

煤炭

煤炭行业专题报告

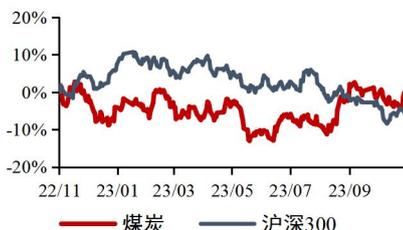
同步大市-A(维持)

煤炭股息率估值方法论

2023年11月13日

行业研究/行业专题报告

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】气温骤降叠加冬储积极，沿海煤价、运价回升（20231106-20231112）-【山证煤炭】行业周报：气温骤降叠加冬储积极，沿海煤价、运价回升（20231106-20231112）  
2023.11.12

【山证煤炭】价格机制延续兼顾灵活修订，煤炭企业盈利稳定可期-【山证煤炭】行业政策点评： 2023.11.12

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

- **低利率时代拥抱红利资产：**经济高质量发展趋势不改，国内有望维持长期低利率环境。转型阶段银行息差收窄，存款体系或临重塑。在商业银行盈利回归合理水平的过程中，银行或将经历部分存款被其他风险可控的稳健资产吸纳的过程，其中红利资产或为重要配置方向。
  - **煤炭行业多年股息率全行业居前：**煤炭行业 2019-2022 年股息率均实现全行业第一，银行和石油石化股息率常年较高。石油行业分红集中度高于煤炭。对比银行业，煤炭红利资产  $\alpha$  属性强，更具分红潜力。
  - **煤炭高股息形成原因：**发展阶段影响企业分红方式选择，煤炭行业进入成熟期。煤炭行业在进入成熟期后资本开支意愿降低，行业供给弹性减弱，价格中枢明显抬升。上市公司分红能力增强、大股东常年保持高分红诉求以及被市场长期低估，煤炭股的股息率常年居高不下。以上市较早的兖矿能源为例，不同阶段分红策略存在差异。
  - **股息率估值法原理：**结合低利率市场环境、煤炭行业低估值和高分红特征，我们引入股息率估值法，以更好地反映行业的交易价值。公式为“合意股息率估值=股息率/利率指标”。合意情景下，股息率将会无线接近利率指标水平。静态估值视角下煤炭企业股息率估值更具优势。
  - **对安全边际的思考：**①煤价波动影响股价，但定价政策环境变化，盈利稳定性提升。同时，差异化的资金属性对煤炭股形成隐形防护。②持续高分红预期支撑除权和除息之后的填权行情，但填权时长仍存在不确定性。③以神华公司为例，极端情况下股息率估值吸引力增加，可起到一定保护作用；若低利率环境大幅变化或公司改变发展战略会在一定程度上降低股息率估值吸引力。
  - **重点公司关注：**煤炭股作为红利资产具备长期投资价值。高股息标的建议关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山西焦煤、山煤国际、潞安环能、冀中能源、恒源煤电等。部分央企和晋控系分红潜力更大，建议关注上海能源、新集能源、电投能源、中煤能源、晋控煤业。
- 风险提示：**国内货币政策收紧，利率环境改变；煤炭企业盈利能力大幅下降；上市公司分红比例不及预期；填权过程过长；国内煤炭供给弹性恢复；碳中和进度加快，国内煤炭消费降低；进口煤冲击国内市场。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

# 目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 低利率时代拥抱红利资产.....                          | 6  |
| 1.1 经济高质量发展趋势不改，国内有望维持长期低利率环境.....           | 6  |
| 1.2 息差收窄，存款体系或临重塑.....                       | 6  |
| 1.3 拥抱红利资产.....                              | 8  |
| 2. 煤炭行业多年股息率全行业居前.....                       | 11 |
| 2.1 煤炭行业 2019-2022 年股息率均实现全行业第一.....         | 11 |
| 2.2 煤炭 VS 石油：石油分红集中度高于煤炭，中国海油贡献分红增量.....     | 14 |
| 2.3 煤炭 VS 银行：煤炭红利资产 $\alpha$ 属性强，更具分红潜力..... | 15 |
| 3. 煤炭高股息形成原因.....                            | 18 |
| 3.1 煤炭行业进入成熟期阶段.....                         | 18 |
| 3.2 供给侧改革后分红潜力被挖掘.....                       | 20 |
| 3.3 煤炭股长期被低估.....                            | 21 |
| 3.4 不同发展期的分红策略选择，以兖矿能源为例.....                | 22 |
| 4. 股息率估值法原理.....                             | 24 |
| 4.1 公式设计与解读.....                             | 24 |
| 4.2 利率指标的选择.....                             | 24 |
| 4.3 合意估值水平的测算.....                           | 25 |
| 4.4 静态股息率估值对比.....                           | 26 |
| 5. 对安全边际的思考.....                             | 27 |
| 5.1 如何理解煤价波动与“股息率保护”？.....                   | 27 |
| 5.2 除权和除息后的股价调整？.....                        | 28 |
| 5.3 动态股息率估值敏感性分析，以中国神华为例.....                | 28 |
| 5.3.1 动态估值测算.....                            | 28 |
| 5.3.2 极端情况下的压力测试.....                        | 29 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 6. 投资建议：煤炭股作为红利资产具备长期投资价值..... | 33 |
| 6.1 高股息率支撑估值长期修复逻辑.....        | 33 |
| 6.2 高分红潜力的煤炭公司值得期待.....        | 34 |
| 7. 风险提示.....                   | 35 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 中国 GDP 政府预期目标%.....                  | 6  |
| 图 2： 中国无风险利率走势%.....                      | 6  |
| 图 3： 中国金融机构人民币贷款加权平均利率%.....              | 7  |
| 图 4： 中国商业银行净息差走势%.....                    | 7  |
| 图 5： 中国工商银行不同年限定期存款利率走势%.....             | 7  |
| 图 6： 16 年 3 月-18 年 2 月 A 股股息与利率比较.....    | 9  |
| 图 7： 红利指数在股息价值提升阶段走势较强.....               | 9  |
| 图 8： 低利率投资传导逻辑构想.....                     | 10 |
| 图 9： 2022 年煤炭股股息率全行业居前.....               | 11 |
| 图 10： 2019 年煤炭股股息率全行业居前.....              | 12 |
| 图 11： 2020 年煤炭股股息率全行业居前.....              | 12 |
| 图 12： 2021 年煤炭股股息率全行业居前.....              | 13 |
| 图 13： 2022 年股息率前 100 行业计数.....            | 14 |
| 图 14： 2019-2022 年煤炭板块和石化板块分红金额对比（亿元）..... | 15 |
| 图 15： 2019-22 年煤炭上市公司分红比例热力分布.....        | 16 |
| 图 16： 2019-22 年银行上市公司分红比例热力分布.....        | 16 |
| 图 17： 2019-2022 年煤炭板块和银行板块分红金额对比（亿元）..... | 17 |

|  |    |
|--|----|
| 图 18: 企业各生命周期内的分红政策选择.....               | 18 |
| 图 19: 煤炭行业经历多轮债务周期.....                  | 19 |
| 图 20: 煤炭行业集中度大幅提升.....                   | 19 |
| 图 21: 煤炭行业规模日趋稳定.....                    | 19 |
| 图 22: 供给主导的价格周期呈阶梯式运行.....               | 20 |
| 图 23: 主要煤炭上市公司大股东资产负债率(母公司报表口径).....     | 21 |
| 图 24: 煤炭行业市盈率变化.....                     | 22 |
| 图 25: 兖矿能源(600188.SH)上市以来分红金额.....       | 23 |
| 图 26: 2014 年兖矿能源信用债收益率 VS 静态股息.....      | 23 |
| 图 27: 2022 年兖矿能源信用债收益率 VS 静态股息.....      | 23 |
| 图 28: 一年期国债收益率走势.....                    | 25 |
| 图 29: 一年期 AAA 级银行存单到期收益率走势.....          | 25 |
| 图 30: A 股股息率和一年期 AAA 级银行存单到期收益率比值变化..... | 25 |
| 图 31: 股息率合意估值测算.....                     | 26 |
| 图 32: 部分上市公司静态股息率估值比较.....               | 26 |
| 图 33: 2022 年煤炭板块分红情况透视图.....             | 33 |
| 图 34: 主要煤炭上市公司 2022 年末未分配利润/分红金额.....    | 34 |
| <br>                                     |    |
| 表 1: A 股市场红利政策变化.....                    | 8  |
| 表 2: 2019-2022 年石油化工板块分红金额拆分.....        | 14 |
| 表 3: 中国煤炭定价政策变化趋势.....                   | 27 |
| 表 4: 高分红煤炭上市公司的分红承诺.....                 | 27 |
| 表 5: 2021-2023 年部分煤炭高股息个股填权时长梳理.....     | 28 |



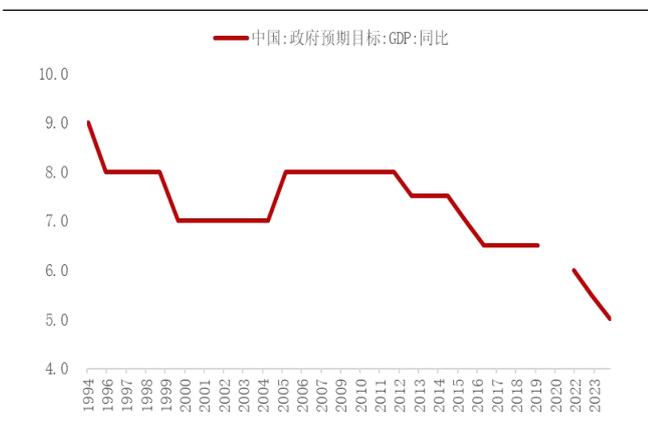
|   |    |
|---|----|
| 表 6: 中国神华 2023 年 11 月 7 日动态股息率估值测算..... | 29 |
| 表 7: 分红比例不变情景下股息率敏感性测算.....             | 29 |
| 表 8: 分红比例不变情景下的股息率估值敏感性测算.....          | 29 |
| 表 9: 盈利不变情景下股息率敏感性测算.....               | 30 |
| 表 10: 盈利不变情景下的股息率估值敏感性测算.....           | 30 |
| 表 11: 市值不变情景下股息率敏感性测算.....              | 31 |
| 表 12: 市值不变情景下的股息率估值敏感性测算.....           | 31 |
| 表 13: 股息率估值敏感性测算.....                   | 32 |

## 1. 低利率时代拥抱红利资产

### 1.1 经济高质量发展趋势不改，国内有望维持长期低利率环境

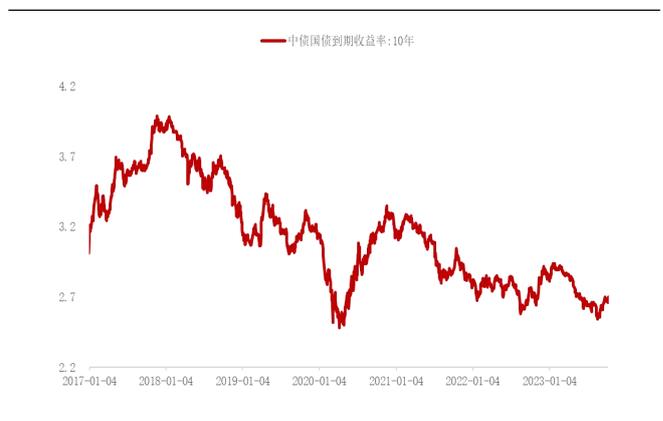
中国经济高质量发展趋势不改。国内当前局势复杂，未来仍将面对人口老龄化和国际局势变化等诸多挑战。政策端也通过宽松货币政策、减税、鼓励技术创新和产业升级、加大对外合作和开放等方式积极推进国内经济高质量发展。随着中国经济不断高质量发展，经济增长预期或将重塑。

图 1：中国 GDP 政府预期目标%



资料来源：中国政府网，山西证券研究所

图 2：中国无风险利率走势%



资料来源：中债估值中心，山西证券研究所

国内有望维持长期低利率环境。结合经济高质量发展背景下的经济增速展望、复苏过程中的通胀博弈以及相对宽松的货币政策环境，无风险利率或中长期维持低位。

### 1.2 息差收窄，存款体系或临重塑

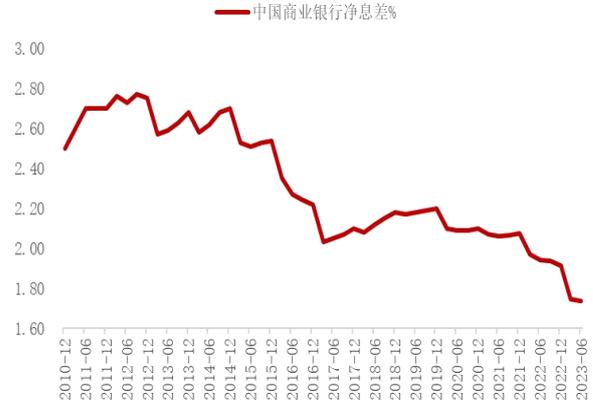
转型阶段银行息差收窄。在经济从快速增长阶段向转型阶段过渡期间企业和居民贷款需求下降，加上宽松的货币政策环境，贷款利率连续多年下行。根据央行数据，中国金融机构人民币贷款加权平均利率 2018 年 6 月（阶段高点）至 2023 年 6 月下降 175BP，降幅 29.46%。贷款利率下降后银行的风险管理将面临更高的挑战，净息差收窄。

图 3：中国金融机构人民币贷款加权平均利率%



资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

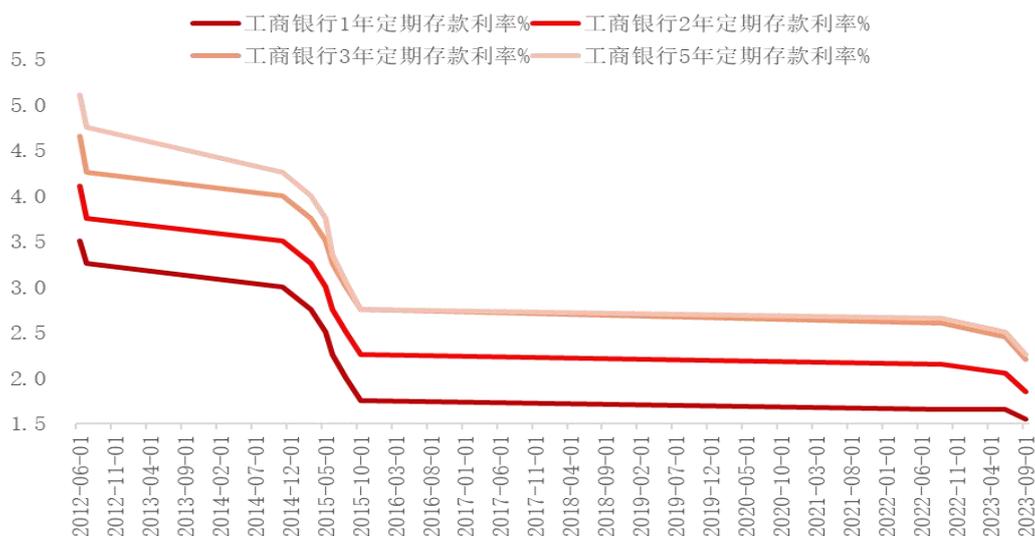
图 4：中国商业银行净息差走势%



资料来源：国家金融监督管理总局，山西证券研究所

**存款体系或临重塑。**中国金融体系以间接融资为主，商业银行实际上为实体经济获取融资的主要渠道。银行盈利压缩后，服务实体经济的压力也随之增加。保持商业银行合理盈利有利于提升金融服务实体经济健康发展的可持续性。因此降低银行负债端压力或为大势所趋。预计未来更加市场化的存款利率调整机制以及更加优化的存款期限分布或是方向。

图 5：中国工商银行不同年限定期存款利率走势%



资料来源：中国工商银行，山西证券研究所

### 1.3 拥抱红利资产

新存款体系将改变部分储户的资产配置行为。存款利率水平较高的时期，银行会吸纳更多的储蓄存款，并用于服务实体经济。在商业银行盈利回归合理水平的过程中，银行或将经历部分存款被其他风险可控的稳健资产吸纳的过程，其中红利资产或为重要配置方向。

什么是红利资产？我们认为红利资产是具备长期稳定提供高分红能力或具备提供高分红潜力的资产。观察红利的最直观指标为股息率，因此红利资产也可以理解为长期高股息或未来股息率拥有升高潜力的资产。前者的影响因素可以分解为分红能力、分红意愿和估值水平。分红能力受到盈利水平高低、现金流稳定性和现金储备情况等因素影响。分红意愿可体现在分红比例设置上，受到行业发展阶段和公司战略等因素影响。此外，估值水平在很大程度上也会影响股息率指标的高低。当高分红的行业被严重低估时，股息率则会显著升高。后者则更多考察未来分红能力、分红意愿和估值水平三个方面的边际变化。

制度有望向红利资产倾斜。2023年8月19日，根据《中国证券报》19日刊发文章《证监会：将完善优化现金分红监管制度》，其中证监会表示近期拟对《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》、《上市公司章程指引》等一系列规则进行修改，交易所将同步修订《规范运作指引》。主要调整包括：对于主板上市公司分红未达到一定比例的，要求披露原因；对存在长期大额财务性投资但分红比例偏低的公司，强化披露要求，督促加大分红力度；进一步便利中期分红程序；研究在交易所信息披露评价中进一步向高分红公司倾斜；鼓励基金公司发行红利基金产品；加强对超出能力分红企业的约束。预计未来红利资产无论从规模还是重要性上均会大幅提升。

表 1：A 股市场红利政策变化

| 时间     | 政策/文件                  | 相关内容  |
|--------|------------------------|---|
| 2001 年 | 《上市公司发行新股管理办法》         | 将上市公司“近 3 年未有分红派息且董事会对于不分配的理由未作出合理解释”的情况列为新股融资时的重点关注事项。   |
| 2004 年 | 《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》 | 要求上市公司应实施积极的利润分配办法，包括三年未进行现金分配的不得增发、发行可转债或向原有股东配售股份。  |
| 2006 年 | 《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》  | 在《上市公司章程指引（2006 年修订）》第一百五十五条增加一款，作为第二款：“注释：公司应当在章程中明确现金分红政策，利润分配政策应保持连续性和稳定性。”<br>在《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》第四条第（一）项增加规定：“上市公司可以进行中期现金分红。”<br>将《上市公司证券发行管理办法》第八条第（五）项修改为：“最近三年以现 |

| 时间    | 政策/文件                            | 相关内容   |
|-------|----------------------------------|--|
| 2012年 | 《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》         | 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百分之三十”。<br>一是积极倡导回报股东的股权文化，鼓励、引导上市公司完善分红政策及其决策机制，明确股东回报规划，多渠道关注、了解、收集股东诉求，对通过股东大会等程序提出的股东诉求要作出明确回应。<br>二是强化现金分红的信息披露要求，细化相关披露内容。要求上市公司在定期报告等相关文件中详细披露现金分红政策的制定和执行情况，提高现金分红的透明度。<br>三是在监管中关注上市公司是否切实履行分红承诺，对未按回报规划履行承诺的公司，要采取必要的监督检查措施。 |
| 2022年 | 《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2022年修订）》 | 引入“现金分红比例”计算规则；新增上市公司再融资方案中利润分配政策的披露要求。  |

资料来源：证监会，山西证券研究所

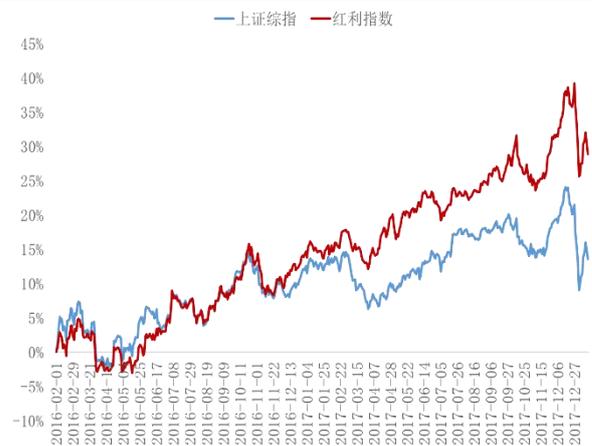
**A股红利策略具备成功实践经验，以2016-2018年红利行情为例。**A股股息率与短端无风险利率的比值代表高股息资产的性价比。该指标曾在2016年03月至2018年02月出现较长时间的下行，表明高股息资产性价比提升。期间红利指数也出现显著跑赢大盘指数的行情。

图6：16年3月-18年2月A股股息与利率比较



资料来源：Wind，中债估值中心，山西证券研究所

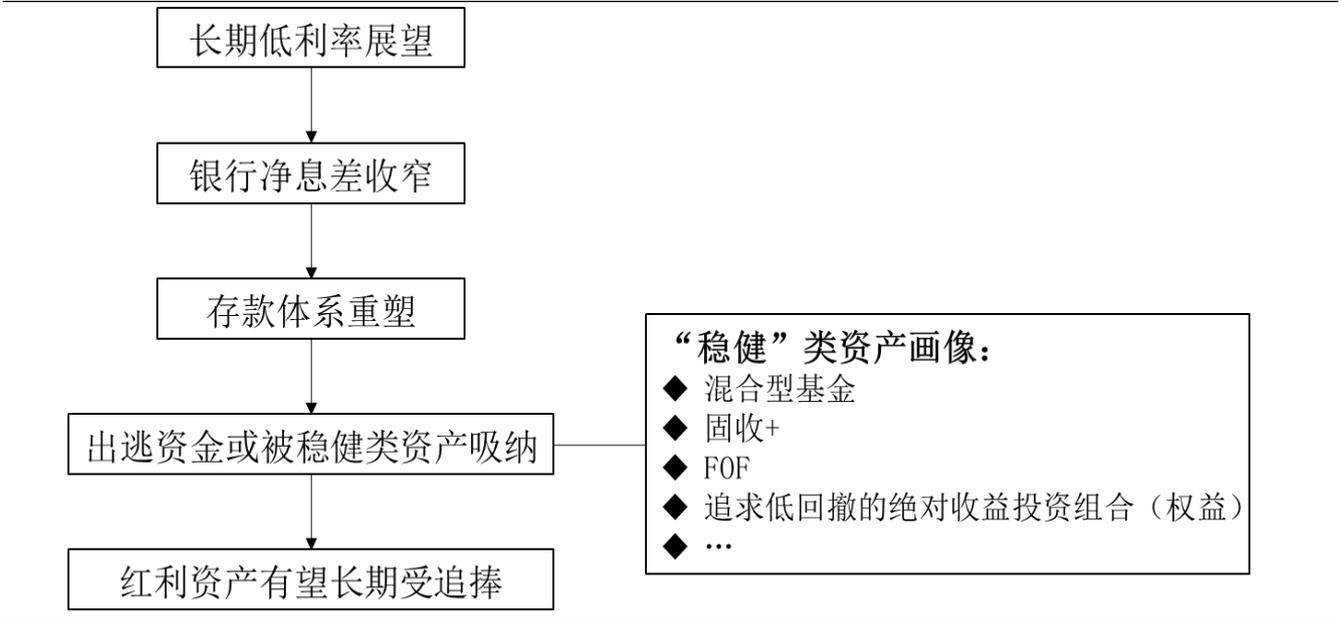
图7：红利指数在股息价值提升阶段走势较强



资料来源：Wind，山西证券研究所

**未来红利资产配置价值凸显。**离开存款体系再配置的资金偏好稳健，而红利资产作为可在中长期提供稳健回报的资产类型，未来吸引力料逐步增强。同时，对比红利资产，成长风格资产较难受到该类资金的青睐。因为这类资产所处赛道前景广阔，本身具备较大增长潜力，所以公司将更倾向于将资金用于研发或者扩张，分红意愿不强、分红持续性弱。

图 8：低利率投资传导逻辑构想



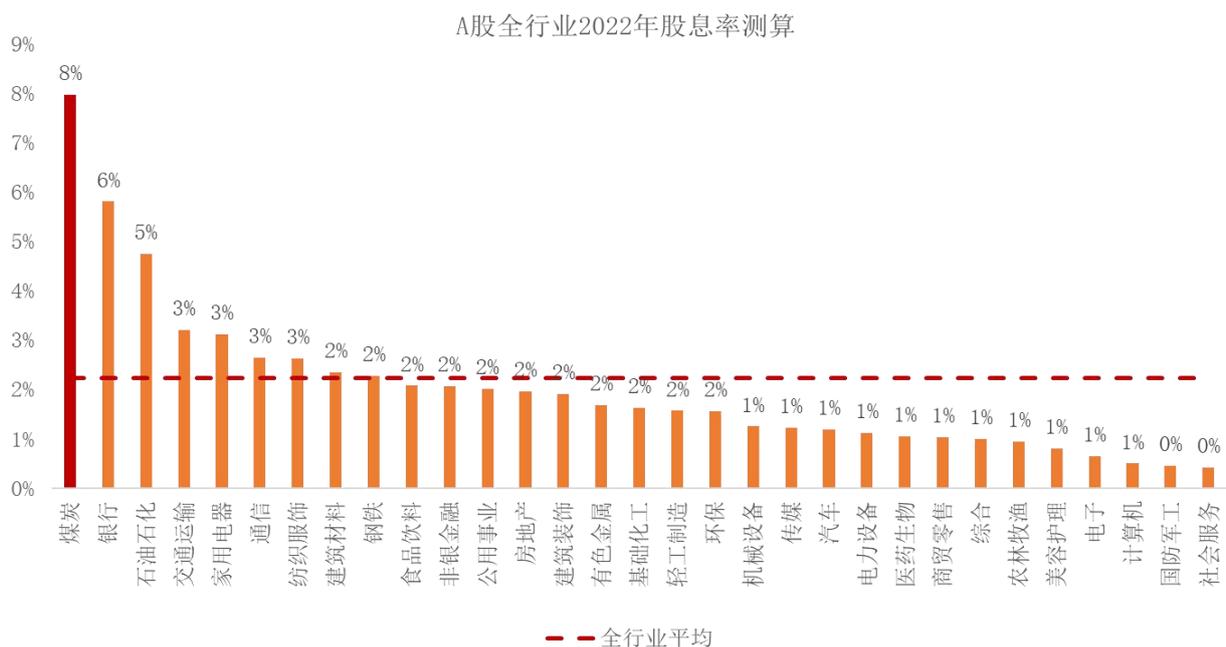
资料来源：山西证券研究所

## 2. 煤炭行业多年股息率全行业居前

### 2.1 煤炭行业 2019-2022 年股息率均实现全行业第一

煤炭行业 2019-2022 年股息率均实现全行业第一，银行和石油石化股息率常年较高。从股息率角度看，煤炭行业 2019-2022 年测算股息率维持在 6-8%之间，一直维持全行业第一，且远高于行业平均水平。同时，2019-2022 年银行和石油石化行业股息率均能排进全行业前五，银行业 2019-2022 年测算股息率维持在 4-6%之间，石油石化行业 2019-2022 年测算股息率维持在 3-5%之间。除煤炭、银行和石油石化之外，房地产和钢铁行业在 2019-2022 年间 2 次进入股息率前 5 名，家电、交运、公用事业、纺织服饰在 2019-2022 年间 1 次进入股息率前 5 名。整体来看，A 股近年比较典型的分红股主要产生在煤炭、银行和石油石化行业。

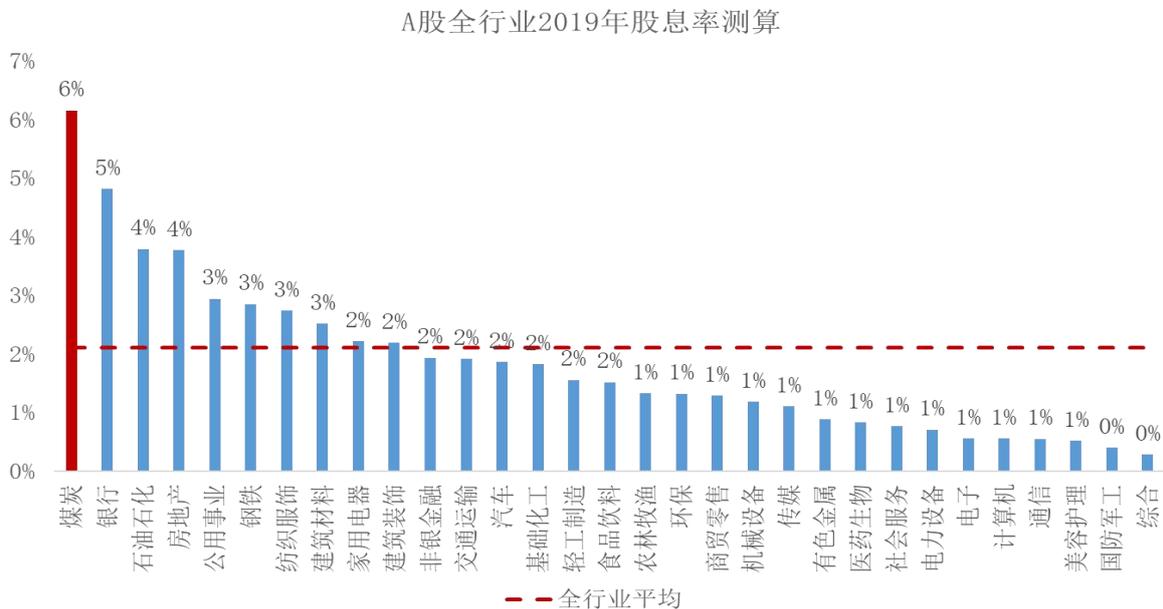
图 9：2022 年煤炭股股息率全行业居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2022 年 5 月 1 日测算。

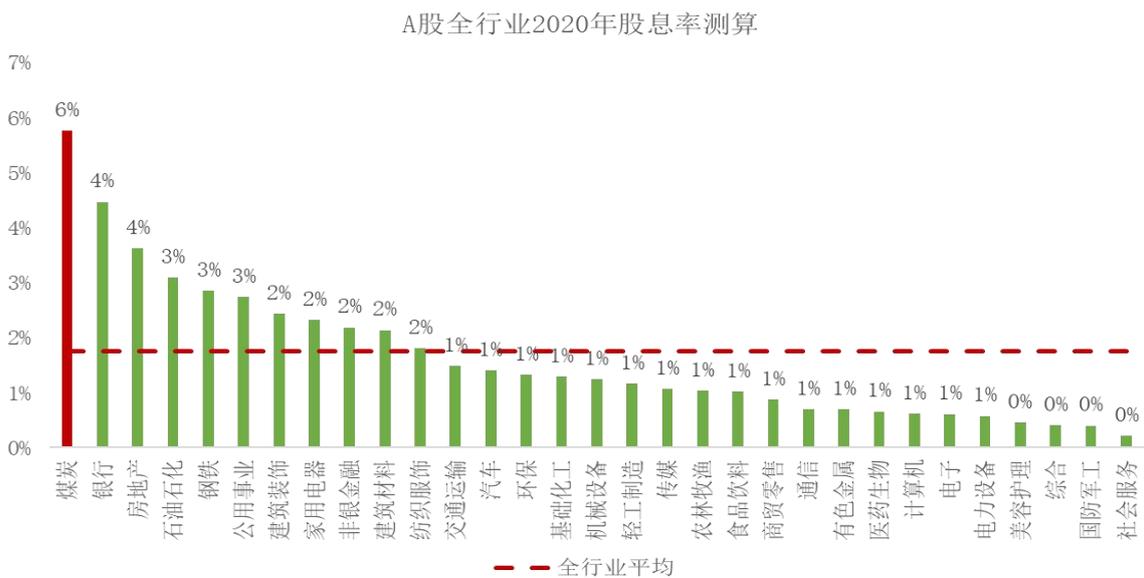
图 10：2019 年煤炭股股息率全行业居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2019 年 5 月 1 日测算。

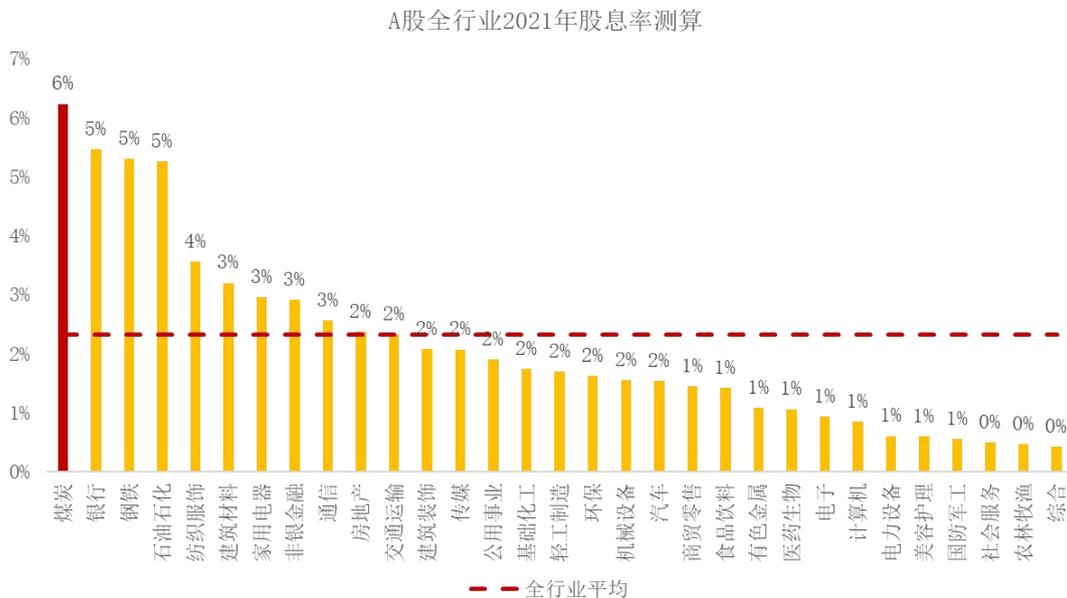
图 11：2020 年煤炭股股息率全行业居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2020 年 5 月 1 日测算。

图 12：2021 年煤炭股股息率全行业居前

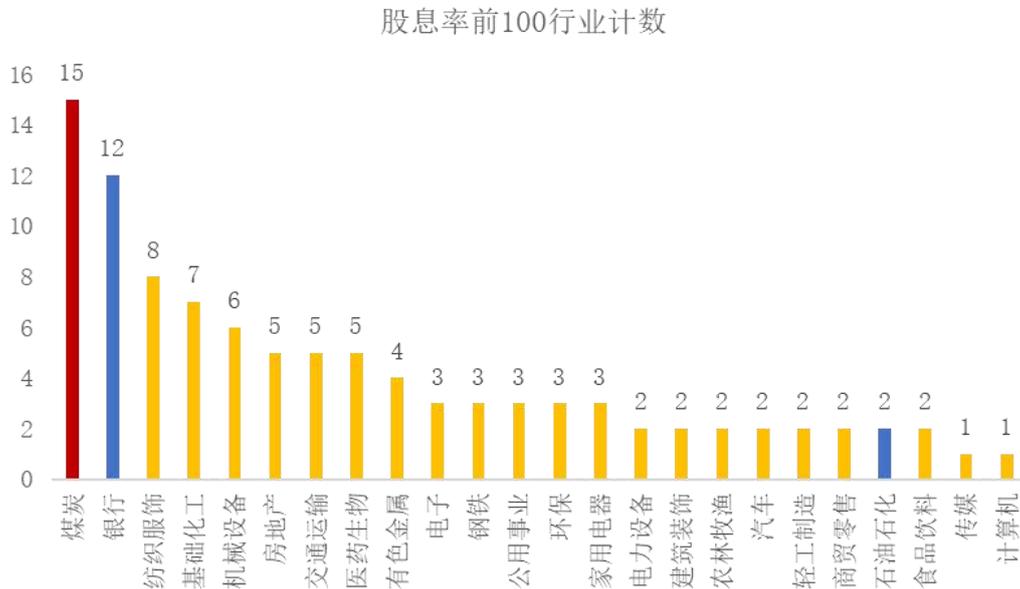


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2021 年 5 月 1 日测算。

煤炭、银行和石油石化公司股息率分布规律差异较大。基于 2022 年的分红数据，煤炭公司在 A 股股息率前 100 家里占据 15 席，行业居首；银行次高，在 A 股股息率前 100 家里占据 12 席；而石油石化仅占据 2 席，相较其他行业并无明显差异。

图 13：2022 年股息率前 100 行业计数



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2022 年 5 月 1 日测算。

## 2.2 煤炭 VS 石油：石油分红集中度高于煤炭，中国海油贡献分红增量

石油化工板块分红呈现高度集中化特征。支撑石油板块高分红的主要为中国石油、中国石化和中国海油三家核心公司，近年核心公司分红金额占比超过 80%。2022 年三家核心公司的分红金额占板块总金额的 94%。在非核心公司中，广汇能源具备较大分红贡献。但因广汇能源的业务之中煤炭占比较大，且未来的成长性或主要来自煤炭贡献，若剔除广汇能源，2022 年核心公司分红占板块总金额将近 97%。此外，近年核心公司均维持较高派息率。

表 2：2019-2022 年石油化工板块分红金额拆分

| 单位：亿元    | 2019 | 2020 | 2021  | 2022  |
|----------|------|------|-------|-------|
| 中国石油     | 263  | 320  | 415   | 773   |
| 中国石化     | 375  | 242  | 569   | 428   |
| 中国海油     | 0    | 0    | 480   | 611   |
| 核心公司     | 638  | 562  | 1,464 | 1,812 |
| 广汇能源（涉煤） | 0    | 0    | 26    | 52    |

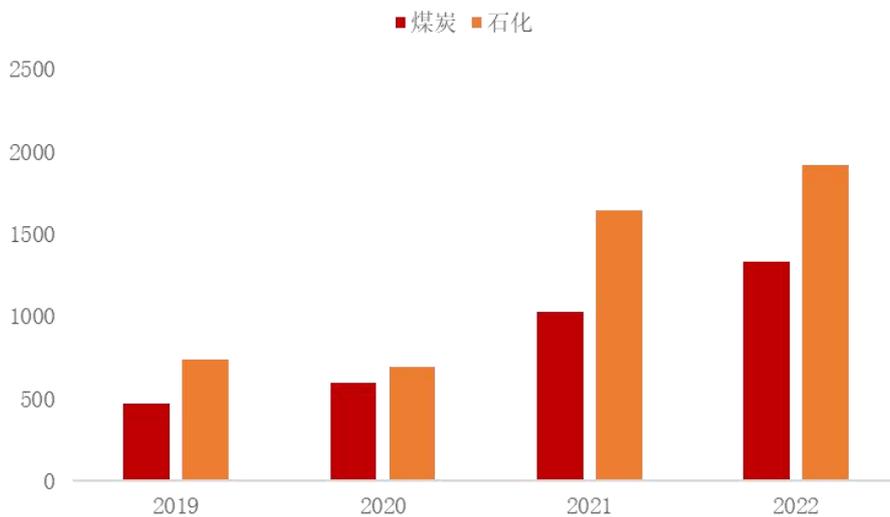
| 单位：亿元 | 2019 | 2020 | 2021  | 2022  |
|-------|------|------|-------|-------|
| 非核心公司 | 97   | 128  | 179   | 109   |
| 核心占比  | 87%  | 82%  | 89%   | 94%   |
| 板块总计  | 735  | 690  | 1,642 | 1,921 |

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级。

石化板块分红增量由新增上市公司贡献。从绝对分红金额来看，2019-2022 年煤炭板块的分红金额与中国石油和中国石化的体量相仿。随着中国海油登陆 A 股，2021 年后石油化工板块分红金额体量明显大于煤炭板块。

图 14：2019-2022 年煤炭板块和石化板块分红金额对比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级。

### 2.3 煤炭 VS 银行：煤炭红利资产 $\alpha$ 属性强，更具分红潜力

煤炭红利资产  $\alpha$  属性强，需要甄选。从分红比例来看，煤炭分红比例分布呈现较大方差，部分公司近年分红意愿提升。煤炭分红比例热力分布一方面反映各家公司的发展阶段存在差异，另一方面子行业和企业属性也影响相关公司的分红意愿。比如焦炭或其他煤炭化工企业，因为本身盈利模式和近年财务表现与煤炭企业存在较大差异，所以分红意愿也较煤炭企业更低。因此煤炭板块的高股息资产或具备高分红潜力的公司需要甄选。

银行红利资产 $\beta$ 属性更强，但受限于低利率冲击盈利和复杂的信用环境等因素，分红潜力小。从分红比例来看，银行分红比例分布方差更小、分红比例整体偏低，但绝大部分公司具备分红传统。在息差收窄的趋势下，虽然银行可以通过降低存款利率和优化存款结构等方式维持合理盈利，但经营压力逐年增加。同时，在当前的信用风险环境下，银行资产端链式风险仍存在不确定性，平稳分红比例有利于保持合理资本充足率，防范风险。因此银行股分红比例虽然不高，但未来的分红潜力并不大。

图 15：2019-22 年煤炭上市公司分红比例热力分布

| 分红比例% | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------|------|------|------|------|
| 冀中能源  | 39%  | 180% | 129% | 79%  |
| 陕西黑猫  | 566% | 29%  | 0%   | 73%  |
| 中国神华  | 58%  | 92%  | 100% | 73%  |
| 大有能源  | 30%  | 0%   | 65%  | 66%  |
| 山煤国际  | 10%  | 16%  | 63%  | 64%  |
| 山西焦煤  | 18%  | 21%  | 79%  | 64%  |
| 陕西煤业  | 30%  | 52%  | 62%  | 60%  |
| 潞安环能  | 30%  | 30%  | 30%  | 60%  |
| 开滦股份  | 30%  | 41%  | 40%  | 50%  |
| 兖矿能源  | 89%  | 68%  | 61%  | 49%  |
| 恒源煤电  | 37%  | 51%  | 43%  | 48%  |
| 物产环能  | 0%   | 0%   | 33%  | 42%  |
| 金能科技  | 13%  | 33%  | 32%  | 41%  |
| 辽宁能源  | 30%  | 0%   | 0%   | 41%  |
| 盘江股份  | 61%  | 77%  | 73%  | 40%  |
| 淮北矿业  | 36%  | 43%  | 36%  | 37%  |
| 昊华能源  | 32%  | 75%  | 33%  | 36%  |
| 兰花科创  | 34%  | 30%  | 36%  | 35%  |
| 平煤股份  | 60%  | 60%  | 60%  | 35%  |
| 晋控煤业  | 0%   | 0%   | 14%  | 35%  |
| 上海能源  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 华阳股份  | 40%  | 40%  | 34%  | 30%  |
| 中煤能源  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 电投能源  | 62%  | 37%  | 27%  | 28%  |
| 甘肃能化  | 44%  | 50%  | 47%  | 20%  |
| 山西焦化  | 32%  | 36%  | 30%  | 20%  |
| 新集能源  | 9%   | 11%  | 7%   | 14%  |
| 新大洲A  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 美锦能源  | 0%   | 0%   | 33%  | 0%   |
| 郑州煤电  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 永泰能源  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 安源煤业  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 安泰集团  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 淮河能源  | 44%  | 0%   | 0%   | 0%   |
| 云维股份  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 云煤能源  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 苏能股份  | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 宝泰隆   | 0%   | 150% | 0%   | 0%   |

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级。

图 16：2019-22 年银行上市公司分红比例热力分布

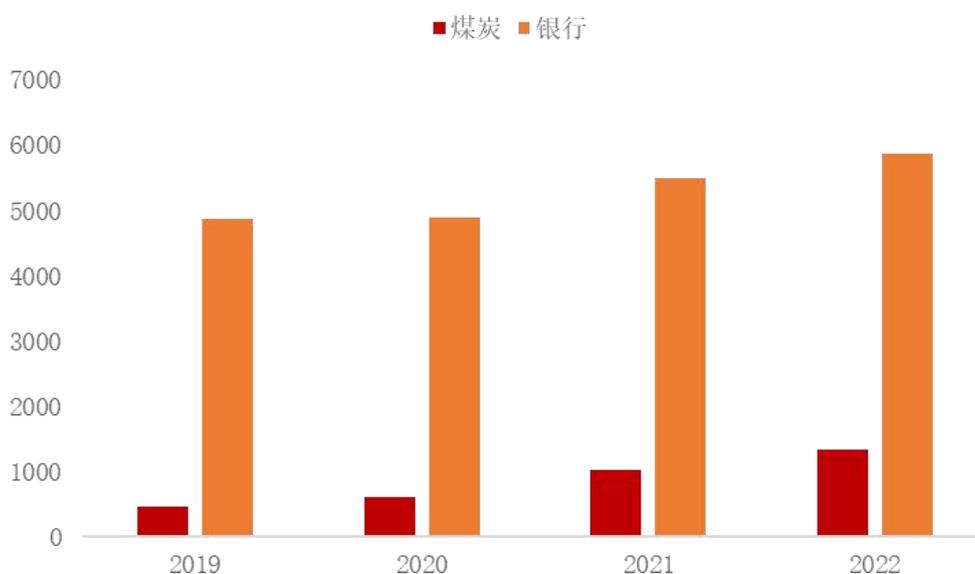
| 分红比例% | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------|------|------|------|------|
| 兰州银行  | 0%   | 0%   | 36%  | 39%  |
| 浙商银行  | 39%  | 28%  | 0%   | 33%  |
| 招商银行  | 33%  | 32%  | 32%  | 32%  |
| 苏州银行  | 27%  | 31%  | 30%  | 31%  |
| 厦门银行  | 0%   | 26%  | 30%  | 31%  |
| 西安银行  | 31%  | 31%  | 30%  | 30%  |
| 青岛银行  | 39%  | 34%  | 32%  | 30%  |
| 交通银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 沪农商行  | 0%   | 0%   | 56%  | 30%  |
| 建设银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 中国银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 农业银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 邮储银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 工商银行  | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 南京银行  | 31%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 江苏银行  | 22%  | 31%  | 30%  | 30%  |
| 渝农商行  | 27%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| 成都银行  | 27%  | 28%  | 29%  | 29%  |
| 重庆银行  | 0%   | 29%  | 29%  | 28%  |
| 兴业银行  | 24%  | 25%  | 26%  | 27%  |
| 民生银行  | 30%  | 27%  | 27%  | 27%  |
| 北京银行  | 30%  | 30%  | 29%  | 26%  |
| 中信银行  | 24%  | 25%  | 27%  | 26%  |
| 张家港行  | 28%  | 29%  | 22%  | 26%  |
| 上海银行  | 28%  | 27%  | 26%  | 26%  |
| 光大银行  | 30%  | 30%  | 25%  | 25%  |
| 常熟银行  | 31%  | 30%  | 25%  | 25%  |
| 华夏银行  | 17%  | 22%  | 22%  | 24%  |
| 江阴银行  | 39%  | 37%  | 31%  | 24%  |
| 齐鲁银行  | 0%   | 33%  | 28%  | 24%  |
| 紫金银行  | 26%  | 25%  | 24%  | 23%  |
| 无锡银行  | 27%  | 26%  | 21%  | 21%  |
| 长沙银行  | 22%  | 24%  | 22%  | 21%  |
| 苏农银行  | 30%  | 28%  | 25%  | 20%  |
| 杭州银行  | 31%  | 29%  | 22%  | 20%  |
| 浦发银行  | 30%  | 24%  | 23%  | 18%  |
| 贵阳银行  | 17%  | 19%  | 18%  | 18%  |
| 瑞丰银行  | 0%   | 0%   | 21%  | 15%  |
| 宁波银行  | 22%  | 20%  | 17%  | 14%  |
| 平安银行  | 15%  | 12%  | 12%  | 12%  |
| 郑州银行  | 18%  | 0%   | 0%   | 0%   |
| 青农商行  | 30%  | 28%  | 18%  | 0%   |

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级。

随着盈利改善和分红意愿的提升，煤炭作为红利资产显示出较高潜力。从绝对分红金额来看，银行股分红金额显著高于煤炭股。但煤炭板块近年分红金额维持较快增速，2019年银行板块分红金额是煤炭板块的10.4倍，2022年这一比例已经下降至4.4倍。

图 17：2019-2022 年煤炭板块和银行板块分红金额对比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级。

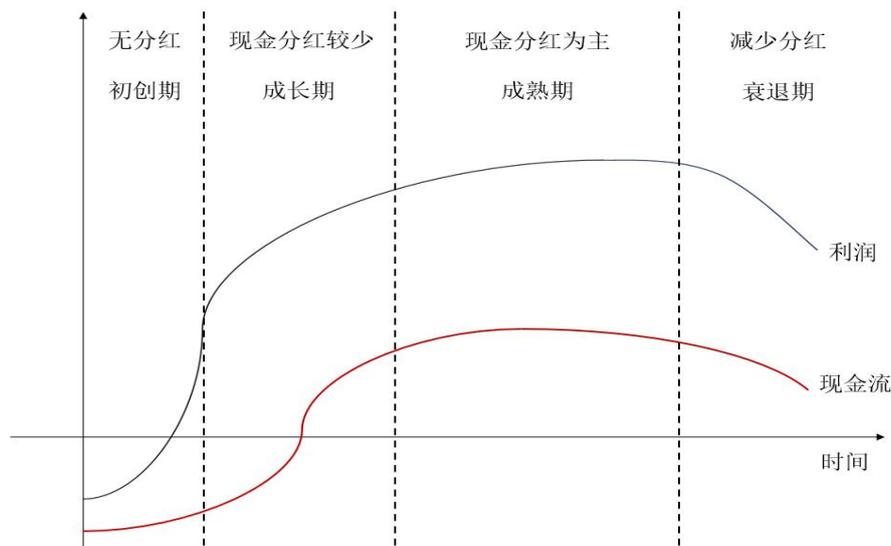
### 3. 煤炭高股息形成原因

#### 3.1 煤炭行业进入成熟期阶段

**发展阶段影响企业分红方式选择。**根据企业生命周期理论，行业生命周期为从出现到完全退出社会经济活动所经历各个阶段。行业生命周期可以分为初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段。各阶段的现金流、利润以及所对应的分红策略存在差异。成熟期公司扩张意愿降低，利润创造和自由现金流创造更加平稳，因此现金分红意愿更强。

**煤炭行业进入成熟期。**当前煤炭行业已进入成熟期，随着行业集中度不断提升，新进入壁垒明显升高，因此竞争秩序将更加稳定。同时，考虑到经济转型、双碳政策和资源禀赋等因素，行业规模和需求增长较成长期有所降低。

图 18：企业各生命周期内的分红政策选择



资料来源：山西证券研究所

**高集中度提升与下游议价能力，行业稳定性更强。**煤炭行业发展过程中伴随多轮价格周期，企业往往需要通过杠杆手段增强竞争优势或者渡过行业低谷。难以在煤价波动下妥善解决债务问题的企业，则会面对被收购或重组的结局。大型国有煤企收购小型民营煤矿、中小型煤矿整合、央企专业化改革、省属国有煤炭企业合并等事件均有效的解决了煤炭周期所带来的债务问题。多轮兼并重组后煤炭行业集中度提升。截至 2022 年底，CR5 实现 39.46%、CR10 实现 51.45%，即行业处于低集中寡占型竞争形态。在这种竞争关系中，新进入的竞争者壁垒也不断增高，头

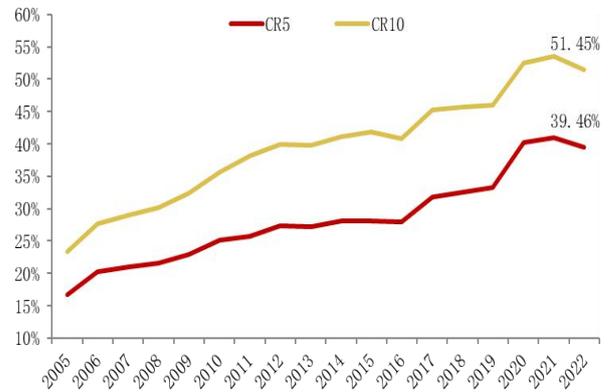
部企业的议价能力强，进而强化行业稳定性。

图 19：煤炭行业经历多轮债务周期



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

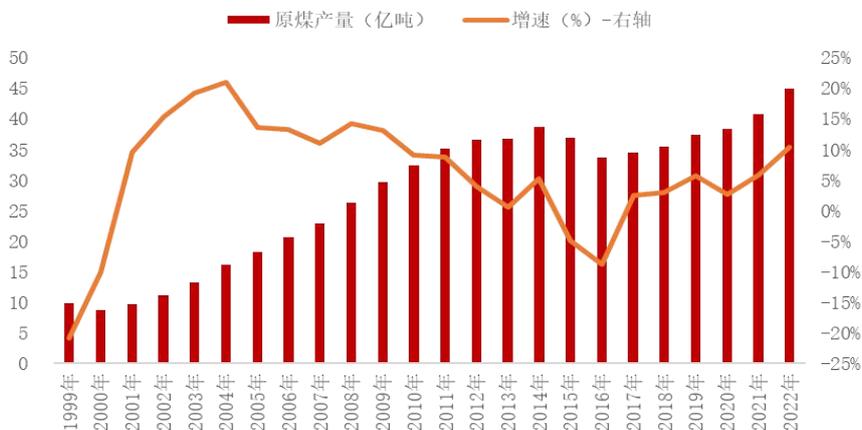
图 20：煤炭行业集中度大幅提升



资料来源：中国煤炭工业协会，国家统计局，山西证券研究所

煤炭投资增速放缓，给予企业更多现金分红空间。长周期视角下，中国煤炭行业经历了高歌猛进的黄金十年、艰难的下行期、起死回生的供给侧改革以及全球大通胀背景下的能源危机。伴随着各种发展机遇，煤炭产量趋势上持续增加，目前已经从 2000 年初的 10 亿吨量级增长至 2022 年的 40 亿吨以上，增幅超过 300%。考虑到经济转型、双碳政策和资源禀赋等因素，近年煤炭企业大幅收缩资本开支，未来煤炭行业的产量增速或维持偏低水平。而投资性现金流流出的减少也给予了企业更多的现金分红空间。

图 21：煤炭行业规模日趋稳定

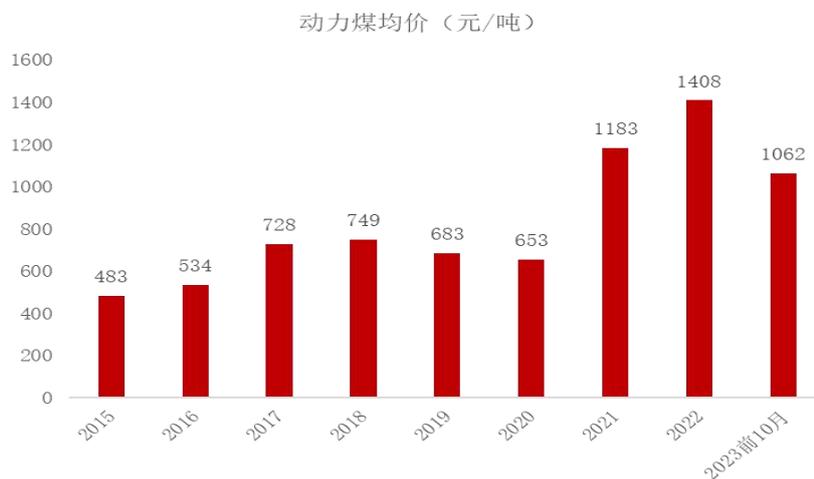


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

### 3.2 供给侧改革后分红潜力被挖掘

供给侧改革后，供给端成为主导因素，企业分红能力提升。供给侧改革之前各轮煤炭周期均是基于经典蛛网模型框架下的演绎，即通过“价格-利润”机制影响供需，供需调整后反映新的价格及利润水平。因此需求和供给均具有较大弹性。2016年行业经历供给侧改革，之后供给弹性大幅下降，尤其在东部矿区和非主产区，产能的区域集中度提升，供给端成为周期变化的主导因素。与蛛网框架下的周期不同，供给主导的价格周期形态上呈阶梯式运行，价格中枢明显抬升。随着企业扩张意愿的降低，分红能力不断提升。

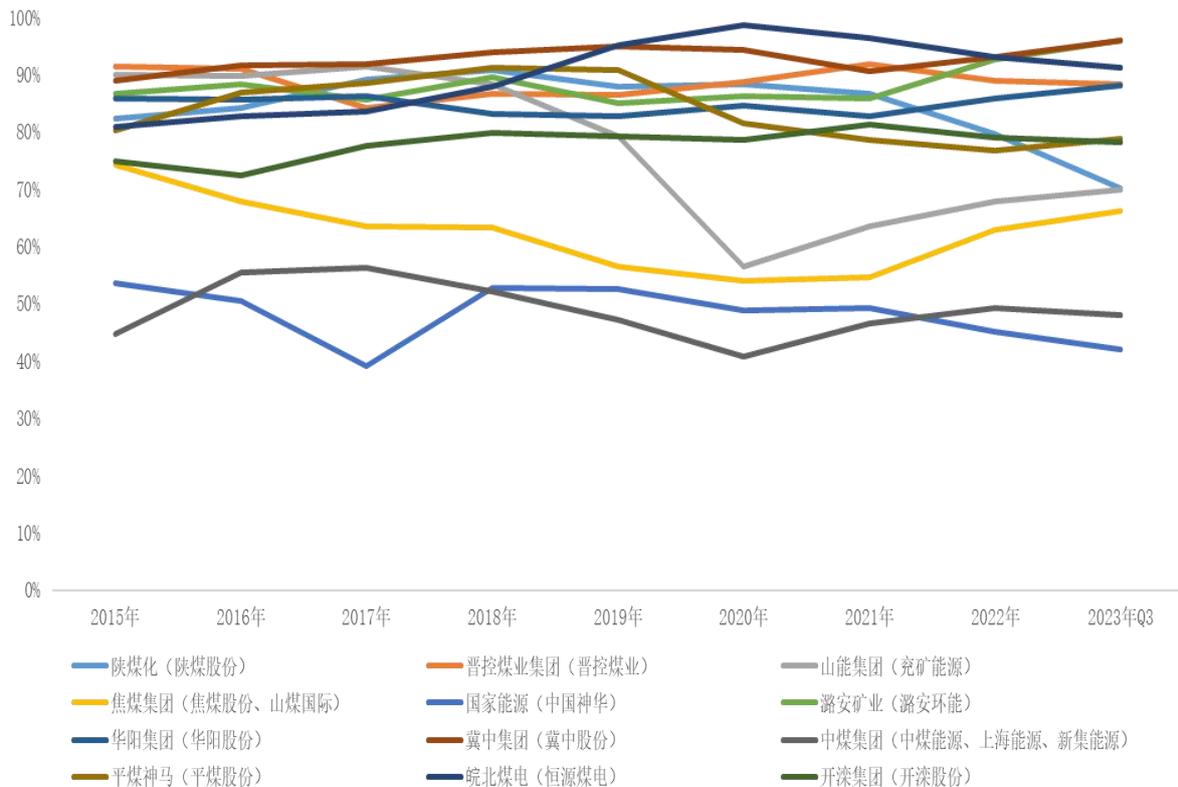
图 22：供给主导的价格周期呈阶梯式运行



资料来源：Wind，山西证券研究所

**信用结构强化高分红意愿。**煤炭行业上市公司的股东国企占比较大，随着国有企业资产证券化进程不断推进，大部分煤炭国企的核心资产均已完成上市。企业发展过程中所产生的债务则由集团继续承担，而证监体系对于资金归集的监管更加规范，因此大股东通常对上市公司存在较强的分红诉求。

图 23：主要煤炭上市公司大股东资产负债率（母公司报表口径）

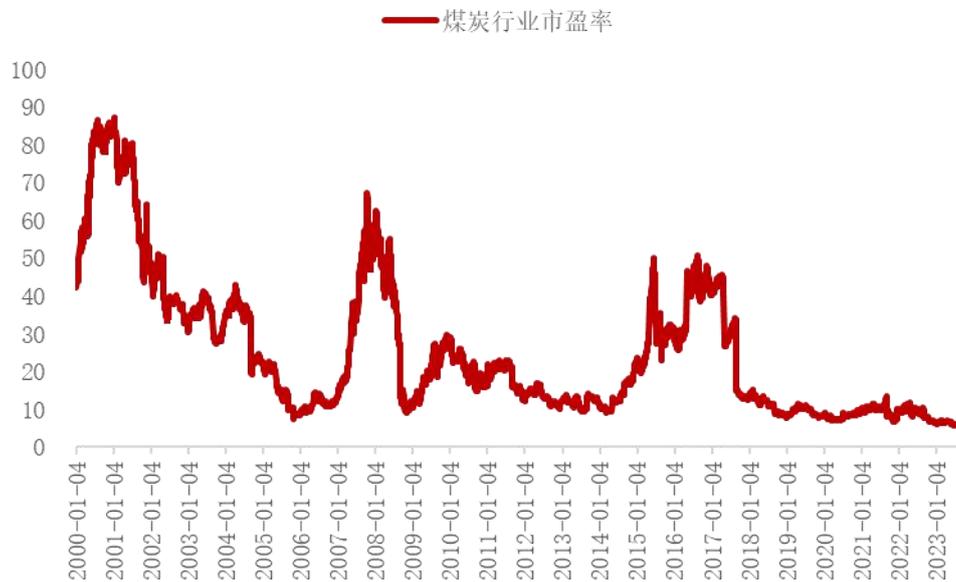


资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.3 煤炭股长期被低估

进入成熟期后，PE（市盈率）估值框架难反映行业最真实的交易价值。煤炭价格在供给长期过剩的情景下会出现大幅下降，企业利润也因此降低，PE 被动推高，这往往是煤炭股底部信号的标志之一。当价格因供需关系改善后重新进入上升区间，利润改善，PE 估值开始回落。在价格进入顶部区间后，PE 触底，此阶段也是煤炭股见顶信号。在供给侧改革后煤炭行业的成熟期特征越来越明显，对应偏低的市盈率水平，但长期的低估值并不能有效反映出行业最真实的交易价值。

图 24：煤炭行业市盈率变化



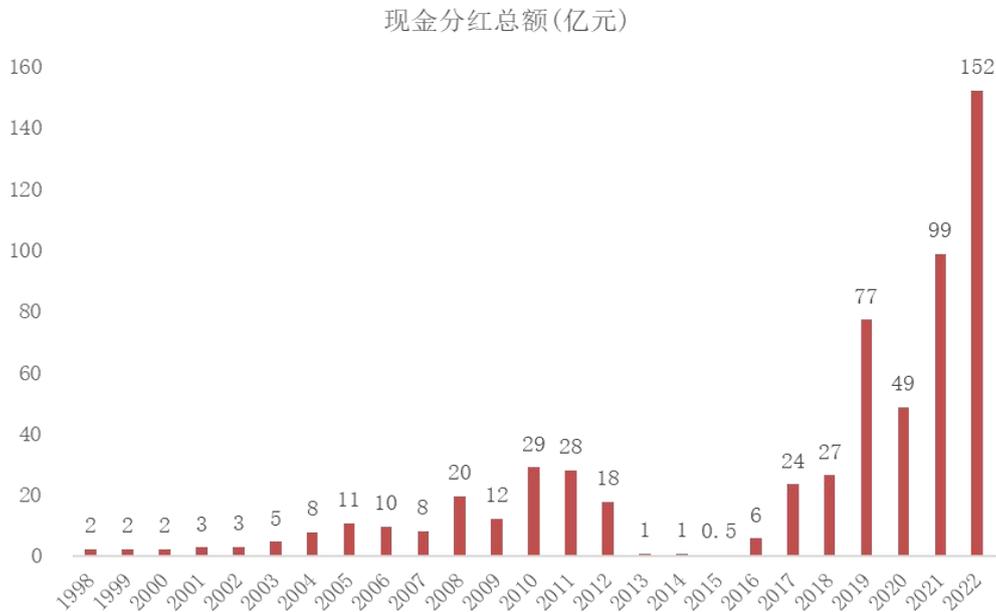
资料来源：Wind，山西证券研究所

整体来看，煤炭行业在进入成熟期后资本开支意愿降低，行业供给弹性减弱，价格中枢明显抬升。上市公司分红能力增强、大股东常年保持高分红诉求以及被市场长期低估，煤炭股的股息率常年居高不下。

### 3.4 不同发展期的分红策略选择，以兖矿能源为例

以上市较早的兖矿能源为例，不同阶段分红策略差异大。供给侧改革后公司分红能力明显增强。我们比较不同年份的债券收益率与静态股息，债券选择银行间且不含权的期限结构，股息按当年实际分红金额测算。在分红比例最低的 2014 年公司的债券收益率远高于股息，一方面说明公司通过海外并购等方式扩张带来一些财务风险，另一方面考虑当时公司的盈利能力和未来成长等因素选择谨慎的分红策略。在最近的 2022 年公司的股息远高于债券收益率，且 2022 年更长期限的债券收益率低于 2014 年更短期限的债券收益率。一方面说明市场对行业和公司的风险给予较乐观的展望，另一方面考虑现阶段公司的盈利能力、未来成长、股东分红意愿等因素选择更为积极的分红策略。

图 25：兖矿能源（600188.SH）上市以来分红金额



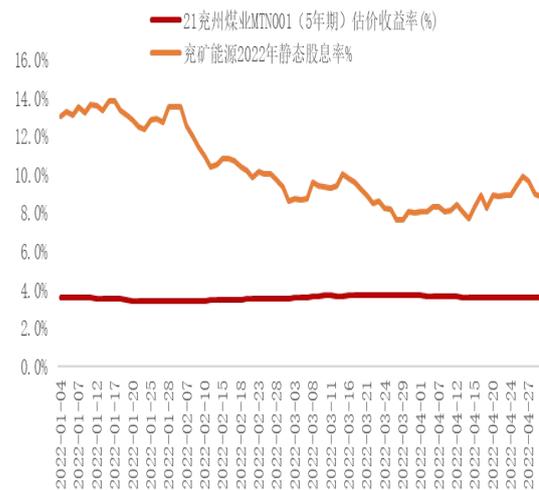
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：2014 年兖矿能源信用债收益率 VS 静态股息



资料来源：Wind，中债估值中心，山西证券研究所

图 27：2022 年兖矿能源信用债收益率 VS 静态股息



资料来源：Wind，中债估值中心，山西证券研究所

## 4. 股息率估值法原理

结合低利率市场环境、煤炭行业低估值和高分红特征，我们引入股息率估值法，以更好地反映行业的交易价值。

### 4.1 公式设计与解读

$$\text{合意股息率估值} = \text{股息率} / \text{利率指标}$$

根据以上公式，合意情景下，股息率将会无限接近利率指标水平。当股息率明显高于利率指标时，说明当前估值水平偏低。若公司可常年保持较高的分红能力，股价则具备修复动力，并最终达到合意水平。当股息率明显低于利率指标时，说明公司红利价值被高估，需要从其成长性或者资产运作效率等方面考虑估值合理性。

$$\text{股息率} = \text{EPS} * \text{分红比例} / \text{股价}$$

股息率指标是股息率估值的核心指标，股息率可预测性越强，估值结果越可靠。公司盈利是分红的基础，稳定高盈利预期对分红能力的研判胜率更大。分红比例则体现公司的分红意愿，原则上既包含大股东意愿也反映小股东意愿。若公司没有分红计划，则不适用股息率估值法。

$$\text{股息率} = \text{分红比例} / \text{PE}$$

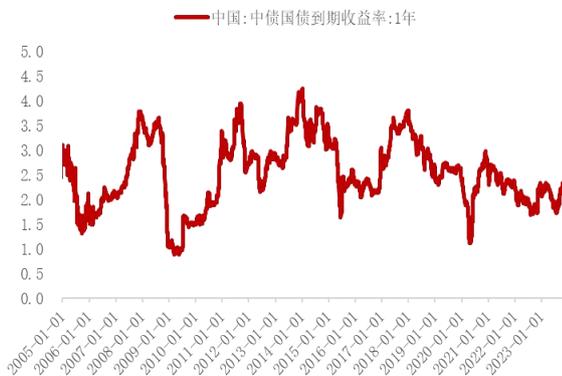
在分析成熟期企业的价值时，股息率是对市盈率指标的改良。换个角度看，股息率为分红比例和市盈率的因变量，以股息率作为估值参考项目也可理解为在成长性的基础上增加了对分红的评估和权衡，因此股息率也是对成熟期公司更全面的定价指标。

### 4.2 利率指标的选择

一年期存单利率可作为估值参考指标。股息率估值法的利率参考指标要具备市场属性、高频更新、期限对应等特点。根据以上特点，一年期国债收益率、一年期银行存单到期收益率等指标均可作为备选。从资金属性角度考虑，我们采用一年期 AAA 级银行存单到期收益率作为

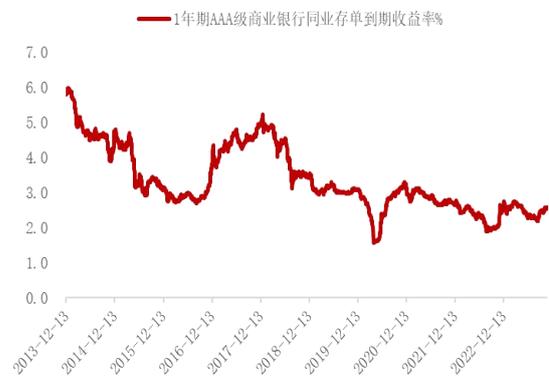
估值参考指标。

图 28：一年期国债收益率走势



资料来源：中债估值中心，山西证券研究所

图 29：一年期 AAA 级银行存单到期收益率走势



资料来源：中债估值中心，山西证券研究所

### 4.3 合意估值水平的测算

合意估值水平可通过利率估值参考指标测算。我们将 A 股股息率与甄选的利率估值参考指标相比较，该比值可反映出 A 股股息与参考利率之间的性价比。考虑到该比值波动较大，我们以“A 股股息率/一年期 AAA 级银行存单到期收益率”的近 12 个月的移动平均值作为即期的股息率合意估值。

图 30：A 股股息率和一年期 AAA 级银行存单到期收益率比值变化



资料来源：Wind，中债估值中心，山西证券研究所

图 31：股息率合意估值测算

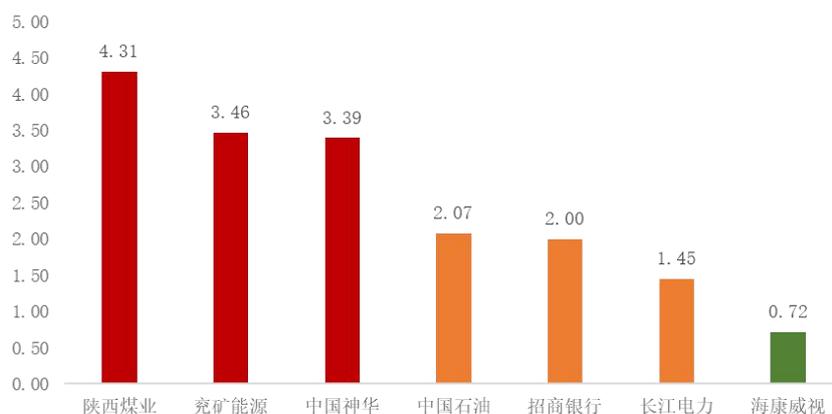


资料来源：Wind，中债估值中心，山西证券研究所

#### 4.4 静态股息率估值对比

静态估值视角下头部煤炭企业估值存在较大修复空间。静态视角下，基于 2023 年 5 月 1 日数据，选取部分煤炭龙头公司与其他行业龙头公司进行股息率估值比较。5 月 1 日的合意估值水平为 1.08（5 月 1 日非交易日，按 4 月 28 日数据计算）。根据测算，三家煤炭公司股息率估值偏低，红利属性被明显低估；中国石油、招商银行仍有一定修复空间；长江电力股息率估值相对合理；海康威视股息率估值低于 1.08，说明要从其成长性等方面考虑估值合理性。

图 32：部分上市公司静态股息率估值比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5. 对安全边际的思考

### 5.1 如何理解煤价波动与“股息率保护”？

定价政策环境变化，盈利稳定性提升。煤炭价格波动对于股价的影响仍然存在，但煤炭行业定价政策环境与供给侧改革前存在明显差异。近年长协煤占比提升对改善煤炭企业的盈利稳定性起到巨大作用，上市公司盈利水平对市场煤变化的敏感性降低。因此市场煤变化对煤炭企业实际盈利的冲击往往小于市场预期。

表 3：中国煤炭定价政策变化趋势

| 时间            | 主管部门          | 定价政策趋势                                |
|---------------|---------------|---------------------------------------|
| 1993 年以前      | 中国煤炭工业部、国家物价局 | 对煤炭价格实行政府定价。                          |
| 1993 年-2002 年 | 国家计划经济委员会     | 放开煤炭市场，实行价格“双规”，对电煤进行价格指导。            |
| 2002 年-2006 年 | 国家计划经济委员会     | 电煤价格市场化，但仍干预和控制动力煤价格的异常波动。            |
| 2006 年-2012 年 | 国家发展和改革委员会    | 放开动力煤价格，保留对煤炭出口配额和争议性问题的干预。           |
| 2013 年-2016 年 | 国家发展和改革委员会    | 动力煤价格完成“并轨”，已完全市场化。                   |
| 2017 年至今      | 国家发展和改革委员会    | 长协合同重回历史舞台，价格双规运行。近年保供压力增大，长协量占比趋势提升。 |

资料来源：《动力煤期货与现货》，发改委，山西证券研究所

差异化的资金属性对煤炭股形成隐形防护。交易“煤炭价格”和交易“股息率”的投资者资金属性存在较大差异。具备高分红特征的煤炭企业大多会给出中场期的分红承诺，向市场创造更强的且持续的分红预期。当股价因市场煤价格大幅调整时，预期股息率则会明显提升，因此将吸引以“股息率”作为交易变量的投资者进场，随后估值修复。整个过程即“股息率保护”。

表 4：高分红煤炭上市公司的分红承诺

| 名称   | 分红政策  |
|------|---|
| 中国神华 | 2022-2024 年度，每年不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的 60%   |
| 陕西煤业 | 2022-2024 年，每年不少于当年实现的可供分配利润的 60%   |
| 兖矿能源 | 在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 60%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元   |
| 山煤国际 | 2021-2023 年，每年不少于当年实现的可分配利润的 10%，且最近三年累计分配的不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；2024 年-2026 年，每年不少于公司当年实现的可供分配利润的 60% |

资料来源：《中国神华关于 2022-2024 年度股东回报规划的公告》，《陕西煤业第三届董事会第三十二次会议决议公告》，《兖矿能源 2023 年第一次临时股东大会决议公告》，《兖矿能源调整分红政策及修改公司章程公

告》，《山煤国际 2024-2026 年股东回报规划》，山西证券研究所

## 5.2 除权和除息后的股价调整？

持续高分红预期支撑除权和除息之后的填权行情。红利发放形式可分为股票红利和现金红利，分配股票红利即除权，分配现金红利即除息。除权前，公司将股利金转入资本金并发行等额新股。除权后，因公司股本增加导致每股净资产下降，因此要在股价中将减少的这部分价值体现出来。除息即将现金红利直接分配给股东，因此除息后要将每股的现金分红从现有股价中剔除。考虑到长协机制所发挥的煤炭市场稳定器作用以及上市公司的分红承诺，次年相关公司仍有高分红预期，这一预期也有效支撑了煤炭公司后续的填权行情。但根据行业基本面变化和公司预期变化等原因，填权时长仍存在不确定性。

表 5：2021-2023 年部分煤炭高股息个股填权时长梳理

| 公司   | 除权/除息日    | 填权所需交易日 | 公司   | 除权/除息日    | 填权所需交易日 | 公司   | 除权/除息日    | 填权所需交易日 |
|------|-----------|---------|------|-----------|---------|------|-----------|---------|
| 恒源煤电 | 2021/5/28 | 9       | 恒源煤电 | 2022/5/26 | 9       | 山煤国际 | 2023/5/5  | 84      |
| 潞安环能 | 2021/6/29 | 6       | 山煤国际 | 2022/6/2  | 5       | 恒源煤电 | 2023/6/8  | 69      |
| 陕西煤业 | 2021/7/9  | 5       | 潞安环能 | 2022/6/24 | 3       | 潞安环能 | 2023/6/8  | 104     |
| 中国神华 | 2021/7/12 | 37      | 冀中能源 | 2022/6/29 | -       | 山西焦煤 | 2023/6/21 | -       |
| 山西焦煤 | 2021/7/16 | 1       | 陕西煤业 | 2022/7/8  | 34      | 冀中能源 | 2023/6/30 | -       |
| 兖矿能源 | 2021/7/23 | 4       | 中国神华 | 2022/7/11 | -       | 中国神华 | 2023/7/5  | 52      |
| 山煤国际 | 2021/7/23 | 1       | 山西焦煤 | 2022/7/13 | 29      | 陕西煤业 | 2023/7/12 | -       |
| 冀中能源 | 2021/8/13 | 11      | 兖矿能源 | 2022/7/14 | 3       | 兖矿能源 | 2023/7/17 | -       |
| -    | -         | -       | 山煤国际 | 2022/9/27 | 5       | -    | -         | -       |

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5.3 动态股息率估值敏感性分析，以中国神华为例

### 5.3.1 动态估值测算

以给出较高分红比例承诺的中国神华为例：

- 分红比例按该公司最低分红承诺 60%。
- 2023 年公司盈利预测按 2023 年 11 月 7 日 Wind 一致预期。
- 市值按 2023 年 11 月 7 日收盘数据。

- 利率指标按 2023 年 11 月 7 日一年期 AAA 级银行存单到期收益率 2.58%。

表 6：中国神华 2023 年 11 月 7 日动态股息率估值测算

| 公司                      | 中国神华   |
|-------------------------|--------|
| 2023 年盈利(Wind 一致预期; 亿元) | 636.14 |
| 分红比例                    | 60%    |
| 预期股息率                   | 6.48%  |
| 动态股息率估值测算               | 2.51   |

资料来源：Wind，山西证券研究所

测算中国神华动态股息率估值为 2.51，而 2023 年 11 月 7 日的合意股息率估值为 1.00，因此公司存在较大修复空间。

### 5.3.2 极端情况下的压力测试

极端情况下，股息率估值吸引力增加，可起到一定保护作用；若低利率环境大幅变化或公司改变发展战略会在一定程度上降低股息率估值吸引力。

①假设分红比例不变，以盈利和市值作为变量。其中盈利波动范围为-5%~-50%，市值波动范围为-5%~-50%，测算公司股息率在 3.41%~12.31%区间波动。

表 7：分红比例不变情景下股息率敏感性测算

| 股息率  | 盈利变化 |        |        |        |       |       |       |
|------|------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|      |      | -5%    | -10%   | -20%   | -30%  | -40%  | -50%  |
| 市值变化 | -5%  | 6.48%  | 6.14%  | 5.46%  | 4.77% | 4.09% | 3.41% |
|      | -10% | 6.84%  | 6.48%  | 5.76%  | 5.04% | 4.32% | 3.60% |
|      | -20% | 7.69%  | 7.29%  | 6.48%  | 5.67% | 4.86% | 4.05% |
|      | -30% | 8.79%  | 8.33%  | 7.40%  | 6.48% | 5.55% | 4.63% |
|      | -40% | 10.26% | 9.72%  | 8.64%  | 7.56% | 6.48% | 5.40% |
|      | -50% | 12.31% | 11.66% | 10.37% | 9.07% | 7.77% | 6.48% |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于市值变化的角度，股息率可直接对冲“市值变化-5%同时盈利变化-5%~-20%”所带来的冲击。

表 8：分红比例不变情景下的股息率估值敏感性测算

| 股息率 | 盈利变化 |
|-----|------|
|-----|------|

| 估值   |      | -5%  | -10% | -20% | -30% | -40% | -50% |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 市值变化 | -5%  | 2.51 | 2.38 | 2.11 | 1.85 | 1.59 | 1.32 |
|      | -10% | 2.65 | 2.51 | 2.23 | 1.95 | 1.67 | 1.40 |
|      | -20% | 2.98 | 2.83 | 2.51 | 2.20 | 1.88 | 1.57 |
|      | -30% | 3.41 | 3.23 | 2.87 | 2.51 | 2.15 | 1.79 |
|      | -40% | 3.98 | 3.77 | 3.35 | 2.93 | 2.51 | 2.09 |
|      | -50% | 4.77 | 4.52 | 4.02 | 3.52 | 3.01 | 2.51 |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于股息率估值的角度，若公司实际业绩波动较小，但市值下降幅度较大，“股息率保护”明显。

对应场景：煤炭供需相对平衡，市场价格淡季下降幅度超出预期，股票超跌，但旺季价格反弹预期修复，对全长协价影响有限，此时预期股息率估值仍具备吸引力。

②假设盈利不变，在市值减少的情况下不断增加分红比例。考虑分红承诺，假设分红比例波动范围为10%~60%，市值波动范围为-5%~-50%，测算公司股息率在7.50%~20.73%区间波动。

表 9：盈利不变情景下股息率敏感性测算

| 股息率  | 分红比例变化 |        |        |        |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |        | 10%    | 20%    | 30%    | 40%    | 50%    | 60%    |
| 市值变化 | -5%    | 7.50%  | 8.18%  | 8.87%  | 9.55%  | 10.23% | 10.91% |
|      | -10%   | 7.92%  | 8.64%  | 9.36%  | 10.08% | 10.80% | 11.52% |
|      | -20%   | 8.91%  | 9.72%  | 10.53% | 11.34% | 12.15% | 12.96% |
|      | -30%   | 10.18% | 11.11% | 12.03% | 12.96% | 13.88% | 14.81% |
|      | -40%   | 11.88% | 12.96% | 14.04% | 15.12% | 16.20% | 17.28% |
|      | -50%   | 14.25% | 15.55% | 16.85% | 18.14% | 19.44% | 20.73% |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于市值变化的角度，即使分红水平不变，现有股息率水平也可对冲市值变化-5%所带来的冲击；若市值降-10%，则需要通过增加40%~60%的分红比例来缓解回撤。

表 10：盈利不变情景下的股息率估值敏感性测算

| 股息率估值 | 分红比例变化 |      |      |      |      |      |      |
|-------|--------|------|------|------|------|------|------|
|       |        | 10%  | 20%  | 30%  | 40%  | 50%  | 60%  |
| 市值变化  | -5%    | 2.91 | 3.17 | 3.44 | 3.70 | 3.97 | 4.23 |
|       | -10%   | 3.07 | 3.35 | 3.63 | 3.91 | 4.19 | 4.46 |

|  |      |      |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
|  | -20% | 3.45 | 3.77 | 4.08 | 4.39 | 4.71 | 5.02 |
|  | -30% | 3.95 | 4.31 | 4.66 | 5.02 | 5.38 | 5.74 |
|  | -40% | 4.60 | 5.02 | 5.44 | 5.86 | 6.28 | 6.70 |
|  | -50% | 5.52 | 6.03 | 6.53 | 7.03 | 7.53 | 8.04 |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于股息率估值的角度，若市值下降，公司可通过增加分红比例增强“股息率保护”。

对应场景：公司业绩确定性较强，股票因流动性原因出现调整，随后公司通过提升分红比例增强对配置资金的吸引力。

③假设市值不变，在盈利减少的情况下不断增加分红比例。考虑分红承诺，假设分红比例波动范围为10%~60%，盈利波动范围为-5%~-50%，测算公司股息率在3.56%~9.85%区间波动。

表 11：市值不变情景下股息率敏感性测算

| 股息率  | 分红比例变化 |       |       |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 10%   | 20%   | 30%   | 40%   | 50%   | 60%   |
| 盈利变化 | -5%    | 6.77% | 7.39% | 8.00% | 8.62% | 9.23% | 9.85% |
|      | -10%   | 6.41% | 7.00% | 7.58% | 8.16% | 8.75% | 9.33% |
|      | -20%   | 5.70% | 6.22% | 6.74% | 7.26% | 7.77% | 8.29% |
|      | -30%   | 4.99% | 5.44% | 5.90% | 6.35% | 6.80% | 7.26% |
|      | -40%   | 4.28% | 4.66% | 5.05% | 5.44% | 5.83% | 6.22% |
|      | -50%   | 3.56% | 3.89% | 4.21% | 4.54% | 4.86% | 5.18% |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于盈利变化的角度，即使分红水平不变，现有股息率水平也可对冲市值变化-5%所带来的冲击；若盈利降-10%，则几乎需要通过将分红比例提升至100%来缓解回撤风险。

表 12：市值不变情景下的股息率估值敏感性测算

| 股息率估值 | 分红比例变化 |      |      |      |      |      |      |
|-------|--------|------|------|------|------|------|------|
|       |        | 10%  | 20%  | 30%  | 40%  | 50%  | 60%  |
| 盈利变化  | -5%    | 2.62 | 2.86 | 3.10 | 3.34 | 3.58 | 3.82 |
|       | -10%   | 2.49 | 2.71 | 2.94 | 3.16 | 3.39 | 3.62 |
|       | -20%   | 2.21 | 2.41 | 2.61 | 2.81 | 3.01 | 3.21 |
|       | -30%   | 1.93 | 2.11 | 2.29 | 2.46 | 2.64 | 2.81 |
|       | -40%   | 1.66 | 1.81 | 1.96 | 2.11 | 2.26 | 2.41 |
|       | -50%   | 1.38 | 1.51 | 1.63 | 1.76 | 1.88 | 2.01 |

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于股息率估值的角度，若盈利下降，公司可在一定程度上通过大幅增加分红比例完成“股息率保护”。

对应场景：公司收购存在业绩包袱但资源品质较好的煤矿，方案落地后造成短期盈利下降，但利好公司中长期发展。在这种情况下，公司通过提升分红比例来权衡多空利益。但若收购资产对业绩拖累过大，通过提高分红比例提升估值吸引力的方式边际效用较低。

④以股息率和利率作为变量，测算估值。根据以上推演结果，公司股息率在 3.41%~20.73% 区间变动，对应波动区间为-47.37%~220.00%。假设股息率波动范围为-47.37%~0.00%，利率波动范围为 5%~50%。测算公司股息率估值在 0.88-2.27 区间波动。

基于股息率估值的角度，在“利率指标提升 30%同时股息率下降 47.37%”、“利率指标提升 50%同时股息率下降 40.00%”，股息率估值接近合意水平。

对应场景：经济过热阶段，政府需要通过加息来抑制通胀，能源价格长期上涨改变公司发展预期，因此大幅增加资本开支减少分红，但会使公司股息率估值不具备吸引力。

表 13：股息率估值敏感性测算

| 股息率<br>估值  | 股息率变化 |         |      |      |      |      |        |
|------------|-------|---------|------|------|------|------|--------|
|            |       | -47.37% | -40% | -30% | -20% | -10% | -5.00% |
| 利率水平<br>变化 | 5%    | 1.26    | 1.44 | 1.67 | 1.91 | 2.15 | 2.27   |
|            | 10%   | 1.20    | 1.37 | 1.60 | 1.83 | 2.05 | 2.17   |
|            | 20%   | 1.10    | 1.26 | 1.46 | 1.67 | 1.88 | 1.99   |
|            | 30%   | 1.02    | 1.16 | 1.35 | 1.55 | 1.74 | 1.84   |
|            | 40%   | 0.94    | 1.08 | 1.26 | 1.44 | 1.61 | 1.70   |
|            | 50%   | 0.88    | 1.00 | 1.17 | 1.34 | 1.51 | 1.59   |

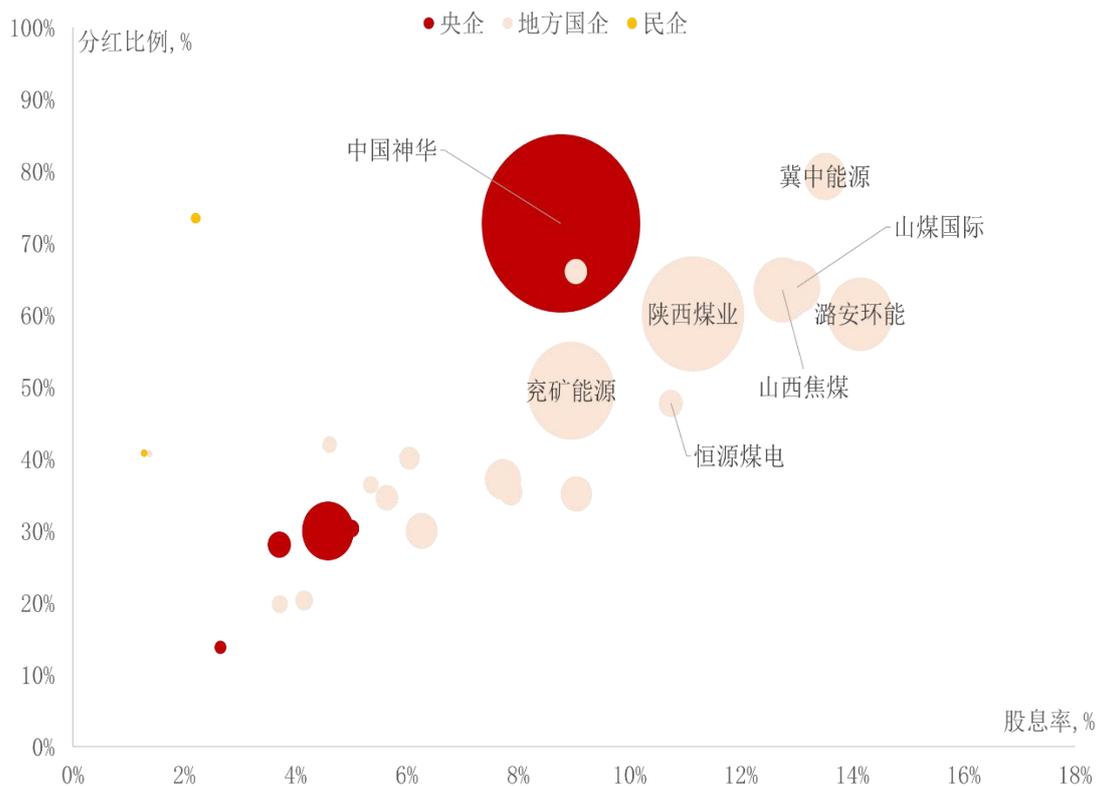
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 6. 投资建议：煤炭股作为红利资产具备长期投资价值

### 6.1 高股息率支撑估值长期修复逻辑

煤炭高股息标的拥有长期修复估值的动力。现有具备持续高股息特征的煤炭公司在低利率的环境下具备较强的配置价值。未来部分存款逐步被“稳健”类资产吸纳的过程中高股息煤炭公司修复可期。建议关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山西焦煤、山煤国际、潞安环能、冀中能源、恒源煤电等。

图 33：2022 年煤炭板块分红情况透视图



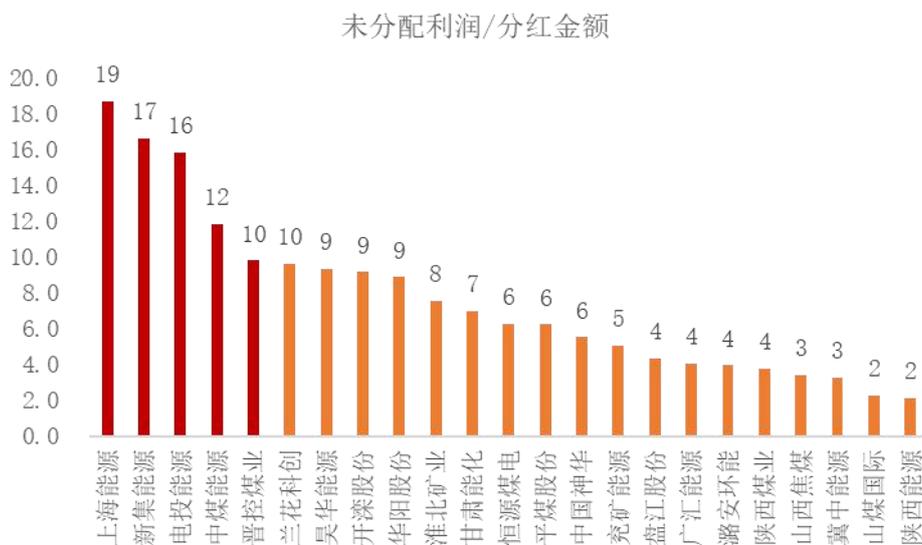
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；气泡大小代表分红金额（亿元）。

## 6.2 高分红潜力的煤炭公司值得期待

部分央企和晋控系具备高分红潜力，值得期待。未分配利润/分红金额可以考察分红潜力。基于 2022 年的未分配利润/分红金额指标，排名靠前的公司分别为上海能源、新集能源、电投能源、中煤能源，均为央企。随着“中国特色估值体系”不断成熟以及分红潜力持续释放，煤炭央企值得关注。此外，晋控煤业为晋控系唯一煤炭上市公司，分红潜力较大。近期公司发布新同业竞争承诺，为解决同业竞争问题，公司重组所涉及的资产范围可能扩大。若同业竞争问题得以解决，未来公司的分红逻辑也将改变。

图 34：主要煤炭上市公司 2022 年未分配利润/分红金额



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 7. 风险提示

- 国内货币政策收紧，利率环境改变。
- 煤炭企业盈利能力大幅下降。
- 上市公司分红比例不及预期。
- 填权过程过长。
- 国内煤炭供给弹性恢复。
- 碳中和进度加快，国内煤炭消费降低。
- 进口煤冲击国内市场。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

