煤炭开采

证券研究报告
2021 年 03 月 28 日

行业供需平稳，高股息龙头体现投资价值

事件：
2021 年 3 月 26 日晚，中国神华、兖州煤业等公司公布其 2020 年分红计划，其中中国神华 2020 年拟每股派发现金红利 1.81 元，分红比例高达 91.8%；兖州煤业拟每股派发现金红利 1 元，分红比例高达 77.13%。

点评：

2020 年提高分红比例，平均最低股息率达 4.15%。2020 年以来，中国神华、兖州煤业等上市公司修改公司章程，提高每年最低分红比例。在这些重点上市公司中，最低分红比例排名第一的是平煤股份，即不低于可分配利润的 60%。根据上市公司规定的最低每股现金股利，以 2021 年 3 月 26 日收盘价计算，平均股息率高达 4.15%，较中债 10 年期收益率高 0.95 个百分点。

2020 年分红大超预期，高股息率体现投资价值。根据中国神华和兖州煤业年报，2020 年分红比例分别为 91.8%和 77.13%，都高于其最低分红比例。根据 2021 年 3 月 26 日最低收盘价，两家公司股息率分别为 9.98%和 7.59%，高股息率彰显投资价值。

煤炭企业新建矿井意愿低，行业固定资产投资额同比增幅缩小，未来行业资本开支将进入下行周期。“十四五”末全国煤矿数量控制在 4000 处左右，较 2020 年的 4700 处持续下降，2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比下降 0.7%，行业资本开支或将进入下行周期。

煤炭板块业绩有望维持稳定，分红提高助力估值向公用事业板块靠拢。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期。随着煤炭行业公司实施稳定高分红政策。煤炭板块防御属性变强，向类公共事业发展。因此我们预计宏观悲观预期对于估值的影响将缓慢消除，煤炭板块估值水平有望进一步增长。

投资建议：重点推荐行业高股息一体化运营龙头**中国神华，**西北动力煤**龙头陕西煤业**，建议关注**兖州煤业。**

风险提示：宏观经济不及预期；煤炭价格不及预期；公司分红不及预期等

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

行业走势图

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《煤炭开采-行业研究周报:20210326 一周煤炭动向：动力煤价持续高稳，优质炼焦煤走出独立行情》 2021-03-28
2 《煤炭开采-行业研究周报:20210319 一周煤炭动向：环保安全检查趋严，供给偏紧支撑煤价高位》 2021-03-20
3 《煤炭开采-行业点评:2021 年 1-2 月能源数据点评：“保供”影响供给增加》 2021-03-17

1. 事件：

2021 年 3 月 26 日晚，中国神华、兖州煤业等公司公布其 2020 年分红计划，其中中国神华 2020 年拟每股派发现金红利 1.81 元，分红比例高达 91.8%；兖州煤业拟每股派发现金红利 1 元，分红比例高达 77.13%。

2. 点评：

2020 年提高分红比例，平均最低股息率达 4.15%。2020 年以来，中国神华、兖州煤业等上市公司修改公司章程，提高每年最低分红比例。在这些重点上市公司中，最低分红比例排名第一的是平煤股份，即不低于可分配利润的 60%。根据上市公司规定的最低每股现金股利，以 2021 年 3 月 26 日收盘价计算，平均股息率高达 4.15%，较中债 10 年期收益率高 0.95 个百分点。

2020 年分红大超预期，高股息率体现投资价值。根据中国神华和兖州煤业年报，2020 年分红比例分别为 91.8%和 77.13%，都高于其最低分红比例。根据 2021 年 3 月 26 日最低收盘价，两家公司股息率分别为 9.98%和 7.59%，高股息率彰显投资价值。

表 1：2020 年以来主要煤炭公司分红承诺修改意见

公司	修改后	修改前	最低股息率	最新分红比例	最新股息率
兖州煤业	在符合《公司章程》规定的情形下，2020-2024 年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 50%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。	公司在该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 35%。	3.79%	2020 年，公司拟派发现金股利 1.00 元/股（含税），占归属于公司股东净利润的 77.13%	7.59%
平煤股份	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。	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%。	4.84%	-	-
陕西煤业	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 40%且金额不低于 40 亿元。	每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%	3.81%		
中国神华	每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%。	每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东净利润的 35%。	-	2020 年度末期，公司派发现金股利人民币 1.81 元/股（含税），占归属于本公司股东的净利润的 91.8%。	9.98%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计 2021 年平均股息率为 6.81%。根据对重点煤炭上市公司 2021 年的盈利预测，及其最低分红比例，按照 3 月 26 日收盘价，4 家重点煤炭上市公司的平均股息率达 6.81%。

表 2：2021 年股息率预测

公司	2021 年归母净利润（亿元）	最低分红比例	每股现金股利（元）	3 月 26 日收盘价(元）	预计股息率
兖州煤业	111.83	50%	1.15	13.18	8.73%
平煤股份	15.18	60%	0.39	5.16	7.56%
陕西煤业	130.01	40%	0.52	10.75	4.84%
中国神华	443.06	50%	1.17	18.13	6.12%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：平煤股份 2021 年净利润为 Wind 一致预测

在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低。煤矿的重置成本可以分为三个部分，采矿权价值、产能置换费用和矿井的建设费用。由于我国要求将 30 万吨以下产能的煤矿逐步关闭，所以假设我们要建设目标为 100 万吨产能的煤矿。根据假设，2019 年新建 100 万吨煤矿的重置成本为 9.82 亿元，扩建 30 万吨产能煤矿至 100 万吨的重置成本为 9.49 亿元。2019 年煤矿重置成本较 2015 年有大幅度的提高。因此，在资本开支大幅度上升的情况下，煤炭企业新建煤矿和新增产能的意愿低。

表 3：新建 100 万吨煤重置成本

	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	1.1 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元
重置成本	5 亿元	9.82 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

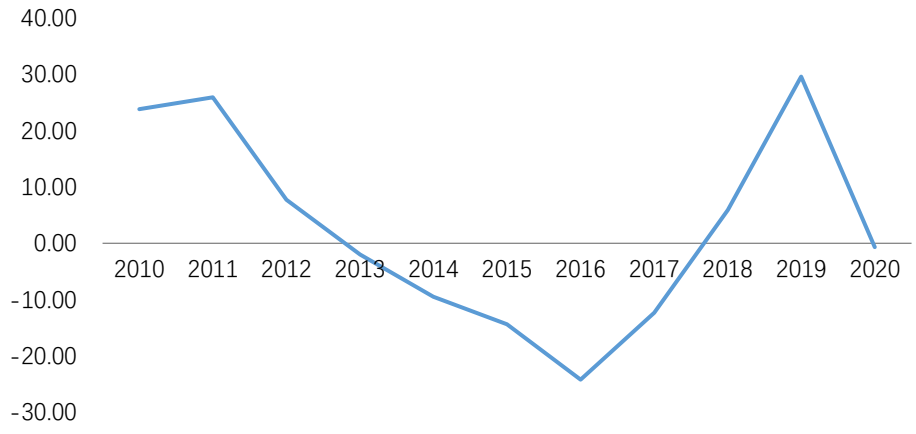
表 4：扩建 30 万吨产能煤矿到 100 万吨的重置成本

	2015	2019
新建煤矿产能	100 万吨	100 万吨
采矿权价值	不变	不变
产能置换费用	0	0.77 亿元
矿井建设费用	5 亿元	8.72 亿元
重置成本	5 亿元	9.49 亿元

资料来源：中国煤炭工业网，天风证券研究所

煤炭行业固定资产投资额同比增幅缩小，未来行业资本开支将进入下行周期。“十四五”末全国煤矿数量控制在 4000 处左右，较 2020 年的 4700 处持续下降，2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比下降 0.7%，行业资本开支将进入下行周期。

图 1：2010-2020 年煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

煤价有望长期稳定在绿色区间，煤炭企业业绩有望稳定增长。进口煤政策作为煤价的稳定器平衡器，对煤炭供需格局及煤价的调控效果显著。2020 年 5 月国家对该工具的应用证实了进口煤这一调控工具的有效性，因此可以预计，未来在煤价波动出绿色区间范围时，国家可使用这一政策，对煤价进行有力的调控，使其重回绿色区间。因此我们认为，在国家有意愿且有能力使用进口煤政策对煤价进行调节的情况下，未来煤价稳定在绿色区间内将

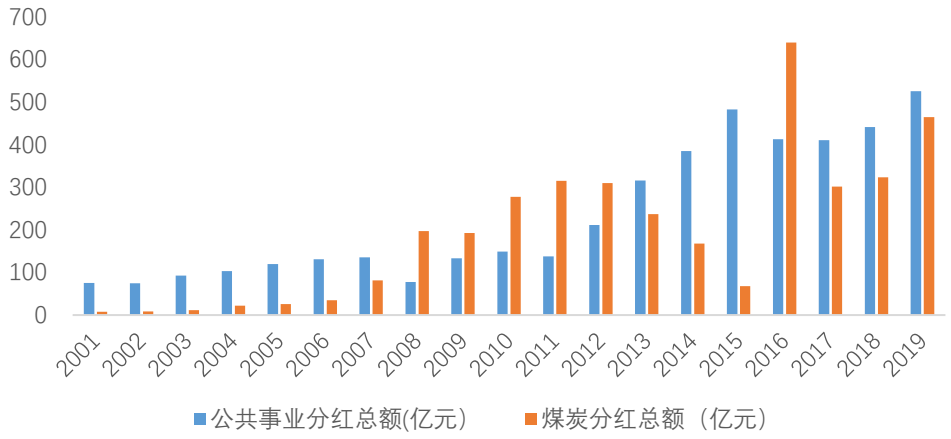
完全可行，从而保障煤炭企业业绩稳定增长。

图 2：秦皇岛港港口价（元/吨）

资料来源：Wind，天风证券研究所

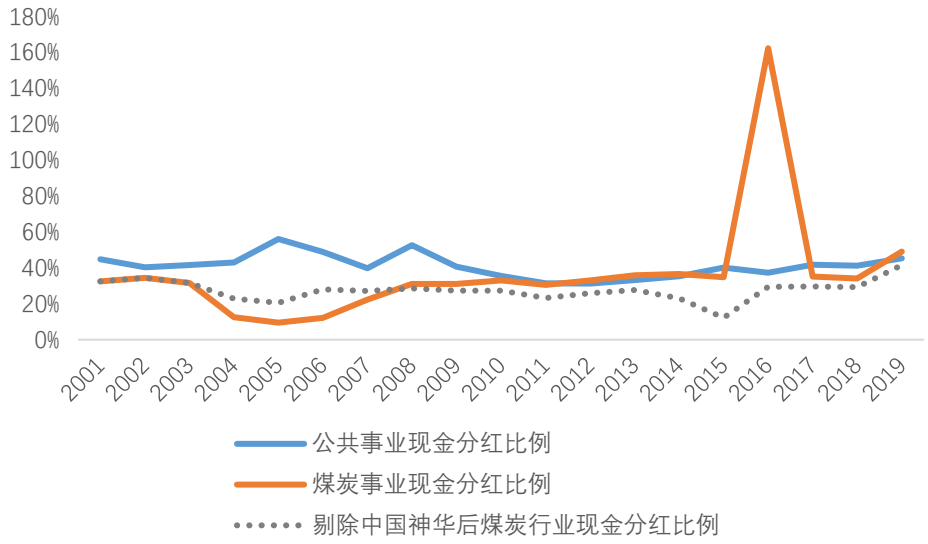
近几年煤炭板块分红总额稳步提升，2019 年分红比例超过公共事业板块。2016 年供给侧改革后，煤炭价格总体趋于稳定，从而使煤炭板块分红总额与分红比例稳步提高。2019 年，煤炭板块分红总额为 464.78 亿元，同比增长 43.58%，并逐步接近公共事业板块。2019 年，煤炭板块分红比例更是到达 49.03%，较公共事业板块高 3.59 个百分点。

图 3：2001-2019 年公共事业与煤炭分红总额



资料来源：Wind，天风证券研究所

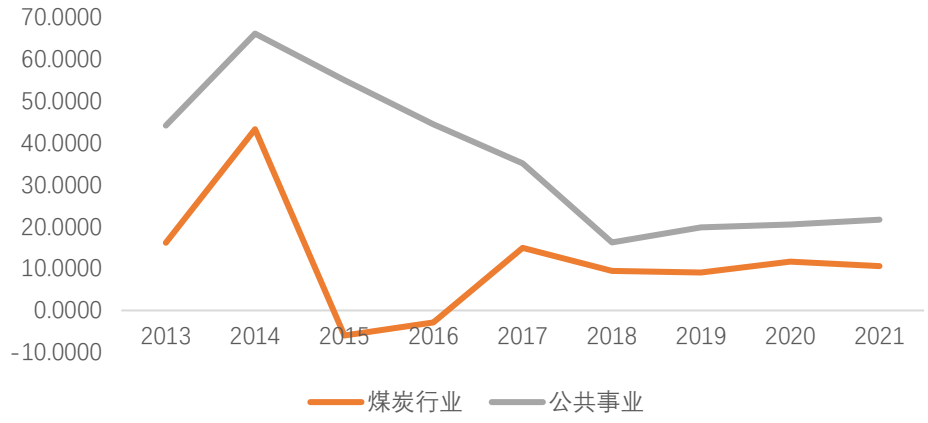
图 4：2001-2019 年公共事业与煤炭分红率



资料来源：Wind，天风证券研究所

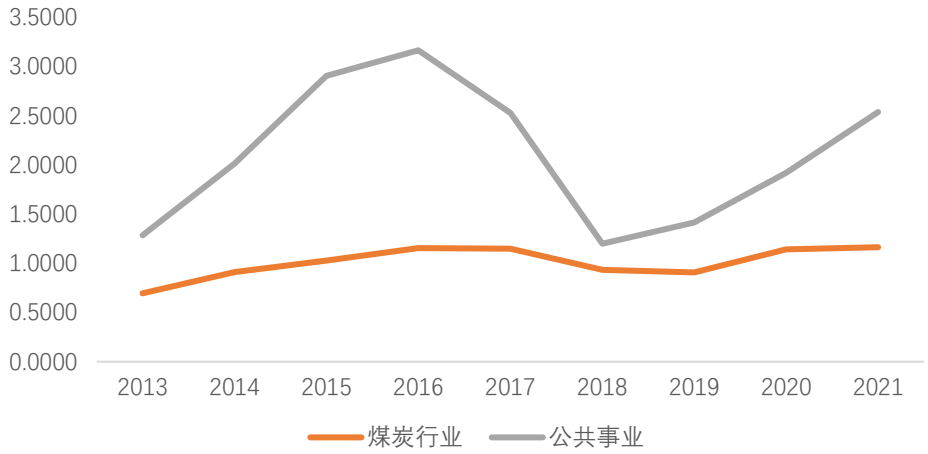
煤炭板块业绩有望维持稳定，分红提高助力估值向公用事业板块靠拢。中长期来看，由于煤炭供需结构稳定兼国家有力政策调控，煤炭价格将稳定在绿色区间范围内，使煤炭行业周期性质弱化，进入业绩稳定期。随着煤炭行业公司实施稳定高分红政策。煤炭板块防御属性变强，向类公共事业发展。因此我们预计宏观悲观预期对于估值的影响将缓慢消除，煤炭板块估值水平有望进一步增长。

图 5：2013-2020 年煤炭与公共事业 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2013-2020 年煤炭与公共事业 PB



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com