

资产配置依旧偏好煤炭等高股息板块
预期24年上半年煤价大幅上涨强化动力煤进攻属性
——2024年煤炭行业年度投资策略

首席证券分析师：孟祥文

执业证书编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

研究助理：廖岚琪

执业证书编号：S0600123070008

联系邮箱：liaolq@dwzq.com.cn

2023年12月8日

- **保险投资FVTOCI部分资金将继续扩大规模，且更加向高股息资产倾斜。** 2023年以来除国寿过渡至2025年底外，其他上市保险公司全部采用IFRS9。在该规则下，资产的公允价值变动只能影响净资产，无法直接影响利润。在股市上行动能不足的市场背景下，保险公司更愿意选择高股息股票，以获取更多的股息回报；以及参与股价折扣的定增项目，获取超额收益。但是因监管对再融资的要求变严格，我们预计将导致2024年定增项目减少，将会导致保险FVTOCI部分资金，**将进一步向高股息资产倾斜。**
- **银行理财子资金受“固收+”基金产品收益下沉影响，将会转向直接投资纯债基金和高红利策略权益基金产品。** 2022年至2023年12月5日，“纯债”基金产品明显跑赢“固收+”基金产品，导致银行理财子2024年更加偏好投资“纯债+高红利股票”。
- **我国煤炭供给在2023年发生重大转变，月度供给缺口高达1000万吨，年度缺口高达1.2亿吨需进口弥补。**
- **“安监”行为导致加速当前高库存去化。** 2023年12月至2024年5月份山西安监帮扶工作，将导致山西煤炭生产受到重大影响，且毗邻省份陕西、内蒙古也将因此被“震慑”减产。预计此期间测算影响三省产量合计4000万吨。此举将会导致煤炭库存端，在进入2024年6月份“迎峰度夏”旺季之前，社会库存完成去化。
- **我们预计非电力企业因预期需求疲弱而在2024年初大规模减少进口煤采购。** 受2021年以来地产投资增速放缓、国务院发行1万亿特别国债，预期其对需求的拉动作用远远小于2023年的2万亿提前批专项债等影响，非电行业普遍预期2024年春季需求疲弱，预计将因此主动减少进口煤采购，最终导致进口煤减少，加剧国内煤炭低库存状态。**最终导致2024年4-5月煤炭价格开始上涨，预期短期上涨至1200元/吨以上。**
- **投资意见：资金配置偏好角度，** 煤价持续高位企稳，煤炭行业股息收益超额明显。我们推荐标的**广汇能源**，以及建议关注标的**中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源**防御属性突出。预计股息率降低至5%左右；**价格弹性角度，**我们推荐高弹性标的**广汇能源**；建议关注同样具备高弹性的**山煤国际、陕西煤业和兖矿能源**。
- **风险提示：** 安监强度低于预期、东南亚经济并未企稳、国内水电来水超预期、国内经济增速大幅收缩。



- **一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显**
- **二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需**
- **三、预期2024年上半年煤炭价格走强**
- **四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会**
- **五、风险提示**

一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显

◆ 保险投资FVTOCI部分资金将继续扩大规模，且更加向高股息资产倾斜。

- 2023年以来除国寿过渡至2025年底外，其他上市保险公司全部采用IFRS9《国际财务报告准则第9号——金融工具》
- 在股市上行动能不足的市场背景下，保险公司更有意愿扩大指定为FVTOCI的可供出售的金融资产规模，
- 在该规则下，资产的公允价值变动只能影响净资产，无法直接影响利润。因此保险公司更愿意选择**高股息股票**，以获取更多的股息回报；以及**参与股价折扣的定增项目**，获取超额收益。

指定为FVTOCI-非交易性权益工具投资，股利（属于投资成本收回部分的除外）计入当期损益，其他相关的利得和损失（包括汇兑损益）均应计入其他综合收益，且后续不得转入当期损益。

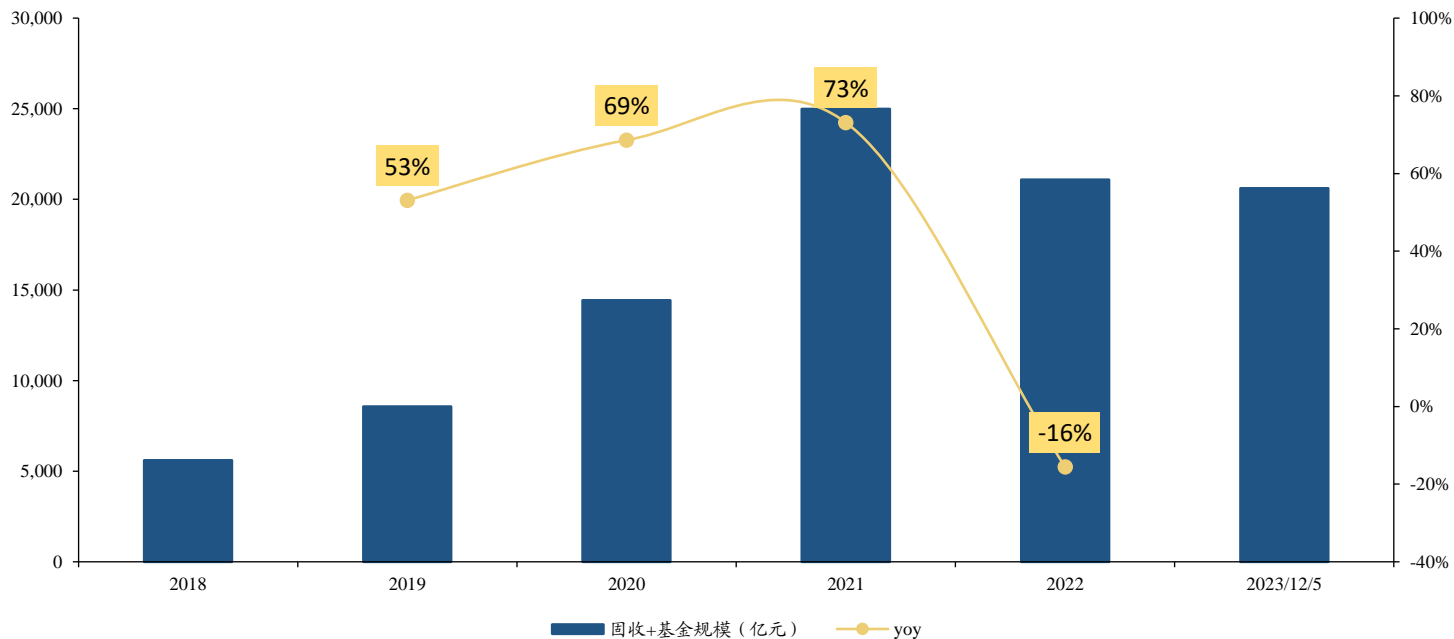
- 证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》，明确阶段性收紧上市公司再融资，严格再融资监管。因此预计进入2024年定增项目减少，将会导致保险**FVTOCI**部分资金，**将进一步向高股息资产倾斜**。
- 10月30日，财政部网站发布《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》（以下简称《通知》），将国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标“净资产收益率”由当年度考核调整为“3年周期+当年度”相结合的考核方式，并鼓励其他商业保险公司参照执行。**该规则也将有利于保险资产在股票投资中倾向于“低估值、高股息”股票资产。**

◆ 银行理财子资金受“固收+”基金产品收益下沉影响，将会转向直接投资纯债基金和高红利策略权益基金产品。

1.2.1 2018年至今存续固收+基金产品规模

- ◆ **金额规模角度，截至2023.12.5日仍存续固收+基金总规模达2万亿元，较年初略有下降2%，2018-2022年存续固收+基金规模CAGR为39%。**存续至今的固收+基金在2018年规模为5594亿元，2022年规模增长至2.1万亿元，CAGR为39%。整体规模来看2018-2021年产品规模快速扩大，2022年规模有所受损，截至2023年12月5日，存续固收+基金规模为2.1万亿元，较年初略下滑2%。

图：2018-2023年固收+基金产品规模及yoy（亿元，%）

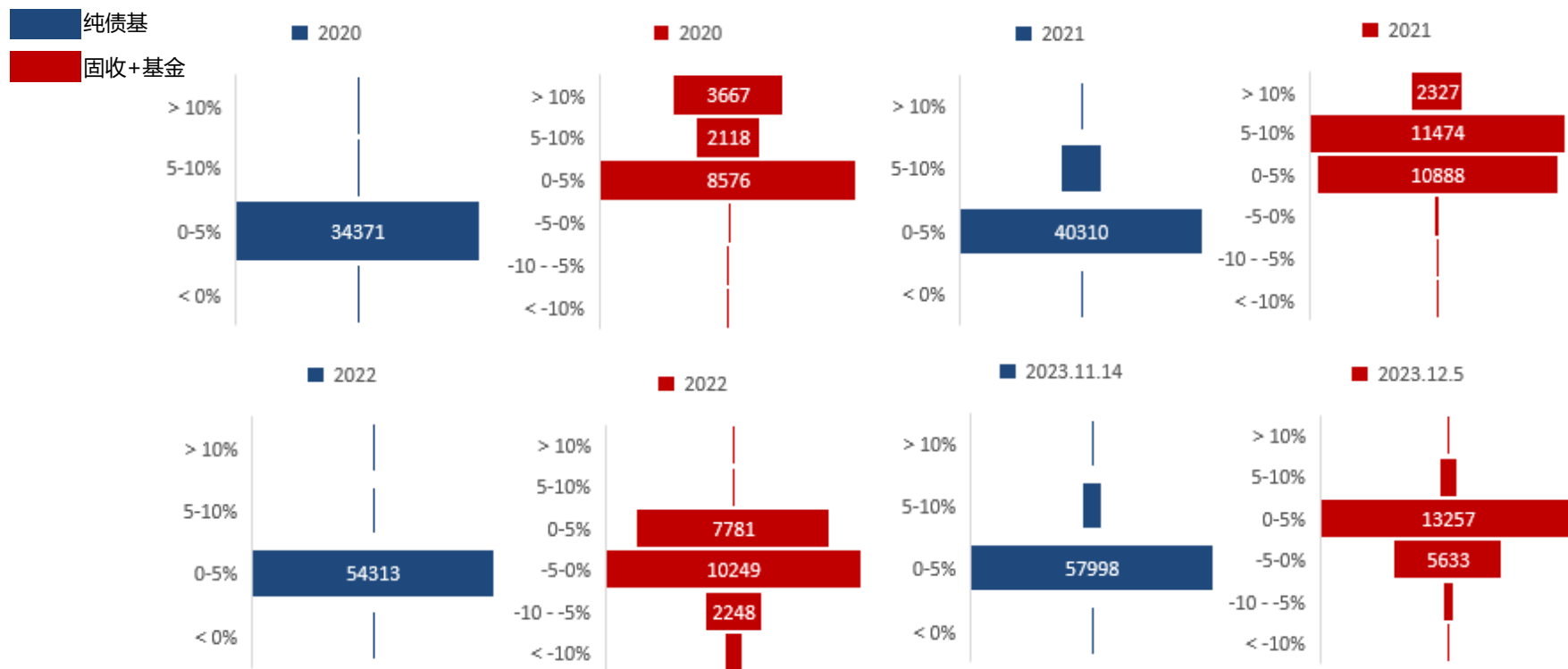


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.2 2022年以来固收+产品收益低于纯债产品

- ◆ 对比2022年和2023年至今，我们判断股市行情较弱情况下固收+基金产品收益率有所改善主要是由于债券收益率明显提升起到托底作用。从纯债基金规模占比角度来看，2020年至今主要集中在收益率0-5%期间，较为稳定，2022年及2023年至今，固收+产品平均收益率为-2%/1%，低于纯债产品2%/3%。2023年至今纯债收益率0-5%，5-10%规模占比分别为93%/7%，显著优于固收+基金产品-5-0%、0-5%的27%/64%结构。

图：2020-2023年不同收益率纯债基产品及固收+基金产品基金规模（亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.3 预计投向高股息标的固收+基金产品规模

- ◆ 我们以权益投资比例15%，纯债基金2023/12/05平均收益率3.2%为坐标轴，划分为四个象限：
- ◆ 预计第二象限大概率被赎回，且投资转向。第二象限固收+基金规模为9647亿元，权益规模为2097亿元。第二象限为收益率 < 3.2%且权益投资比例 > 15%的基金规模/权益规模，由于收益率低于纯债基金且权益投资比例高于15%，我们预计有可能赎回且投向侧重高股息标的，第二象限固收+基金产品基金规模为9647亿元，占总规模47%，其中权益规模为2097亿元，占总权益83%。
- ◆ 预计第三象限分布基金大概率基本赎回，收益率低于3.2%，且权益投资占比 < 15%的固收+基金产品总规模为6483亿元，其中权益投资规模为346亿元。

图：存续固收+基金截至2023/12/05不同收益率及权益投资比例下的基金规模（亿元）

	权益投资比例							
	<-10%	-10-5%	-5-0%	0-3.2%	3.2-5%	5-10%	>10%	
>30%	169	159	522	133	1	1	1	
25-30%	1	76	511	275	20	37	0	
20-25%	0	70	414	366	8	0	0	
15-20%	34	169	2843	3904	137	98	0	
10-15%	0	18	822	1244	105	17	0	
5-10%	0	20	130	431	23	68	0	
0-5%	0	1	390	3427	3184	761	18	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：存续固收+基金截至2023/12/05不同收益率及权益投资比例下的权益规模（亿元）

	权益投资比例							
	<-10%	-10-5%	-5-0%	0-3.2%	3.2-5%	5-10%	>10%	
>30%	80	66	202	55	0	1	0	
25-30%	0	21	139	76	6	10	0	
20-25%	0	15	93	77	2	0	0	
15-20%	7	33	536	697	23	19	0	
10-15%	0	2	104	169	13	2	0	
5-10%	0	2	10	34	2	5	0	
0-5%	0	0	4	20	4	0	0	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 当前市场，高股息配置价值凸显

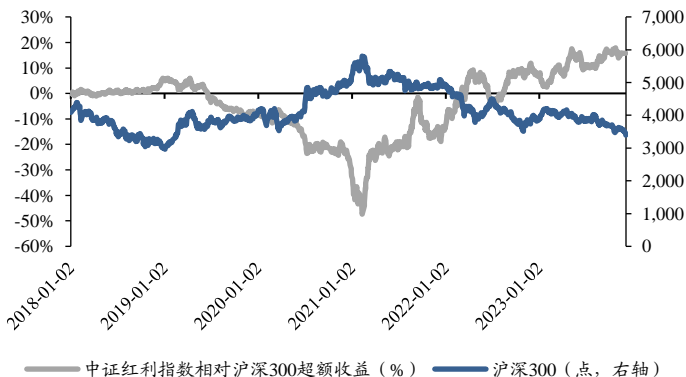
◆ 高股息标的具备防御属性，通常在市场下跌阶段表现更加稳健。我们选取中证红利指数与沪深300指数对比发现，2018年至今6年期间，沪深300指数4年出现下跌，而这4年中证红利指数全数跑赢大盘，相反，在市场上行的2019-2020年，中证红利指数却表现平平。

2018年以来，市场风格发生多次切换：

- 1) 2018-2019：宏观经济陷入滞胀区间，市场进入熊市，高分红策略获得相对收益但无绝对收益。
- 2) 2019-2020：政府宏观调控逐步介入，市场企稳，高红利策略具备绝对收益而无相对收益。
- 3) 2020-2021：政策和流动性充裕双重利好提振，主题赛道投资在流动性加持下出现牛市行情，高红利策略大幅跑输大盘。
- 4) 2021-2022：中国经济陷入弱周期，在经济增长高点已现、全球利率攀升的大背景下，高估值成长股大幅回调，高红利策略跑出超额收益且具备绝对收益。
- 5) 2022-2023：全球利率大幅攀升，对新兴市场流动性造成打压，高估值成长股快速回调，高红利策略跑出超额收益但不具备绝对收益。
- 6) 2023至今：全球陷入潜在滞胀风险，外部利率环境继续施压国内成长股估值，高红利策略持续跑出超额收益。

◆ 值得注意的是，从2021年至今（2023年12月5日），中证红利指数已连续三年跑赢沪深300，累计超额收益达23.04%。考虑到中证红利指数近三年股息率均值为5.5%，在全收益口径下相对沪深300的超额收益会更高。站在当下视角，我们认为全球高利率环境有望持续，成长的相对业绩增速尚未出现明显拐点，高红利风格有望延续。

图：中证红利指数相对沪深300超额收益



表：沪深300指数和中证红利指数收益率测算（%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023年至今
沪深300收益率	-26.30%	38%	25.50%	6.20%	21.30%	10.28%
中证红利指数收益率	-20.70%	7.50%	2.10%	13%	6.60%	0.68%
红利指数相对沪深300超额收益	5.60%	-20.50%	-23.40%	9.20%	14.70%	10.96%

数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：2023年至今数据截至2023年12月5日

1.4 当前市场，高股息配置价值凸显

- ◆ **无风险利率下行阶段，高股息板块投资价值凸显。**对于分红稳定且中长期基本面稳定的公司，长期持股思路与投资固定收益资产相近，在无风险利率下行阶段，高股息资产更为受益。
- ◆ **复盘历史，2018年以来，无风险利率处于震荡下行阶段，整体利好高股息资产投资。**我们测算了该阶段六大高股息行业的行业平均股息率水平，发现自2018年以来煤炭和银行行业的股息率呈现震荡上行的趋势。**过去5年(2018-2022年)行业年均股息率排名分别是：煤炭 (+4.86%) > 高速 (+4.55%) > 银行 (+4.39%) > 铁路 (+3.00%) > 水电 (+2.71%) > 港口 (+2.26%)。**
- ◆ **我们测算2023年煤炭、银行、铁路、高速、水电行业股息率较1年期国债仍有超额收益；此外，与2017年股息率相比煤炭、银行、铁路、高速和水电仍有超额收益。**

表：高股息行业相对1年期国债收益率的超额收益 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
高速	0.2%	1.8%	2.3%	2.2%	2.7%	2.3%	2.8%
铁路	-0.8%	-0.9%	0.5%	1.8%	0.7%	0.6%	1.9%
银行	-0.1%	0.3%	1.8%	1.8%	2.2%	3.4%	3.6%
港口	-0.8%	-1.5%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%
水电	-0.3%	0.1%	0.8%	0.4%	-0.5%	0.6%	0.9%
煤炭	-0.6%	0.4%	1.7%	1.5%	2.2%	6.2%	4.5%
1年期国债到期收益率	3.3%	3.0%	2.6%	2.2%	2.4%	2.0%	2.1%

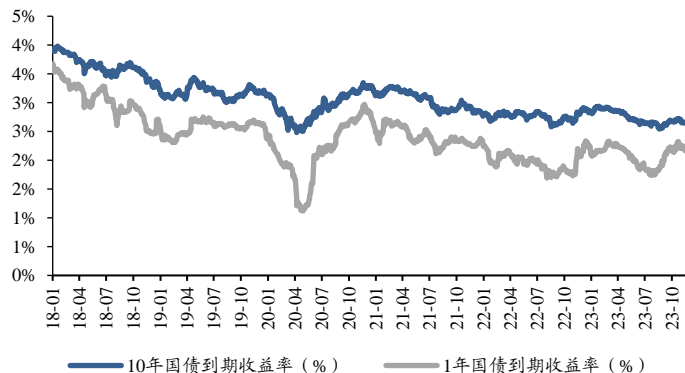
数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日，2023年股息率测算中收盘价为2023年12月5日

表：2023年测算股息率相对2017年超额收益 (%)

	高速	铁路	银行	港口	水电	煤炭
2023E	4.9%	4.0%	5.7%	2.0%	3.0%	6.6%
2017	3.7%	2.5%	3.2%	2.5%	3.0%	2.6%
超额收益率 (%)	1.1%	1.5%	2.5%	-0.5%	0.0%	3.9%

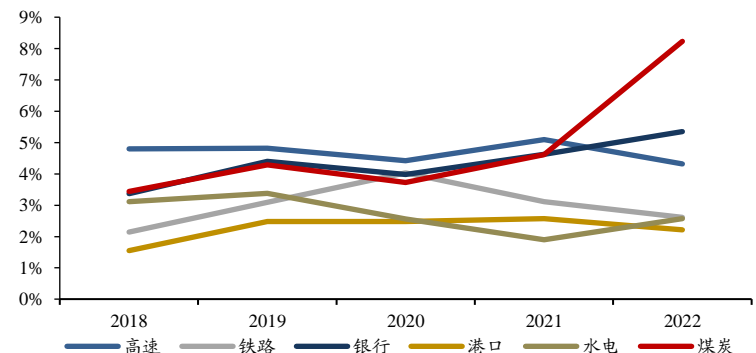
数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日
2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

图：2018年以来无风险利率处于震荡下行阶段 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：高分红行业股息率与一年期国债收益率对比 (%)

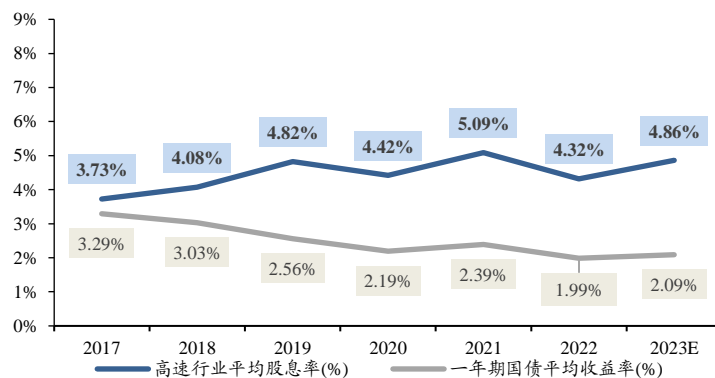


资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

1.4.1 高速行业股息率水平及变化

- ◆ 高速公路上市公司业绩增速低、普遍缺乏成长性，且主题性机会较少，因此估值普遍较低，同时高速公路上市公司的收费期限问题也在一定程度压制了公司估值。但是由于高速公路板块公司大多业绩稳定、现金流充沛，因此普遍采用高分红的派息政策。“低估值+高分红”铸就行业高股息率水平。
- ◆ 行业层面来看，2018-2022年期间，高速公路板块平均股息收益率在4.08%-5.09%区间，5年平均股息收益率为4.55%。个股层面来看，2018-2022年股息率排名居前的公司分别为齐鲁高速（+9.27%）、浙江沪杭甬（+6.34%）和山东高速（+6.17%）。
- ◆ 我们测算2023年高速公路板块平均股息率4.86%，相比于2017年的超额收益率为1.13%，较一年期国债收益率的超额收益率为2.77%。

图：高速行业股息率与一年期国债收益率对比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

表：高速行业股息率水平（%）

证券简称	证券代码	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
招商公路	001965.SZ	2.69%	3.05%	4.16%	2.45%	4.53%	4.31%	4.72%	3.70%
宁沪高速	600377.SH	4.85%	4.28%	4.69%	4.71%	5.37%	4.68%	5.48%	4.75%
浙江沪杭甬	0576.HK	0.00%	5.22%	7.12%	6.08%	6.08%	7.23%	5.21%	6.34%
山东高速	600350.SH	4.40%	4.60%	6.19%	6.18%	7.62%	6.28%	6.87%	6.17%
深高速	600548.SH	3.82%	7.56%	5.69%	4.93%	6.50%	5.14%	5.34%	5.97%
粤高速A	000429.SZ	7.01%	7.44%	6.04%	4.06%	7.08%	5.46%	6.60%	6.02%
皖通高速	600012.SH	3.86%	3.95%	4.43%	3.56%	7.36%	5.25%	6.04%	4.91%
福建高速	600033.SH	3.97%	4.59%	1.89%	3.80%	5.42%	4.79%	0.00%	4.10%
四川成渝	601107.SH	2.92%	2.47%	3.24%	2.61%	2.78%	2.46%	4.32%	2.71%
楚天高速	600035.SH	4.22%	3.25%	5.32%	2.33%	4.28%	3.43%	4.03%	3.72%
齐鲁高速	1576.HK		8.15%	11.18%	10.28%	8.11%	8.62%		9.27%
中原高速	600020.SH	4.46%	2.08%	1.64%	1.08%	3.21%	0.52%		1.70%
五洲交通	600368.SH	4.69%	2.44%	2.29%	4.36%	4.90%	1.43%		3.08%
现代投资	000900.SZ	2.40%	3.22%	4.18%	3.91%	3.88%	2.48%		3.53%
吉林高速	601518.SH	2.50%	0.66%			0.90%			0.78%
赣粤高速	600269.SH	4.16%	2.25%	4.30%	5.95%	3.46%	2.72%		3.74%
高速行业平均股息率(%)		3.73%	4.08%	4.82%	4.42%	5.09%	4.32%	4.86%	4.55%
一年期国债平均收益率(%)		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.43%
超额收益(%)		0.44%	1.05%	2.26%	2.23%	2.70%	2.33%	2.77%	2.11%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

1.4.2 银行业股息率水平及变化

表：银行业股息率水平（%）

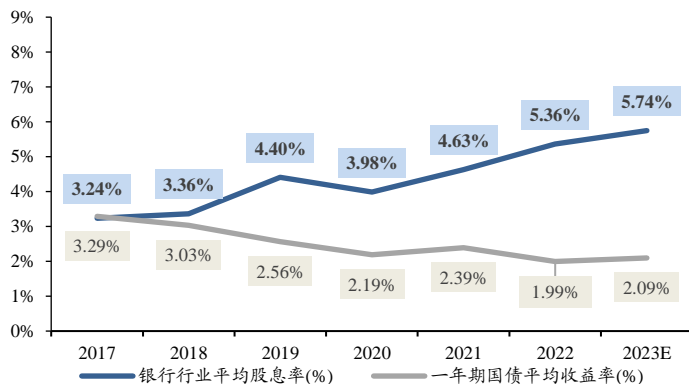
证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
601916.SH	浙商银行			6.09%	4.06%		7.95%	7.07%	6.03%
601166.SH	兴业银行	4.51%	3.77%	4.83%	3.90%	5.20%	7.59%	8.11%	5.06%
601077.SH	渝农商行			4.87%	5.56%	6.82%	7.56%	7.85%	6.21%
600015.SH	华夏银行	2.03%	2.26%	4.07%	4.86%	6.49%	7.08%	6.40%	4.95%
601229.SH	上海银行	3.17%	3.80%	4.82%	4.88%	6.11%	6.96%	7.11%	5.31%
601169.SH	北京银行	4.43%	4.84%	6.22%	6.16%	6.72%	6.70%	6.79%	6.13%
600919.SH	江苏银行	2.81%	4.68%	4.90%	4.45%	5.62%	6.68%	8.30%	5.27%
601009.SH	南京银行	4.46%	4.75%	5.35%	3.74%	4.43%	6.67%	7.64%	4.99%
601328.SH	交通银行	4.98%	4.90%	6.14%	6.47%	7.13%	6.43%	6.34%	6.21%
601398.SH	工商银行	4.53%	4.25%	5.28%	5.15%	6.15%	6.30%	6.30%	5.42%
601288.SH	农业银行	5.18%	4.83%	5.38%	6.11%	6.85%	6.29%	6.19%	5.89%
601838.SH	成都银行	3.20%	3.96%	5.28%	3.64%	3.80%	6.29%	8.47%	4.59%
601825.SH	沪农商行	2.43%				4.78%	6.28%	6.99%	5.53%
601939.SH	建设银行	4.44%	4.11%	5.07%	4.90%	6.01%	6.21%	6.25%	5.26%
601818.SH	光大银行	4.95%	4.23%	5.98%	5.56%	6.68%	6.19%	6.40%	5.73%
601988.SH	中国银行	4.88%	4.92%	5.49%	6.40%	6.78%	5.93%	5.67%	5.90%
601997.SH	贵阳银行	2.67%	4.62%	4.33%	4.19%	5.16%	5.81%	5.68%	4.82%
601187.SH	厦门银行				1.90%	4.19%	5.78%	6.44%	3.96%
600016.SH	民生银行	1.29%	5.43%	6.53%	4.83%	5.73%	5.71%	5.46%	5.64%
601998.SH	中信银行	4.20%	3.85%	4.64%	4.98%	6.36%	5.50%	6.32%	5.07%
600036.SH	招商银行	3.18%	2.61%	3.56%	2.31%	3.61%	5.31%	6.68%	3.48%
601658.SH	邮储银行			4.60%	4.15%	4.59%	5.27%	6.10%	4.65%
002948.SZ	青岛银行		3.11%	3.93%	3.62%	4.42%	5.11%	5.50%	4.04%
002966.SZ	苏州银行			2.39%		3.27%	5.04%	6.30%	3.82%
601963.SH	重庆银行				3.43%	4.91%	4.99%	5.60%	4.45%
002807.SZ	江阴银行	1.78%	1.07%	4.58%	4.57%	3.97%	4.88%	5.83%	3.81%
601665.SH	齐鲁银行				1.94%	3.77%	4.74%	5.63%	3.48%
002839.SZ	张家港行	1.64%	2.66%	2.60%	2.94%	3.02%	4.73%	5.49%	3.19%
600928.SH	西安银行		1.99%	3.52%	4.08%	5.18%	4.69%	5.34%	3.89%
601577.SH	长沙银行		2.94%	4.03%	3.58%	4.41%	4.51%	5.61%	3.89%
600000.SH	浦发银行	1.05%	3.00%	5.67%	4.80%	5.12%	4.42%	3.39%	4.60%
001227.SZ	兰州银行					2.03%	4.20%	4.77%	3.11%
603323.SH	苏农银行		1.81%	3.38%	3.42%	3.14%	4.04%	4.70%	3.16%
601860.SH	紫金银行		1.33%	2.36%	2.75%	3.48%	3.98%	0.00%	2.78%
600908.SH	无锡银行	2.55%	3.19%	3.67%	3.10%	3.20%	3.73%	4.77%	3.38%
601128.SH	常熟银行	3.15%	2.33%	2.66%	3.23%	2.62%	3.67%	4.52%	2.90%
600926.SH	杭州银行	2.71%	3.00%	3.92%	2.37%	2.34%	3.40%	4.82%	3.01%
601528.SH	瑞丰银行					2.23%	3.09%	2.98%	2.66%
000001.SZ	平安银行	1.50%	1.05%	1.70%	0.80%	1.52%	2.54%	3.21%	1.52%
002142.SZ	宁波银行	2.46%	1.65%	1.90%	1.28%	1.40%	1.98%	2.66%	1.64%
银行业平均股息率(%)		3.24%	3.36%	4.40%	3.98%	4.63%	5.36%	5.74%	4.39%
一年期国债平均收益率(%)		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.43%
超额收益(%)		-0.05%	0.33%	1.84%	1.79%	2.24%	3.37%	3.65%	1.95%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

图：银行业股息率与一年期国债收益率对比（%）



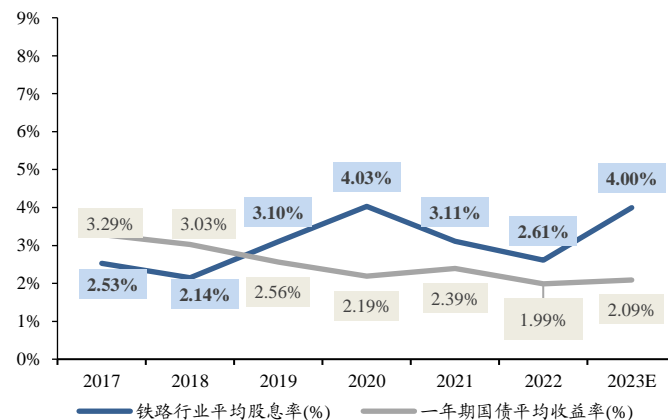
资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

- 银行板块上市公司基本面普遍较为稳健，分红率高而稳定，估值较低，因此银行板块一直是高股息策略的理想增配板块。
- 行业层面来看，2018-2022年期间，银行板块平均股息收益率在3.36%-5.36%区间，5年平均股息收益率为4.35%。个股层面来看，2018-2022年股息率排名居前的公司分别为交通银行（+6.21%）、渝农商行（+6.21%）和北京银行（+6.13%）。
- 在货币宽松背景下，银行板块股息率与无风险利率走阔至高位，我们测算2023年银行股息率5.74%，较一年期国债收益率的超额收益率为3.65%，具备较高的安全边际。

1.4.3 铁路行业股息率水平及变化

- 铁路行业受益2017年以来大宗货物“公转铁”的推进，铁路货运量和周转量大幅提升，铁路上市公司稳健现金流对高股息形成有力支撑，因此铁路板块是高股息策略的增配选择之一。
- 行业层面来看，2018-2022年期间，铁路板块平均股息收益率在2.14%-4.03%区间，5年平均股息收益率为3.00%。个股层面来看，2018-2022年股息率排名居前的公司分别为大秦铁路(+6.76%)、中国铁建(+3.74%)和中国中铁(+2.92%)。
- 我们测算2023年铁路行业股息率4.00%，相比于2017年的超额收益率为1.47%，较一年期国债收益率的超额收益率为1.90%。

图：铁路行业股息率与一年期国债收益率对比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

表：铁路行业股息率水平（%）

证券简称	证券代码	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
大秦铁路	601006.SH	5.72%	5.93%	6.82%	7.29%	7.28%	6.46%	7.58%	6.76%
中国铁建	600269.SH	4.16%	2.25%	4.30%	5.95%	3.46%	2.72%	4.12%	3.74%
中国中车	601766.SH	1.95%	1.85%	2.69%	2.96%	3.46%	3.08%	4.12%	2.81%
中国中铁	601390.SH	1.51%	1.96%	3.37%	3.44%	3.19%	2.64%	3.99%	2.92%
中国交建	601800.SH	2.12%	2.04%	3.17%	2.79%	2.20%	1.99%	3.12%	2.44%
铁建重工	688425.SH					2.41%	2.16%	3.04%	2.29%
中铁工业	600528.SH	1.86%	0.99%	1.43%	1.74%	1.80%	1.48%	2.02%	1.49%
金鹰重工	301048.SZ					1.08%	0.35%		0.72%
广深铁路	601333.SH	1.88%	1.86%	2.67%					2.26%
神州高铁	000008.SZ	1.01%	0.27%	0.34%					0.30%
铁路行业平均股息率(%)		2.53%	2.14%	3.10%	4.03%	3.11%	2.61%	4.00%	3.00%
一年期国债平均收益率(%)		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.43%
超额收益(%)		-0.76%	-0.89%	0.54%	1.84%	0.72%	0.62%	1.90%	0.57%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

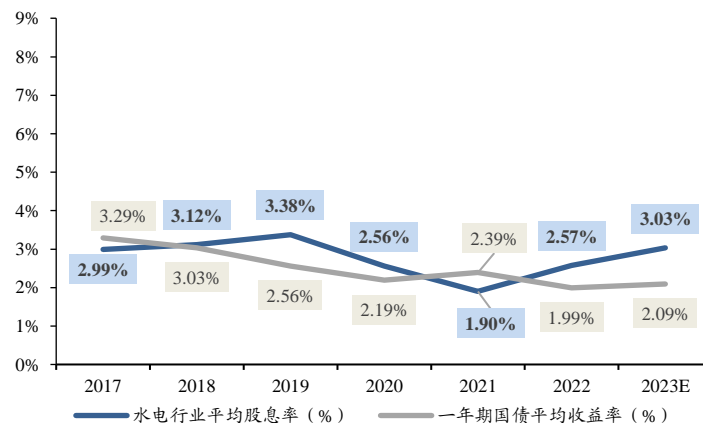
注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

1.4.4 水电行业股息率水平及变化

- 业绩稳健叠加高比例分红是水电板块上市公司的主要特征。
- 行业层面来看，2018-2022年期间，水电板块平均股息收益率在1.90%-3.38%区间，5年平均股息收益率为2.71%。个股层面来看，2018-2022年股息率排名居前的公司分别为长江电力（+3.64%）、桂冠电力（+3.54%）和华能水电（+3.35%）。
- 我们测算2023年水电行业股息率3.03%，相较于2017年历史低点仅有0.04%的超额回报，较一年期国债收益率仅有0.94%的超额回报。

图：水电行业股息率与一年期国债收益率对比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

表：水电行业股息率水平（%）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
600900.SH	长江电力	4.21%	3.80%	3.59%	3.39%	3.53%	3.87%	5.64%	3.64%
600236.SH	桂冠电力	5.78%	4.13%	4.48%	3.06%	2.46%	3.59%	3.16%	3.54%
600674.SH	川投能源	3.15%	3.37%	3.67%	3.08%	3.36%	2.66%	3.67%	3.23%
600025.SH	华能水电	1.81%	4.37%	4.75%	2.76%	2.43%	2.45%	2.41%	3.35%
600886.SH	国投电力	2.29%	2.90%	3.12%	2.91%	1.56%	2.17%	3.52%	2.53%
002039.SZ	黔源电力	2.12%	2.19%	1.95%	2.49%	1.36%	2.13%	2.72%	2.02%
000791.SZ	甘肃能源	1.75%	3.49%	3.24%	3.02%	0.71%	1.15%	0.10%	2.32%
000601.SZ	韶能股份	5.01%	3.13%	4.74%	0.92%	0.99%			2.45%
000722.SZ	湖南发展	0.82%	0.66%	0.85%	1.40%	0.71%			0.91%
水电行业平均股息率（%）		2.99%	3.12%	3.38%	2.56%	1.90%	2.57%	3.03%	2.71%
一年期国债平均收益率（%）		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.75%
超额收益（%）		-0.30%	0.09%	0.82%	0.37%	-0.49%	0.58%	0.94%	-0.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

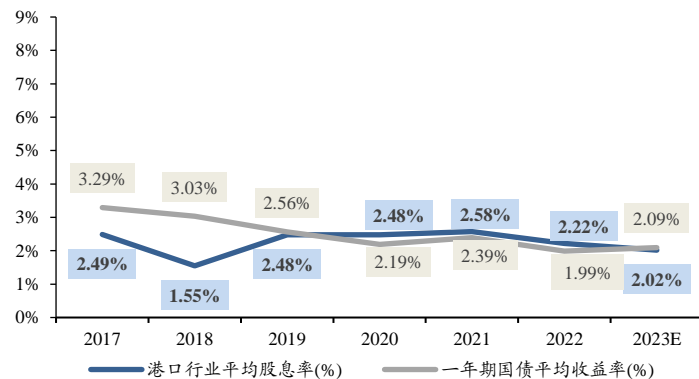
注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

1.4.5 港口行业股息率水平及变化

- 与高速、铁路和水电等公用事业资产类似，港口收租的底层逻辑决定了港口板块上市公司优质的高分红资产性质。
- 行业层面来看，2018-2022年期间，港口板块平均股息收益率在1.55%-2.58%区间，5年平均股息收益率为2.26%。个股层面来看，2018-2022年股息率排名居前的公司分别为唐山港（+5.66%）、招港B（+4.66%）和青岛港（+4.17%）。
- 我们测算2023年港口行业股息率2.02%，相比于2017年的超额收益率为-0.47%，较一年期国债收益率的超额收益率为-0.07%。

图：港口行业股息率与一年期国债收益率对比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日；预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日）

表：港口行业股息率水平（%）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
601000.SH	唐山港	3.40%	2.55%	4.04%	8.30%	7.75%	5.67%	7.26%	5.66%
201872.SZ	招港B	11.55%	1.22%	6.55%	4.67%	5.32%	5.55%	6.42%	4.66%
601298.SH	青岛港		4.53%	3.53%	4.24%	4.69%	3.86%	5.01%	4.17%
001872.SZ	招商港口	5.78%	0.70%	3.16%	2.25%	2.76%	2.61%	3.12%	2.29%
600018.SH	上港集团	2.89%	2.26%	3.45%	2.68%	3.26%	2.67%	2.35%	2.86%
601326.SH	秦港股份	1.53%	2.12%	3.59%	2.39%	1.98%	2.10%	1.17%	2.43%
601018.SH	宁波港	1.78%	2.12%	2.77%	2.08%	2.31%	2.57%	2.87%	2.37%
000582.SZ	北部湾港	1.52%	1.27%	1.65%	2.24%	2.37%	2.28%	2.53%	1.96%
600717.SH	天津港	1.97%	1.68%	2.04%	2.19%	2.52%	1.74%	0.39%	2.03%
600017.SH	日照港	0.62%	0.63%	1.00%	1.31%	1.32%	1.34%	0.72%	1.12%
601228.SH	广州港	0.59%	0.84%	1.38%	1.35%	1.55%	1.33%	0.48%	1.29%
601880.SH	辽港股份	1.19%	0.89%	1.22%	1.75%	1.59%	1.12%	1.00%	1.31%
601008.SH	连云港	0.15%	0.21%	0.06%	0.55%	0.71%	1.18%	0.31%	0.54%
600279.SH	重庆港	4.73%	1.28%	1.39%	0.68%	0.49%	0.96%	0.15%	0.96%
002040.SZ	南京港	0.33%	0.42%	0.69%	0.75%	0.80%	1.00%	0.16%	0.73%
000088.SZ	盐田港	0.32%	0.49%	0.25%	0.32%	0.58%	0.93%	0.27%	0.52%
000905.SZ	厦门港务	0.25%	0.13%	0.23%	0.27%	0.70%	0.77%	0.14%	0.42%
600190.SH	锦州港	0.70%	0.58%	0.66%	0.71%	0.63%			
900952.SH	锦港B股	5.53%	5.55%	9.43%	8.33%	7.63%			
港口行业平均股息率(%)		2.49%	1.55%	2.48%	2.48%	2.58%	2.22%	2.02%	2.26%
一年期国债平均收益率(%)		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.43%
超额收益(%)		-0.80%	-1.48%	-0.08%	0.29%	0.19%	0.23%	-0.07%	-0.06%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

1.5 煤炭行业高股息策略投资价值

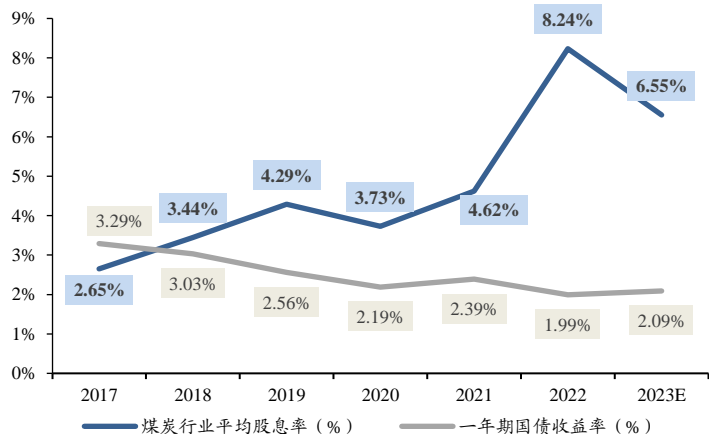
证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2018-2022五年平均
601699.SH	潞安环能	3.10%	3.38%	4.29%	1.64%	4.60%	17.46%	8.84%	6.28%
000937.SZ	冀中能源	2.43%	2.59%	3.31%	10.18%	13.40%	15.67%	14.60%	9.03%
000983.SZ	山西焦煤	0.53%	4.95%	2.67%	1.20%	5.97%	13.19%	8.65%	5.60%
600971.SH	恒源煤电	5.04%	7.01%	7.66%	4.96%	6.33%	12.84%	8.49%	7.76%
600546.SH	山煤国际			0.51%	0.92%	8.05%	12.44%	9.76%	5.48%
600123.SH	兰花科创	3.16%	4.10%	4.25%	1.29%	4.56%	12.22%	6.95%	5.28%
601225.SH	陕西煤业	5.09%	3.57%	4.99%	6.75%	6.37%	11.98%	7.50%	6.73%
600256.SH	广汇能源	1.22%	2.81%			3.80%	11.66%	9.45%	6.09%
601666.SH	平煤股份			8.07%	5.06%	5.59%	11.54%	5.40%	7.57%
600348.SH	华阳股份	2.87%	4.82%	6.64%	3.37%	3.23%	11.09%	5.63%	5.83%
600403.SH	大有能源	1.41%	2.09%	0.27%		6.64%	10.46%	0.01%	4.87%
600188.SH	兖矿能源	3.68%	4.97%	6.62%	6.51%	5.07%	10.26%	9.48%	6.69%
600997.SH	开滦股份	2.29%	4.25%	4.78%	3.73%	6.04%	9.72%	7.09%	5.70%
600985.SH	淮北矿业	1.16%	4.41%	7.70%	5.32%	4.81%	9.11%	6.32%	6.27%
601088.SH	中国神华	4.56%	4.32%	8.77%	9.27%	7.63%	8.29%	7.41%	7.66%
601001.SH	晋控煤业					2.25%	6.73%	4.54%	4.49%
600395.SH	盘江股份	5.77%	6.77%	7.48%	5.63%	4.56%	5.90%	3.11%	6.07%
601101.SH	昊华能源	2.46%	3.06%	1.93%	0.61%	5.34%	5.84%	8.53%	3.36%
600508.SH	上海能源	2.06%	2.89%	2.99%	2.97%	0.86%	4.97%	5.48%	2.94%
601898.SH	中煤能源	1.14%	1.63%	3.34%	1.87%		4.89%	5.29%	2.93%
603071.SH	物产环能					3.31%	4.82%	5.90%	4.06%
000552.SZ	甘肃能化	3.06%	3.69%	4.50%	3.41%	1.16%	4.20%	4.53%	3.39%
600740.SH	山西焦化		2.36%	2.31%	3.94%	2.58%	3.90%	2.39%	3.02%
002128.SZ	电投能源	3.31%		5.16%	3.84%	3.49%	3.78%	3.82%	4.07%
601918.SH	新集能源		0.32%	0.84%	0.72%	1.37%	2.59%	2.52%	1.17%
601015.SH	陕西黑猫	0.29%	1.27%	3.66%	0.56%		2.26%		1.94%
603113.SH	金能科技	1.07%			1.93%	3.16%	1.48%	1.48%	2.19%
600758.SH	辽宁能源	2.53%	0.50%	0.18%			1.28%		0.66%
000723.SZ	美锦能源					1.64%			
煤炭行业平均股息率 (%)		2.65%	3.44%	4.29%	3.73%	4.62%	8.24%	6.55%	4.86%
一年期国债收益率 (%)		3.29%	3.03%	2.56%	2.19%	2.39%	1.99%	2.09%	2.43%
超额收益 (%)		-0.64%	0.41%	1.73%	1.54%	2.23%	6.25%	4.47%	2.43%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2018-2022年股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日

2023年股息率测算中收盘价对应日期为2023年12月5日

图: 煤炭行业股息率与一年期国债收益率对比 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 历史股息率测算中收盘价对应日期为分红年份下一年的6月30日; 预测股息率测算收盘价对应日期为2023年12月5日)

■ 2018-2022年期间, 煤炭板块平均股息收益率在3.44%-8.24%区间, 5年平均股息收益率为4.86%, 位居全行业最高水平。个股层面来看, 2018-2022年股息率排名居前的煤炭上市公司分别为别冀中能源 (+9.03%)、恒源煤电 (+7.76%) 和中国神华 (+7.66%)。

■ 我们测算2023年煤炭行业股息率6.55%, 仍高于近5年均值和中位数, 相较于2017年历史低点仍有3.91%的超额回报。此外, 煤炭行业股息率常年高于短端无风险利率, 23年煤炭行业股息率预计较一年期国债收益率仍有4.47%的超额收益, **站在当前时点, 我们认为配置煤炭板块仍具备较高的安全边际。**



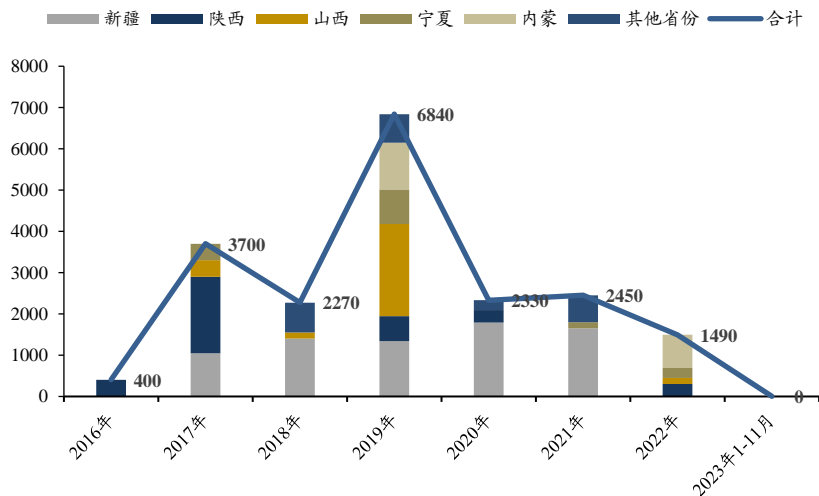
- 一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显
- 二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需
- 三、预期2024年上半年煤炭价格走强
- 四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会
- 五、风险提示

二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需

2.1 国内煤炭产能投资进度缓慢，产能释放受限

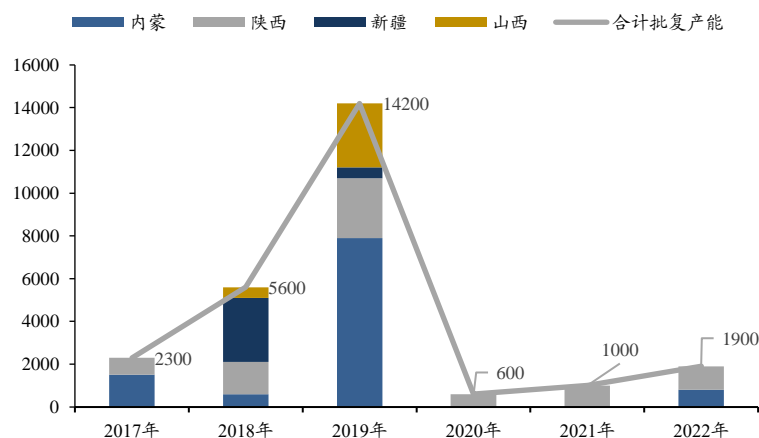
- 未来不确定性预期导致国内煤炭产能投资进度缓慢，积极性较低。
- 国有煤炭企业投资侧重于转型，集中于新能源领域；而民营煤企受2020年内蒙古地区“腐败倒查20年”影响，涉煤投资意愿同样减弱。
- 陕西、山西新建矿井地方政府收取20-40%净利润作为生态环境补偿金；新疆历史遗留问题导致投资迟缓。
- 由于新建煤矿可采年限均超过50年，叠加碳中和背景下能源消费结构的转变，未来不确定性加强，煤炭行业投资意愿进一步下降。

图：能源局批复建设产能规模（万吨/年）



资料来源：国家能源局，东吴证券研究所

图：发改委核准产能规模（万吨/年）



资料来源：国家发改委，东吴证券研究所

2.2 国内煤炭供给增量有限，无大规模产能释放

- **宏观弱修复。**近三年（2023-2025年）确定性新增产能仅7500万吨，未来难现大规模产能增量。根据发改委公告和各集团信评报告，在建煤炭产能共2.4亿吨左右。
- 同时老旧矿井陆续退出，故综合来看，按当前新增产能投产节奏，并不足以弥补产能减量，预计整体供给边际上仍将趋于紧张。

表：近三年可投产在建产能梳理

产能状态	产能规模（万吨/年）	备注
在建产能	23380	
其中：2022年投产产能	5540	以石头梅3000万吨为主，大海则1400
2023年投产产能	2660	锦源煤矿、潞安七元、平煤梁北二井、依兰三矿、大南湖七号
2024年投产产能	3340	广汇马朗煤矿2500为主，以及大海则600、红墩子240
2025年投产产能	7500	神华新街庙矿产能，及广汇东部矿区1000
无法确定投产时间产能	4340	

数据来源：各集团信评报告、发改委产能统计，东吴证券研究所

注：1、2022年投产产能为：昊华红墩子240+晋能北辛窑400+盘江马依210+中煤板集300+大海则1400+新疆能源石头梅3000

2、2023年投产产能为：山东能源锦源煤矿600+潞安化工七元煤矿500+平煤神马梁北二井120、依兰三矿240、大南湖七号1200

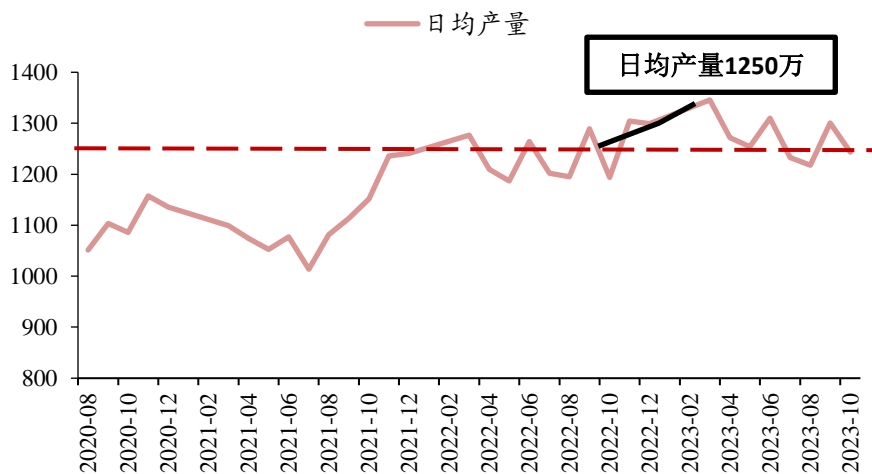
3、2024年投产产能：广汇马朗煤矿2500+昊华红墩子240+大海则600

4、2025年投产产能：潞安化工泊里煤矿500+神华新街庙6000+广汇东部矿区1000

2.3 预计2023年起，我国实际煤炭产能将净减少

- **统计局产量统计口径变更导致2022年产量大幅增长。**统计局统计数据显示，2022年我国原煤产量45.6亿吨，同比增长10.4%；但是据煤炭运销协会统计，2022年我国商品煤产量40.39亿吨，同比增长2.4%。二者产量数据差异，主要是原煤统计含矸石率提升导致。
- **预计我国老旧煤矿退出年产能规模7000万吨左右，产量退出规模4000-5000万吨左右。**根据能源局和煤炭工业协会统计数据显示，2020年至2022年三年间，我国煤炭产能120万吨以下矿井，总产能规模由9.03亿吨下降至6.75亿吨，平均年产产能退出规模7600万吨；考虑到老旧矿井产能利用率60-70%左右，预计影响产量退出规模4000-5000万吨左右。因此预计2023年起，我国煤炭产能将净减少，2024年起我国煤炭产量将净减少。

图：我国商品煤日均产量（万吨）



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

表：2019年底我国煤矿分产能统计

产能区间 (万吨)	合计 (亿吨)
(0,60]	5.23
(60,90]	3.37
(90,120]	3.63
(120,180]	3.38
(180,300]	5.07
(300,500]	4.50
(500,1000]	5.30
> 1000	5.64
合计	36.12

资料来源：发改委，东吴证券研究所

表：2022年底我国煤矿产能规模

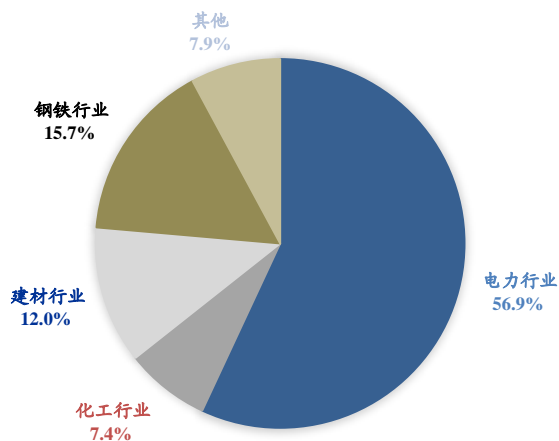
矿井产能规模 (万吨)	矿井数量 (个)	总产能 (亿吨)	平均单矿井产能 (万吨)
< 120	2200	6.75	31
≥ 120, < 1000	1121	25.45	227
≥ 1000	79	12.8	1620

数据来源：中国煤炭工业协会，东吴证券研究所

2.4 煤炭消费未来增量主要依靠电力行业和煤化工行业

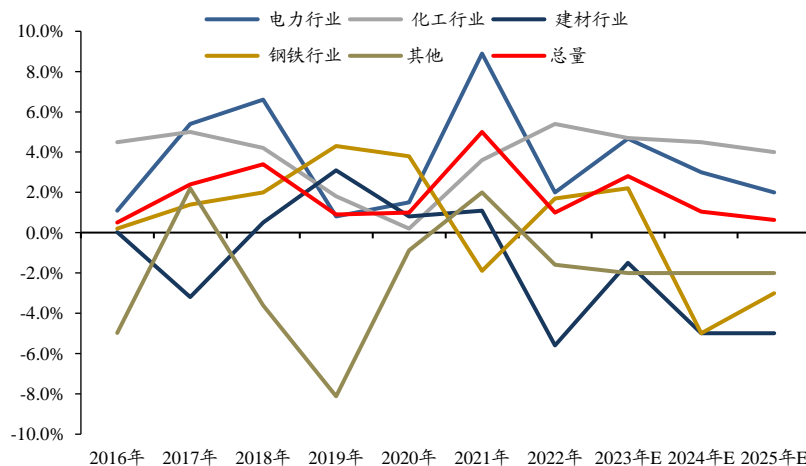
- **煤炭消费分行业占比中电力行业占比逐年提升。**受我国经济结构转型影响，传统高耗能行业中，钢铁、建材行业煤炭消费增速逐步放缓，预计随着房地产经济下行，两行业煤炭消费将转为负增长；煤化工行业和电力行业维持增长状态，尤其是电力行业受消费稳定性的属性影响，近五年维持4%左右的增速水平。
- **煤炭消费占一次能源消费比例下降，但是绝对量保持增长。**受新能源、水电和天然气消费的大幅增长影响，一次能源消费中煤炭消费比例逐年下降，但是由于其基础能源地位和其供应稳定性的影响，煤炭消费绝对量一直保持正增长状态，近五年煤炭消费增速1%-5%之间。近十年历史上，2012年、2014-2015年出现过负增长，主要是经济增速放缓导致。

图：2022年各主要行业煤炭消费占比（%）



资料来源：中国煤炭运销协会，东吴证券研究所

图：煤炭消费总量及各行业消费增速（%）

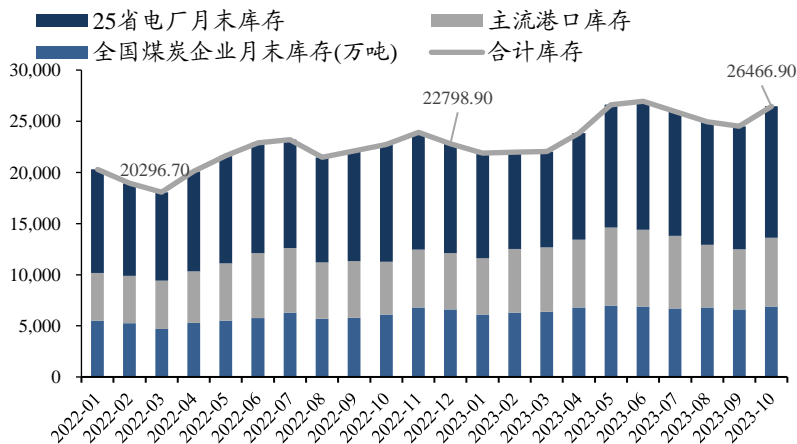


资料来源：中国煤炭运销协会，东吴证券研究所

2.4 2023年国内供需实际偏紧，国际进口冲击导致煤价下跌

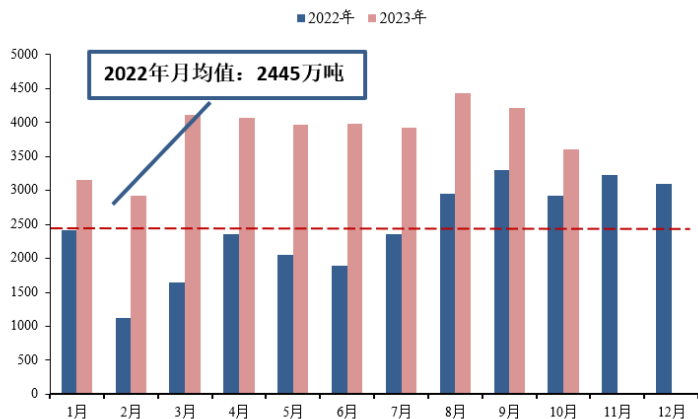
- **库存数据侧面证明，前10个月国内煤炭供给已经出现1亿吨缺口。**10月底，煤炭社会库存较年初增加3668万吨左右。但是这一期间，我国进口煤大幅增长，1-10月正常水平累计多进口1.4亿吨左右。因此按照合理逻辑，2023年前10月，我国国内煤炭供给缺口在1亿吨左右，当前库存增加主要是进口涌入冲击导致。
- **煤炭供需均衡开始取决于国际煤炭供需。**

图：10月底社会煤炭库存较年初增加3700万吨左右



资料来源：中国煤炭运销协会，东吴证券研究所

图：2023年前10个月进口总量较正常多1.4亿吨左右



资料来源：海关总署，东吴证券研究所

2.5 2024年煤炭供需格局处于均衡点附近

◆ 预计2024年仍旧是煤炭供需均衡附近，安监、进口等因素均将导致煤炭价格易涨难跌。

表： 2021-2025年煤炭供需平衡表

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
动力煤	电力行业(亿吨)	18.75	19.87	21.20	21.30	21.90	24.20	24.60	25.75	26.52	27.05
	电力耗煤增速(%)	1.96%	5.97%	6.69%	0.47%	2.82%	8.90%	1.65%	4.67%	3.00%	2.00%
	化工行业(亿吨)	2.61	2.76	2.80	2.90	2.90	3.10	3.27	3.42	3.57	3.72
	化工耗煤增速(%)	3.16%	5.75%	1.45%	3.57%	0.00%	6.90%	5.40%	4.70%	4.50%	4.00%
	建材行业(亿吨)	5.24	5.07	4.80	4.90	4.90	5.50	5.19	5.11	4.86	4.62
	建材耗煤增速(%)	-0.19%	-3.24%	-5.33%	2.08%	0.00%	12.24%	-5.60%	-1.50%	-5.00%	-5.00%
	其他行业(亿吨)	3.91	3.99	3.85	3.54	3.50	3.57	3.52	3.45	3.38	3.31
	其他耗煤增速(%)	-4.98%	2.20%	-3.61%	-8.12%	-0.88%	2.00%	-1.60%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	冶金行业(亿吨)	1.42	1.44	1.54	1.60	1.72	1.75	1.78	1.82	1.73	1.68
冶金耗煤增速(%)	0.21%	1.26%	6.93%	3.59%	7.55%	2.11%	1.70%	2.20%	-5.00%	-3.00%	
炼焦煤消费量(亿吨)	5.34	5.15	5.11	5.47	5.58	5.39	4.84	4.86	4.81	4.78	
炼焦煤消费增速(%)	1.17%	-3.63%	-0.70%	7.00%	2.02%	-3.43%	-10.16%	2.20%	-5.00%	-3.00%	
消费量合计(亿吨)	37.27	38.28	39.30	39.70	40.50	42.70	43.20	44.42	44.88	45.16	
煤炭消费增速(%)	0.78%	2.71%	2.66%	1.02%	2.02%	5.43%	1.17%	2.81%	1.04%	0.63%	
商品煤产量(亿吨)	34.10	36.43	37.60	38.50	37.46	39.42	40.39	40.23	40.23	40.03	
产量增速(%)	-1.47%	6.83%	3.21%	2.39%	-2.70%	5.23%	2.46%	-0.40%	0.00%	-0.50%	
净进口量(亿吨)	2.47	2.63	2.76	2.94	3.01	3.21	2.89	4.45	4.45	4.22	
进口增速(%)	24.15%	6.49%	5.16%	6.28%	2.44%	3.00%	-9.80%	53.76%	0.00%	-5.00%	
其中:炼焦煤进口(亿吨)	0.59	0.69	0.65	0.75	0.73	0.70	0.64	0.98	0.93	0.90	
供给合计(亿吨)	36.57	39.06	40.36	41.44	40.47	42.63	43.28	44.68	44.68	44.25	
理论库存Δ(亿吨)	-0.70	0.78	1.06	1.74	-0.03	-0.07	0.08	0.26	-0.20	-0.91	

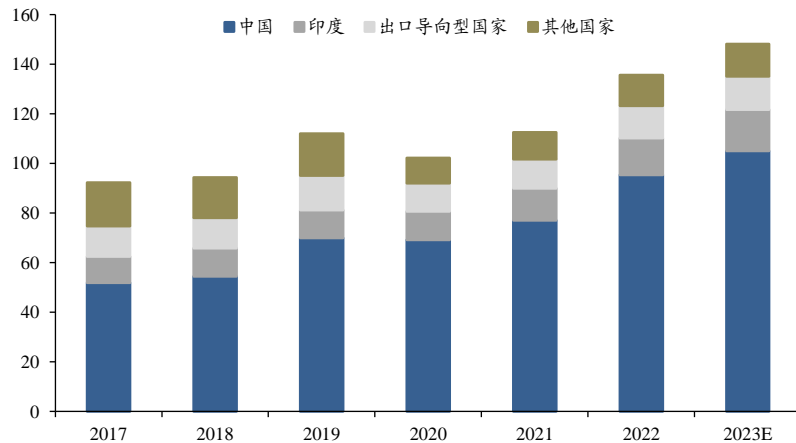
资料来源：中国煤炭运销协会，统计局，海关总署，东吴证券研究所

注：煤炭产量数据采用中国煤炭运销协会统计的商品煤口径；冶金用动力煤量和焦煤消费量，均使用Wind资讯测算数据，其他煤炭消费数据为中国煤炭运销协会统计数据；2023-2025年预测数据均为东吴证券煤炭组测算结果

2.5 全球对煤炭行业投资主要用于矿山维护而非扩产

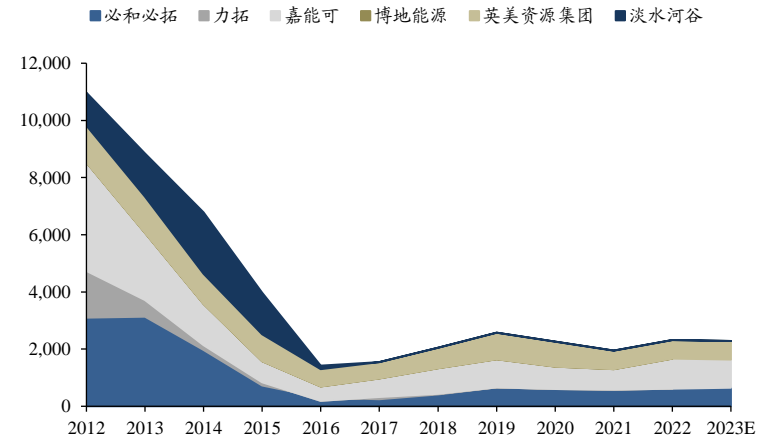
- 国际端煤炭资本开支主要集中在中国和印度，但是主要投资用于矿山维护而非产能扩张。
- 根据 IEA2023 年全球能源投资报告，全球煤炭投资 2022 年增至 1350 亿美元，比2021 年增长 20%。其中近 90%的投资发生在亚太地区，主要分布在中国和印度。全球煤企在 2022 年的利润多数用于派息与偿还债务，这意味着投资将会增长得更为缓慢，我们预计2023年全球投资增长10%左右，接近 1500 亿美元。

图：全球涉煤投资90%集中于亚太地区，以中国和印度为主（十亿美元）



资料来源：IEA，东吴证券研究所

图：国际矿商煤炭部门资本开支维持平稳(百万美元)

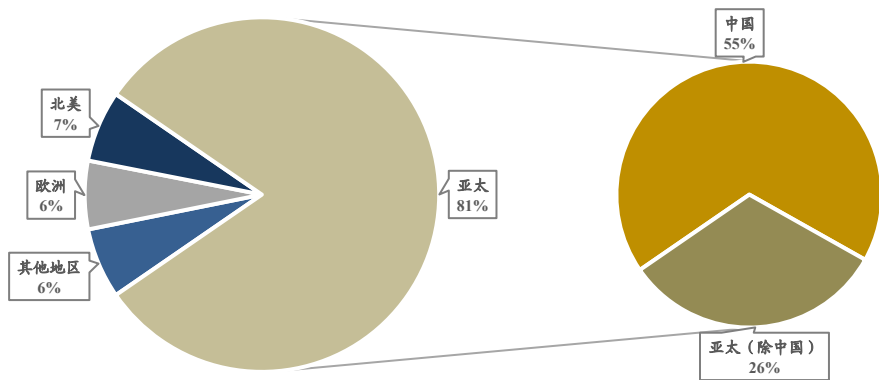


资料来源：各矿企公司公告，东吴证券研究所

2.6 全球对煤炭行业供需、贸易均以亚太地区为主

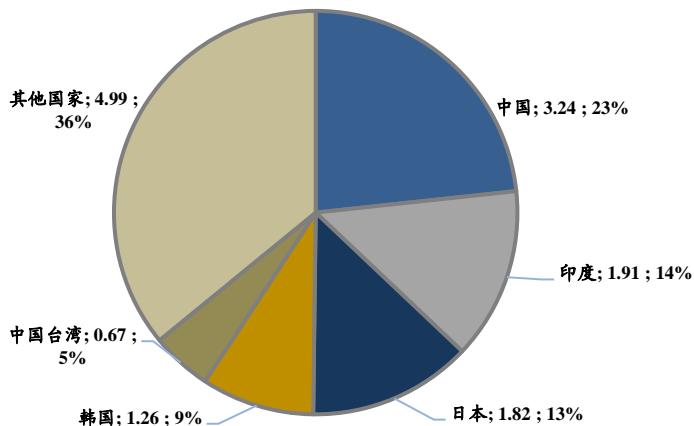
- ◆ 国际煤炭的生产、消费和贸易均集中在亚太地区。中印日韩四国煤炭进口占全球煤炭进口的60%。而印尼、澳大利亚和俄罗斯占全球煤炭出口总量的74%。

图：全球煤炭消费以亚太为主，其中中国占全球的43%



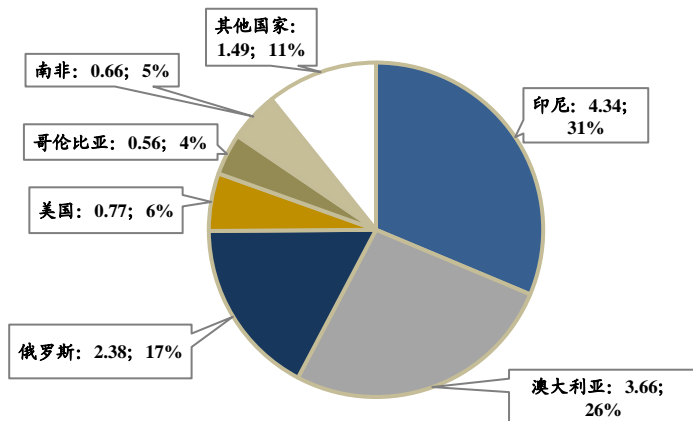
资料来源：IEA，东吴证券研究所

图：全球煤炭进口中亚大地区占绝对比例（亿吨，%）



资料来源：IEA，东吴证券研究所

图：全球煤炭出口分国别中印尼、澳洲、俄国为主（亿吨）

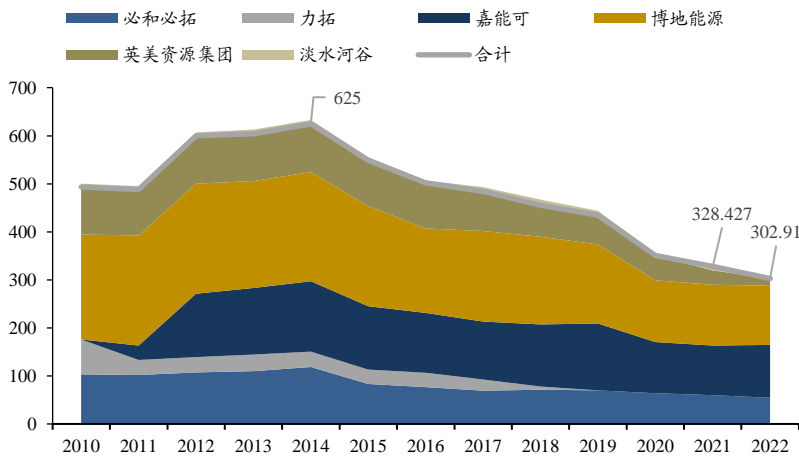


资料来源：IEA，东吴证券研究所

2.7 国际端产量稳定，出口中国增量国家较为集中

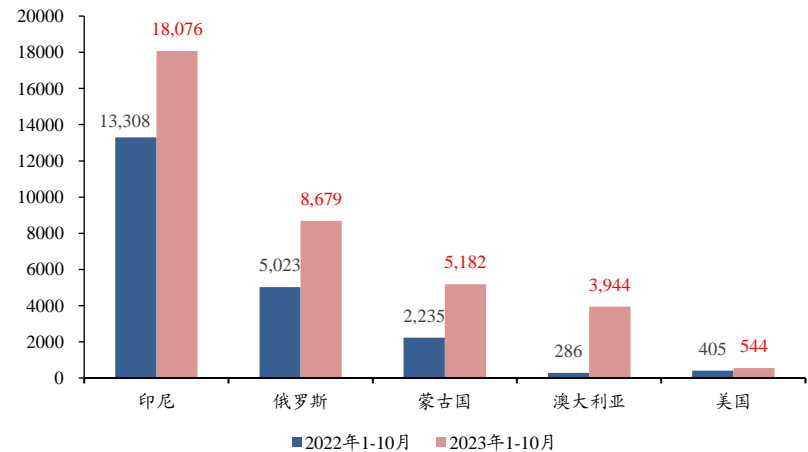
- **国际矿商产量持续下降。**如前文所述，国际矿商受历史投资不足的影响，煤炭产量持续下降。其中力拓和淡水河谷已经完全退出煤炭行业。
- 从2023年前10个月中国煤炭进口分国别看，增量国家主要是印尼、俄罗斯、蒙古国和澳大利亚。其中俄罗斯主要是受日韩等国制裁影响，将出口至日韩等国煤炭转运至中国。另外澳大利亚增量的主要原因是进口限制令取消导致。

图：国际主要矿商煤炭产量持续下降（百万吨）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2023年前10个月煤炭进口主要增量国家（万吨）

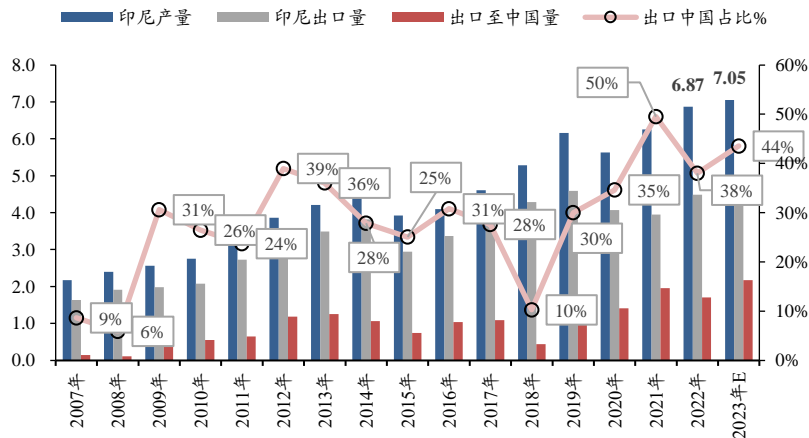


资料来源：中国海关总署，东吴证券研究所

2.8 印尼增产有限，主要受东南亚地区经济企稳与否影响较大

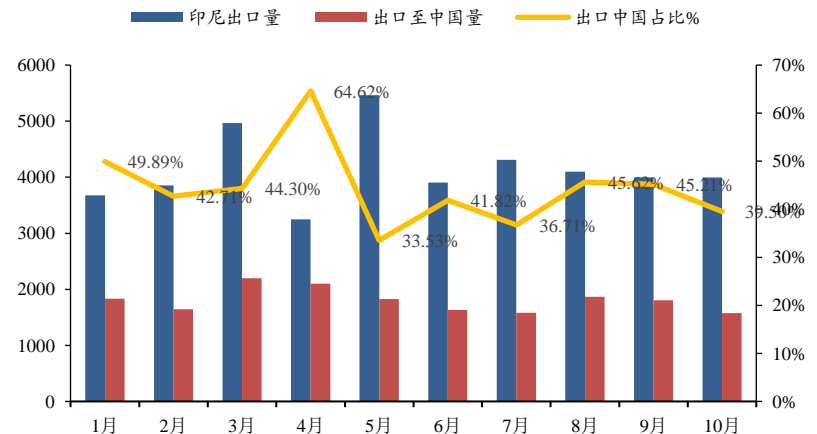
- **印尼产量增量有限，但是出口增量规模较大：**尽管印尼地区矿采条件较好，以露天矿为主，但是2017年以来随着煤价上涨，当地煤炭产能已经大规模扩张，当前已经濒临产能上限。我们预计2023年产量为7.05亿吨，同比仅增长1800万吨。其中我们预计可出口量为4.98亿吨，**同比增长4900万吨。**
- 印尼为东南亚地区国家原材料供应国，东南亚国家出口贸易总额的下降，对印尼经济影响较大，因此我们预计将造成2023年印尼本国煤炭消费下降13%，从而导致出口大规模增长。**所以东南亚经济是否发生进一步衰退直接关系到中国煤炭进口是否能够进一步增加。**

图：印尼产量增量有限（亿吨）



资料来源：印尼能源和矿产资源部，中国海关总署，东吴证券研究所

图：印尼出口中国占比远高于历史常值30%水平（万吨）



资料来源：印尼能源和矿产资源部，中国海关总署，东吴证券研究所

2.9 印度煤炭进口和蒙古国煤炭出口量均不会造成重大冲击

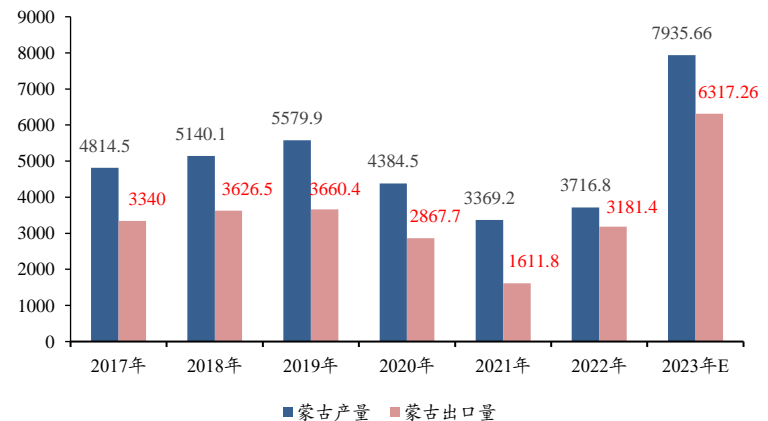
- **印度并未大规模增加煤炭进口：** 尽管印度电力消费保持8-10%左右的增速，但是由于其总体用电量较小，约为中国用电量的18%；印度电力企业进口煤量仅占其煤炭进口量的20%左右水平，并未能大规模拉动印度煤炭进口的增加，叠加印度国内煤炭产量的增长，综合使得目前印度并未在国际市场采购进口煤大规模增长。
- **预计蒙古国出口煤炭增量有限：** 2023年蒙古国煤炭产量大幅超历史最高产量2019年的5580万吨，我们预计全年将达到7936万吨，比2019年产量增长42%；我们预计2023年煤炭出口量高达6317万吨，比2019年增长73%。鉴于蒙古国煤炭行业投资的确不足，我们分析认为由于回补疫情影响，2023年煤炭产量大规模增长和2021-2022年产量大幅下降有较大关系，按照三年平均计算产量基本符合历史规律。同样基于历史投资不足的问题，我们分析认为蒙古国2024年进一步增长煤炭产量概率较小。

图：印度并未大规模增加煤炭进口（万吨，%）



资料来源：印度商工部（Ministry of Commerce and Industry），东吴证券研究所

图：蒙古国产量、出口量大幅增长，存在回补疫情影响原因（万吨）

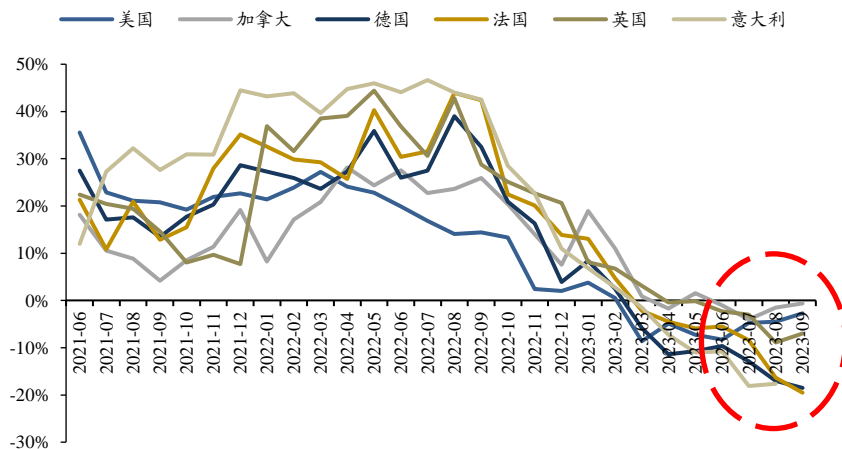


资料来源：蒙古国国家统计局办公室，中国海关总署，东吴证券研究所

2.10 欧美需求止跌且东南亚出口同比转正，促国际煤炭需求企稳

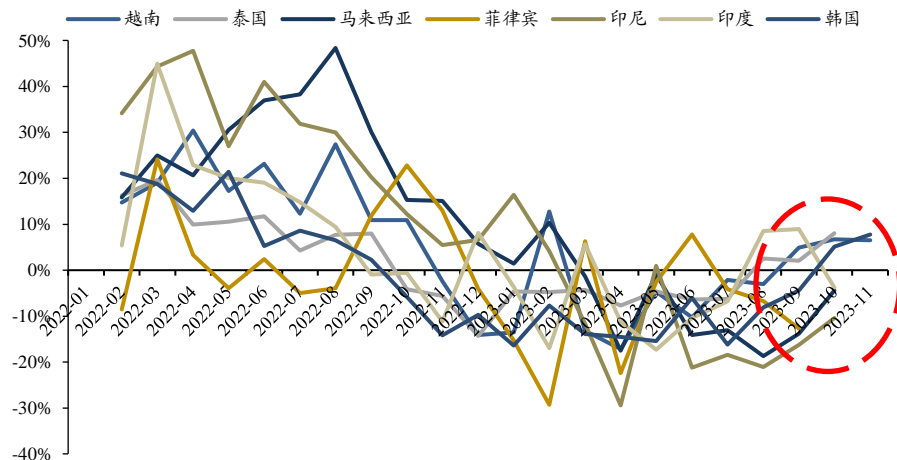
- **欧美国家经济韧性，将促使东南亚国家经济企稳，带动东南亚国家煤炭消费需求企稳。**2022年以来欧美发达国家需求大规模快速衰减下降，导致亚洲各国出口总额随之下降，尤其是进入2023年前9个月，衰退速度进一步加快，作为主要煤炭消费地的亚洲地区，煤炭消费减少，导致大量煤炭供给过剩可出口给中国，对中国煤炭供需关系产生冲击。
- 但是进入2023年10月份以来，欧美国家进口需求降幅放缓，东南亚国家出口贸易金额同比转正，经济企稳迹象明显，该状态有利于煤炭消费企稳，使得**该地区无大规模增量煤炭出口至中国，我们预计2024年4-5月或将导致中国煤炭供给出现偏紧局面。**

图：欧美主要发达国家进口需求进入9月份出现企稳迹象



资料来源：各国政府官网，东吴证券研究所

图：亚洲各国出口金额今年以来大幅下降，但是进入10月份开始转正



资料来源：各国政府官网，东吴证券研究所



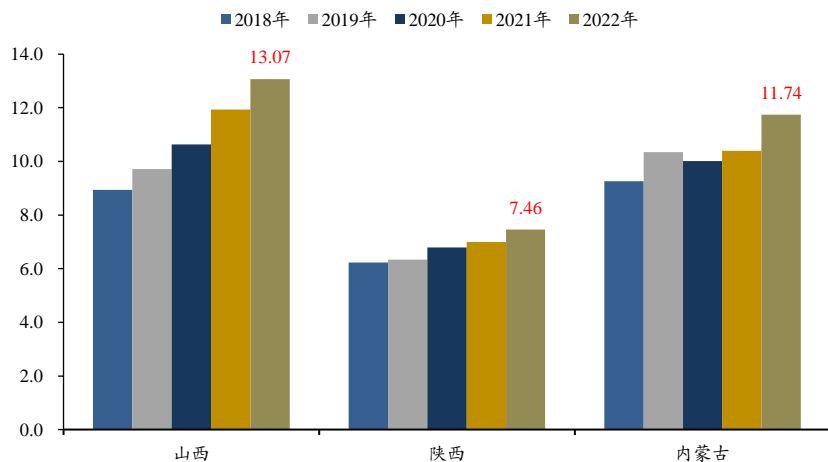
- 一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显
- 二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需
- 三、预期2024年上半年煤炭价格走强
- 四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会
- 五、风险提示

三、预期2024年上半年煤炭价格走强

3.1 山西安检将加速煤炭行业库存去化

- 11月24日国务院安全委办公室发文，将对山西矿山安全生产帮扶指导工作，时间长达半年。安监总局局长任组长，成立专班工作组合计211人。将在11月27日至12月10日进行督导检查；12月11日至次年即2024年3月31日，针对矿山安全生产问题进行帮扶解决。2024年4月1日至5月31日，开展回头看工作。
- 鉴于本次生产安全帮扶工作期间，涵盖了“春节”和“两会”，且由于煤炭矿难具备偶发性，因此存在在此期间发生生产安全事故的可能性，因此分析认为对山西煤炭生产将产生较大影响，且将会对毗邻省份陕西和内蒙古同样形成“安全生产”威慑作用。预计自2023年12月至2024年5月份，对山西煤炭月度生产影响4%，陕西影响3%，内蒙古影响1%，综合测算预计影响产量合计4000万吨。
- 此举将会导致煤炭库存端，在进入2024年6月份“迎峰度夏”旺季之前，社会库存完成去化。

图：“三西”省份煤炭产量（亿吨）

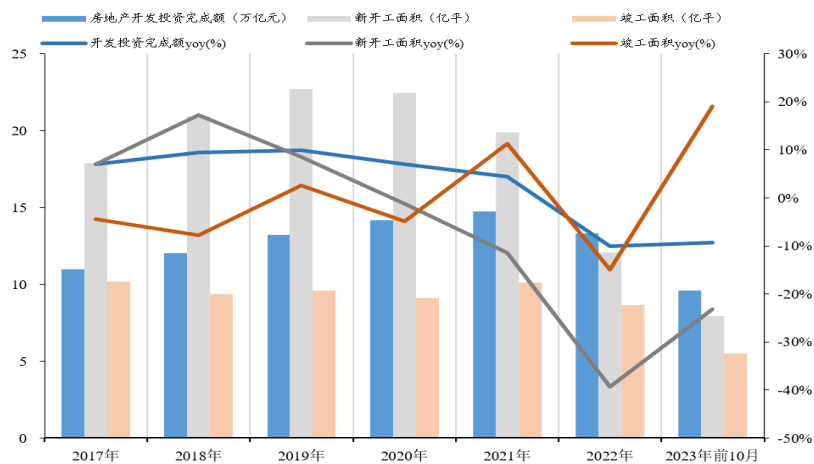


资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2 非电企业预期需求疲弱，进口意愿降低将导致沿海煤炭供给偏紧

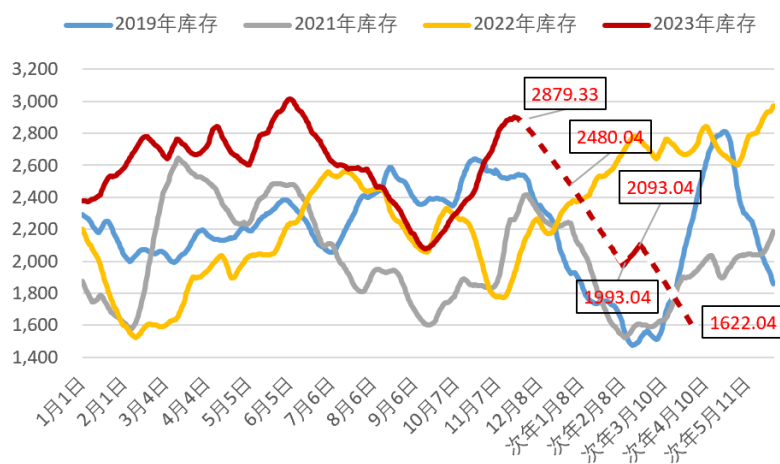
- **非电力企业预期需求疲弱，预计因此将大规模减少进口煤采购。**受2021年以来地产投资增速放缓，以及新开工面积、竣工面积的大幅收缩，**房地产行业带来需求下降**。另外，尽管10月底国务院发行1万亿特别国债，以及提高财政赤字率，但是鉴于2023年专项债提前批高达2万亿，所以同比角度，**我们预期2024年基建需求同比仍有下降压力**。
- 因此非电力行业：建材、煤化工、钢铁等主要非电力行业普遍预期2024年春季需求疲弱，与2023年初预期经济强复苏大相径庭。因此，**预计非电力企业将主动减少进口煤采购，最终导致进口煤减少**，加剧国内煤炭低库存状态，**最终导致2024年4-5月煤炭价格开始上涨，我们预期短期上涨至1200元/吨以上**。
- **但是2024年6月份后，煤炭价格走势，需取决于水电来水情况、以及东南亚地区经济状态带来的进口煤规模。**

图：房地产行业投资增速持续放缓



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：我们预期环渤海港口库存将快速去化，2024年4月降低至历史新低水平

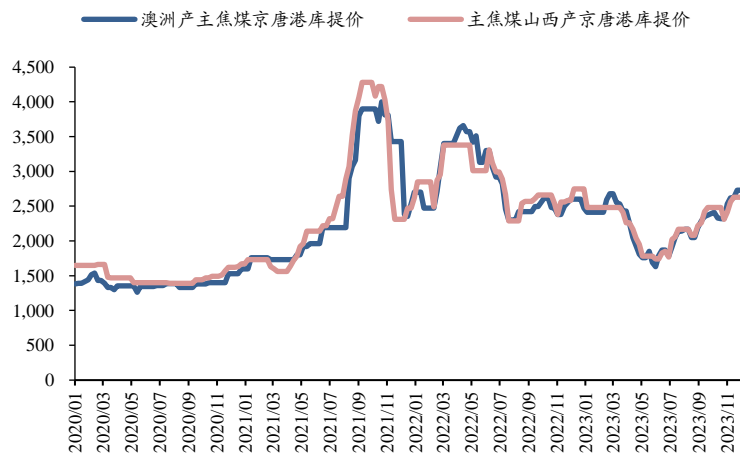


资料来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

3.3.1 焦煤供需逻辑偏强，2023年库存处于历史低位

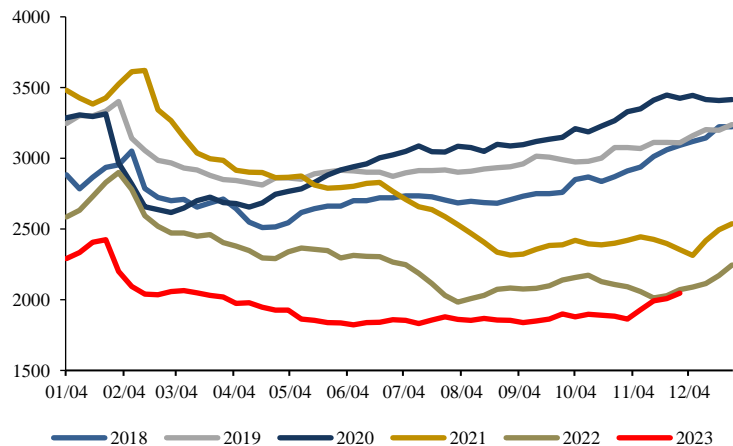
- 焦煤价格走强：自23年6月中以来，炼焦煤价格走强明显，至12月已上涨100元/吨达到近2700元/吨水平。
- 下游需求持续超预期，导致焦煤库存自23年初以来，一直保持低位，处于近六年最低水平。

图：炼焦煤价格走强（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

图：焦煤库存创近六年最低水平（万吨）

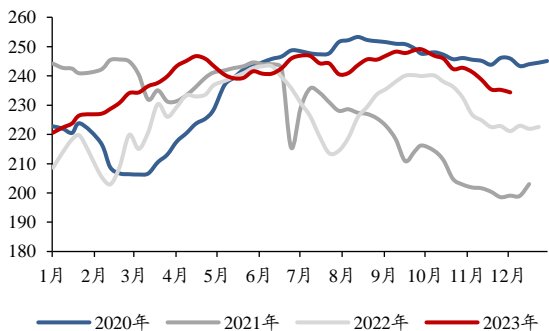


资料来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

3.3.2 钢铁需求存疑，市场担忧钢铁需求持续性

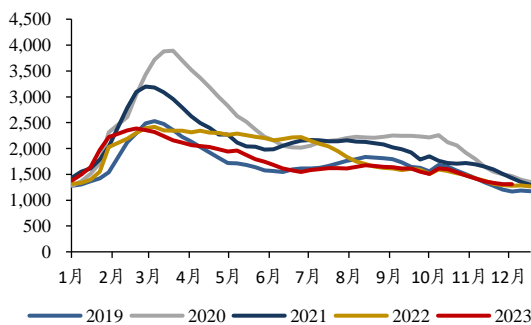
- ◆ **产量高增库存低位和需求不匹配。**截至2023年11月，铁水日均产量平均240万吨/天，yoy+5.1%，预计全年铁水产量增速5%。截至2023年11月，钢铁总库存1309万吨，今年库存水平整体维持近5年低位。
- ◆ **下游需求整体表现承压：1) 用钢需求较大的房地产行业承压运行。**1-11月房地产开发投资累计yoy-9%，其中新开工面积累计yoy-23%，竣工面积累计yoy+19%。**2) 基建略有拖累，工业增加值整体基本持平，其中汽车、造船拉动一定钢铁需求。****3) 尽管今年钢材出口表现较好，但占整体产量较少，贡献增量有限。**今年1-10月钢材出口产量7547万吨（yoy+35%），较去年贡献增量1902万吨，仅占总粗钢产量2%。

图：2020-2023年中国247家钢厂日均铁水产量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2019-2023年钢铁总库存（万吨）



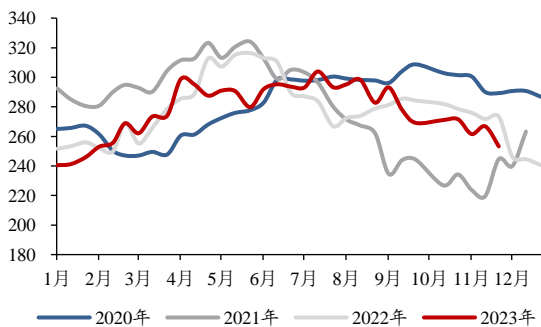
资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

图：2020-2023年钢材出口当月值（万吨）及累计同比（%）



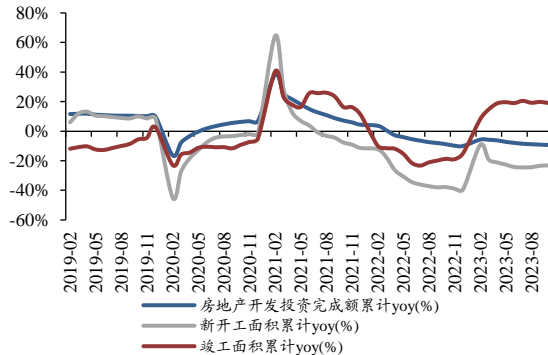
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2020-2023年中国粗钢日均产量（万吨）



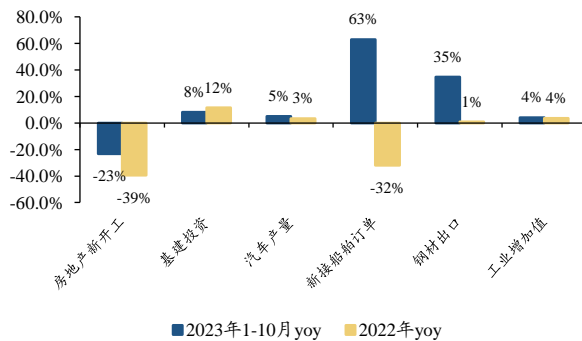
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：地产开发投资、新开工面积、竣工面积累计yoy（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年1-10月及2022年钢材下游需求情况比较（%）

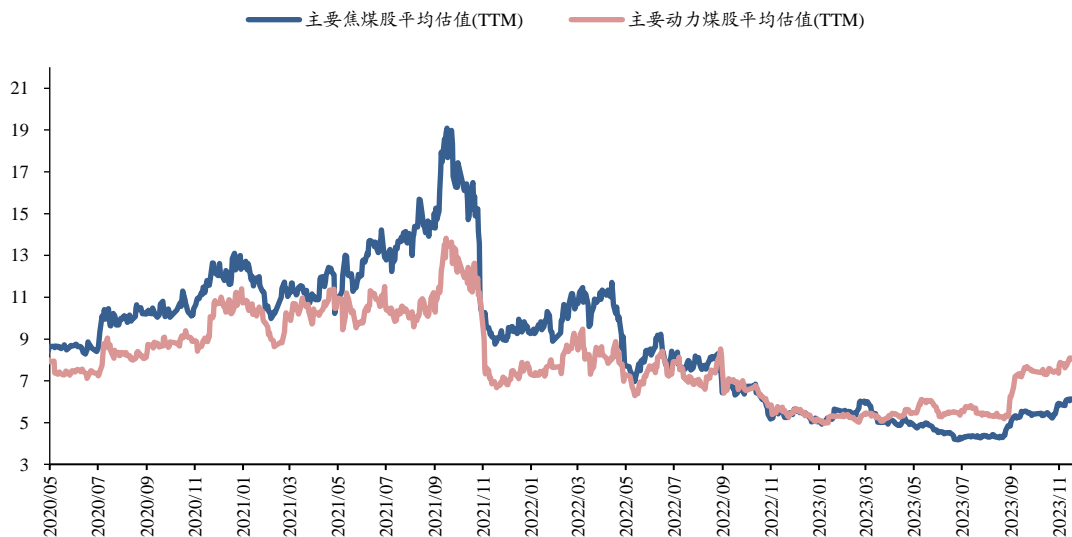


资料来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.3 受地产投资下行影响，焦煤股估值被压制

- 尽管焦煤价格持续超预期，但是自2022年以来，焦煤股估值持续下修。进入2023年已经降低至比动力煤股票更低水平。历史上焦煤股受益于其下游主要是地产、基建拉动的钢铁行业，因此更具有价格弹性，市场一直给予高于动力煤股票2-4倍PE估值水平。但是进入2022年以来，受预期需求持续下行，中短期难改预期影响，焦煤股估值持续下修，进入2023年已经比动力煤股票估值低2-3倍PE水平，当前持续维持在5倍PE左右。
- 预期进入2024年，焦煤股将继续受到需求预期影响，估值持续被抑制。

图：焦煤股估值不断下修，导致2023年以来焦煤股估值低于动力煤



资料来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

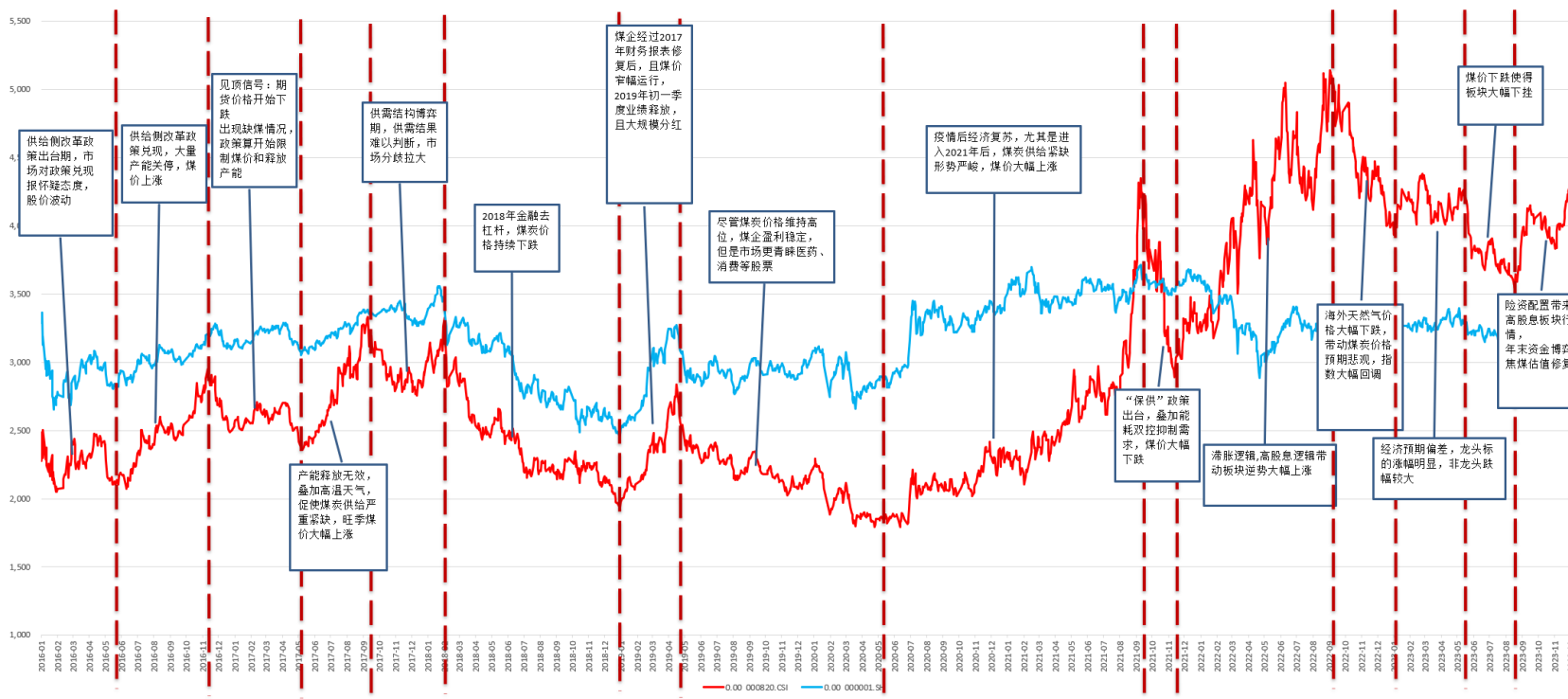


- 一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显
- 二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需
- 三、预期2024年上半年煤炭价格走强
- 四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会
- 五、风险提示

四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会

4.1 煤炭行业复盘：煤价决定股价弹性，高股息收益更依赖资金配置

图：煤炭行业复盘



资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.2 防御和进攻兼具，配置动力煤龙头标的

- ◆ **资金配置偏好角度：**煤价持续高位企稳，煤炭行业股息收益超额明显。我们推荐标的**广汇能源**，以及建议关注标的**中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源**防御属性突出。预计股息率降低至5%左右。
- ◆ **价格弹性角度：**我们预期2024年上半年煤价大幅上涨，上涨至超1200元/吨，我们推荐高弹性标的**广汇能源**；建议关注同样具备高弹性的**山煤国际、陕西煤业和兖矿能源**。

煤炭行业高分红高股息公司汇总表

分类	序号	证券代码	证券简称	2023/12/5 收盘价 (元)	22年分红比例 (%)	预测分红比例 (%)	22年归母净利润 (亿元)	承诺分红比例	保底分红金额 (元/股)	保底股息率 (%)	归母净利润 (亿元)		
											2023E	2023E	2023E
动力煤	1	601088.SH	中国神华	31.28	72.80%	72.80%	696	22-24年不低于当年可分配利润的60%	-	-	633	7.41%	10
		1088.HK	中国神华	22.94	72.80%	72.80%	729		-	-	638	10.10%	7
	2	601225.SH	陕西煤业	19.63	60.17%	60.17%	351	22-24年不低于当年可分配利润的60%	0.40	2.19%	237	7.50%	8
	3	600188.SH	兖矿能源	20.21	69.15%	69.15%	308	23-25年固定额0.5元/股，且扣除法定储备后净利润的60%，二者孰高	0.50	2.57%	206	9.48%	7
		1171.HK	兖矿能源	13.01	69.15%	69.15%	304		0.50	4.00%	206	14.72%	5
	4	600256.SH	广汇能源	7.41	45.81%	45.81%	113	22-24年最低固定额0.7元/股，和累计分配达到近三年年均可分配利润的90%，二者孰高	0.70	9.16%	78	9.45%	6
	5	600546.SH	山煤国际	18.26	63.89%	63.89%	70	24-26年不少于当年可分配利润的60%	-	-	55	9.76%	7
	6	601898.SH	中煤能源	9.52	30.00%	30.00%	182				202	4.80%	6
7	000937.SZ	冀中能源	6.95	79.27%	79.27%	45	不少于当年可分配利润的35%	-	-	52	16.85%	5	
8	000552.SZ	甘肃能化	3.15	20.37%	20.37%	32				23	4.53%	6	
焦煤	9	601699.SH	潞安环能	22.05	60.17%	60.17%	142	-	-	-	97	8.84%	7
	10	000983.SZ	山西焦煤	9.73	63.54%	63.54%	107	-	-	-	78	8.65%	7
	11	600395.SH	盘江股份	6.40	40.11%	40.11%	22	-	-	-	11	3.11%	13
	12	601666.SH	平煤股份	11.51	35.18%	35.18%	57	23-25年不少于当年分配利润的60%	-	-	41	5.40%	7
	13	600985.SH	淮北矿业	15.98	37.16%	37.16%	70	不少于当年实现合并报表归母净利润的30%	-	-	67	6.32%	6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

(注：股息率按当前市场收盘价计算，预测分红比例根据2022年数据估算，公司2023年归母净利润采用Wind一致预期数据)



- 一、资金配置偏好使煤炭配置价值凸显
- 二、煤炭行业供需核心矛盾转向国际供需
- 三、预期2024年上半年煤炭价格走强
- 四、防御和弹性兼具，重视动力煤投资机会
- 五、风险提示

五、风险提示

- ◆ **安监强度低于预期：**山西矿山安全生产“帮扶”工作组，对产量影响低于预期，并未明显影响当地产量，最终导致国内煤炭库存去化低于预期。
- ◆ **东南亚经济并未企稳：**东南亚各国当前出口贸易总额2023年10月份开始出现止跌企稳，且同比正增长。但是如果后续11月份至次年2024年上半年再次下行，最终导致东南亚各国煤炭消费进一步减少。使得中国进口煤炭出现增量，则将导致中国煤炭供需从偏紧预期，转为供需平衡，煤价维持平稳不会上涨。
- ◆ **国内水电来水超预期：**2024年年初3-5月份，在“枯水季”来水超预期，水电超发，煤炭需求受影响。
- ◆ **国内经济增速大幅收缩：**国内未能如期平稳，经济增幅大幅收缩，需求低迷，导致煤炭供需偏宽松，煤价下行。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园