



Research and
Development Center

煤炭上市公司分红能力与潜力研究

煤炭行业专题报告

2020 年 3 月 24 日

左前明 能源行业首席分析师

周 杰 煤炭行业分析师

王志民 煤炭行业分析师

证券研究报告

行业研究——专题研究

煤炭行业

左前明 能源行业首席分析师

执业编号:S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 煤炭行业分析师

执业编号:S1500519110001

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 煤炭行业分析师

执业编号:S1500519090007

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

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

煤炭上市公司分红能力与潜力研究

2020年03月24日

本期内容提要

- 后供给侧改革阶段,煤炭行业运行趋稳,头部企业盈利确定性较高,资本开支即将下降,加之煤炭上市公司负债率低,集团母公司资金偏紧,为上市公司将富裕的现金流进行加大派息创造了条件。煤价方面,在过剩产能出清,产业集中度提升的背景下,煤炭行业形势趋于稳定,煤炭价格波动幅度降低,与煤炭企业盈利相关性更强的产地煤价与长协煤价将更加稳定。5500大卡动力煤港口价的2019年均价同比下降59.68元/吨,降幅9.23%。产地煤价同比下滑的幅度明显较小,大同地区降幅7.86%、鄂尔多斯地区降幅1.12%,榆林地区则上涨6.08%。而年度长协的2019年度均价同比仅下滑3.17元/吨,降幅0.57%。在煤价中枢下移的同时,头部煤炭企业的季度利润仍是逐季上移的,甚至接近了行业周期高点的盈利水平。在当前行业共识是煤炭需求不可能再大幅提升,企业对新一轮煤炭产能投资相对谨慎。21家国有大型煤炭集团在2018年的资本开支基本持平于2017年,为1393亿元,仅较2016年的低点1113亿元,提升了280亿元(25.16%),远低于2012年的行业周期高点的2487亿元的资本开支水平,2019年或将有所下滑。多数煤炭企业集团层面的债务负担远大于上市公司,上市公司现金充沛、集团母公司资金紧张的矛盾局面非常明显。因此,煤价趋稳、产业集中度提升、资本开支下降、集团资金紧张的行业运行态势为上市公司将富裕的现金流进行加大派息创造了良好条件。
- 煤炭上市实际分红水平一般高于公司章程规定的分红率。平煤股份在2020年2月29日公布2019-2021三年股东分红回报规划规定分红率为60%且每股派息不低于0.25元人民币;中国神华、兖州煤业在公司章程中规定的现金分红比率为35%;陕西煤业、昊华能源为30%;大有能源为26%;中煤能源为20%;其他公司均规定最近三年累计现金分红不少于近三年年均可供分配利润的30%,其中部分公司附加规定每年现金分红比率不低于10%。但实际上根据梳理的煤炭上市公司近三年的实际分红率均高于公司章程规定的分红比率,普遍的分红率在30%。从历史数据看,实际分红率相较章程规定的比率超出程度高的公司主要有盘江股份、中国神华、陕西煤业、中煤能源、冀中能源、靖远煤电等,一个侧面反映出这些公司的既往分红意愿较强。
- 从现金流和债务负担角度看煤炭公司的分红能力。中国神华、陕西煤业、大有能源、恒源煤电、靖远煤电、潞安环能六家公司的净负债小于0,为净现金公司,无偿债压力,并且每年股权自由现金流充裕。除靖远煤电外,其他五家公司的股权自由现金流均占到营业总收入的20%以上的水平,且未分配利润占所有者权益的比重达到45%以上,分红能力极强。此外,盘江股份、昊华能源、兖州煤业、冀中能源和西山煤电的有息负债率和流动负债占比均小于35%,且股权自由现金流能在5年内覆盖当前的净负债,债务负担和短期偿债压力较小,分红能力也较强。
- 从超额分红历史、股权激励和大股东诉求方面看煤炭公司的分红意愿。盘江股份、兖州煤业、中国神华2016年以来实施

过超额分红，此外兖州煤业于 2018 年对度管理层和核心骨干实施了行业首例股票期权激励计划，管理层与股东利益相一致。大股东述求方面，大同煤业、昊华能源、阳泉煤业、冀中能源、平煤股份、兖州煤业的控股股东里非上市资产几乎没有创造股权自由现金流的能力（股权自由现金流为负），且负债较高，因此对上市公司分红输血的潜在述求或较为强烈。此外，郑州煤电、山煤国际、盘江股份、恒源煤电、潞安环能、陕西煤业、开滦股份的控股股东里非上市资产可以创造一定的股权自由现金流，但负债率较高，在 75%以上，债务负担较重，偿债压力较大。在当前国有企业降负债的背景下，集团对上市公司分红输血的述求或也很强烈。中国神华和淮北矿业的控股股东持股比例分别为 69.45%和 75.00%，若提高分红，控股股东最为收益。

- **投资建议：**从分红派息能力与潜力综合角度，重点推荐平煤股份、兖州煤业、中国神华、陕西煤业。从当前 2019 年预期股息率由高到低角度建议关注平煤股份、兖州煤业、恒远煤电、陕西煤业、西山煤电、淮北矿业、中国神华、潞安环能等公司。从未来分红潜力即有望改善分红政策的角度，建议重点关注兖州煤业、陕西煤业、潞安环能、中国神华、昊华能源、冀中能源等。
- **风险因素：**（1）需求在全球疫情严重扩散影响下超预期恶化使得煤炭价格大幅失速下滑；（2）乐观情绪及战略调整导致煤炭公司进行煤炭及非煤产业扩张性资本开支；（3）煤炭公司短期偿债压力下导致的实际分红不达预期。

目 录

后供给侧改革时代，煤炭行业运行新态势为上市公司加大分红创造良好条件	1
1、行业运行企稳，煤价有望稳定运行在绿色区间	1
2、行业集中度及企业经营效益的提升，使得头部企业的盈利并未随煤价下滑	2
3、行业发展战略逐步由规模数量型向质量效益型转变，行业进入资本开支下降期。	3
4、煤炭上市公司负债率较低，控股股东即大型煤炭集团负债率依然较高。	4
煤炭上市公司实际分红普遍高于章程规定的分红率。	5
从分红能力和分红意愿看分红潜力	6
1、从债务负担和现金流的角度看煤炭企业的分红能力	6
2、从超额分红历史、股权激励和大股东诉求方面看企业的分红意愿	8
2.1、提升过分红比例或进行超额分红的公司	9
2.2、股权激励方面	9
2.3、大股东资金需求方面	9
投资建议	10
风险提示	12

表 目 录

表 1：市场煤、产地煤和长协煤年度均价对比（元/吨）	1
表 2：24 家煤炭上市公司的 2018 年分红率、股息率和近三年累计分红率	5
表 4：煤炭上市公司的债务负担情况（亿元，净负债升序排列）	7
表 5：煤炭上市公司现金流情况（亿元，按股权自由现金流占营收比重降序排列）	8
表 6：扣除上市公司贡献的集团层面负债及现金流情况	10
表 7：预计 2019 年度分红情况（截至 3 月 24 日收盘价）	10
表 8：有望改善分红政策的公司的判断依据	11

图 目 录

图 1：2019 年港口煤价震荡回落至绿色区间，波动明显下降	1
图 2：2019 年以来产地煤价走势更加坚挺	1
图 3：长协煤价运行更加稳定	2
图 4：煤炭行业 21 家国有大型煤炭集团季度盈利（亿元）	3
图 5：煤炭行业 20 家国有大型煤炭集团季度盈利（不含神华，亿元）	3
图 6：煤炭行业 21 家国有大型煤炭集团资本开支	4
图 7：煤炭行业 20 家国有大型煤炭集团资本开支（不含神华集团）	4
图 8：上市公司与其控股股东的资产负债率对比（2019 年三季报）	4
图 9：上市公司与其控股股东的有息负债率对比（2019 年三季报）	4

后供给侧改革时代，煤炭行业运行新态势为上市公司加大分红创造良好条件

1、行业运行企稳，煤价有望稳定运行在绿色区间

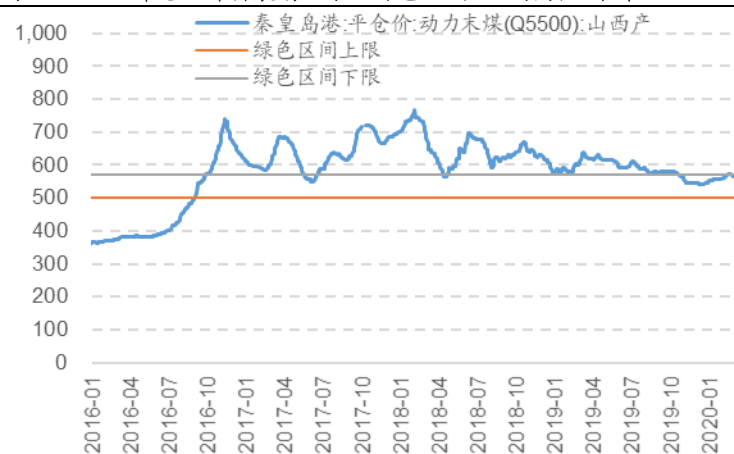
2019 年以来，煤炭行业的供给侧结构性改革步入深水区，在过剩产能出清，产业集中度提升的背景下，煤炭形势趋于稳定，煤炭价格波动幅度降低。同时与煤炭企业盈利相关性更强的产地煤价与长协煤价将更加稳定。以 5500 大卡动力煤价为例，港口煤价的 2019 年度均价同比下降 59.68 元/吨，降幅 9.23%。产地煤价同比下滑的幅度明显较小，大同地区降幅 7.86%、鄂尔多斯地区降幅 1.12%，榆林地区则上涨 6.08%。而年度长协的 2019 年度均价同比仅下滑 3.17 元/吨，降幅 0.57%。

表 1：市场煤、产地煤和长协煤年度均价对比（元/吨）

	2016	2017		2018		2019	
	年度均价	年度均价	同比	年度均价	同比	年度均价	同比
秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产	474.93	638.25	34.39%	646.76	1.33%	587.08	-9.23%
价格:动力煤(Q5500):陕西:榆林	238.74	341.38	42.99%	382.31	11.99%	405.53	6.08%
坑口价:动力煤(Q5500):鄂尔多斯	221.98	368.20	65.87%	365.43	-0.75%	361.33	-1.12%
坑口价(含税):弱粘煤(Q5500):大同	297.40	452.24	52.06%	453.84	0.35%	418.20	-7.85%
年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)		568.00		558.50	-1.67%	555.33	-0.57%

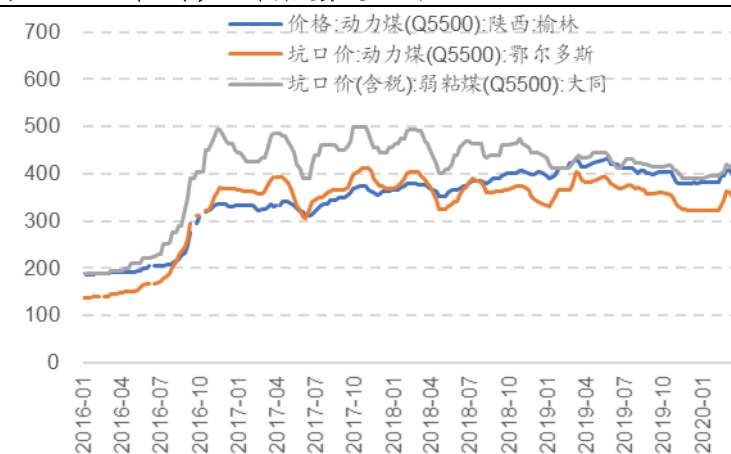
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 1：2019 年港口煤价震荡回落至绿色区间，波动明显下降



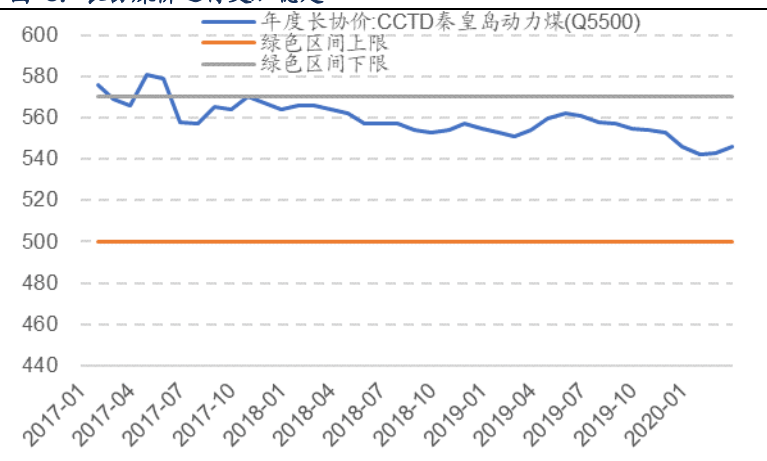
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2019 年以来产地煤价走势更加坚挺



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：长协煤价运行更加稳定



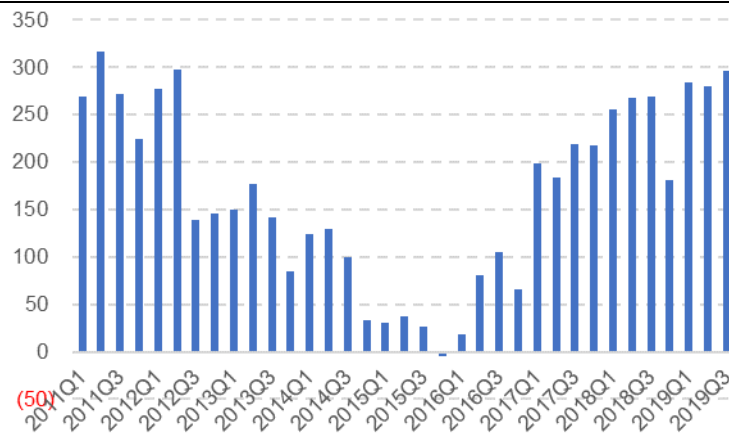
资料来源：万得，信达证券研发中心

展望未来，宏观逆周期调节叠加库存周期有望提升能源（煤炭）需求弹性，供给跨过违法违规合法化产量释放高峰后，呈现供给集中度显著提升、结构性缺煤长期存在、落后产能继续退出、煤矿准入超产难度提升等局面，供需形势有望由 2018 年上半年至今的略宽松向更加平衡发展。煤炭价格降幅明显收窄、在绿色区间内筑底企稳是大概率事件。（详见信达证券煤炭团队 2019 年 12 月 25 日发布的《煤炭行业 2020 年投资策略：边际优于方向，结构优于总量》）。

2、行业集中度及企业经营效益的提升，使得头部企业的盈利并未随煤价下滑

我们拉取煤炭产量排名前 21 家有公开债券发行的国有大型煤炭集团的利润数据，可以看出，尽管市场煤价从 2017 年开始中枢逐步下移，但头部煤炭企业的季度利润仍是逐季上移的，甚至接近了行业周期高点的盈利水平。说明在行业集中度提升的同时，头部煤炭企业通过挖潜降本、调整结构等方式，实现了煤价下降阶段的经营效益提升。

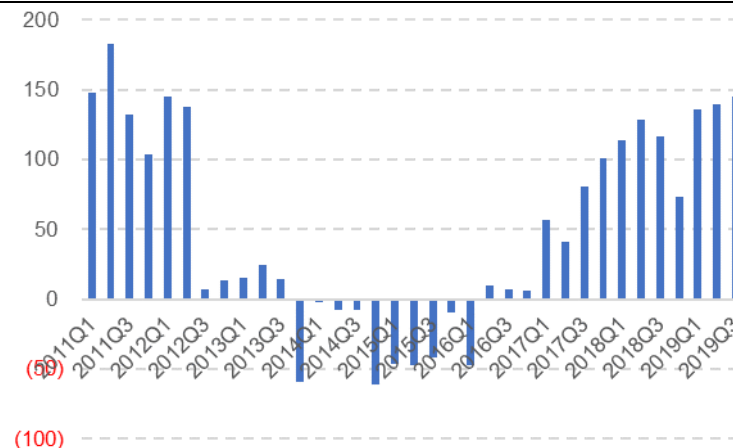
图 4：煤炭行业 21 家国有大型煤炭集团季度盈利（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：中煤集团部分季度数据缺失，为保障数据连续性，故这里不包含中煤集团；为避免神华集团和国电集团合并后，国电部分盈利的影响，这里用中国神华上市公司的数据代替国家能源集团，下同。

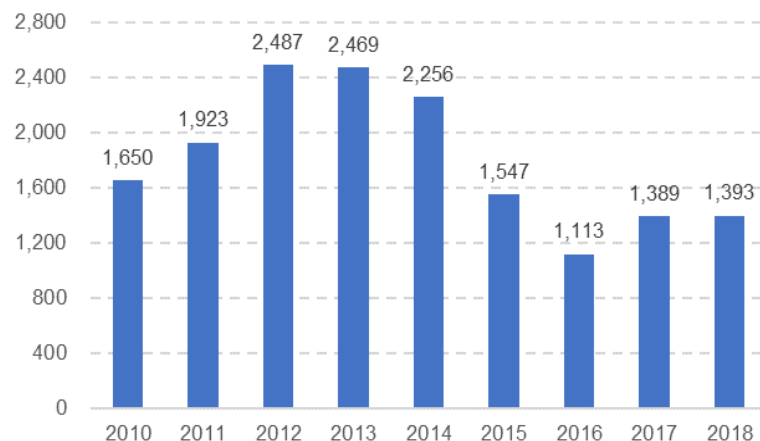
图 5：煤炭行业 20 家国有大型煤炭集团季度盈利（不含神华，亿元）



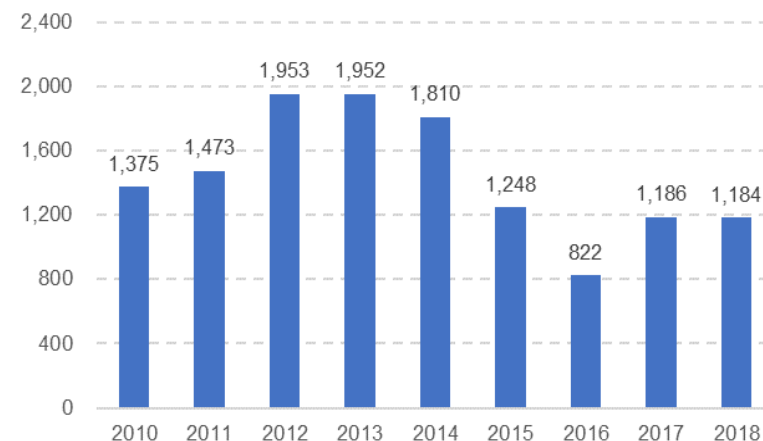
资料来源：万得，信达证券研发中心

3、行业发展战略逐步由规模数量型向质量效益型转变，行业进入资本开支下降期。

当前行业共识是煤炭需求不可能再大幅提升，有望保持小幅增长态势。因此，企业对新一轮煤炭产能投资相对谨慎。21 家国有大型煤炭集团在 2018 年的资本开支基本持平于 2017 年，为 1393 亿元，仅较 2016 年的低点 1113 亿元，提升了 280 亿元（25.16%），远低于 2012 年的行业周期高点的 2487 亿元的资本开支水平，2019 年或将有所下滑。伴随十二五~十三五时期违法违规煤矿陆续建成投产，在煤炭产能扩张方面的投资将步入下降期，尤其是纯新建煤矿项目越来越少。

图 6：煤炭行业 21 家国有大型煤炭集团资本开支


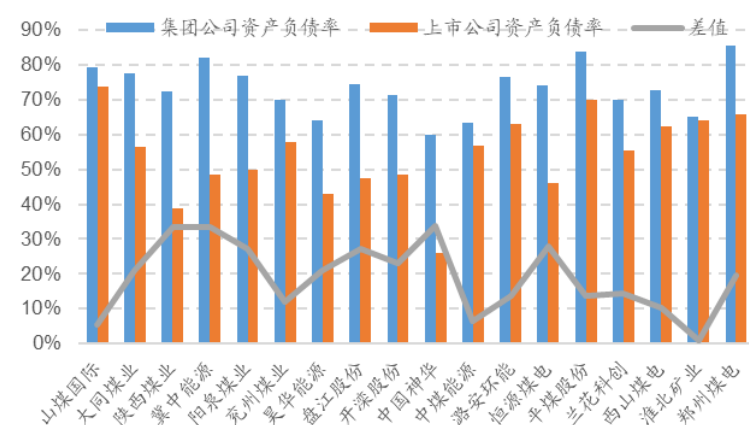
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：煤炭行业 20 家国有大型煤炭集团资本开支（不含神华集团）


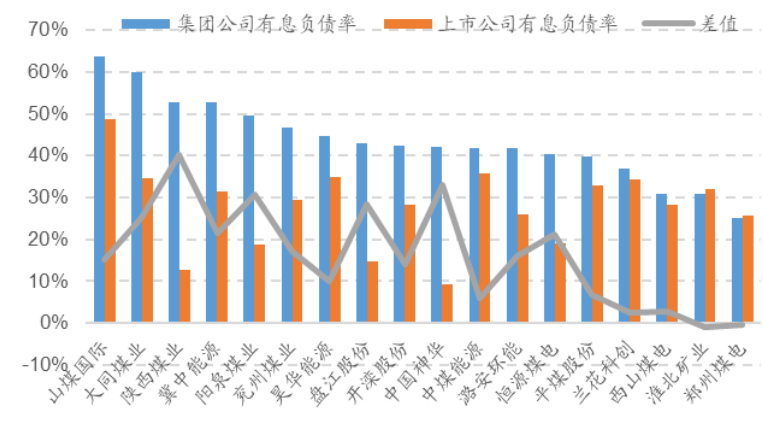
资料来源：万得，信达证券研发中心

4、煤炭上市公司负债率较低，控股股东即大型煤炭集团负债率依然较高。

对比煤炭上市公司及其控股股东的资产负债率和有息负债率可以看出，多数煤炭企业集团层面的债务负担远大于上市公司。且上市公司负债率和有息负债率普遍较其控股股东低 20 个 pct 左右。上市公司现金充沛、集团母公司资金紧张的矛盾局面非常明显。

图 8：上市公司与其控股股东的资产负债率对比（2019 年三季报）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：上市公司与其控股股东的有息负债率对比（2019 年三季报）


资料来源：万得，信达证券研发中心

煤炭上市公司实际分红普遍高于章程规定的分红率。

我们选取 24 家主业为煤炭生产与销售的上市公司对其分红政策和分红率进行分析。

表 2：24 家煤炭上市公司的 2018 年分红率、股息率和近三年累计分红率

公司名称	2018 年分红率	2018 年股息率	2016-2018 近三年累计分红率	公司名称	2018 年分红率	2018 年股息率	2016-2018 近三年累计分红率
中国神华	39.90%	4.16%	254.47%	淮北矿业	30.60%	4.48%	91.98%
盘江股份	70.06%	6.51%	243.56%	潞安环能	30.11%	3.54%	91.84%
兰花科创	31.71%	3.63%	148.23%	西山煤电	52.45%	4.30%	87.19%
冀中能源	40.52%	2.30%	145.86%	中煤能源	30.11%	1.48%	86.87%
靖远煤电	39.93%	3.26%	112.08%	阳泉煤业	34.16%	4.45%	86.66%
陕西煤业	29.10%	3.49%	105.13%	上海能源	30.60%	2.52%	79.72%
郑州煤电	33.30%	1.27%	101.44%	露天煤业	0.00%	0.00%	63.88%
兖州煤业	33.54%	5.09%	100.33%	大有能源	9.91%	0.28%	60.42%
开滦股份	30.28%	3.90%	98.92%	新集能源	0.00%	0.00%	14.80%
恒源煤电	33.59%	5.66%	97.85%	山煤国际	0.00%	0.00%	0.00%
昊华能源	31.62%	2.41%	94.19%	大同煤业	0.00%	0.00%	0.00%
红阳能源	30.45%	0.43%	93.49%	平煤股份	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

从 24 家公司的分红政策来看：

- 平煤股份在 2020 年 2 月 29 日公布 2019-2021 三年股东分红回报规划后，分红率为 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币；其次是中国神华、兖州煤业在公司章程中规定的现金分红比率为 35%；陕西煤业、昊华能源为 30%；大有能源为 26%；中煤能源为 20%；其他公司均规定最近三年累计现金分红不少于近三年年均可供分配利润的 30%，其中部分公司附加规定每年现金分红比率不低于 10%。
- 24 家煤炭公司近三年的实际分红率均高于公司章程规定的分红比率，普遍的分红率在 30%。特别的有盘江股份在 2016 年的分红率达到 202.64%，此后每年在 70%左右的水平；中国神华在 2016 年的现金红利加特别股息叠加的分红率达到 260%，此后每年在 40%左右；兖州煤业在 2019 年派发中期特别股息 49.12 亿元，占当期利润的 92%。

表 3：煤炭上市公司分红政策及 2016 年以来的分红率

公司	分红政策	2016	2017	2018	2019H1
平煤股份	每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币				
兖州煤业	每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%	28.55%	34.82%	33.54%	91.62%
中国神华		260.09%	40.19%	39.90%	
陕西煤业	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的 30%	39.93%	40.00%	29.10%	
昊华能源			30.72%	31.62%	
大有能源	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的归属于母公司可供股东分配利润的 26%		30.36%	30.10%	
中煤能源	每年以现金方式分配的利润不少于合并报表口径归属于母公司股东的当年可供分配利润的 20%	25.52%	30.20%	30.11%	
冀中能源		144.83%	33.20%	40.52%	
西山煤电		7.99%	8.03%	52.45%	
郑州煤电	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且连续三年内以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%			33.30%	
盘江股份		202.64%	66.03%	70.06%	
山煤国际					
淮北矿业		33.33%	30.30%	30.60%	
靖远煤电		20.63%	41.41%	39.93%	
露天煤业		59.51%	27.94%		
兰花科创			32.16%	31.71%	
阳泉煤业			30.11%	34.16%	
上海能源		16.00%	30.64%	30.60%	
恒源煤电	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%		32.59%	33.59%	
开滦股份		36.78%	36.89%	30.28%	
大同煤业					
潞安环能		31.41%	30.86%	30.11%	
新集能源				9.91%	
红阳能源		30.67%	31.52%	30.45%	

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

注：*中国神华 2016 年度在 40.28% 分红率的基础上派发特别股息 499.23 亿元。兖州煤业 2019 年中期派发特别股息 49.12 亿元。

从分红能力和分红意愿看分红潜力

1、从债务负担和现金流的角度看煤炭企业的分红能力

在煤价中枢有望稳定在绿色区间，行业集中度提升带来头部企业盈利和现金流有望稳定在历史高点，同时煤炭企业普遍扩张

性投资意愿不强，资本开支趋下行的背景下，上市公司的分红能力是有极大的提升。

- 中国神华、陕西煤业、大有能源、恒源煤电、靖远煤电、潞安环能六家公司的净负债小于 0，为净现金公司，无偿债压力，并且每年股权自由现金流充裕。除靖远煤电外，其他五家公司的股权自由现金流均占到营业总收入的 20%以上的水平，且未分配利润占所有者权益的比重达到 45%以上，分红能力较强。
- 其他公司中，盘江股份、昊华能源、兖州煤业、冀中能源和西山煤电的有息负债率和流动负债占比均小于 35%，且股权自由现金流能在 5 年内覆盖当前的净负债，债务负担和短期偿债压力较小。

表 4：煤炭上市公司的债务负担情况（亿元，净负债升序排列）

	净负债	资产负债率	有息负债率	流动负债占比
中国神华	-545.86	26.05%	9.16%	17.14%
陕西煤业	-37.31	38.90%	12.73%	20.28%
大有能源	-36.85	52.39%	17.15%	50.39%
恒源煤电	-20.16	46.18%	19.00%	33.24%
靖远煤电	-19.18	23.14%	2.10%	19.54%
潞安环能	-2.98	63.08%	25.87%	49.96%
盘江股份	0.80	47.48%	14.66%	29.14%
郑州煤电	1.98	65.73%	25.61%	62.82%
上海能源	4.94	41.08%	11.67%	30.68%
开滦股份	12.59	48.42%	28.22%	39.75%
大同煤业	15.53	56.58%	34.73%	47.87%
阳泉煤业	29.06	49.87%	18.73%	40.82%
红阳能源	46.39	62.91%	45.31%	53.27%
冀中能源	51.78	48.54%	31.31%	30.32%
昊华能源	57.42	43.04%	34.84%	19.84%
平煤股份	64.33	69.96%	32.99%	43.74%
兰花科创	68.33	55.45%	34.41%	42.68%
露天煤业	82.22	47.05%	31.64%	34.56%
西山煤电	122.55	62.45%	28.21%	33.48%
新集能源	139.39	73.30%	51.44%	32.04%
山煤国际	156.12	73.89%	48.74%	53.27%
淮北矿业	159.27	63.91%	32.00%	45.51%
兖州煤业	346.21	57.75%	29.40%	29.94%
中煤能源	678.50	56.92%	35.85%	31.33%

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：资产负债表栏目的数据采用 2019 年三季度，利润表及现金流量表栏目的数据采用 2018 年年报（下同）。

表 5：煤炭上市公司现金流情况（亿元，按股权自由现金流占营收比重降序排列）

	股权自由现金流	股权自由现金流占营收比重	未分配利润占比
昊华能源	18.77	32.31%	20.00%
恒源煤电	16.97	28.77%	47.27%
潞安环能	69.77	27.75%	58.05%
陕西煤业	151.02	26.39%	46.78%
中国神华	626.64	23.73%	54.68%
新集能源	18.62	21.28%	16.46%
大有能源	15.44	19.64%	48.48%
大同煤业	16.03	14.24%	20.28%
开滦股份	22.57	11.03%	41.63%
西山煤电	32.06	9.93%	57.24%
淮北矿业	53.80	9.84%	40.55%
靖远煤电	3.53	8.63%	33.05%
郑州煤电	4.13	8.59%	22.97%
兰花科创	6.39	7.49%	62.70%
冀中能源	14.86	6.93%	45.04%
中煤能源	66.27	6.36%	31.02%
盘江股份	3.25	5.34%	24.79%
兖州煤业	81.30	4.99%	56.78%
山煤国际	18.65	4.89%	5.79%
平煤股份	6.40	3.17%	40.93%
红阳能源	2.07	2.83%	9.40%
阳泉煤业	-1.01	-0.31%	47.85%
上海能源	-1.53	-2.24%	75.81%
露天煤业	-7.03	-8.55%	55.44%

资料来源：万得，信达证券研发中心

2、从超额分红历史、股权激励和大股东述求方面看企业的分红意愿

我们认为近年提升过分红比例或进行超额分红的公司、对员工实施过股权激励的公司、以及大股东对资金需求强烈的公司的分红意愿更强。

2.1、提升过分红比例或进行超额分红的公司

2016 年以来，进行特别派息煤炭上市公司主要有三家：盘江股份、中国神华和兖州煤业。

- 盘江股份 2016 年的分红率达到 202.64%;
- 中国神华在 2016 年的现金红利加特别股息叠加的分红率达到 260%;
- 兖州煤业在 2019 年派发中期特别股息 49.12 亿元，占当期利润的 92%。

平煤股份公司章程规定的分红政策为“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的母公司年均可供分配利润的 30%”。在 2020 年 2 月份发布的《2019 至 2021 年股东回报规划》中提出公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币。分红率大幅提升。

2.2、股权激励方面

2019 年 2 月兖州煤业实施的 2018 年 A 股股票期权激励计划股票期权授予登记完成，对公司董事（不含独立董事等外部董事）、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员 499 人授予股票期权 4,632 万份（占公司总股本的 0.94%），行权价 9.64 元/份（扣除实施后的分红，实际行权价 8.1 元/份）。

实施股权激励后，公司有意愿通过分红等手段稳定股价，保证期权的行权和激励效果的实现。

2.3、大股东资金需求方面

另外我们从大股东的债务负担及现金盈利情况对上市公司的分红意愿进行分析。为更清晰的展示大股东对上市公司分红的需求，我们将单独对扣除上市公司贡献的集团层面负债及现金流情况进行分析。

- 大同煤业、昊华能源、阳泉煤业、冀中能源、平煤股份、兖州煤业的控股股东里非上市资产几乎没有创造股权自由现金流的能力（股权自由现金流为负），且负债较高，因此对上市公司分红输血的述求最为强烈。
- 郑州煤电、山煤国际、盘江股份、恒源煤电、潞安环能、陕西煤业、开滦股份的控股股东里非上市资产可以创造一定的股权自由现金流，但负债率较高，在 75%以上，债务负担较重，偿债压力较大。在当前国有企业降负债的背景下，集团对上市公司分红输血的述求也很强烈。
- 中国神华和淮北矿业的控股股东持股比例分别为 69.45%和 75.00%，若提高分红，控股股东最为收益。

表 6: 扣除上市公司贡献的集团层面负债及现金流情况

上市公司	大股东名称	大股东持股比例	股权自由现金流	资产负债率	有息负债率
大同煤业	大同煤矿集团有限责任公司	57%	-65.48	78.45%	61.04%
昊华能源	北京能源集团有限责任公司	63%	-40.15	65.24%	45.20%
阳泉煤业	阳泉煤业(集团)有限责任公司	58%	-39.09	80.36%	53.40%
冀中能源	冀中能源集团有限责任公司	44%	-37.37	85.16%	54.73%
平煤股份	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	55%	-7.49	86.18%	40.90%
兖州煤业	兖矿集团有限公司	46%	-1.61	74.89%	53.82%
郑州煤电	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	64%	1.68	90.44%	24.95%
兰花科创	山西兰花煤炭实业集团有限公司	45%	6.43	75.07%	37.71%
盘江股份	贵州盘江投资控股(集团)有限公司	58%	9.08	80.62%	49.44%
恒源煤电	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	55%	9.37	80.35%	44.91%
潞安环能	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	62%	15.33	79.42%	44.95%
开滦股份	开滦(集团)有限责任公司	46%	18.27	75.24%	44.65%
淮北矿业	淮北矿业(集团)有限责任公司	75%	22.06	65.95%	29.91%
山煤国际	山西煤炭进出口集团有限公司	60%	44.55	81.51%	70.27%
陕西煤业	陕西煤业化工集团有限责任公司	63%	46.05	78.41%	60.11%
西山煤电	山西焦煤集团有限责任公司	54%	62.73	73.83%	31.23%
中煤能源	中国中煤能源集团有限公司	57%	70.29	67.90%	45.69%
上海能源	中国中煤能源股份有限公司	62%	110.17	57.56%	36.82%
新集能源	中国中煤能源集团有限公司	30%	124.55	63.27%	41.52%
中国神华	国家能源投资集团有限责任公司	69%	818.55	69.36%	51.51%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

投资建议

综上, 从分红派息能力与潜力综合角度, 重点推荐平煤股份、兖州煤业、中国神华、陕西煤业。从当前 2019 年预期股息率由高到低角度建议关注平煤股份、兖州煤业、恒远煤电、陕西煤业、西山煤电、淮北矿业、中国神华、潞安环能等公司。从未来分红潜力即有望改善分红政策的角度, 建议重点关注兖州煤业、陕西煤业、潞安环能、中国神华、昊华能源、冀中能源等。

表 7: 预计 2019 年度分红情况 (截至 3 月 24 日收盘价)

公司名称	2018	预计分红率	PE (2019E)	预计股息率
盘江股份	70.06%	70%	8.10	8.64%
兖州煤业	33.54%	35%	4.73	7.40%
恒源煤电	33.59%	35%	4.78	7.32%

平煤股份	——	60%	8.35	7.19%
西山煤电	52.45%	50%	7.73	6.47%
陕西煤业	29.10%	40%	6.22	6.44%
阳泉煤业	34.16%	35%	5.53	6.33%
淮北矿业	30.60%	30%	4.85	6.19%
中国神华	39.90%	40%	7.05	5.67%
潞安环能	30.11%	30%	5.69	5.27%
露天煤业	——	30%	5.73	5.24%
开滦股份	30.28%	30%	5.83	5.15%

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：兖州煤业、西山煤电、中国神华、平煤股份为信达预测，陕西煤业、露天煤业为业绩快报数据，其他为万得一致预期。

表 8：有望改善分红政策的公司的判断依据

	分红政策	分红能力	分红意愿
兖州煤业	每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%	有息负债率 33.6%，流动负债占负债总额比重为 29.94%，债务负担和短期偿债压力较小。	2018 年度实施股票期权激励计划； 2019 中期进行特别派息； 扣除上市公司后集团层面其他资产存现金缺口，且债务负担重，对上市公司分红输血诉求强烈
陕西煤业	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的 30%	净现金公司，未分配利润占净资产比重为 47%，股权自由现金流充裕，占营收比重 26%。	扣除上市公司后集团层面其他资产债务负担重，偿债能力差，对上市公司分红输血诉求较为强烈。
潞安环能	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%	净现金公司，未分配利润占净资产比重为 58%，股权自由现金流充裕，占营收比重 28%。	扣除上市公司后集团层面其他资产债务负担重，偿债能力差，对上市公司分红输血诉求较为强烈。
中国神华	每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东的净利润的 35%	净现金公司，未分配利润占净资产比重为 55%，股权自由现金流充裕，占营收比重 24%。	2016 年底进行特别派息； 大股东持股比例高，若提高分红大股东最为受益。
昊华能源	每年以现金方式分配的利润不少于当年可供分配利润的 30%	有息负债率 34.84%，流动负债占负债总额比重为 19.84%，债务负担和短期偿债压力较小。股权自由现金流充裕，占营收比重 32.31%。	扣除上市公司后集团层面其他资产债务负担重，偿债能力差，对上市公司分红输血诉求较为强烈。
冀中能源	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且连续三年内以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%	有息负债率 31.31%，流动负债占负债总额比重为 30.32%，债务负担和短期偿债压力较小。	扣除上市公司后集团层面其他资产债务负担重，偿债能力差，对上市公司分红输血诉求较为强烈。

资料来源：万得，信达证券研发中心

风险提示

- (1) 需求在全球疫情严重扩散影响下超预期恶化使得煤炭价格大幅失速下滑;
- (2) 乐观情绪及战略调整导致煤炭公司进行煤炭及非煤产业扩张性资本开支;
- (3) 煤炭公司短期偿债压力下导致的实际分红不达预期。

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，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7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
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@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。