



煤炭

优于大市（维持）

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

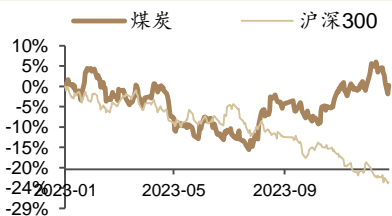
薛磊

邮箱: xuelei@tebon.com.cn

谢信圆

邮箱: xiejy@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《精读 IEA 报告《COAL 2023》- 全球煤炭行业未来 3 年 10 大趋势》，2024.1.23
- 《煤炭行业周报：煤价止跌企稳，高股息价值凸显》，2024.1.21
- 《煤炭行业月报：12 月国内供给增速放缓，火电需求旺盛》，2024.1.21
- 《煤炭行业周报：煤价短期震荡，继续关注板块估值提升》，2024.1.14
- 《新集能源（601918.SH）：23 年业绩同比增长，稳健成长可期》，2024.1.12

煤炭行业基金持仓分析：配置提升但仍偏低，股息优势凸显，仍有增持空间

投资要点：

- 2023 年四季度，煤炭板块超额收益明显。**2023 年 Q4，煤炭行业市场表现比较优异，大幅跑赢上证指数，兼具超额及绝对收益。2023 年四季度，煤炭板块上涨 4.18%，上证综指下跌 4.36%，煤炭板块超额 8.54pct。从子行业表现来看，焦煤>动力煤>焦炭，涨跌幅分别为 7.89%、3.51%、-3.55%。
- 煤炭板块持仓 1.36%，配置仍在偏低水平。**根据 Wind 数据，2023 年四季度煤炭行业配置比例持续回升。从持仓市值来看，四季度公募基金重仓股中煤炭股持仓市值合计为 372.97 亿元，占内地公募基金持仓市值的 1.36%，环比三季度提升 0.31pct。以行业流通市值占比作为基金标准配置比例的参考依据，截至 2023 年四季度末，A 股流通市值为 68 万亿元，煤炭行业流通市值为 1.33 万亿元，占比为 1.95%。剔除港股后，公募基金重仓股中煤炭股持仓市值占比为 1.21%，环比提升 0.3pct，但依然低配 0.75pct。
- 超 6 成的煤炭股获增持，陕西煤业获大幅增持。**从持股总量的变动情况来看，永泰能源、陕西煤业、兖矿能源 HK、恒源煤电、华阳股份位列前五，分别增持 1.39、1.35、0.80、0.71、0.39 亿股。从持股市值占基金股票投资市值比的变动情况来看，陕西煤业、中国神华、恒源煤电、潞安环能、华阳股份位列前五，分别为 0.17%、0.12%、0.02%、0.04%、0.02%，环比三季度分别增长 0.067pct、0.023pct、0.014pct、0.012pct、0.0081pct。
- 煤炭股长期持有收益显著，高股息支持进一步加配。**长期持有收益主要包括资本利得和分红收益，通过测算各样本公司自上市以来至 2022 年的股价收益及分红收益得出，样本内公司平均复合收益为 8.3%。如果将分红收益再投资，则平均复合再投资收益为 8.7%。我们统计了各上市公司截至 2023 年第三季度的净现金/净资产，其中潞安环能、晋控煤业及恒源煤电分别为 54.0%、48.4%、43.9%，未来分红有进一步提升潜力。截至 2024 年 1 月 23 日，样本内煤炭股平均股息率高达 6.8%。
- 投资建议：**我们认为随着 2023 年 7 月 24 日政治局会议召开、9 月 6 日两办发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，煤炭行业基本面和预期发生重大变化，预计 2023 年三季度是全年业绩低点，2024 年行业盈利仍将同比增长、前低后高。多家优质煤企控股股东陆续发布股份增持计划彰显信心，低资本开支下煤炭板块的高股息具有吸引力，且在中国特色估值体系持续推动下，企业价值进一步得到股东的重视。维持板块“优大于市”评级。**推荐三个方向：1) 双焦弹性。**复苏预期下，双焦在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹空间，推荐：潞安环能、平煤股份、淮北矿业、中国旭阳集团，建议关注：山西焦煤、陕西黑猫等；**2) 优质分红。**优质公司具备长期分红能力，且随着资本开支下降，分红率具备持续提升空间，推荐：陕西煤业、山煤国际、中煤能源，建议关注：中国神华、兖矿能源、兰花科创等；**3) 长期增量。**有产能释放的公司在下一波周期启动时具备更强的爆发性建议关注：广汇能源、华阳股份、昊华能源等。
- 风险提示：**海外经济衰退幅度超预期；国内经济复苏力度不及预期；发生重大煤炭安全事故风险。

内容目录

1. 基金持仓概览.....	4
1.1. 行情表现：2023 年 Q4 煤炭行业具有明显超额受益.....	4
1.2. 煤炭板块持仓 1.36%，配置仍在偏低水平.....	4
1.3. 超 6 成的煤炭股获增持，陕西煤业获大幅增持.....	5
2. 煤炭股高股息属性凸显，长期持有收益显著.....	6
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

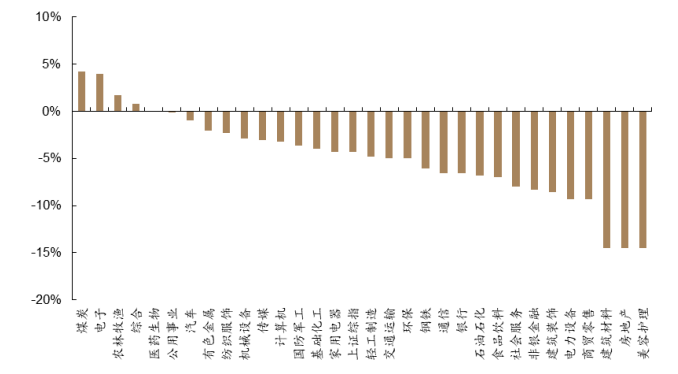
图 1: 2023 年 Q4, 煤炭行业上涨 4.18%	4
图 2: 2023 年 Q4, 煤炭细分板块涨跌情况	4
图 3: 2023 年 Q4 内地公募基金重仓股中煤炭股持股数量情况	4
图 4: 2023 年 Q4 内地公募基金重仓股中煤炭股持仓市值情况	4
图 5: 2021 年以来, 煤炭行业配置比例以及低配幅度情况	5
表 1: 2023 年四季度煤炭行业重仓持股情况	5
表 2: 煤炭股股息率一览	6
表 3: 煤炭股上市以来持有收益以及分红收益测算	7

1. 基金持仓概览

1.1. 行情表现：2023 年 Q4 煤炭行业具有明显超额受益

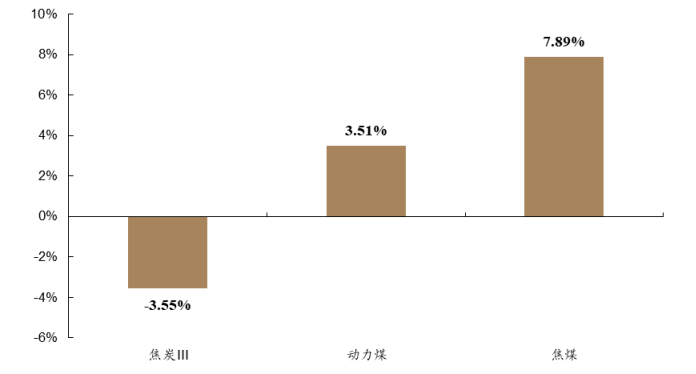
2023 年 Q4，煤炭行业市场表现比较优异，大幅跑赢上证指数，兼具超额及绝对收益，在申万一级行业中涨幅位列第一。2023 年四季度，煤炭板块上涨 4.18%，上证指数下跌 4.36%，煤炭板块超额 8.54pct。从子行业表现来看，焦煤>动力煤>焦炭，涨跌幅分别为 7.89%、3.51%、-3.55%。

图 1：2023 年 Q4，煤炭行业上涨 4.18%



资料来源：Wind、德邦研究所

图 2：2023 年 Q4，煤炭细分板块涨跌情况



资料来源：Wind、德邦研究所

1.2. 煤炭板块持仓 1.36%，配置仍在偏低水平

我们以申万二级行业分类为依据，选取全部基金分析煤炭行业 2023 年四季度的重仓持股情况。

煤炭行业基金配置比例持续回升，但仍明显低配。根据 Wind 数据，2023 年四季度煤炭行业配置比例持续回升。从持股数量来看，四季度公募基金重仓股中煤炭股持股数量为 25.7 亿股，占内地公募基金持股总数的 2.16%，环比三季度提升 0.35pct。从持仓市值来看，四季度公募基金重仓股中煤炭股持仓市值合计为 372.97 亿元，占内地公募基金持仓市值的 1.36%，环比三季度提升 0.31pct。

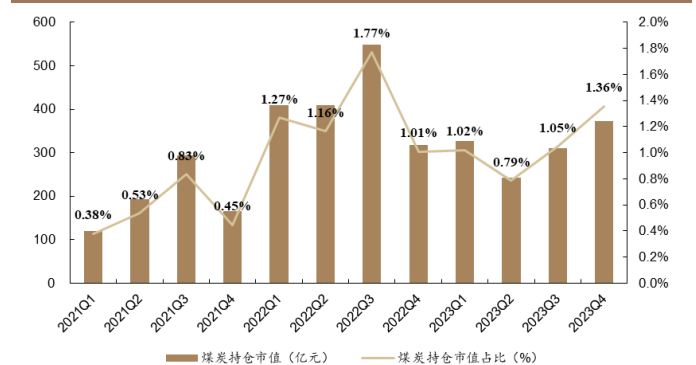
以行业流通市值占比作为基金标准配置比例的参考依据，截至 2023 年四季度末，A 股流通市值为 68 万亿元，煤炭行业流通市值为 1.33 万亿元，占比为 1.95%。剔除港股后，公募基金重仓股中煤炭股持仓市值占比为 1.21%，环比提升 0.3pct，但依然低配 0.75pct。

图 3：2023 年 Q4 内地公募基金重仓股中煤炭股持股数量情况



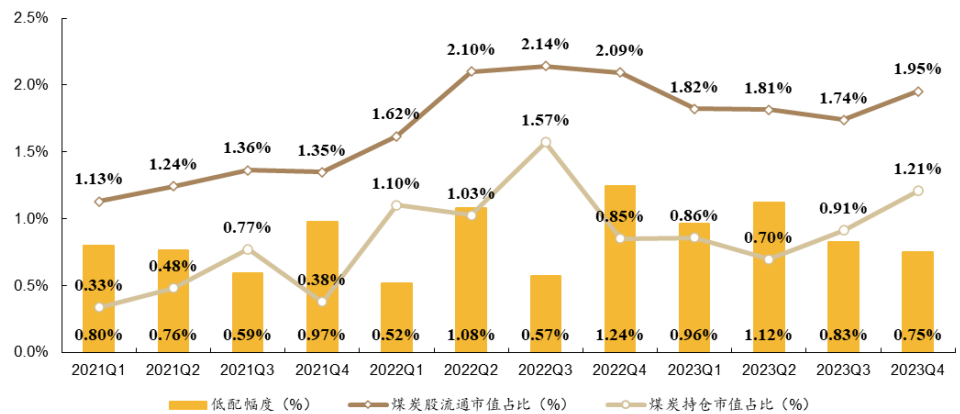
资料来源：Wind、德邦研究所

图 4：2023 年 Q4 内地公募基金重仓股中煤炭股持仓市值情况



资料来源：Wind、德邦研究所

图 5：2021 年以来，煤炭行业配置比例以及低配幅度情况



资料来源：Wind、德邦研究所
注：此处煤炭持仓市值剔除港股。

1.3. 超 6 成的煤炭股获增持，陕西煤业获大幅增持

持股总量方面，陕西煤业、永泰能源、中国神华、兖矿能源 HK、山煤国际位列前五，其中陕西煤业的公募基金持股总量为 46345.8 万股。**持有基金数方面**，陕西煤业、中国神华、兖矿能源、山煤国际、潞安环能位列前五，分别为 286、283、95、78、77 只，其中持有陕西煤业的基金数量达到 286 只，超越中国神华。

季度变动方面，陕西煤业获大幅增持。从持股总量的变动情况来看，永泰能源、陕西煤业、兖矿能源 HK、恒源煤电、华阳股份位列前五，分别增持 1.39、1.35、0.80、0.71、0.39 亿股。从持股市值占基金股票投资市值比的变动情况来看，陕西煤业、中国神华、恒源煤电、潞安环能、华阳股份位列前五，分别为 0.17%、0.12%、0.02%、0.04%、0.02%，环比三季度分别增长 0.067pct、0.023pct、0.014pct、0.012pct、0.0081pct。

表 1：2023 年四季度煤炭行业重仓持股情况

股票名称	持有基金数		持有公司家数		持股总量(万股)		持股占流通股比(%)		持股市值占基金股票投资市值比(%)		变动情况
	Q4	环比	Q4	环比	Q4	环比	Q4	环比	Q4	环比	
陕西煤业	286	95	69	15	46346	13522	4.78	1.39	0.1668	0.0666	增持
中国神华	283	38	77	1	23114	3404	1.40	0.21	0.1249	0.0232	增持
兖矿能源	95	(7)	43	2	11375	1097	2.53	0.24	0.0388	0.0044	增持
山煤国际	78	14	35	7	16774	(5230)	8.46	(2.64)	0.0506	(0.0180)	减持
潞安环能	77	26	38	7	11204	1623	3.75	0.54	0.0423	0.0122	增持
平煤股份	67	37	26	9	5924	2377	2.54	1.00	0.0118	0.0058	增持
兖矿能源 HK	63	(39)	26	(15)	18287	8009	6.42	4.13	0.0424	0.0080	增持
淮北矿业	62	11	32	8	6997	936	2.82	0.38	0.0200	0.0061	增持
中国神华 HK	59	(186)	29	(47)	5736	(13974)	1.70	0.50	0.0240	(0.0777)	减持
华阳股份	48	34	21	15	9305	3851	2.58	1.07	0.0156	0.0081	增持
山西焦煤	44	(2)	28	1	8796	(4571)	1.92	(1.34)	0.0150	(0.0073)	减持
中煤能源	43	4	23	9	13449	1188	1.47	0.13	0.0225	0.0047	增持
晋控煤业	34	20	14	9	5483	1453	3.28	0.87	0.0116	0.0042	增持
永泰能源	32	22	23	14	43411	13932	1.95	0.63	0.0102	0.0035	增持
电投能源	23	(7)	14	(6)	3386	(915)	1.60	(0.64)	0.0083	(0.0015)	减持

恒源煤电	23	9	16	5	8297	7072	6.91	5.89	0.0159	0.0141	增持
中煤能源 HK	21	(18)	6	(8)	3098	(9162)	0.75	(0.59)	0.0034	(0.0143)	减持
开滦股份	11	2	9	1	3808	1951	2.40	1.23	0.0050	0.0029	增持
新集能源	8	1	6	1	590	(750)	0.23	(0.29)	0.0005	(0.0006)	减持
冀中能源	7	2	5	2	1260	733	0.43	0.25	0.0016	0.0010	增持
兰花科创	7	5	7	5	1494	1475	1.01	0.99	0.0028	0.0028	增持
兖煤澳大利亚 HK	5	3	3	2	130	78	0.10	0.06	0.0005	0.0003	增持
盘江股份	5	(5)	4	(4)	4287	(10657)	2.00	(4.96)	0.0046	(0.0107)	减持
昊华能源	5	5	2	2	1907	1907	1.32	1.32	0.0021	0.0021	增持
苏能股份	2	0	2	0	185	183	0.27	0.27	0.0002	0.0002	增持
首钢资源 HK	1	0	1	0	2000	0	0.41	0.00	0.0009	0.0001	持平
大有能源	1	0	1	0	10	(435)	0.00	(0.18)	0.0000	(0.0003)	减持
上海能源	1	(1)	1	(1)	13	(75)	0.02	(0.10)	0.0000	(0.0002)	减持
淮河能源	1	(2)	1	(2)	384	(39)	0.10	(0.01)	0.0002	(0.0000)	减持
物产环能	1	1	1	1	1	1	0.00	0.00	0.0000	0.0000	增持

资料来源：Wind、德邦研究所
 注：后缀 HK 表明为港股。

2. 煤炭股高股息属性凸显，长期持有收益显著

煤炭股高股息属性凸显。2022 年绝大部分公司利润实现增长，总体同比大增 54%；综合分红率 58%，分红率较 2021 年减少 7.3PCT，从现金分红绝对值上看，行业依然保持稳健增长，同比增长 36%，综合股息率 10%。虽然部分企业分红率有所下降，但分红总金额仍在提升，且大部分的煤炭企业分红率均有所提升。我们认为部分企业分红率下降主要在对前期的成本进行最后一步的补充以及对负债的偿还。我们统计了各上市公司截至 2023 年第三季度的净现金/净资产，其中潞安环能、晋控煤业及恒源煤电分别为 54.0%、48.4%、43.9%，未来分红有进一步提升潜力。截至 2024 年 1 月 23 日，样本内煤炭股平均股息率高达 6.8%。

表 2：截至 2024 年 1 月 23 日，煤炭股股息率一览

证券代码	证券简称	总市值	2022 年分红率	2023 预测业绩 (亿元)	股息率 (%)	净现金/净资产
601699.SH	潞安环能	651	60%	92.21	8.5%	54.0%
601001.SH	晋控煤业	197	35%	29.49	5.2%	48.4%
600971.SH	恒源煤电	131	48%	22.87	8.3%	43.9%
601225.SH	陕西煤业	2,203	60%	235.55	6.4%	35.5%
601088.SH	中国神华	6,606	73%	629.41	6.9%	23.5%
600546.SH	山煤国际	329	64%	54.00	10.5%	20.3%
601898.SH	中煤能源	1,403	30%	203.00	4.3%	19.9%
000983.SZ	山西焦煤	565	64%	77.36	8.7%	19.3%
600508.SH	上海能源	97	30%	18.13	5.7%	15.7%
000552.SZ	甘肃能化	156	20%	21.00	2.7%	13.1%
600985.SH	淮北矿业	415	37%	66.48	6.0%	2.0%
600348.SH	华阳股份	342	30%	57.71	5.1%	
600123.SH	兰花科创	166	35%	25.94	5.6%	
601666.SH	平煤股份	255	60%	41.38	9.7%	
002128.SZ	电投能源	319	28%	42.27	3.7%	
000937.SZ	冀中能源	257	79%	45.29	14.0%	
601101.SH	昊华能源	91	36%	13.72	5.5%	
600395.SH	盘江股份	128	40%	10.64	3.3%	
600188.SH	兖矿能源	1,561	49%	206.06	6.5%	
601918.SH	新集能源	142	14%	21.05	2.0%	
600256.SH	广汇能源	473	46%	71.52	10.0%	

平均

6.8%

资料来源：Wind、德邦研究所

注：除潞安环能、陕西煤业、山煤国际、中煤能源、淮北矿业、平煤股份、电投能源盈利预测来自德邦证券研究所，其余来自于Wind一致预期，新集能源为23年业绩预告值。

注：平煤股份分红率为最新承诺最低分红比例。

注：净现金=货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+长短期债务及借款

注：广汇能源股息率=每股最低分红金额*总股本/总市值，其余公司股息率=分红率*预测业绩/总市值

煤炭股长期持有收益显著，建议加配。长期持有收益主要包括资本利得和分红收益，通过测算各样本公司自上市以来至2022年的股价收益及分红收益得出，样本内公司平均复合收益为8.3%。如果将分红收益再投资，则样本内公司平均复合再投资收益为8.7%。

表 3：煤炭股上市以来至 2022 年的持有收益以及分红收益测算

公司名称	股价收益率	分红收益率	总收益率 1	分红收益率（再投资）	总收益率 2	复合收益	复合收益（再投资）
兰花科创	1534%	306%	1840%	488%	2022%	13%	13%
兖矿能源	1551%	112%	1663%	300%	1852%	12%	13%
华阳股份	1438%	163%	1601%	371%	1810%	15%	16%
山西焦煤	883%	131%	1014%	240%	1124%	11%	12%
潞安环能	664%	124%	788%	228%	892%	14%	14%
陕西煤业	459%	71%	530%	141%	600%	23%	24%
恒源煤电	343%	165%	508%	252%	595%	10%	11%
甘肃能化	273%	278%	550%	306%	579%	7%	7%
盘江股份	219%	199%	418%	189%	409%	8%	8%
上海能源	294%	45%	339%	74%	368%	7%	7%
平煤股份	229%	70%	299%	93%	321%	8%	9%
开滦股份	175%	72%	248%	81%	256%	7%	7%
晋控煤业	139%	122%	261%	24%	162%	8%	6%
电投能源	43%	43%	86%	61%	104%	4%	5%
淮北矿业	57%	25%	82%	31%	88%	113%	17%
山煤国际	7%	22%	29%	25%	32%	2%	2%
中国神华	-14%	20%	6%	38%	24%	0%	1%
昊华能源	-35%	14%	-21%	14%	-21%	-2%	-2%
中煤能源	-51%	5%	-46%	7%	-44%	-4%	-4%

资料来源：Wind、德邦研究所

注：总收益率 1 = 股价收益率+分红收益率；总收益率 2 = 股价收益率+分红再投资收益率；复合收益为总收益率 1 的年化；复合收益（再投资）为总收益率 2 的年化。

注：山煤国际、淮北矿业均为借壳上市，自借壳上市日起计算收益。

3. 投资建议

我们认为随着7月24日政治局会议召开、9月6日两办发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，煤炭行业基本面和预期发生重大变化，行业供给快速释放后趋于平稳，行业将由被动去库向主动补库过渡，预计2023年三季度是全年业绩低点，**2024年行业盈利仍将同比增长、前低后高**。平煤股份、中煤能源、中国神华、陕西煤业等优质煤企控股股东陆续发布股份增持计划**彰显信心**，低资本开支下煤炭板块的高股息具有吸引力，且在中国特色估值体系持续推动下，企业价值进一步得到股东的重视。**推荐三个方向：**

- **双焦弹性。**复苏预期下，双焦在经历前期的价格的大幅下跌后存在反弹空间，推荐：潞安环能、平煤股份、淮北矿业、中国旭阳集团，建议关注：山西焦煤、陕西黑猫等。

- **优质分红。**优质公司具备长期分红能力，且随着资本开支下降，分红率具备持续提升空间，推荐：山煤国际、中煤能源，建议关注：中国神华、陕西煤业、兖矿能源等。
- **长期增量。**有产能释放的公司可穿越牛熊，在下一波周期启动时具备更强的爆发性，建议关注：广汇能源、华阳股份、昊华能源等。

4. 风险提示

1、海外经济衰退幅度超预期。将导致海外能源价格持续大幅下跌，使得国内煤炭进口规模增加。

2、国内经济复苏力度不及预期。将导致对于煤炭需求增速小于供给增速，使得国内煤炭价格下跌。

3、发生重大煤炭安全事故风险。将导致全国煤矿的安全生产督查收紧，国内煤炭供应增量释放受到限制，对煤价形成阶段性利多扰动。

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。