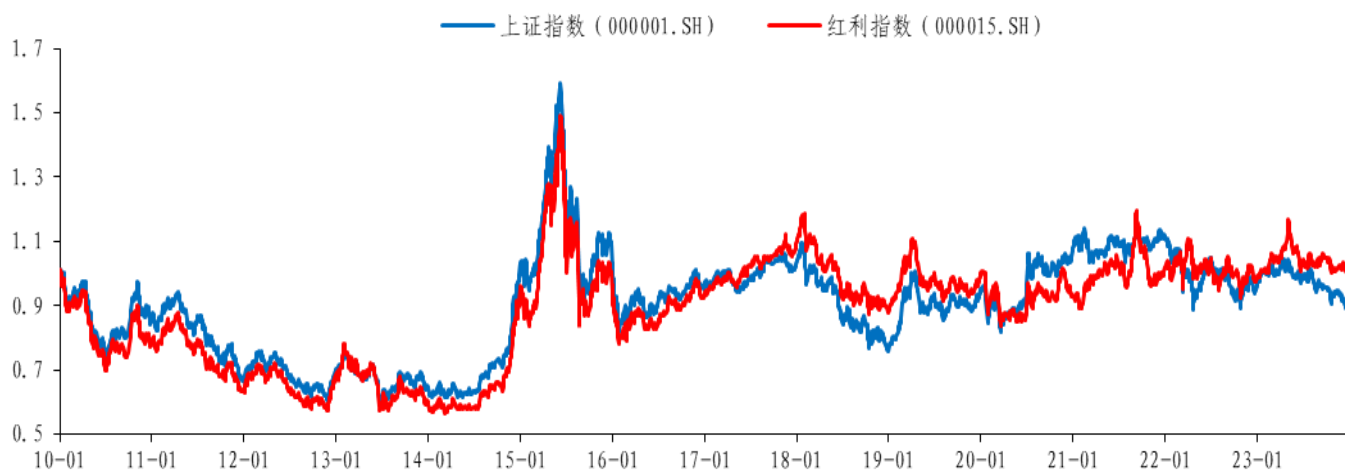
图表 25: 煤炭主要上市公司股息率敏感性测算.....	17
图表 26: 煤炭行业与其他行业央国企龙头股息率比较.....	18
图表 27: 煤炭板块具备“三高”属性.....	19
图表 28: 煤炭行业重点公司盈利预测表.....	19

## 一、高股息策略什么时候有用？

### 1.1 在大盘指数下跌时，高股息策略有效

大盘超跌时，红利指数相对收益较高。我们统计了 2010-2023 年全部交易日上证指数和红利指数表现，发现在大盘下跌时，红利指数基本上能够跑赢大盘。具体来说，从 2010-2023 年，上证指数年涨跌幅为负的有 7 次，而在这 7 次下跌中，红利指数有 5 次相对收益均高于上证指数。值得注意的是，在年跌幅超过 15% 的阶段性超跌阶段，红利指数表现均比上证指数出色。

图表 1: 上证指数与红利指数走势比较



资料来源: iFind、上海证券交易所、长城证券产业金融研究院

图表 2: 红利指数与上证指数年涨跌幅比较

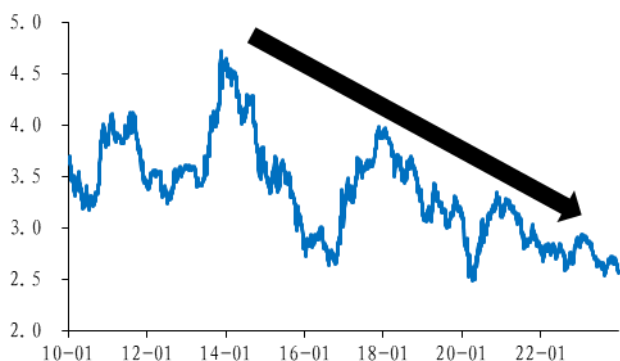
	上证指数	沪深 300	红利指数	大盘是否下跌	是否跑赢大盘
2010	-14.3%	-12.5%	-22.4%	✓	
2011	-21.7%	-25.0%	-18.5%	✓	✓
2012	3.2%	7.6%	7.1%		✓
2013	-6.7%	-7.6%	-11.8%	✓	
2014	52.9%	51.7%	51.5%		
2015	9.4%	5.6%	9.3%		
2016	-12.3%	-11.3%	-7.6%	✓	✓
2017	6.6%	21.8%	16.3%		✓
2018	-24.6%	-25.3%	-17.0%	✓	✓
2019	22.3%	36.1%	10.7%		
2020	13.9%	27.2%	-5.7%		
2021	4.8%	-5.2%	7.6%		✓
2022	-15.1%	-21.6%	-2.4%	✓	✓
2023	-3.7%	-11.4%	2.7%	✓	✓

资料来源: iFind、上海证券交易所、长城证券产业金融研究院

## 1.2 低利率环境下，煤炭板块投资性价比较高

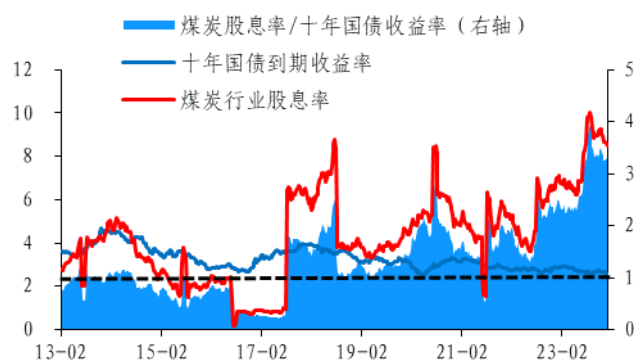
高股息是低利率环境下的稳定器。当前无风险收益率较低，未来现金流通过利率折现的现值上升，高股息资产吸引力明显提升，而煤炭板块更具投资性价比。2021年以来，由于煤炭企业整体经营情况转好，业绩稳步提升，叠加我国十年期国债到期收益率处于下降通道，煤炭板块股息率与国债收益率比值持续上升，凸显煤炭板块投资性价比较高。

图表3: 我国十年期国债到期收益率 (%)



资料来源: iFind、中国债券信息网、长城证券产业金融研究院

图表4: 煤炭行业股息率与十年期国债收益率比较 (%)

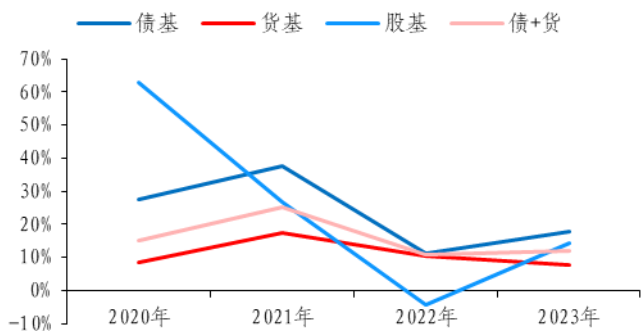


资料来源: Find、中国债券信息网、中证指数、长城证券产业金融研究院

## 1.3 居民风险偏好下移，对煤炭板块配置意愿上升

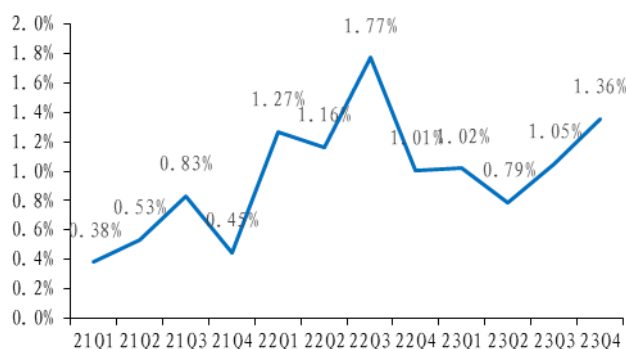
投资者对资产具备安全边际需求上升。就资产配置的角度来看，投资者风险偏好有所下降，对于具备相对低风险特征的债券型基金以及货币型基金关注度显著上升。2023年，债券型基金资产净值为9.03万亿元，同比增长17.9%，较于2020年增速为80.6%，年复合增速为15.9%；货币型基金资产净值为11.28万亿元，同比增长7.9%，较于2020年增速为40.0%，年复合增速为8.8%；股票型基金资产净值为2.57万亿元，同比增长12.1%，较于2020年增速为38.8%，年复合增速为8.5%。在股票市场中，机构投资者对于煤炭板块配置意愿同样有所抬升，从2023年二季度以来，申万煤炭行业机构持仓市值占比持续上升，2023年四季度，煤炭板块持仓占比为1.36%，同比增长0.35pct，环比增长0.31pct。

图表5: 不同类型基金资产净值增速



资料来源: Wind、中国基金业协会、长城证券产业金融研究院

图表6: 申万煤炭行业机构持仓市值占比



资料来源: Wind、长城证券产业金融研究院

## 二、煤炭行业为什么会具备高股息特征？是否可以持续？

股息率由分红比例、ROE 和 PB 共同决定。截至 2024 年 2 月 27 日，在 31 个申万行业中，煤炭行业净资产收益率（TTM）为 15.43%，仅次于食品饮料（20.40%）和家用电器（16.34%）。煤炭行业市净率为 1.72，处于行业中较低水平。而煤炭行业分红比例为 51.06%，在处于行业较高水平。分子端高于行业平均，分母端也处于较低水平，双重因素共振导致煤炭行业股息率明显高于申万其他行业。

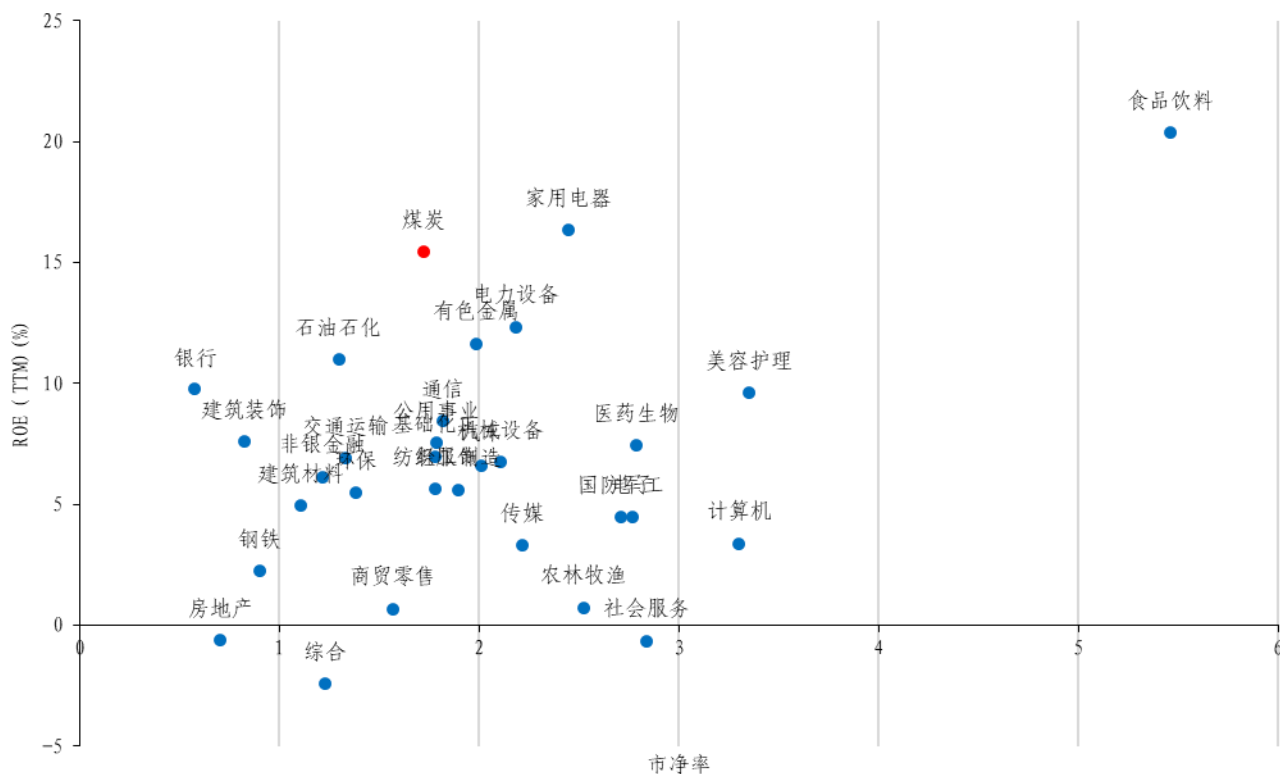
图表7: 股息率计算公式

$$\text{股息率 } P = F \times \frac{ROE}{PB}$$

|  
分红比例

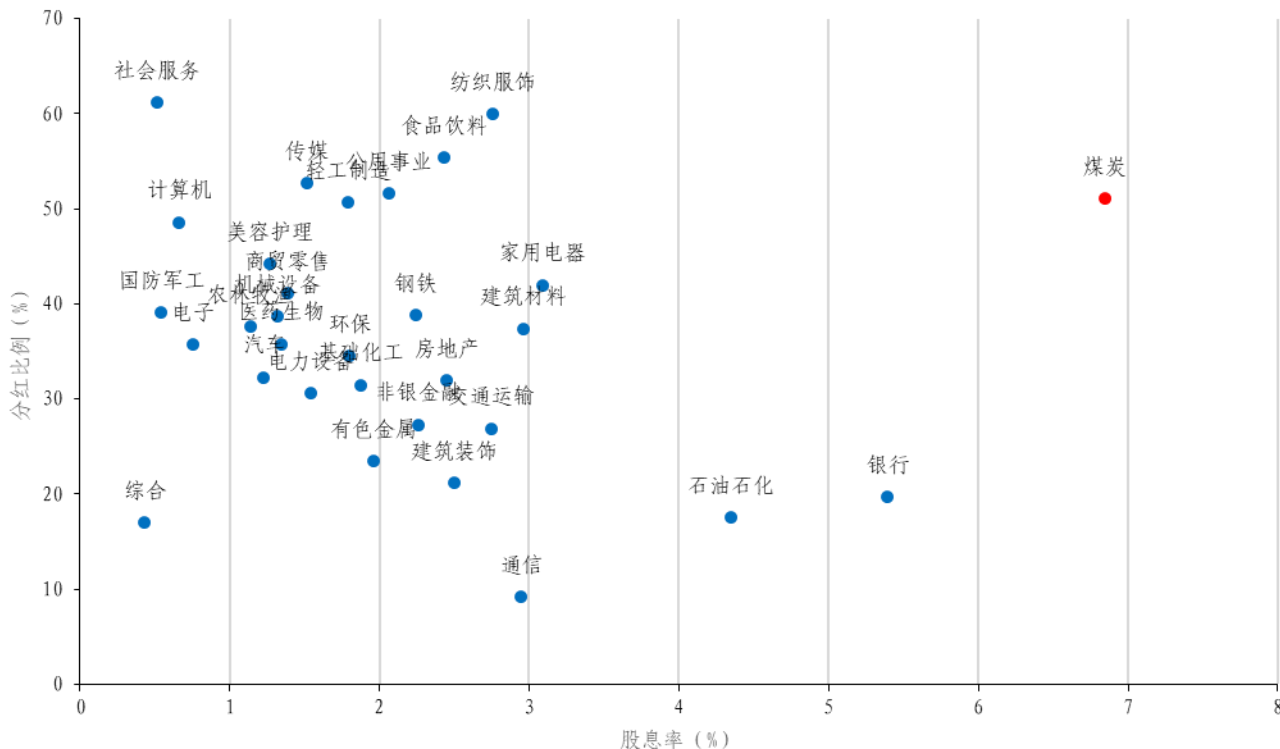
资料来源：长城证券产业金融研究院

图表8: 申万行业市净率与 ROE (TTM) 比较



资料来源：iFind、长城证券产业金融研究院  
注：取 2024 年 2 月 27 日为最新交易日期

图表9: 申万行业股息率与分红比例比较



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院  
注: 取 2024 年 1 月 23 日为最新交易日期

## 2.1 从 ROE 角度来看，核心在煤价中枢稳步抬升

从供需角度来看，“十四五”期间煤炭供给增速低于需求增速。我们在《底部已过，渐至佳境——煤炭行业 2024 年策略报告》中指出，原煤产量增速已经放缓，并且由于“双碳”政策提高新建煤矿的门槛，煤炭新批产能呈下降趋势，未来我国煤炭供给增量将很大程度上依赖从印尼、澳大利亚等国的进口。而由于当地自身生产条件、环保政策等影响，持续高输入的进口量难以保证，且市场价格波动较大。另一方面，考虑到我国能源结构，火力发电将在较长一段时间内承担能源供应的压舱石角色，“十四五”期间电力行业对动力煤的需求会维持小幅增长的趋势。而且在地产行业逐渐摸底的过程中，以钢铁为主要代表的非电需求韧性凸显，炼焦煤消费量将继续维持增长。总结来说，我们认为“十四五”期间煤炭供需格局维持整体平衡，但伴随着季节性区域性的供需矛盾。因此，在供需格局不会发生较大转变的背景下，煤价中枢会持稳逐步抬升。

图表10: 我国煤炭供需平衡表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E
动力煤消费量 (万吨)	321,743	334,716	343,695	366,275	374,143	396,592	408,489	420,744
yoy		4.0%	2.7%	6.6%	2.1%	6.0%	3.0%	3.0%
其中								
电力行业消费量 (万吨)	197,115	205,072	208,568	225,418	236,413	260,054	273,057	283,979
yoy		4.0%	1.7%	8.1%	4.9%	10.0%	5.0%	4.0%
动力煤产量 (万吨)	295,993	312,468	317,954	339,912	370,507	381,622	389,255	397,040
yoy		5.6%	1.8%	6.9%	9.0%	3.0%	2.0%	2.0%



	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E
动力煤进口量(万吨)	12,194	13,790	13,217	14,987	9,900	20,938	23,032	24,184
yoy		13.1%	-4.2%	13.4%	-33.9%	111.5%	10.0%	5.0%
动力煤总供给量(万吨)	308,187	326,258	331,171	354,899	380,407	402,561	412,287	421,224
yoy		5.9%	1.5%	7.2%	7.2%	5.8%	2.4%	2.2%
动力煤供需差额(万吨)	-13,556	-8,458	-12,524	-11,376	6,264	5,969	3,797	480
炼焦煤消费量(万吨)	51,096	54,666	55,776	54,537	55,618	57,287	59,578	62,557
yoy		7.0%	2.0%	-2.2%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
炼焦煤产量(万吨)	43,465	47,254	48,619	48,944	49,176	49,176	49,176	49,176
yoy		8.7%	2.9%	0.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
炼焦煤进口量(万吨)	6,443	7,466	7,262	5,470	6,384	10,193	11,722	13,480
yoy		15.9%	-2.7%	-24.7%	16.7%	59.7%	15.0%	15.0%
炼焦煤总供给量(万吨)	49,909	54,720	55,881	54,414	55,560	59,369	60,898	62,656
yoy		9.6%	2.1%	-2.6%	2.1%	6.9%	2.6%	2.9%
炼焦煤供需差额(万吨)	-1,187	54	105	-123	-58	2,082	1,320	99

资料来源: Wind、海关总署、长城证券产业金融研究院

**从定价机制来看,电煤长协价格中枢逐步抬升。**自2017年11月《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》提出电煤长协定价由“基准价+浮动价”的公式后,该定价公式经历两次更改。2022年3月,在《关于做好2022年煤炭中长期合同签订履约专项核查工作的通知》中,将秦皇岛港5500大卡下水煤长协基准价调整为675元/吨,较2016年确定的基准价上涨140元/吨。

图表11: 供给侧改革后的电煤长协定价机制演变

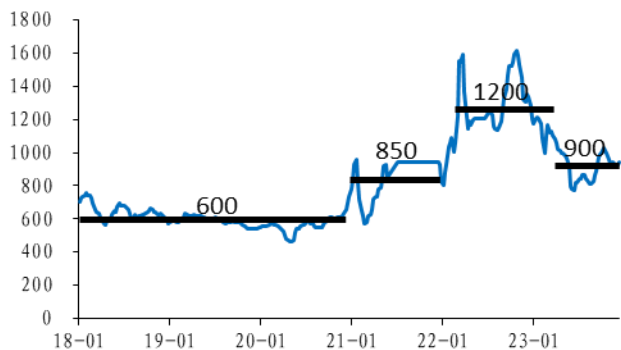
时间	政策	要点
2016年12月	《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》	规定动力煤中长期合同基准价为535元/吨。同时根据价格波动程度划定动力煤的不同颜色的价格区间,建立相应的响应机制
2017年11月	《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	下水煤:参照上年度“基准价+浮动价”的办法协商确定定价机制。基准价由双方根据市场供需情况协商确定,对协商不能达成一致意见的,仍按不高于2017年度水平执行。浮动价可结合环渤海煤炭价格指数、CCTD秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定
2022年3月	《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易价格每吨570~770元(含税)较为合理
2022年3月	《关于做好2022年煤炭中长期合同签订履约专项核查工作的通知》	下水煤合同基准价为675元/吨,浮动价月度调整。2021年9月以来核增的产能应全部签订中长期合同

资料来源:国家发改委、中国煤炭工业协会、长城证券产业金融研究院整理

**煤炭市场价格中枢整体上涨带动行业ROE增长明显。**供给侧改革后,煤炭价格整体呈现波动式上涨的趋势,核心原因在于落后产能清退节奏较快而用煤需求持续增长,结构性缺煤问题依然存在。煤炭价格中枢稳定由600元/吨增长至2022年的高点1200元/吨,后随着进口煤大量涌入,回归较为合理的定价区间,中枢下跌至900元/吨。而且经我们测算,秦港5500煤价和行业ROE正相关性较高,在市场煤价中枢整体上涨的带动

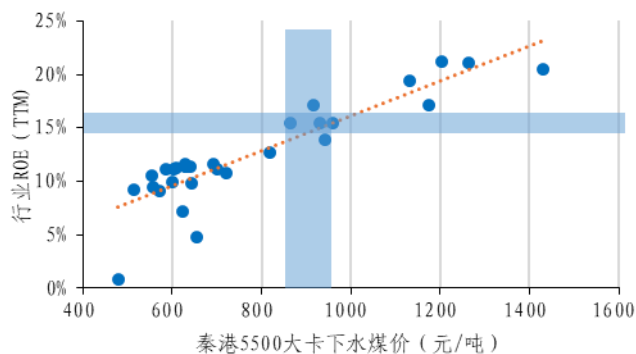
下，行业整体 ROE 显著上涨。在《底部已过，渐至佳境——煤炭行业 2024 年策略报告》中，我们认为由于煤炭行业整体供需格局继续维持整体平衡，局部偏紧的格局，市场煤价将在[850,950]区间波动，对应行业 ROE 区间为[13.5%,15.3%]。

图表12: 秦港 5500 大卡动力煤下水价中枢 (元/吨)



资料来源: iFind、长城证券产业金融研究院

图表13: 申万煤炭行业 ROE 与煤价相关性测算



资料来源: iFind、长城证券产业金融研究院

## 2.2 从分红比例来看，股东要求和再投资意愿较低促进煤企高分红

### 煤炭企业分红意愿

分红的本质是股东在合法自由行使对上市公司的剩余索取权。从股东的角度来看，由于集团公司资产负债率和带息负债比普遍高于控股上市公司，其对于上市公司的利润有分红需求来优化自身资本结构和偿债能力。2022 年，在分红比例超过 50%的煤炭上市公司中，其股东集团的资本结构和偿债能力普遍弱于上市公司，例如冀中能源分红比例接近 80%，自身资产负债率为 52.5%，而股东资产负债率为 79.5%，远高于上市公司。

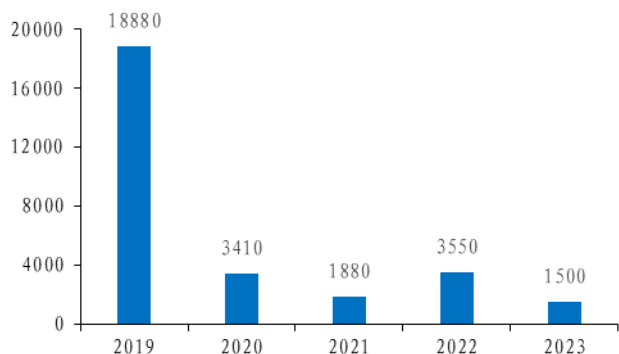
图表14: 煤炭上市公司与集团公司偿债能力比较

公司代码	公司名称	资产负债率		带息负债比		分红比例
		上市公司	股东 (集团)	上市公司	股东 (集团)	上市公司
000937.SZ	冀中能源	52.5%	79.5%	58.2%	66.9%	79.3%
600188.SH	兖矿能源	69.5%	71.1%	47.3%	71.4%	77.4%
601088.SH	中国神华	24.7%	57.2%	34.6%	63.5%	72.8%
000983.SZ	山西焦煤	49.7%	73.3%	49.2%	44.8%	63.5%
601225.SH	陕西煤业	38.2%	64.4%	12.8%	62.9%	60.2%
601699.SH	潞安环能	44.3%	76.0%	13.0%	37.6%	60.2%
600546.SH	山煤国际	50.7%	73.3%	31.1%	44.8%	51.1%
600971.SH	恒源煤电	41.0%	73.1%	33.2%	55.5%	47.8%
600348.SH	华阳股份	54.5%	77.8%	52.3%	57.9%	47.1%
600985.SH	淮北矿业	52.6%	60.3%	35.9%	32.0%	37.2%
601666.SH	平煤股份	64.6%	70.0%	51.5%	43.8%	35.2%
601001.SH	晋控煤业	37.5%	77.1%	36.0%	60.8%	34.6%
601898.SH	中煤能源	47.8%	56.9%	47.9%	55.2%	30.0%
000552.SZ	甘肃能化	47.5%	54.9%	49.1%	52.3%	20.4%

资料来源: iFind、Wind、长城证券产业金融研究院  
注: 分红比例取自 2022 年年报, 其他财务指标取自 2023 年三季报

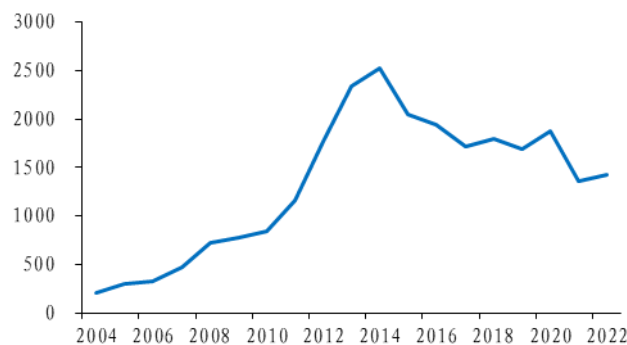
**“双碳”政策下, 煤炭行业再生产门槛提高, 新增产能大幅下降。**供给侧改革以后, 政策端发力加速煤炭行业落后产能退出, 但新增产能增速并未跟进持续增长的下游需求增长节奏。特别是在“双碳”政策以后, 国家提高煤矿新批产能门槛, 而是以产能核增的形式缓解供需矛盾。新增产能获批节奏大幅放缓。而从上市公司披露的数据来看, 供给侧改革以后, 煤炭行业主要上市公司在建工程呈下降趋势, 2022 年申万煤炭行业公司在建工程为 1430 亿元, 较 2016 年下降 26.6%。

图表 15: 近 5 年新批煤矿产能 (万吨/年)



资料来源: 国家发改委、国家能源局、长城证券产业金融研究院

图表 16: 申万煤炭行业公司在建工程 (亿元)



资料来源: Wind、长城证券产业金融研究院

**陕甘蒙新地区煤矿探(采)矿权溢价显著。**根据自然资源部资料, 我们梳理了近两年煤矿矿权的竞拍情况, 发现煤炭主产区矿权成交价格溢价率较高。以探矿权来看, 自 2022 年 7 月至 2023 年 12 月共 12 起项目竞拍结果显示, 煤炭探矿权成交价合计为 926.4 亿元, 溢价率为 301%。以采矿权来看, 自 2022 年 12 月至 2023 年 12 月共 9 起项目竞拍结果显示, 煤炭采矿权成交价合计为 102.5 亿元, 溢价率为 1823%, 成交单价为 17.34 元/吨。

图表 17: 近期陕甘蒙新地区煤炭探(采)矿权梳理

日期	地区	项目	起始价 (亿元)	成交价 (亿元)	溢价率	保有资源量 (万吨)	成交单价 (元/吨)
2023/12/28	内蒙古	准格尔煤田罐子沟一矿北侧 11 号边角煤炭资源探矿权	0.006	7.216	116290%	未披露	-
2023/12/8	内蒙古	霍林河矿区一号井田煤炭资源详查探矿权	0.067	37.167	55291%	未披露	-
2023/9/19	新疆	巴里坤县岔哈泉一号露天矿详查探矿权	0.557	54.800	9731%	未披露	-
2023/4/17	新疆	托克逊县干沟矿区南部煤矿探矿权	21.302	36.000	69%	未披露	-
2023/3/21	陕西	神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权	22.081	125.281	467%	未披露	-
2023/3/24	内蒙古	巴彦柴达木井田煤炭资源详查探矿权	100.000	301.500	202%	未披露	-
2023/3/21	陕西	神木市木独石梨南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权	37.610	233.810	522%	未披露	-
2022/12/5	甘肃	肃北县红沙梁东勘查区煤炭勘探探矿权	2.792	24.352	772%	未披露	-
2022/12/5	甘肃	景泰县土墩子煤炭详查探矿权	0.577	1.077	87%	未披露	-

日期	地区	项目	起始价 (亿元)	成交价 (亿元)	溢价率	保有资源量 (万吨)	成交单价 (元/吨)
2022/7/13	甘肃	灵台县百里东南部勘查区煤炭详查探矿权	21.150	42.000	99%	未披露	-
2022/7/13	甘肃	崇信县周寨南勘查区煤炭勘探探矿权	5.482	13.012	137%	未披露	-
2022/7/13	甘肃	景泰县郭家台煤炭资源详查探矿权	19.208	50.158	161%	未披露	-
探矿权合计			<b>230.8</b>	<b>926.4</b>	<b>301%</b>	-	-
2023/12/20	宁夏	固原市王洼矿区南湾煤矿采矿权	0.046	3.516	7604%	18627	1.89
2023/12/19	宁夏	固原市王洼矿区银洞沟煤矿外围煤炭资源采矿权	0.029	0.059	104%	27149	0.02
2023/5/15	黑龙江	兴安岭十八站欧浦煤矿南区煤矿采矿权	0.382	1.502	293%	1306	11.50
2023/3/21	陕西	府谷县石籽焉区块采矿权	0.616	9.266	1405%	713	129.90
2023/3/21	陕西	神木市王庄子区块采矿权	0.201	7.441	3597%	171	435.93
2023/3/21	陕西	府谷县郭家湾区块采矿权	0.614	7.714	1156%	779	99.02
2023/3/21	陕西	神木市板墩焉区块采矿权	0.558	11.028	1877%	403	273.57
2023/3/21	陕西	神木市降庄则村区块煤矿采矿权	0.377	1.977	425%	264	74.96
2022/12/5	甘肃	肃北蒙古族自治县公婆泉煤矿采矿权	2.510	60.010	2291%	9692	61.92
采矿权合计			<b>5.3</b>	<b>102.5</b>	<b>1823%</b>	<b>59103.6</b>	<b>17.34</b>

资料来源：自然资源部、长城证券产业金融研究院

**煤炭行业股权并购成本上升，且与二级市场估值倒挂严重。**我们对煤炭主要上市公司股权并购进行梳理，发现上市公司对集团资产收购成本持续上升，具体表现在市净率持续提高。具体来看，2011年中国神华收购巴彦卓尔能源60%股权，市净率约为1.3，而2023年兖矿能源对鲁西矿业和新疆能化收购项目市净率为4.6。值得注意的是，一级市场的并购估值与二级市场对煤炭行业估值有较大分歧，以2024年2月22日计，申万煤炭行业市净率仅为1.9。

图表18: 煤炭主要上市公司收购股权梳理

交易时间	交易方	交易标的	实际交易价格(亿元)	净资产(亿元)	PB
2011.9	中国神华	收购巴彦卓尔能源60%股权	6.1	4.8	1.3
2020.9	兖矿能源	收购未来能源49.315%股权	108.2	59.8	1.8
2021.6	陕西煤业	神南矿业有限公司100%股权	204.5	55.7	3.7
2022.12	中国神华	收购锦界能源30%股权	99.7	33.2	3.0
2023.4	兖矿能源	鲁西矿业有限公司51%股权	183.2	50.3	3.6
2023.4	兖矿能源	兖矿新疆能化有限公司51%股权	81.1	7.2	11.2
2023.4	兖矿并购合计	鲁西矿业51%+新疆能化51%股权	264.3	57.5	4.6

资料来源：Wind、各公司公告、长城证券产业金融研究院

**将市值纳入央国企考核评价体系，进一步提升煤炭上市公司分红意愿。**2024年1月，证监会召开2024年系统工作会议，会议指出，要完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。而对于煤炭行业，将市值管理纳入央国企考核评价体系，意味着进一步鼓励煤炭上市公司继续维持高分红比例，加大对投资者回报力度。

图表19: 关于央国企上市公司市值管理政策梳理

时间	相关文件/会议	重点内容
----	---------	------

时间	相关文件/会议	重点内容
2020年6月	《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》	加强市值管理，依托上市公司平台有效整合资源、盘活存量资产，提高上市公司透明度，不断提升价值创造能力。
2022年2月	《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》	强化上市公司管理，提升上市公司市值和价值创造能力。
2022年5月	深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会	各级国资委、集团公司要积极、主动推动相关统筹工作，探索将上市公司质量纳入考核范围。
2022年5月	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，建立长效化、差异化考核机制，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现，避免单纯以市值绝对值作为衡量标准，严禁操纵股价。
2024年1月	国资委出席国新办新闻发布会	将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024年1月	证监会召开2024年系统工作会议	加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系。

资料来源：中国政府网、国务院国资委、证监会、长城证券产业金融研究院

## 煤炭企业分红能力

企业分红能力主要由留存收益与源自自由现金流的自由现金决定<sup>1</sup>。而对于煤炭行业来说，自供给侧改革以后，煤炭行业盈利能力随着煤价逐步上涨得到大幅改善，另一方面由于“双轨制”定价政策持续覆盖，煤炭行业盈利底部确定性较强且有稳健支撑。因此，主要煤炭上市公司凭借高现金流而积累充足的留存收益，在再投资门槛较高的背景下，煤炭企业具备较强的分红能力。我们统计了近5年煤炭行业主要上市公司的每股自由现金流和留存收益，以分析公司高分红属性是否可以持续。从公司经营（2018-2022五年每股自由现金流平均）的角度来看，山煤国际、兖矿能源、潞安环能和中国神华的每股自由现金流在煤炭行业中排名靠前。从支付能力上来看，兖矿能源、中国神华、潞安环能和兰花科创的每股留存收益排名靠前，说明其具备稳定的安全边际，即使煤炭行业经营质量有所下降，其丰厚的收益储备保证支付股利的能力依然较强。

图表20: 煤炭主要上市公司分红能力统计

上市公司	每股自由现金流（元）						每股留存收益（元）	货币资金（亿元）
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	五年平均	2022年	2022年
兖矿能源	1.69	2.64	5.82	3.31	6.35	3.96	15.80	452
中国神华	-1.08	3.84	4.22	3.96	4.43	3.07	14.64	1705
潞安环能	2.06	4.11	0.35	0.31	10.17	3.40	12.26	311
兰花科创	0.95	0.75	0.78	2.22	4.73	1.89	11.56	54
电投能源	-0.09	1.49	1.77	1.58	1.22	1.19	9.78	19
陕西煤业	1.85	1.62	0.48	4.79	4.45	2.64	8.86	474
华阳股份	0.62	1.42	1.78	4.13	3.22	2.23	8.77	174
淮北矿业	7.48	1.97	0.03	1.74	2.09	2.66	8.58	85
晋控煤业	1.15	1.26	2.37	5.15	2.32	2.45	6.77	188
恒源煤电	1.36	0.81	0.87	1.67	1.92	1.32	6.75	74
平煤股份	3.66	0.74	0.96	3.39	1.17	1.99	6.57	141

<sup>1</sup> 参考《企业分红能力之理论研究》（谢德仁，2013）

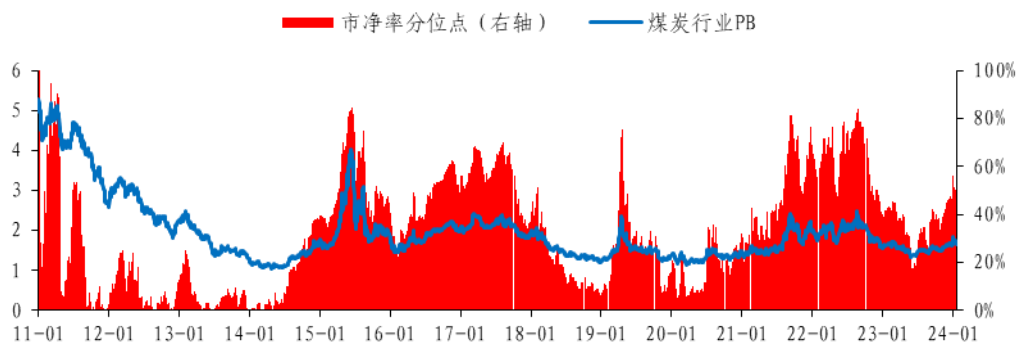
上市公司	每股自由现金流（元）						每股留存收益（元）	货币资金（亿元）
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	五年平均	2022年	2022年
山西焦煤	1.36	2.08	2.27	1.66	4.25	2.33	5.87	176
中煤能源	0.56	0.94	1.10	2.72	2.97	1.66	5.34	910
山煤国际	2.82	2.95	0.12	8.66	6.35	4.18	4.58	103
冀中能源	0.34	1.64	1.65	1.12	1.36	1.22	4.05	107
广汇能源	0.41	-0.56	1.01	0.35	1.07	0.46	3.50	53
盘江股份	0.20	0.83	0.08	0.35	0.78	0.45	2.28	46
大有能源	0.71	-0.56	-0.42	2.32	0.91	0.59	2.24	55
甘肃能化	0.15	0.20	0.33	0.30	2.00	0.60	2.12	76
苏能股份	0.73	0.09	1.08	0.30	0.05	0.45	0.92	63
永泰能源	0.98	0.14	-0.22	0.16	0.33	0.28	0.46	22

资料来源：Wind、各公司历年年报、长城证券产业金融研究院

### 2.3 从估值角度来看，煤炭行业整体市净率逐步修复

煤炭行业整体市净率逐步抬升，板块估值居于中部。复盘发现，煤炭板块估值拉升主要集中在四个时间段：1）2011年由于“四万亿”计划强刺激政策，以黑色系为主要代表的基建项目拉动煤炭需求上升；2）2015年大盘整体走势较强带动板块估值提升；3）2017年供给侧改革带动落后产能清退，板块业绩开始修复；4）2022年高煤价带来的业绩增长，带动板块估值居于高位。而2023年以后，由于煤价高位回落，板块估值开始走低，板块估值基本于煤价呈强相关性。

图表21：申万煤炭行业市净率走势



资料来源：Wind、长城证券产业金融研究院

值得注意的是，2023年三季度以来，板块盈利底得到确认，我们在年度策略报告中也提到煤炭行业压力测试已过，板块盈利能力的确定性以及稳定性需要得到重估，而从2023年三季度以来煤价持续盘整，煤炭板块估值持续稳步上升。

图表22：申万煤炭行业市净率驱动分析（元/吨）



资料来源: Wind、长城证券产业金融研究院

### 三、煤炭行业上市公司未来分红潜力如何？

#### 3.1 从资源接续的角度来看，中短期生产经营无忧

行业主要上市公司煤炭储备丰厚，无需担心资源枯竭问题。从公司年报披露的数据来看，煤炭主要上市公司以现有产能计算，可采年限均在 15 年以上。在煤炭产能超过 1 亿吨的公司中，中国神华、陕西煤业、中煤能源的可采年限均在 30 年以上，兖矿能源可采年限也接近 20 年。

图表 23: 煤炭行业主要上市公司煤炭资源储量

上市公司	产能（万吨/年）	可采储量（亿吨）	可采年限（年）
永泰能源	990	25.52	257.78
广汇能源	3000	59.49	198.31
盘江股份	2220	39.38	177.39
山西焦煤	4930	66.00	133.87
中煤能源	13922	140.01	100.57
陕西煤业	16200	106.06	65.47
淮北矿业	3555	20.31	57.13
苏能股份	1830	9.65	52.71
平煤股份	3203	16.43	51.28
甘肃能化	1624	7.86	48.39
兰花科创	1630	7.66	47.00
恒源煤电	1095	4.89	44.66
华阳股份	3590	15.08	42.01
中国神华	35130	138.90	39.54
电投能源	4600	17.71	38.50
晋控煤业	5050	19.24	38.11
山煤国际	3470	8.26	23.81
兖矿能源	14743	28.95	19.64
冀中能源	3115	5.62	18.03
潞安环能	5030	9.03	17.96

资料来源：各公司公告、长城证券产业金融研究院

#### 3.2 从财务指标的角度来看，公司经营情况大幅改善

行业主要上市公司盈利能力大幅提升，偿债能力显著增强。上文提到，供给侧改革以后，由于落后产能清退煤价稳步上升，行业经营情况转好。而从上市公司角度来看，大部分煤炭上市公司盈利和偿债能力大幅改善。以山煤国际为例，2016 年山煤国际 ROE 仅为 8%，而 2023 年三季度 ROE (TTM) 增长到 38%，现金短债比从 0.16 增长到 1.09，短期偿债能力增强说明公司流动性较好，而资产负债率从 83.4% 下降到 50.7%，资本结构趋于良性。

图表 24: 煤炭主要上市公司财务指标一览



	ROE(TTM)		ROE 变化	现金短债比		资产负债率	
	2016/12/31	2023/9/30	2016-2023	2016/12/31	2023/9/30	2016/12/31	2023/9/30
山煤国际	8%	38%		0.16	1.09	83.4%	50.7%
甘肃能化	4%	34%		0.84	1.47	30.5%	47.5%
广汇能源	2%	28%		0.15	0.27	70.0%	52.7%
潞安环能	5%	26%		0.07	1.94	68.9%	44.3%
兖矿能源	5%	25%		0.33	0.52	64.9%	69.5%
山西焦煤	3%	25%		0.29	1.49	64.0%	49.7%
陕西煤业	8%	25%		0.46	35.68	52.4%	38.2%
华阳股份	3%	24%		0.39	0.71	66.4%	54.5%
恒源煤电	1%	22%		0.73	1.52	57.2%	41.0%
冀中能源	1%	21%		-0.03	0.16	53.8%	52.5%
淮北矿业	8%	20%		0.96	1.56	35.9%	52.6%
平煤股份	7%	18%		0.34	0.32	69.7%	64.6%
电投能源	9%	16%		0.37	11.76	31.5%	33.4%
中国神华	8%	15%		2.31	10.05	33.5%	24.7%
兰花科创	-7%	14%		0.02	0.66	60.9%	49.5%
晋控煤业	4%	12%		0.61	2.37	61.7%	37.5%
中煤能源	2%	11%		0.47	1.27	57.8%	47.8%
盘江股份	3%	11%		-0.07	0.28	43.9%	61.4%
大有能源	-26%	5%		0.08	0.17	54.4%	62.9%
永泰能源	3%	4%		0.14	0.56	70.3%	51.4%

资料来源: Wind、各公司年报和季报、长城证券产业金融研究院

### 3.3 敏感性测算：在极度悲观的情景下，兖矿股息率仍然居于高位

我们对煤炭行业主要上市公司进行市场煤价与股息率敏感性测算发现，在中性假设下，股息率居于前列的有兖矿能源（11.1%）、广汇能源（8.9%）、冀中能源（8.5%）、甘肃能化（7.7%）和山西焦煤（6.1%）。值得注意的是，即使是在全年均价 800 元/吨极度悲观的情景下，经过煤价与净利润线性拟合计算得到兖矿能源归母净利润为 140 亿元，兖矿能源股息率仍有 8.9%，经模型检验后，考虑可变成成本等因素兖矿能源归母净利润为 142 亿元。

图表25: 煤炭主要上市公司股息率敏感性测算

上市公司	秦皇岛港 5500 大卡下水煤价（元/吨）					分红比例	收盘价（元） （2024/2/27）
	800	850	900	950	1000		
600188.SH 兖矿能源	8.9%	10.0%	11.1%	12.2%	13.3%	50.0%	26.36
600256.SH 广汇能源	6.6%	7.7%	8.9%	10.0%	11.1%	80.0%	7.74
000937.SZ 冀中能源	6.7%	7.6%	8.5%	9.5%	10.4%	80.0%	8.17
000552.SZ 甘肃能化	5.9%	6.8%	7.7%	8.7%	9.6%	39.3%	3.05
000983.SZ 山西焦煤	4.7%	5.4%	6.1%	6.9%	7.6%	54.4%	11.71
600348.SH 华阳股份	4.4%	5.0%	5.6%	6.1%	6.7%	34.7%	10.24
601088.SH 中国神华	5.3%	5.6%	5.9%	6.1%	6.4%	70.0%	38.58
600546.SH 山煤国际	3.6%	4.2%	4.8%	5.4%	6.1%	47.5%	18.74
601225.SH 陕西煤业	4.3%	4.7%	5.2%	5.6%	6.0%	60.0%	26.00
600971.SH 恒源煤电	4.3%	4.7%	5.1%	5.5%	5.9%	47.4%	12.42

上市公司	秦皇岛港 5500 大卡下水煤价 (元/吨)					分红比例	收盘价 (元) (2024/2/27)
	800	850	900	950	1000		
601699.SH 潞安环能	3.0%	3.4%	3.9%	4.3%	4.7%	40.1%	25.97
601666.SH 平煤股份	2.7%	3.1%	3.4%	3.8%	4.1%	35.0%	14.02
600985.SH 淮北矿业	2.8%	3.1%	3.4%	3.6%	3.9%	35.0%	19.01
601001.SH 晋控煤业	2.5%	2.7%	3.0%	3.3%	3.6%	30.0%	13.88
601898.SH 中煤能源	2.3%	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%	30.0%	12.41

资料来源: 长城证券产业金融研究院

注: 本表利用市场煤价与公司归母净利润拟合测算, 拟合度较好 ( $R^2 > 0.9$ ), 但仍有遗漏变量偏差

**与其他行业高股息代表比较, 煤炭公司仍有估值拉升空间。**前面提到, 2024 年以来市场避险情绪变浓, 以央国企为代表的高股息标的备受青睐, 估值有所提升。但以股息率的视角来看, 煤炭行业的股息率仍然显著高于其他行业。以水电龙头长江电力为例, 2020-2022 三年其股息率维持 4% 左右, 截至 2024 年 2 月 27 日, 由于估值拉升, 股息率下降至 3.3%。而煤炭开采行业龙头中国神华股息率仍有 6.6%, 对标长江电力, 中国神华估值仍有上升空间。

图表 26: 煤炭行业与其他行业央国企龙头股息率比较

行业	公司代码	公司名称	股息率			
			2020	2021	2022	TTM
煤炭开采	601088.SH	中国神华	10.0%	11.3%	9.2%	6.6%
煤炭开采	601225.SH	陕西煤业	8.6%	11.1%	11.7%	8.4%
煤炭开采	600188.SH	兖矿能源	9.9%	6.8%	10.3%	10.9%
电力	600900.SH	长江电力	3.7%	3.6%	4.1%	3.3%
石油石化	601857.SH	中国石油	4.2%	4.6%	8.5%	4.8%
石油石化	600028.SH	中国石化	5.0%	11.1%	8.1%	5.4%
银行	601328.SH	交通银行	7.1%	7.7%	7.9%	5.9%
银行	601398.SH	工商银行	5.3%	6.3%	7.0%	5.7%
铁路	601006.SH	大秦铁路	7.4%	7.5%	7.2%	5.9%
公路	600350.SH	山东高速	6.1%	7.8%	7.0%	5.0%

资料来源: Wind、各公司公告、长城证券产业金融研究院

## 四、投资策略与建议

综合煤炭板块表现来看，由于其盈利确定性强而具备抗跌性，同时高分红的特性进一步强化股东回报。核心原因在于供给侧改革以来，落后产能超预期淘汰，煤炭板块作为传统产业先进产能释放明显慢于需求增速。煤炭板块以稳健的运营资产保证高盈利，“双碳”政策下的高审批门槛提升高盈利的持续性，同时又促进板块持续高分红。

图表27: 煤炭板块具备“三高”属性



资料来源: 长城证券产业金融研究院

以股息率看标的投资价值，我们认为应从未来分红潜力和生产经营情况两个角度来看待。从未来分红潜力的角度，我们推荐广汇能源、山西焦煤和潞安环能，建议关注冀中能源，从生产经营的角度，我们推荐兖矿能源、中国神华和陕西煤业，建议关注山煤国际。

图表28: 煤炭行业重点公司盈利预测表

公司代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600546.SH	山煤国际	18.74	3.52	2.72	2.90	3.06	3.3	6.9	6.5	6.1
600256.SH	广汇能源	7.74	1.73	0.97	1.29	1.61	5.5	8.0	6.0	4.8
601699.SH	潞安环能	25.97	4.74	3.29	3.43	3.54	4.5	7.9	7.6	7.3
600188.SH	兖矿能源	26.36	6.30	2.81	2.91	3.04	5.3	9.4	9.0	8.7
000983.SZ	山西焦煤	11.71	2.09	1.32	1.46	1.53	5.2	8.9	8.0	7.6
601225.SH	陕西煤业	26.00	3.62	2.36	2.55	2.67	6.3	11.0	10.2	9.8
000937.SZ	冀中能源	8.17	1.26	1.28	1.13	1.18	4.1	6.4	7.2	6.9
601088.SH	中国神华	38.58	3.50	3.09	3.19	3.24	8.1	12.5	12.1	11.9

资料来源: Wind、长城证券产业金融研究院

注: 本表采用 Wind 一致预期, 收盘价取 2024 年 2 月 27 日

## 风险提示

煤价剧烈波动、下游需求不及预期、本文对股息率测算基于一定假设，假设条件不成立、遗漏变量偏差、发生重大煤炭安全生产事故

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说

为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686