

煤炭

2024年01月22日

再论高股息煤炭股投资价值——股息率敏感性分析

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

汤悦（联系人）

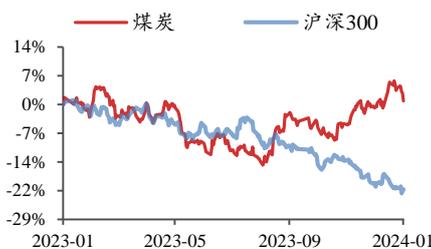
zhangxucheng@kysec.cn

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国内焦煤矿井安监趋严，2024 焦煤进口有望减量——行业点评报告》

-2024.1.19

《12 月煤炭进口量创单月新高，2024 年进口或减量——行业点评报告》

-2024.1.13

《俄煤取消汇率挂钩出口关税，但铁路运力仍是瓶颈——行业点评报告》

-2024.1.12

● 弱复苏及低利率环境下，高股息投资策略占优

2023 年是公共卫生事件影响退去后经济恢复发展的第一年，年初设定的 GDP 增速目标顺利达成，经济正处于复苏过程，但仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩带来的不确定性，社会预期偏弱下资金避险情绪较强，对于确定性追求下高股息策略具有优势。同时，国内存款利率下行、资金成本偏刚性以及利率进一步下行可能等因素增强了高股息投资方向的吸引力。

● 煤炭板块估值偏低，高股息特征显著且持续性强

煤炭板块估值仍偏低。 尽管 2023 年下半年以来煤炭板块取得不错的相对收益，从 2024 年第一周表现来看尤为突出，但当前煤炭板块 PE 仅略高于历史分位数 10% 水平，PB 处于历史分位数 25% 水平，均处于估值偏低状态，从 PB-ROE 角度来看煤炭板块也存在折价。**高股息特征显著且具有可持续性。** 从股息率来看，近几年高盈利叠加提高分红造就了煤炭股息率全市场第一，2023 年煤价整体下行背景下，多数重点煤炭公司 2023 年股息率仍较高。通过动力煤现货价格敏感性分析可以发现，即使煤价均价回调至 800 元/吨，煤炭板块股息率仍是股息率最高的行业，其中中国神华股息率仍有 6.3%，两家公司股息率超过 9%。

● 煤炭板块整体仍有上涨空间（β），五个维度把握个股投资机会（α）

煤炭板块存在普涨行情（β 行情）。 当前煤炭板块仍旧是股息率最高的板块，对资金吸引力较强。若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率或股息率第二高行业时，板块的资金或将出现分流，因此股息率之差即为板块上涨空间。中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前 2023 年静态 PE 为 10.8 倍，则以中国神华作为板块估值提升的锚，煤炭板块整体估值当前 6.6 倍（不含神华）且有望趋近中国神华，而且 2024 年高股息提估值逻辑有望继续强化，中国神华估值的锚也将继续提高，判断煤炭板块或仍存在较大上涨空间。**多维度精选煤炭个股将获得超额收益（α 行情）。** 一是严重滞涨股则胜率高：板块普涨致使资金会寻找价值洼地，严重滞涨则性价比会更高，上涨概率大于下跌概率则有望获得更高胜率，如叠加近期伴有催化剂则更强化买入理由，**受益标的【广汇能源、兖矿能源】**；二是存在提高分红比例预期：在煤炭行业持续高盈利的背景之下，提高分红比例已经成为行业普遍共识，也有越来越多的公司已开始实施，可以从财务指标（货币现金、未分配利润与归母净利的比值）或者上市公司无明显资本开支而集团需要资金的逻辑而进行提高分红的预测，**受益标的【中煤能源、华阳股份、陕西煤业】**；三是破净股且安全边际高：煤企高盈利而 PB 小于 1，是明显的估值洼地，有望修复 PB 大于 1，**受益标的【中煤能源、开滦股份】**；四是焦煤股受益于价格的高弹性：焦煤行业不存在政策保供稳价，且供给端一直处于偏紧状态，需求有望获得政策支持而决定焦煤价格方向，且 2024Q1 焦煤季度长协已经上提，**受益标的【潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】**；五是存在可转债或者可交债换股的股价指引：此两类债券目的基本是为了实现债变股，则可转债的强赎价（1.3 倍换股价）和可交债换股价的合理收益，有望成为股价上涨的驱动力，**受益标的【淮北矿业、山煤国际】**。

风险提示：煤价大幅下跌风险，供需错配引起的风险，可再生能源加速替代风险

目 录

1、 弱复苏+低利率，高股息投资策略正当时	4
1.1、 经济弱复苏背景下，高股息防御属性凸显	4
1.2、 利率环境强化高股息逻辑	5
2、 高股息+低估值，煤炭板块配置价值显著	7
2.1、 煤炭板块估值水平仍偏低	7
2.2、 煤炭高股息特征显著	9
2.3、 低煤价敏感性测试，煤炭股息率仍有吸引力	11
2.4、 煤炭高股息具有可持续性	14
3、 投资建议：把握一个 β 和五个 α	17
3.1、 煤炭板块或仍有上行空间（行业 β ）	17
3.2、 五个维度精选个股获得超额收益（个股 α ）	18
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 2023 年全年 GDP 增速为 5.2%	4
图 2： 用电量增速呈现修复态势	4
图 3： 制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	5
图 4： 工业企业利润总额累计同比修复但仍为负值	5
图 5： 低基数下社零呈现高个位数增长	5
图 6： 国内消费者信心指数处于偏低水平	5
图 7： 存款利率进一步下行（%）	6
图 8： 当前 5 年期 LPR 为 4.2%	6
图 9： 2023 年下半年 10 年期国债收益率区间震荡	7
图 10： 2023 年下半年 CPI 当月同比大多为负	7
图 11： 当前煤炭板块 PE 处于历史底部区域	7
图 12： 当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25% 位附近	7
图 13： 煤炭相比与 A 股其他行业处于 PB-ROE 均衡线以下	8
图 14： 2017-2023 年煤炭行业 PB-ROE 位于均衡线之下，估值折价	8
图 15： 煤价&股价复盘：周期属性弱化，估值提升或已开启	8
图 16： 2021-2022 年煤炭上市公司归母净利润大幅增长	9
图 17： 2021-2022 年煤炭上市公司现金流大幅增长	9
图 18： 煤企持有大量货币资金	9
图 19： 煤炭指数仍旧是股息率最高的	11
图 20： 新版长协定价合理区间为 570-770 元/吨	15
图 21： 国内新增产能有限	16
图 22： 2022 年煤企上市公司分红比例普遍较高	16
图 23： 提升分红比例或已成行业共识	17
图 24： 2022 年以来中国神华 PE 逐渐高于板块	18
图 25： 2019 年以来中国神华分红率逐渐提高	18
表 1： 2022 年煤炭行业实际获得股息率普遍很高	9

表 2: 多数重点煤炭公司 2023 年股息率仍很高.....	10
表 3: 动力煤均价 800 元假设下, 预计中国神华仍有 6.2%股息率, 两家为 8%-9%和两家超 9%.....	11
表 4: 动力煤均价 850 元假设下, 预计中国神华 6.4%股息率, 两家为 8%-9%和三家超 9%	12
表 5: 动力煤均价 900 元假设下, 预计中国神华 6.6%股息率, 一家为 8%-9%和四家超 9%	12
表 6: 动力煤均价 1000 元假设下, 预计中国神华 7.1%股息率, 四家为 9%-10%和一家超 10%.....	13
表 7: 动力煤均价 1100 元假设下, 预计中国神华 7.5%股息率, 两家为 10%-11%和一家超 11%.....	13
表 8: 动力煤均价 1200 元假设下, 预计中国神华 8.0%股息率, 两家为 10%-11%和一家超 12%.....	13
表 9: 7 省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间.....	15

1、弱复苏+低利率，高股息投资策略正当时

2023 年高股息策略相对收益较好，其中 2023 年四季度以来表现尤为突出，站在 2024 年初时点，我们认为高股息提估值的投资逻辑仍将演绎，当前煤炭板块股息率仍旧是全社会最高板块，是配置价值最为凸显的板块。

1.1、经济弱复苏背景下，高股息防御属性凸显

经济或处于复苏阶段。根据国家统计局数据显示，2023 年国内生产总值为 126.1 万亿，按不变价格计算同比增长 5.2%，顺利达成 2023 年全年增速目标。从用电量来看，2023 年全社会用电量为 9.2 万亿千瓦时，同比增长 6.7%。2023 年作为三年公共卫生事件影响退去后经济恢复发展的第一年，复苏正在进行。

图1：2023 年全年 GDP 增速为 5.2%



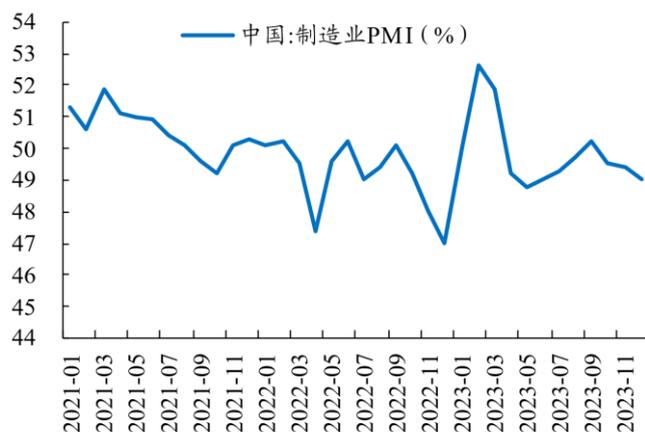
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：用电量增速呈现修复态势

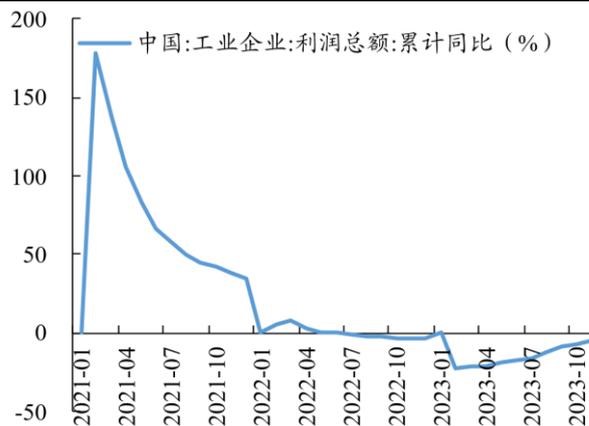


数据来源：Wind、开源证券研究所

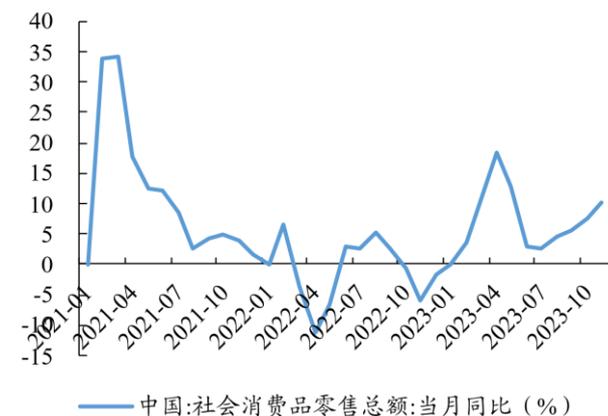
复苏过程面临不确定性，高股息防御价值凸显。2023 年中央经济工作会议指出，经济回升面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等问题，反映当前复苏过程仍面临较多不确定性。从宏观经济数据也能反映当前经济复苏动能偏弱，工业方面，国内制造业 PMI 自 4 月以来逐步回升，9 月份短暂站上荣枯线后再度回落至 50 以下，工业企业利润总额累计同比逐月修复但截至 11 月仍为-4.4%；消费方面，2023 年多个月份社会消费品零售总额当月值同比实现高个位数增长，但考虑到 2022 年疫情影响下的低基数，2023 年增速与 2021 年增速相差较大（2020 年同为低基数），消费复苏的力度有限；从消费者信心指数来看，当前仍处于 2022 年以来的偏低水平，复苏过程仍面临不确定性。在较低预期下，业绩稳定且分红较多的高股息方向成为资金配置的重点方向。

图3：制造业 PMI 仍处于荣枯线以下


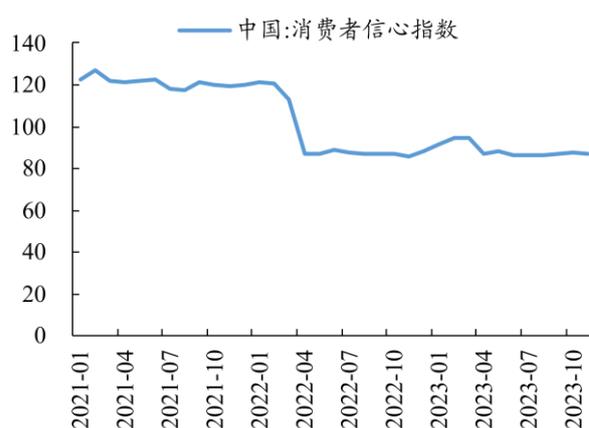
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：工业企业利润总额累计同比修复但仍为负值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：低基数下社零呈现高个位数增长


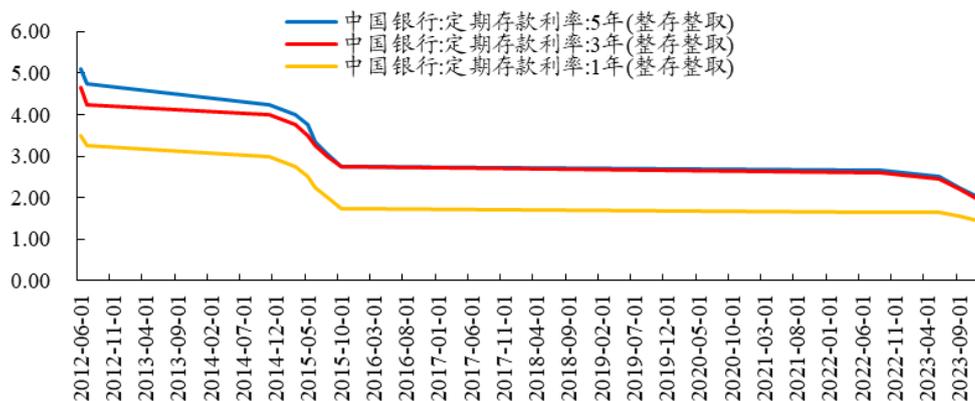
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：国内消费者信心指数处于偏低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

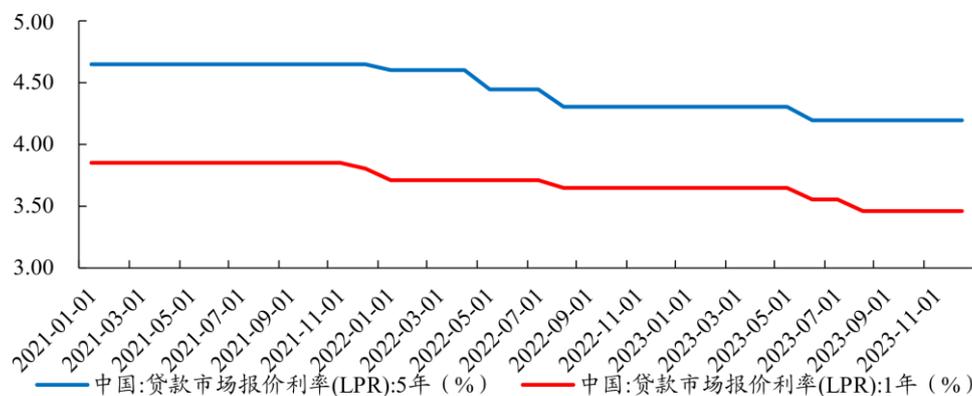
1.2、利率环境强化高股息逻辑

存款利率下行，高股息收益率吸引力提升。继 2023 年 9 月降低存款利率以来，2023 年 12 月多家商业银行再度公告下调存款挂牌利率。以中国银行为例，2022 年 9 月 5 年期定期存款利率为 2.65%，2023 年 12 月降低至 2%，降幅高达 0.65 个百分点，存款利率下行使得高股息收益率吸引力明显提升。

图7：存款利率进一步下行（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

投资收益率下行叠加资金成本偏刚性，高股息资产更具备投资价值。经济复苏阶段货币政策整体偏宽松，投资收益率下行。另一方面，资金成本虽同样有所下滑，但相较于投资收益率变化幅度偏少，能够产生稳定现金流和回报的资产稀缺性更强。当前5年期LPR为4.2%，预计考虑风险和管理等因素后至少回报率在5%以上的资产才能平衡资金成本。

图8：当前5年期LPR为4.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀下行推升实际利率，国内利率仍有下行可能。2023年2月起国内10年期国债收益率逐步下行，下半年围绕2.5%-2.7%附近震荡，表明名义利率趋于平稳。CPI则在2023年表现为低位徘徊，2023年下半年更是转为负值且2023年12月CPI同比扩大至-0.3%，表明国内实际利率呈现增长趋势。考虑到国内经济复苏尚不稳固，我们预计后续利率仍可能进一步下行，增强高股息方向吸引力。

图9：2023 下半年 10 年期国债收益率区间震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 下半年 CPI 当月同比大多为负



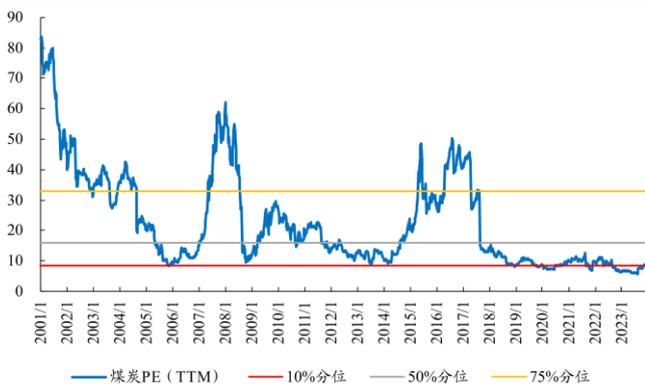
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、高股息+低估值，煤炭板块配置价值显著

2.1、煤炭板块估值水平仍偏低

煤炭 PE 与 PB 仍处于较低水平。2023 年下半年以来煤炭指数表现亮眼，取得了颇为不错的相对收益，但相比于 2021 年以来高盈利水平，煤炭板块涨幅有限，估值仍处于较低水平。截至 2024 年 1 月 5 日，煤炭指数 PE (TTM) 为 9.25 倍，略高于历史分位数(2001 年以来)10%的水平，但仍处于历史底部区域;煤炭指数 PB(LF) 为 1.44 倍，仍处于历史分位数 (2001 年以来) 25%附近。

图11：当前煤炭板块 PE 处于历史底部区域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%位附近

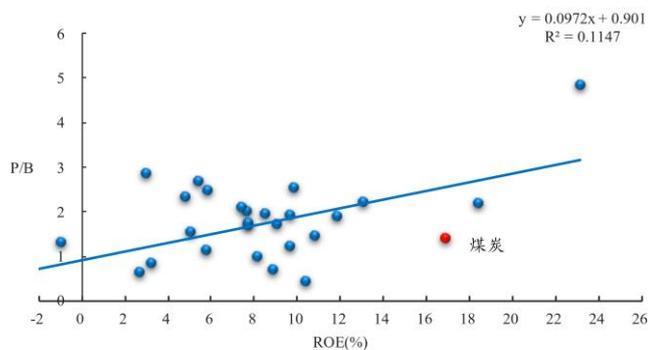


数据来源：Wind、开源证券研究所

PB-ROE 角度，煤炭行业明显处于其他行业 PB-ROE 均衡线以下。从市净率角度出发，对煤炭行业等 28 个行业现阶段市净率 (PB-LF) 和 ROE-TTM 进行回归分析，发现煤炭行业位于 PB-ROE 均衡线的下方，且距离均衡线比较远，表现出高 ROE，低 PB 的特点，估值折价明显。通过回归分析，当前煤炭行业年化 16.9% (基于 2023 年三季度) 的 ROE 对应市净率应为 4.52，截至 2024 年 1 月 17 日，煤炭板块实际市净率仅 1.41，市净率估值折价 68.8%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。

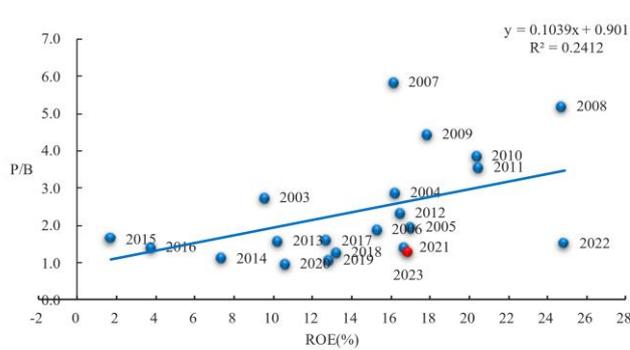
煤炭行业 ROE 处于历史高位，但市净率仍处于低位。对 2003-2023 年煤炭行业 PB-ROE 进行回归分析，2017-2023 连续七年 PB-ROE 都位于均衡线以下，当前板块处于“高 ROE、低 PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，估值存在明显折价。当前 ROE 虽相较于 2022 年有所下滑，但 PB 仍处低位，当前 ROE 对应的 PB 应为 4.27，实际 PB 折价 67.0%。

图13: 煤炭相比与 A 股其他行业处于 PB-ROE 均衡线以下



数据来源: Wind、开源证券研究所 (ROE 根据 2023 年三季报年化, PB 时间取自 2024 年 1 月 17 日收盘价)

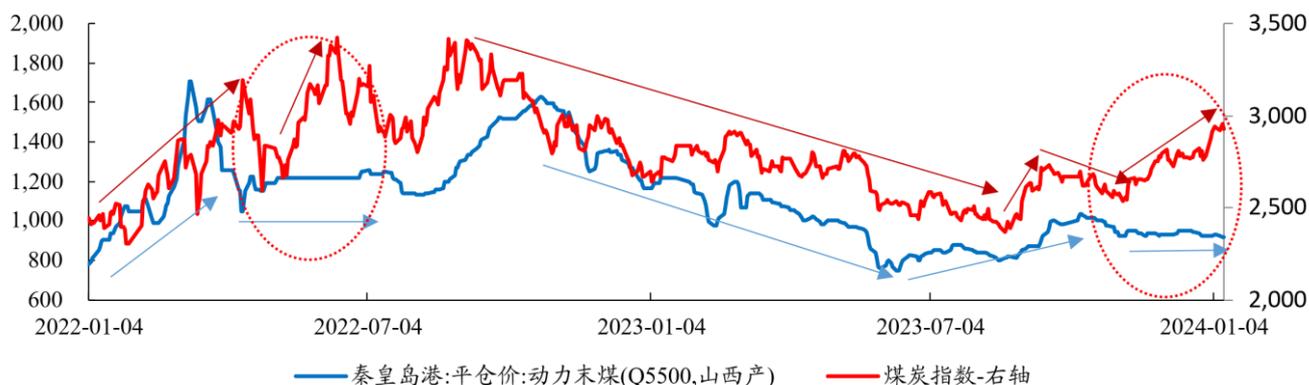
图14: 2017-2023 年煤炭行业 PB-ROE 位于均衡线之下, 估值折价



数据来源: Wind、开源证券研究所 (ROE 根据 2023 年三季报年化, PB 时间取自 2024 年 1 月 17 日收盘价)

煤炭行业提估值或已开启。2022 年以来，煤炭行业周期属性弱化。复盘煤价与股价，2021 年 12 月-2022 年 3 月，煤价走势呈现“V”字型，而股价波动上涨，2022 年 4-9 月，煤价平缓波动，股价波动上行并创年内新高。2022 年 9 月-2023 年上半年，煤价与股价双双震荡式回落，由于 2023 年 5 月下旬煤价下行较快引发市场悲观情绪，股价在煤价见底后仍有所回落，迎峰度夏期间股价表现比较疲软。9 月传统电煤淡季来临煤价不跌反涨，超预期下股价迎来显著反弹。进入四季度，煤价自千元以上高位逐步回落，但仍旧稳定在 900 元/吨以上位置震荡，此阶段股价不跌反涨，2024 年第一周交易日表现尤为突出。煤企估值提升或已开启。电煤长协价格的相对稳定以及长协签约率的提升，或使煤企盈利趋于稳定，煤炭行业周期属性趋于弱化，股价不再随现货煤价大幅波动，煤企估值提升或已开启。

图15: 煤价&股价复盘: 周期属性弱化, 估值提升或已开启



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、煤炭高股息特征显著

高盈利叠加高分红造就高股息。2021年以来煤价大涨带动煤炭企业盈利大幅提升，2022年，重点煤炭上市公司归母净利达2450亿元，同比+53.1%，经营性现金流量净额4336亿元，同比+21.3%，货币资金5576亿元，同比+15.2%。2023年1-9月煤企盈利有所下滑，重点煤炭上市公司归母净利1529亿元，同比-25.7%，经营性现金流量净额2329亿元，同比-26.5%，货币资金5057亿元，同比-15.1%，但仍处于历史高位。

图16：2021-2022年煤炭上市公司归母净利润大幅增长



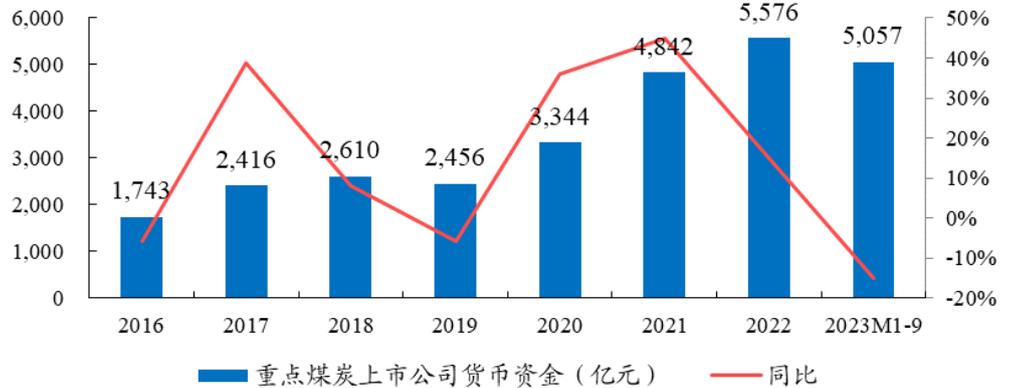
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021-2022年煤炭上市公司现金流大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：煤企持有大量货币资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2022年煤炭行业实际获得股息率普遍很高

	2022年每股股利	股息率
潞安环能	2.85	17.0%
兖矿能源	3.07	16.4%
冀中能源	1.00	15.7%
山西焦煤	1.20	13.4%
陕西煤业	2.18	13.0%

	2022 年每股股利	股息率
恒源煤电	1.00	12.5%
山煤国际	1.80	12.1%
兰花科创	1.00	11.8%
华阳股份	0.88	10.9%
平煤股份	0.87	10.5%
中国神华	2.55	8.8%
淮北矿业	1.05	8.7%
神火股份	1.00	7.2%
晋控煤业	0.63	6.8%
盘江股份	0.41	6.3%
中煤能源	0.41	4.9%
电投能源	0.50	3.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

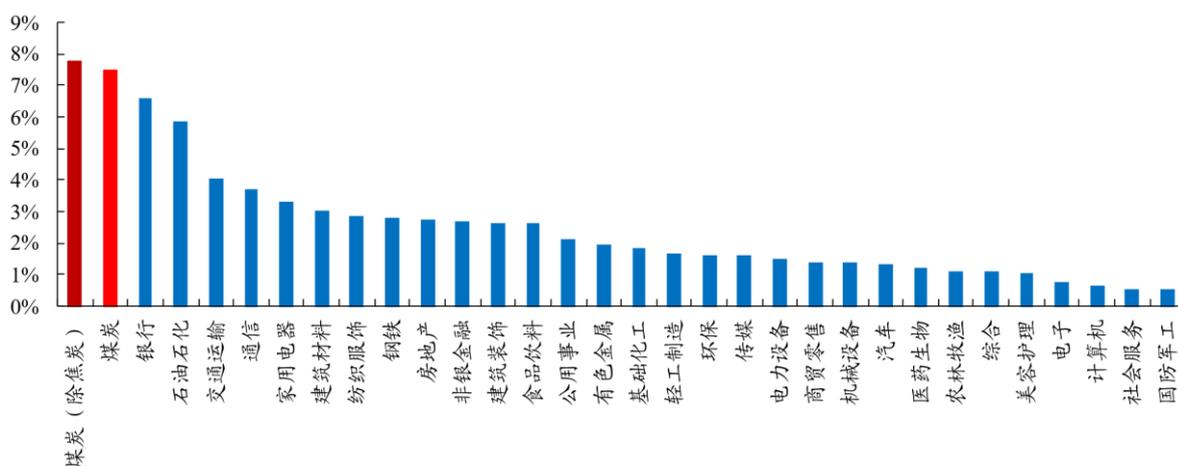
注：股息率按照各公司派息除权日收盘价计算得出

2023 年高股息延续。2023 年煤价呈现下行趋势，其中秦皇岛港 Q5500K 动力煤 2023 年均价为 965 元/吨，同比-24.0%；京唐港主焦煤（山西产）2023 年均价为 2283 元/吨，同比-19.6%。然而重点煤炭上市公司业绩下滑幅度小于煤价下行幅度，根据我们的对于重点煤炭公司业绩预测，截至 2024 年 1 月 19 日收盘价多数公司股息率仍维持较高水平。考虑到 2023 年煤价下行幅度在煤价历史上较为少见，且后续维持高位震荡可能性较大，煤炭板块高股息特征或将维持。横向比较来看，当前煤炭板块仍旧是全市场股息率最高的板块。

表2：多数重点煤炭公司 2023 年股息率仍很高

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)	PE	PB	2022 年分红比例	2022 股息率	2023 年假设分红比例	2023 预测股息率	
		2024/1/19	2024/1/19	2022	2023E	2023E	2024/1/19				
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	696.3	627.3	10.53	1.66	72.8%	7.7%	72.8%	6.9%
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	141.7	97.6	6.68	1.34	60.2%	13.1%	60.2%	9.0%
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	107.2	70.6	8.01	1.53	63.5%	12.1%	63.5%	7.9%
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	57.2	42.0	6.08	1.13	35.2%	7.9%	60.0%	9.9%
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	69.8	53.1	6.21	2.11	63.9%	13.5%	63.9%	10.3%
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	70.1	65.2	6.36	1.14	37.2%	6.3%	37.2%	5.8%
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	307.7	210.4	7.42	2.99	70.0%	13.8%	70.0%	9.4%
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	351.2	230.3	9.57	2.55	60.2%	9.6%	60.2%	6.3%
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	182.4	220.6	6.36	0.98	30.0%	3.9%	30.0%	4.7%
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	70.3	57.3	5.96	1.23	30.0%	6.2%	30.0%	5.0%
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	113.4	60.3	7.84	1.64	0.8 元/股	11.0%	0.7 元/股	9.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所（陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期，其余公司盈利均来自开源证券研究所）

图19：煤炭指数仍旧是股息率最高的


数据来源：Wind、开源证券研究所（分红金额取 2022 年年报，收盘价取 2024 年 1 月 8 日）

2.3、低煤价敏感性测试，煤炭股息率仍有吸引力

为便于理解煤炭板块高股息的可持续性，我们基于下述假设对重点煤炭上市公司进行股息率敏感性分析，基础数值以 2023 年预测归母净利润为准（参考表 2）。

假设一：假设各家公司动力煤年度长协价格维持不变，且仅考虑动力煤现货价格波动；

假设二：2024 年动力煤年度长协比例与 2023 年基本持平；

假设三：焦煤的季度长协比例和价格、焦煤的现货价格维持不变；

假设四：归母净利润与少数股东权益的比例参考 2022 年；

假设五：增值税比率统一取 13%，所得税率统一取 25%；

假设六：海外能源价格变动暂不考虑。

基于上述假设得到不同煤价条件下股息率如下：

表3：动力煤均价 800 元假设下，预计中国神华仍有 6.2%股息率，两家为 8%-9%和两家超 9%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)		PE	PB	2023 年分红比例	2023 股息率	2024 年假设分红比例	2024 预测股息率
				2023E	2024E						
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	560.6	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	6.2%
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	84.9	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	7.8%
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	45.4	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	8.8%
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	190.4	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	8.5%
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	169.4	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	4.6%
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	198.0	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	4.2%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)	PE	PB	2023年分红比例	2023股息率	2024年假设分红比例	2024预测股息率	
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	48.5	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	4.3%
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	46.4	7.84	1.64	0.7元/股	9.7%	0.7元/股	9.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所(陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

表4: 动力煤均价 850 元假设下, 预计中国神华 6.4%股息率, 两家为 8%-9%和三家超 9%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)	PE	PB	2023年分红比例	2023股息率	2024年假设分红比例	2024预测股息率	
		2024/1/19	2024/1/19	2023E	2024E	2023E	2024/1/19				
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	580.8	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	6.4%
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	88.7	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	8.2%
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	47.7	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	9.3%
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	196.5	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	8.8%
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	230.3	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	6.3%
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	204.8	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	4.4%
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	51.2	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	4.5%
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	50.6	7.84	1.64	0.7元/股	9.7%	0.7元/股	9.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所(陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

表5: 动力煤均价 900 元假设下, 预计中国神华 6.6%股息率, 一家为 8%-9%和四家超 9%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)	PE	PB	2023年分红比例	2023股息率	2024年假设分红比例	2024预测股息率	
		2024/1/19	2024/1/19	2023E	2024E	2023E	2024/1/19				
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	601.0	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	6.6%
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	92.6	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	8.6%
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	50.0	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	9.7%
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	202.5	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	9.1%
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	206.3	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	5.6%
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	211.7	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	4.5%
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	53.8	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	4.7%
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	54.8	7.84	1.64	0.7元/股	9.7%	0.7元/股	9.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所(陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

表6: 动力煤均价 1000 元假设下, 预计中国神华 7.1%股息率, 四家为 9%-10%和一家超 10%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)		归母净利润(亿元)		PE	PB	2023 年分 红比例	2023 股息 率	2024 年假 设分红比例	2024 预测 股息率
			2024/1/19	2024/1/19	2023E	2024E						
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	641.4	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	7.1%	
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	100.2	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	9.3%	
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%	
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%	
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	54.7	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	10.6%	
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%	
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	214.6	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	9.6%	
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	243.2	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	6.6%	
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	225.4	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	4.8%	
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	59.2	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	5.2%	
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	63.3	7.84	1.64	0.7 元/股	9.7%	0.7 元/股	9.7%	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

表7: 动力煤均价 1100 元假设下, 预计中国神华 7.5%股息率, 两家为 10%-11%和一家超 11%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)		归母净利润(亿元)		PE	PB	2023 年分 红比例	2023 股息 率	2024 年假 设分红比例	2024 预测 股息率
			2024/1/19	2024/1/19	2023E	2024E						
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	681.8	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	7.5%	
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	107.9	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	10.0%	
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%	
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%	
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	59.4	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	11.5%	
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%	
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	226.7	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	10.2%	
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	280.1	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	7.7%	
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	239.0	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	5.1%	
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	64.6	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	5.7%	
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	71.7	7.84	1.64	0.7 元/股	9.7%	0.7 元/股	9.7%	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

表8: 动力煤均价 1200 元假设下, 预计中国神华 8.0%股息率, 两家为 10%-11%和一家超 12%

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)		归母净利润(亿元)		PE	PB	2023 年分 红比例	2023 股息 率	2024 年假 设分红比例	2024 预测 股息率
			2024/1/19	2024/1/19	2023E	2024E						
601088.SH	中国神华	33.25	6337.9	627.3	722.2	10.53	1.66	72.8%	6.9%	72.8%	8.0%	
601699.SH	潞安环能	21.77	651.2	97.6	115.6	6.68	1.34	60.2%	9.0%	60.2%	10.7%	
000983.SZ	山西焦煤	9.95	564.9	70.6	70.6	8.01	1.53	63.5%	7.9%	63.5%	7.9%	
601666.SH	平煤股份	10.89	255.4	42.0	42.0	6.08	1.13	60.0%	9.9%	60.0%	9.9%	

证券代码	上市公司	股价	市值(亿元)	归母净利润(亿元)	PE	PB	2023年分红比例	2023股息率	2024年假设分红比例	2024预测股息率	
600546.SH	山煤国际	16.62	329.5	53.1	64.0	6.21	2.11	63.9%	10.3%	63.9%	12.4%
600985.SH	淮北矿业	16.71	414.6	65.2	65.2	6.36	1.14	37.2%	5.8%	37.2%	5.8%
600188.SH	兖矿能源	20.98	1361.3	210.4	238.8	7.42	2.99	70.0%	9.4%	70.0%	10.7%
601225.SH	陕西煤业	22.72	2202.7	230.3	300.4	9.57	2.55	60.2%	6.3%	60.2%	8.2%
601898.SH	中煤能源	10.58	1240.4	220.6	252.7	6.36	0.98	30.0%	4.7%	30.0%	5.4%
600348.SH	华阳股份	9.48	342.0	57.3	70.0	5.96	1.23	30.0%	5.0%	30.0%	6.1%
600256.SH	广汇能源	7.20	472.7	60.3	80.2	7.84	1.64	0.7元/股	9.7%	0.7元/股	9.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所(陕西煤业和潞安环能盈利为 Wind 一致性预期, 其余公司盈利均来自开源证券研究所)

从上述测算可以得到以下结论:

一是煤炭高股息可持续性较强, 在动力煤均价 800 元的底部位置时, 中国神华仍有 6.0%股息率。且诸如山煤国际和兖矿能源股息率超过 8%, 平煤股份股息率超过 9%, 广汇能源股息率则因 0.7 元/股的分红底线而达到 9.2%。

二是陕西煤业弹性最显著, 当动力煤均价从 800 元/吨提升至 1200 元/吨, 陕西煤业股息率变化最大, 从 4.7%提升至 8.7%, 净增加 4 个百分点, 主要原因是陕西煤业有 60%的年度长协和 40%的现货, 且产品结构上主要聚焦于动力煤, 相较于动力煤价敏感性较高。

2.4、煤炭高股息具有可持续性

高长协推动下, 盈利性较好且稳定。2022-2023 年动力煤年度长协港口价格合理区间为 570—770 元, 基准价为 675 元, 有明确的计算公式计算每月的年度长协价格, 预计 2024 年年度长协体系延续且不会有太大变动。该价格相较于旧版长协有明显提升, 有利于增强煤企盈利能力。根据国家发改委关于做好 2024 年电煤中长期合同签订和履约工作的通知, 原则上煤价煤炭企业任务量不低于自有资源量的 80%, 其中月度履约率不低于 80%, 季度履约率不低于 90%。政策推动下预计主要煤炭上市企业动力煤长协比例普遍偏高, 充分享受长协价格上调且具有较强的稳定性。此外对主要产煤省份的坑口年度长协价格也明确了上下限, 实际交易中由于绝大多数时间市场价高于长协价且差值较大(如 2023 年秦港动力煤 5500K 均价为 965 元/吨, 显著高于 770 元/吨长协上限), 因此多数长协以区间上限成交。无论以每月的年度长协参考价还是以上限价格成交, 预计售价均表现很强的稳定性。

图20：新版长协定价合理区间为 570-770 元/吨

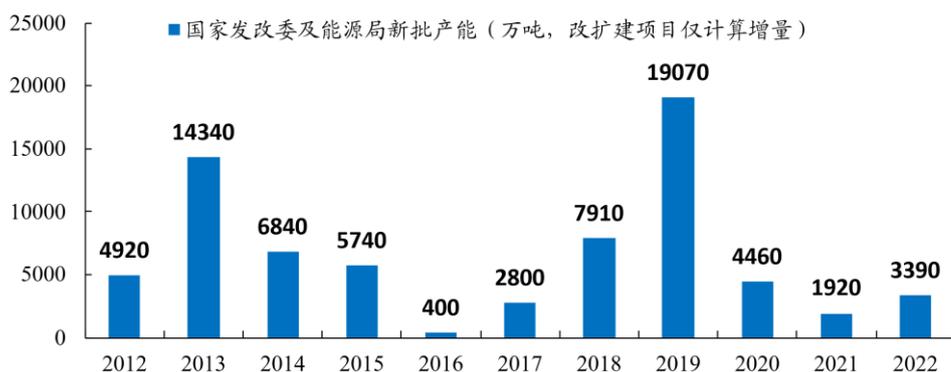

数据来源：Wind、国家发改委、开源证券研究所

表9：7 省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间

地区	热值 (大卡)	中长期交易价格合理区间 (元/吨)	现货交易价格合理区间上限 (元/吨)
秦皇岛港	5500	570-770	1155
山西	5500	370-570	855
陕西	5500	320-520	780
蒙西	5500	260-460	690
蒙东	3500	200-300	450
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
安徽	5000	545-745	1118

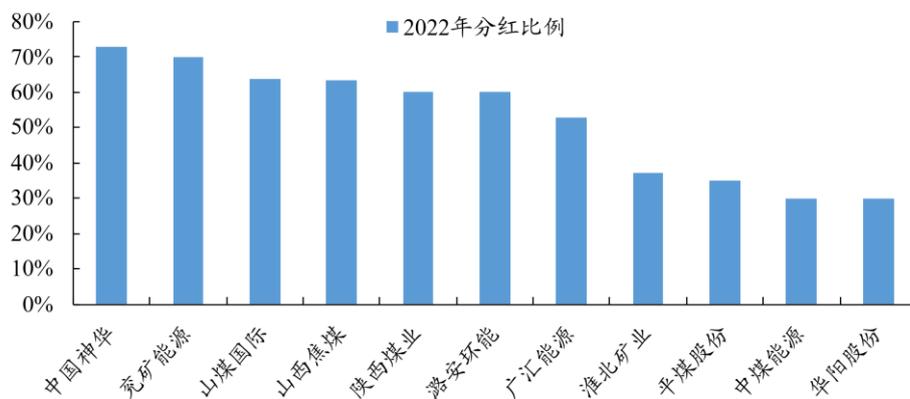
数据来源：国家发改委、开源证券研究所

现货价高位窄幅震荡概率较高。供给侧改革与双碳政策的推行限制了行业无序产能的释放，煤炭周期属性弱化，行业供给处于政策可控范围之内。在保供稳价的大背景下，现货煤或将维持在高位窄幅波动。

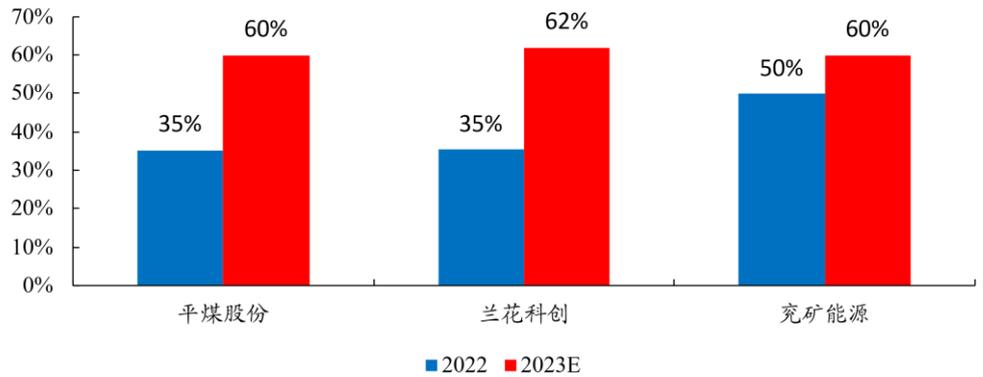
图21：国内新增产能有限


数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

提高分红或已成为行业共识之一，持续高分红或将是常态。双碳政策既减缓了行业供给释放，也一定程度抑制了煤企新建产能的意愿。在现金流大幅改善背景下，提高分红既是资产优化配置的选择，也响应了国家政策导向，同时也符合大小股东利益，因此提高分红比例或已成为行业共识之一，多家煤企上市公司做出分红承诺，造就煤炭板块高股息特征。

图22：2022年煤企上市公司分红比例普遍较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：提升分红比例或已成行业共识


数据来源：Wind、开源证券研究所（平煤股份 2023 年取承诺值，兖矿能源数值取自承诺分红比例的变化，兰花科创根据三季度分红年化）

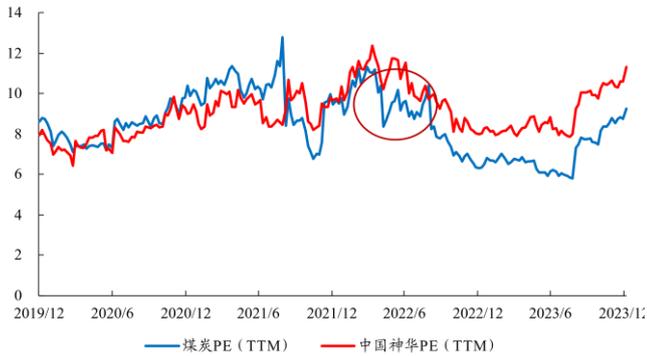
3、投资建议：把握一个 β 和五个 α

3.1、煤炭板块或仍有上行空间（行业 β ）

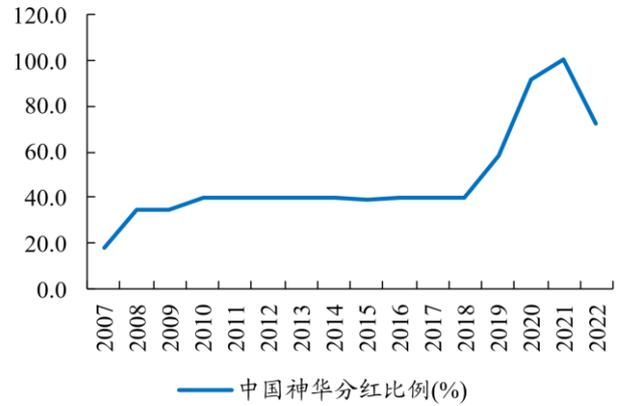
维度一：从高股息率的角度看，煤炭板块或具备上涨空间。资金在弱复苏+低利率的环境下更易寻找确定性品种，高股息则是确定性的体现形式之一。当前煤炭板块仍旧是股息率最高的板块，对资金吸引力较强。若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率或股息率第二高行业时，板块的资金或将出现分流，因此股息率之差或为板块上涨空间。

维度二：从提估值的角度看，煤炭板块或具备上涨空间。煤炭股低估值表现为 2023 年业绩（预测值）的静态市盈率 PE 平均约为 6.6 倍（不含中国神华），中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前 2023 年静态 PE 为 10.8 倍，则以中国神华作为板块估值提升的锚，煤炭板块整体估值有望趋近中国神华，而且 2024 年高股息提估值逻辑有望继续强化，中国神华估值的锚也将继续提高，从而判断煤炭板块或仍有较大上涨空间。

中国神华已是煤炭板块提估值的典范。中国神华提估值的主要因素来自于业绩稳定性高&持续高分红。2022 年以前，中国神华 PE 始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及整个板块，盈利相对稳定反而不具有强周期性。2008-2018 年期间中国神华分红比例维持在 40%左右，2019-2021 年中国神华承诺分红比例不低于 50%，实际分红比例分别为 58%、92%、100%，此外 2022-2024 年中国神华承诺分红比例不低于 60%。在稳健可持续的业绩和稳定高额的分红水平推动下，2019 年以来中国神华估值与行业差距明显收敛，2021 年 10 月实现了反超，2022 年全年中国神华 PE 基本高于板块 PE。2018-2020 年中国神华平均 PE 为 8.6 倍，比煤炭板块平均 PE 低 11.0%，而 2022 年中国神华平均 PE 为 10.2 倍，比煤炭板块平均 PE 高 13.5%。随着煤炭板块盈利性波动性收敛，分红比例系统性提升，煤炭行业个股或将复刻中国神华提估值过程，修复与中国神华估值差。

图24：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块


数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2019年以来中国神华分红率逐渐提高


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2、五个维度精选个股获得超额收益（个股 α ）

维度一：严重滞涨股则胜率高：板块普涨致使资金会寻找价值洼地，严重滞涨则性价比会更高，上涨概率大于下跌概率则有望获得更高胜率，如叠加近期伴有催化剂则更强化买入理由，**受益标的【广汇能源、兖矿能源】**。

维度二：存在提高分红比例预期：在煤炭行业持续高盈利的背景之下，提高分红比例已经成为行业普遍共识，也有越来越多的公司已开始实施，可以从财务指标（货币现金、未分配利润与归母净利的比值）或者上市公司无明显资本开支而集团需要资金的逻辑而进行提高分红的预测，**受益标的【中煤能源、华阳股份、陕西煤业】**。

维度三：破净股且安全边际高：煤企高盈利而PB小于1，是明显的估值洼地，有望修复PB大于1，**受益标的【中煤能源、开滦股份】**。

维度四：焦煤股受益于价格的高弹性：焦煤行业不存在政策保供稳价，且供给端一直处于偏紧状态，需求有望获得政策支持而决定焦煤价格方向，且2024Q1焦煤季度长协已经上提，**受益标的【潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】**。

维度五：存在可转债或者可交债换股的股价指引：此两类债券目的基本是为了实现债变股，则可转债的强赎价（1.3倍换股价）和可交债换股价的合理收益，有望成为股价上涨的驱动力，**受益标的【淮北矿业、山煤国际】**。

4、风险提示

煤价大幅下跌风险。在行业供给弹性有限的情况下，煤价对煤企盈利变动的权重变的更高，若煤价大幅下跌则可能较大程度拖累盈利表现。

供需错配引起的风险。政策是煤炭供给变动的主要因素，既包括新建煤矿审批，也包括停、减产要求，还包括进口煤的管制，若政策变动较大可能引起供需错配。

可再生能源加速替代风险。目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但可再生能源发电在国家政策的大力支持下得到快速发展，若发展速度过快则可能对火电市场份额产生替代并影响煤炭需求。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn