



公用事业行业专题研究

买入（首次评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 联系人：汪知瑶

xujunyi@gjzq.com.cn

wangzhiyao@gjzq.com.cn

煤炭高股息行情持续，“确定性”驱动板块估值重塑

投资逻辑

- **纵向对比：为何近期煤价走弱但板块指数整体趋势上行？——本轮涨的是估值的提升。**
- ✓ 2021年至10M24煤炭板块指数与煤价相关性较强，几轮行情本质上都源于煤价上涨带来的业绩增长预期。而11M23至1M24板块指数和煤价相关性脱钩，在煤价走弱的情况下板块指数趋势上行。我们认为本轮板块行情已较之前发生了内在逻辑的变化，股价上涨的主要因素已转变为高股息资产价值发现带来的估值重塑。
- **横向对比：为何11M23以来煤炭板块走势较好？——行业符合供给稀缺、质地优、高分红且股息率领先。**
- ✓ 高股息行情的本质是在震荡市中，市场寻找“供给稀缺”、“质地优”、“重视投资者回报”的资产，即为“确定性”价值认可度的提升；煤炭当前增产受限、“供给约束”带来的议价能力助力业绩企稳，且行业企业现金流充裕、盈利质量较高且分红水平领先，与市场需求较为契合，因而板块指数得以在近期大盘走势震荡下行时逆势上涨。
- ✓ 对比其他高股息板块来看，煤炭板块指数1H23走势相对较弱，主因上半年煤价持续下行30%的基本面利空所致；而11M23起市场高股息策略配置对煤炭板块有了较大的倾斜，主因煤炭板块股息率远超其他行业、配置性价比凸显，且9-10M23淡季煤价超预期给予了煤价底部支撑的验证，板块基本面的企稳得到了市场的认可。
- **典例分析：以中国神华和陕西煤业为例——殊途同归，“确定性”价值获认可。**
- ✓ 中国神华、陕西煤业虽业务模式差距较大，但在11M23以来的板块行情中其估值水平或估值涨势业内领先，主要因为“殊途同归”契合了市场对“确定性”的追求，也就是利润稳定叠加高分红率保障下的投资收益确定性。
- ✓ 中国神华的“确定性”来源于“高比例长协+煤电联营+领先的高分红保障”；在公司稳定基本面的支撑下，2022年起其估值在龙头煤企中持续领先，且11M23至今在估值高基数的基础上依然实现了比行业高3.4pct的涨幅。
- ✓ 陕西煤业的“确定性”来源于优质资产带来的盈利能力保障以及领先的分红承诺水平；11M23以来的板块提估值行情中，公司的估值涨幅及上涨趋势的稳定性均领先，煤炭主业盈利能力的“确定性”获得了市场的较高认可。
- **后市展望：行业β符合大势，煤炭板块估值重塑有望持续验证。**
- ✓ 我们认为2024年国内宏观经济及市场驱动力或总体偏弱、尤其Q2国内经济或进入“增速放缓期”，持续利好高股息资产的价值发现；若后期经济复苏超预期，煤炭板块仍有望凭借顺周期属性跑出一定的超额收益。在市场愈发重视投资者回报相关指标、叠加国企改革和市值管理要求提出带来利好的背景下，煤炭高股息资产的“确定性”价值认可度有望持续居高，板块估值重塑或持续演绎。
- ✓ 预计24-25年煤价将出现波幅环比收窄、价格底部具备强支撑的特征；一方面，煤价波幅收窄将使得“煤价大涨大跌-板块指数大幅波动-带来资本利得不确定性”的传导受阻，未来煤价对板块指数的波动影响或将有所减小；更为重要的是，供给受限引发行业新产能周期难以开启，行业周期属性持续弱化，因而煤价底部支撑力强，为未来龙头煤企业绩和分红的稳定性提供重要保障。虽然估值有所提升后目前板块股息率已有所下行，但仍领先其他行业、配置性价比仍较高，其中代表性龙头煤企24-25年股息率或仍有6%以上，且降息背景下投资者对股息率要求或有所降低，煤炭高股息资产未来估值中枢提升、股息率下行的空间仍较为充足。

投资建议

- 结合此次11M23起的板块行情走势以及各煤企未来利润和分红情况，我们认为在高分红的利润内驱的稳定性、以及“确定性”带来的估值提升趋势稳定性方面推荐关注中国神华、陕西煤业、山西焦煤；同时推荐关注未来随业绩增量逐步释放、分红提升潜力逐步展现而具备一定估值提升弹性的兖矿能源、淮北矿业。

风险提示

- 煤炭下游需求不及预期风险、进口煤炭大幅增加压低煤价风险、可再生能源加速替代风险等。



内容目录

1、现象探讨：煤炭高股息行情走势如何？为何板块指数与煤价脱钩？	4
1.1 纵向对比：为何近期煤价走弱但板块指数整体趋势上行？	4
1.2 横向对比：对比大盘和其他高股息板块，为何 11M23 以来煤炭板块走势较好？	5
2、典例分析：以中国神华和陕西煤业为例——殊途同归，“确定性”获认可	8
2.1 中国神华：“确定性”来源于高比例长协+煤电联营体系+领先的高分红保障	8
2.2 陕西煤业：“确定性”来源于优质资产带来的盈利能力保障+领先的分红承诺水平	11
3、后市展望：行业 β 符合大势，煤炭板块估值重塑有望持续验证	15
3.1 股息率领先+降息背景——煤炭板块高股息资产或持续具备较强吸引力	16
3.2 未来煤价有望波幅收窄、底部具备强支撑——板块基本面维稳最重要的基础	20
4、投资建议	25
5、风险提示	27

图表目录

图表 1： 11M23 开始煤价与煤炭板块指数走势相反，体现估值重塑驱动指数上行的逻辑	4
图表 2： 3Q23 以来煤炭走势显著跑赢大盘	5
图表 3： 与其他行业相比，煤炭板块现金流充裕、“自造血”能力强（亿元）	5
图表 4： 近年来煤炭行业经营性现金流占营收的比重处于各行业前列，回款能力强、盈利质量较好	6
图表 5： 高股息策略的判断框架	6
图表 6： 煤炭板块 1H23 走势较弱，11M23 起涨势领先其他高股息板块	7
图表 7： 2023 年 10 月末，各一级行业中煤炭行业股息率最高	7
图表 8： 各行业对比来看，2023 年 10 月末煤炭板块 PE 估值处于各高股息板块中的较低水平	8
图表 9： 中国神华 2022 年起估值超行业平均，“确定性”价值逐步得到认可	9
图表 10： 中国神华归母净利润稳定性较行业更强	9
图表 11： 中国神华近年分红率显著超行业平均水平	9
图表 12： 中国神华业务涵盖煤电产业链上中下游	10
图表 13： 中国神华煤炭、燃煤发电业务毛利率基本呈反向波动	10
图表 14： 中国神华长协比例超 80%	10
图表 15： 中国神华综合售煤价格较为稳定	10
图表 16： 经测算，长协高占比、煤电联营有利于中国神华毛利润维稳	10
图表 17： 和可比公司相比，中国神华综合毛利率稳定性较强	11
图表 18： 陕西煤业 1-3Q23 扣非归母净利润降幅在同行中较低	12
图表 19： 陕西煤业 11M23 起 PE 涨幅显著高于行业均值	12
图表 20： 陕西煤业近期 PE 增加值在同业中领先	12



图表 21:	陕西煤业自产煤业务毛利率水平、稳定性领先	13
图表 22:	公司资源优势驱动吨煤利润高企且稳定	13
图表 23:	公司约七成产量源于陕北侏罗纪煤田, 具有煤炭赋存条件好、埋藏浅等特点.....	13
图表 24:	考虑运输费后, 陕煤吨煤成本仅 250 元/吨	14
图表 25:	考虑运输费后陕煤吨煤成本优势凸显 (元/吨)	14
图表 26:	陕煤近年长协占比处于行业中游	14
图表 27:	煤质好可以赋予煤炭产品更强的议价能力	14
图表 28:	动力煤与化工煤有部分煤种重叠	15
图表 29:	陕西周边西北、西南、东南三区域均为煤炭净调入区域 (亿吨)	15
图表 30:	中证红利指数在市场下行期往往占优	15
图表 31:	高股息策略具有“攻守兼备”的特点.....	15
图表 32:	估值上涨后, 当下煤炭板块股息率在各行业中仍具备领先优势	16
图表 33:	2023-2024 年各龙头煤企股息率多数可达到 6% 以上的较高水平	17
图表 34:	以重点龙头煤企为例, 合理煤价假设下 2024-2025 年股息率有望保持较高水平.....	18
图表 35:	2020 年至今 LPR 经历了 8 次下调.....	19
图表 36:	无风险利率呈下行趋势	19
图表 37:	我国 2020 年以来央行采取了 9 次降准措施	19
图表 38:	资产比价视角下, 煤炭板块高股息配置性价比凸显 (单位: %)	20
图表 39:	近年我国煤炭产能利用率逐步提升至 73-75%.....	21
图表 40:	20 年后煤炭新批复产能规模明显减小.....	21
图表 41:	煤炭单位产能投资额逐年增加 (元/吨)	21
图表 42:	保供增产后煤炭安全事故增速反弹	21
图表 43:	2023 年我国煤炭进口量同比高增 (万吨)	21
图表 44:	23 年我国煤炭进口增量主要来自印尼、澳大利亚、蒙古、俄罗斯.....	21
图表 45:	目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平	22
图表 46:	近年我国水电装机稳步增长	23
图表 47:	近三年来水偏枯、水电利用小时数降低	23
图表 48:	水电出力较好时会对火电需求产生一定替代	23
图表 49:	2H23 三峡水库蓄水情况有所改善量 (立方米)	23
图表 50:	2H23 三峡水库出水情况有所改善量 (立方米)	23
图表 51:	中性假设下, 预计 24-25 年市场煤价中枢为 920、880 元/吨	24
图表 52:	我国煤炭供需差值及煤价对水电利用小时数和进口煤量的敏感性测试	24
图表 53:	2022 年突发因素影响下煤价高企, 23 年煤价实现基本面回归	25
图表 54:	重点公司及盈利预测	26



1、现象探讨：煤炭高股息行情走势如何？为何板块指数与煤价脱钩？

1.1 纵向对比：为何近期煤价走弱但板块指数整体趋势上行？

- 2021年至10M24，煤炭板块指数与煤价相关性较强，几轮行情本质上涨的是煤价提升带来的业绩增长预期。
- ✓ 2021-2022年，板块指数累计上涨120%，主要由于2021-2022年市场煤价（秦皇岛Q5500）中枢在国内外能源紧缺的背景下从700元/吨上行至1400元/吨，2021、2022年板块归母净利润涨幅分别高达77%、52%，板块指数拉升主要由煤企利润持续高增带动。
- ✓ 1-8M23在国内产能扩张，进口煤同比增长（尤其是澳煤进口限制放开）的影响下，煤价中枢回调近30%至800元/吨，煤企盈利能力下滑，带动板块指数回调。
- ✓ 9M23虽在电煤消费淡季，但“金九银十”的非电煤需求超预期带动煤价在一个月中大幅上行20%至1000元/吨以上，煤企业绩修复向好预期拉动板块指数再度上行约10%。而随着10M23上旬大秦线检修结束、运力增长，叠加正值电煤消费淡季、“金九银十”末非电行业用煤需求回落，月内看跌观望情绪占据主导，煤价步入回落行情，板块指数也跟随出现小幅回调。
- 然而，11M23至1M24板块指数和煤价相关性脱钩；我们认为本轮板块行情已较之前发生了内在逻辑的变化，对煤价上涨带来的业绩增长预期已不再是股价上涨的主要因素，而是转变为市场弱势震荡时高股息资产价值发现带来的估值重塑驱动。
- ✓ 11M23至今，煤价旺季不旺、走势偏弱。一方面，供给侧冬季生产保供力度延续，叠加长协煤、进口煤持续供应充足，整体供给侧较为宽松；另一方面，冬季几轮降温持续时长短于预期，电厂日耗虽有所提升但幅度不大，且在长协煤和进口煤的补给下终端煤炭供应较为充足，港口库存持续高企、直到12月末才有所去库但仍然保持历史高位，因而港口市场价在传统旺季期并未兑现上涨行情，反而在12月小幅微增后就震荡走弱，1M24中旬煤价中枢已由12M23下旬的940元/吨下降至910元/吨。
- ✓ 在11M23至今煤价震荡走弱的情况下，煤企4Q23业绩表现也将整体较为平淡，若按以往煤炭板块指数与煤价继续挂钩的规律，则板块指数也难有较大起色。但从数据观测可知，11月初开始板块指数在煤价走弱的背景下依然稳步上行，截至2024年1月24日较2023年11月初上涨了约12%，板块指数展现出与煤价相反的走势，二者关联度大幅下行，板块指数提升已由“业绩驱动”转为“估值驱动”。

图表1：11M23开始煤价与煤炭板块指数走势相反，体现估值重塑驱动指数上行的逻辑



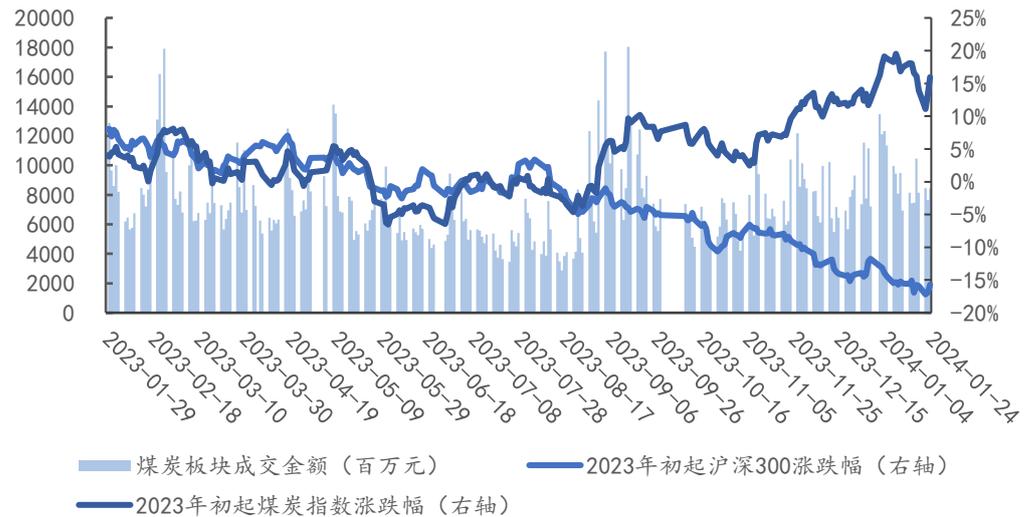
来源：Wind、国金证券研究所



1.2 横向对比：对比大盘和其他高股息板块，为何 11M23 以来煤炭板块走势较好？

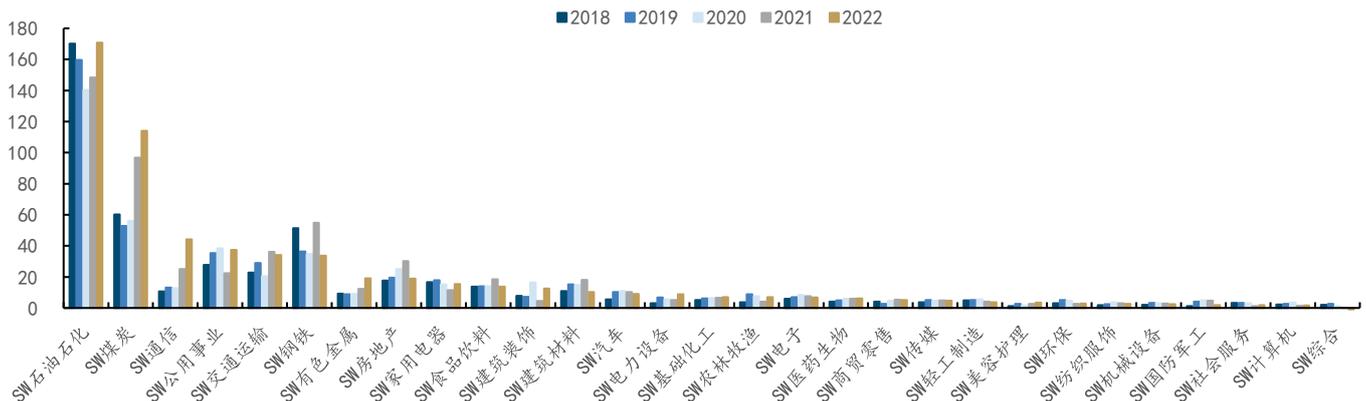
- 高股息行情的本质：震荡市中，市场寻找“供给稀缺”、“质地优”、“重视投资者回报”的资产，本质上是在不确定中寻找“确定性”。
- ✓ 2023 年经济整体呈现弱复苏态势，市场表现也较为震荡，尤其 3Q23 开始，大盘走势持续下行，体现市场整体对经济复苏的信心不足、且市场其他主线仍不明确，而高股息的煤炭板块却逆势上行。
- ✓ 我们认为，我国经济复苏当前面临的最主要短板还是集中于总需求不足，叠加当下制造业供给整体较为过剩，在其他行业议价权有所下行的背景下，具有一定供给约束的资源品的定价权则愈发凸显，从而带来更加稳定的利润和现金流、即相对较优的公司质地，同时供给约束限制产能扩张下资金支出需求低、自由现金流充裕，使其往往分红意愿和能力较强。综上，在稳定的盈利能力和分红水平驱使下，之前投资收益并不算突出的优质资源类资产的关注度持续提升。
- ✓ 煤炭资产对市场所追求的“供给稀缺”、“质地优”、“重视投资者回报”三大特征的契合度较高：一方面，在我国“双碳”目标规划下，未来煤炭总供给增长受到较大限制，其较强的“供给约束”属性为煤价和煤企业绩稳定提供重要支撑；另一方面，与各行业对比来看，煤炭企业现金流充裕、“自造血”能力强，同时回款能力强、盈利质量较好，体现出经济增长中枢下行期各行业盈利能力整体下行时“现金奶牛”类资产的投资价值；此外，板块 20-22 年分红率平均水平高达 60%，且龙头煤企分红承诺水平多在 30%-60% 的较高水平，因而投资者分红回报具备较强保障。

图表2：3Q23 以来煤炭走势显著跑赢大盘



来源：I find、国金证券研究所

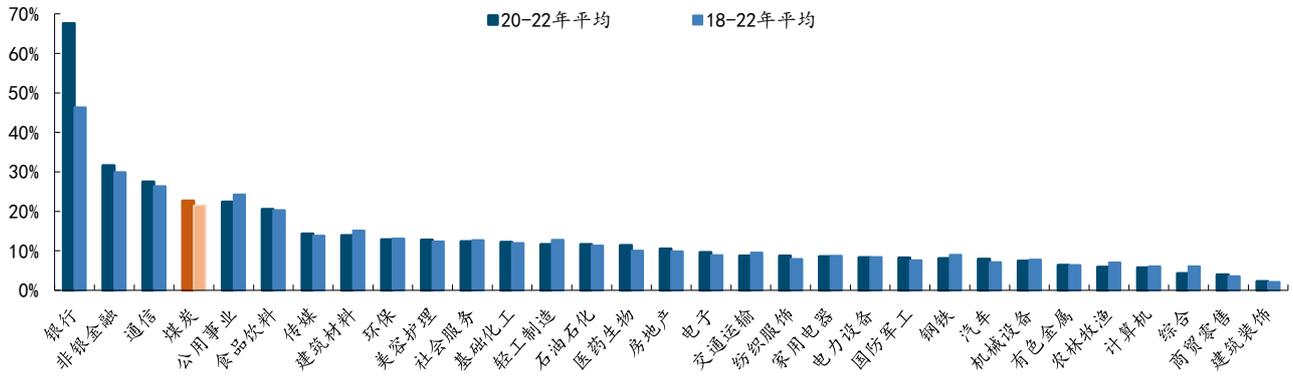
图表3：与其他行业相比，煤炭板块现金流充裕、“自造血”能力强（亿元）



来源：I find、国金证券研究所（图为各行业经营性现金流净额，采用算术平均值，考虑到图表易读性，作图时未包含 SW 银行及 SW 非银金融）



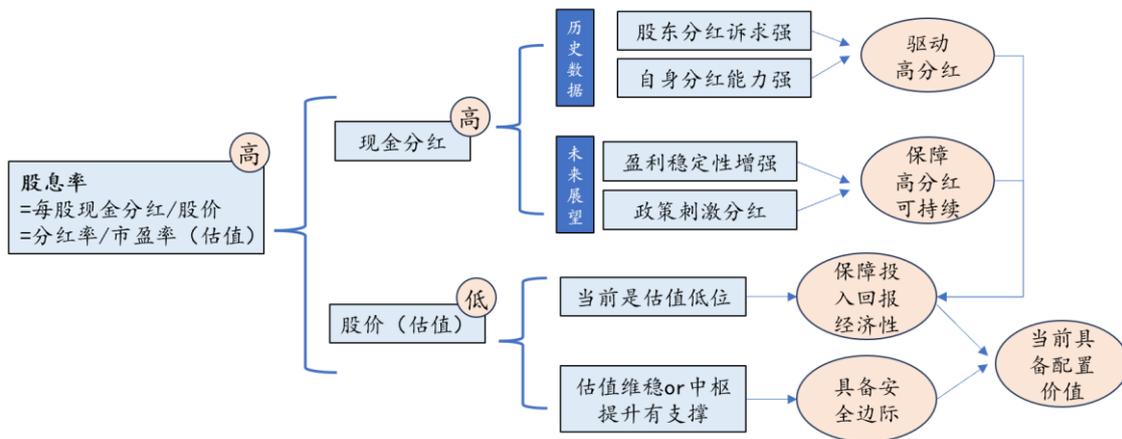
图表4：近年来煤炭行业经营性现金流占营收的比重处于各行业前列，回款能力强、盈利质量较好



来源：I find、国金证券研究所（图为各行业经营性现金流占营收的比值）

- 高股息走出估值重塑的大行情时，市场关注点不仅在于股息率，还需要高股息资产所处板块的稳定基本面的支撑。
- ✓ 我们在 2023 年 10 月 30 日发布的《不确定性中的一缕光，煤炭板块高股息资产价值凸显》中提到过高股息策略的判断框架，我们认为高股息策略的本质虽然是“高分红+低估值”，但是分红方面，不仅要看当下分红水平的高低，还需考虑公司现阶段的高分红能否维持；估值方面，低估值不是唯一衡量标准，还要分析公司为何处于低估值状态、市场是否真实反映了公司的实际价值以及估值未来的走向。因此，该框架本质上反应的就是高股息率并非唯一筛选标准，还需要市场对高股息行业整体基本面稳定性的认可。

图表5：高股息策略的判断框架

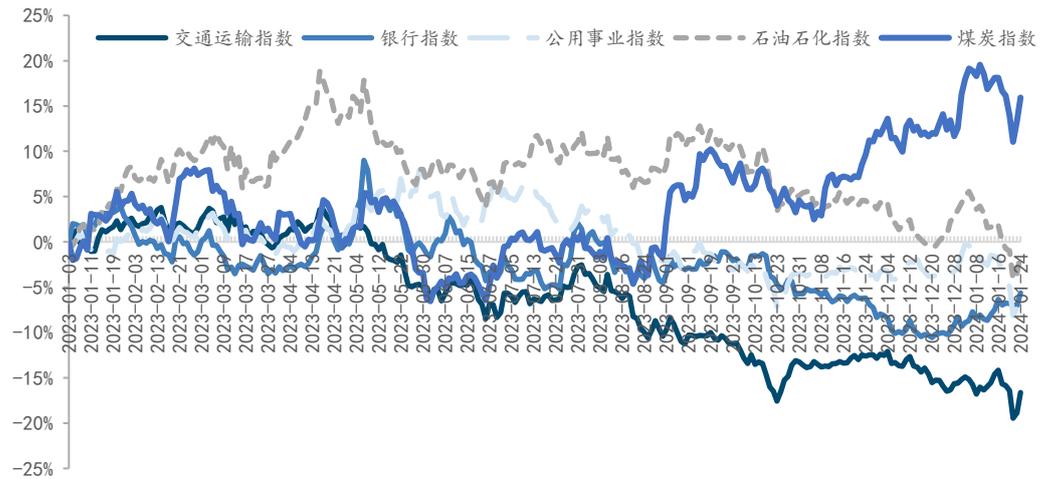


来源：国金证券研究所

- ✓ 该框架可以较好的解释为何煤炭板块虽然股息率领先，但 1H23 并未走出较为明显的高股息行情。对比其他高股息板块来看，煤炭板块指数 2023 年前中段走势相对较弱，主要因为上半年板块有煤价大幅下行 30% 的较为明显的基本面利空。9M23 起大盘整体持续下跌，高股息板块关注度有所提升，此时煤炭板块在煤价超预期上涨时基本面转好、指数有所上行后，10M23 指数又随煤价回落而有所回调；本质来讲，此时板块行情还处于我们在 1.1 中所提到的业绩驱动期，板块上行持续时间较短或主要由煤价波动带来市场对煤企盈利能力的判断来回切换所导致的。



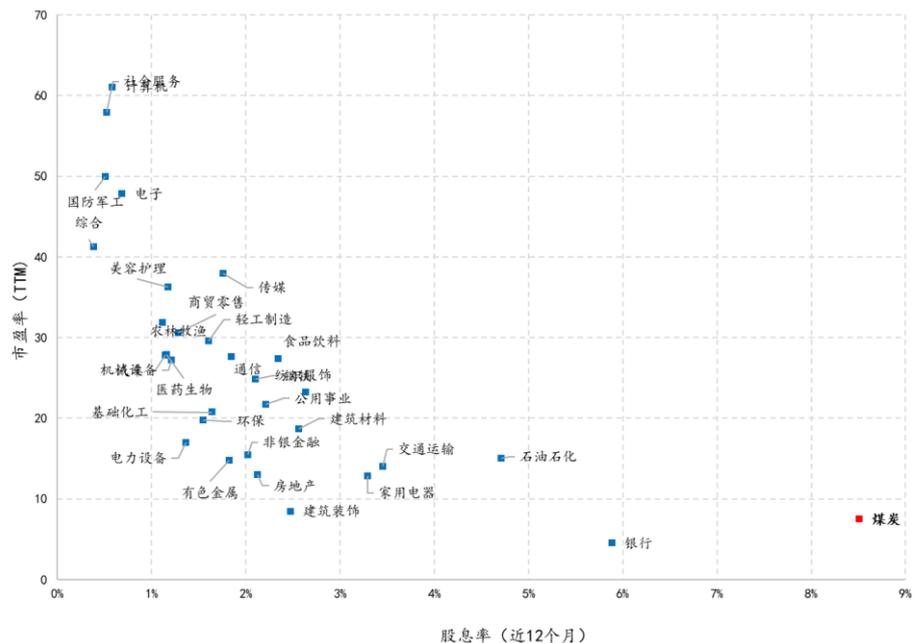
图6: 煤炭板块 1H23 走势较弱, 11M23 起涨势领先其他高股息板块



来源: Ifind、国金证券研究所 (图为各指数较 2023 年初的涨跌幅变化)

- ✓ 站在 2023 年 10 月末的节点看, 市场在进行高股息策略配置时对煤炭板块有了较大的倾斜: 一方面, 当时煤炭板块经历了 1H23 和 10M23 两波回调后, 整体估值水平处于历史低位, 且在各行业 PE 排名中也较为靠后, 叠加较高的分红水平, 使其股息率远超其他行业 (2023 年 10 月末板块股息率约 8.5%)。另一方面, 虽然市场对冬季煤价提升带来的板块基本面转好预期也一定程度上带动了煤炭板块指数逆势稳步上涨, 但最终旺季煤价上涨并未如期落地时板块上涨行情仍然持续演绎, 主要由于 2H23 的煤价已在 10 月底淡季结束时基本验证 900 元/吨以上的底部支撑, 4Q23 板块行情演绎的过程中煤价也稳定保持在 910-960 元/吨的较高水平, 整体板块基本面的企稳愈发得到市场的认可。对比石油石化板块来看, 11M23 起的高股息行情中石化板块指数涨势回落, 与 4Q23 起的油价持续回落了 20%有较大关系, 进一步说明了基本面稳定对高股息行情的重要性。
- ✓ 综上, 在 11M23 起大盘指数表现走弱、市场对高股息资产的关注度进一步提升时, 煤炭作为“性价比更高 (股息率最高)”、“基本面企稳获得认可”的高股息板块, 在煤价不及预期时仍然走出了在各高股息板块中表现突出的、已持续近三个月的高股息优质资产估值提升行情。

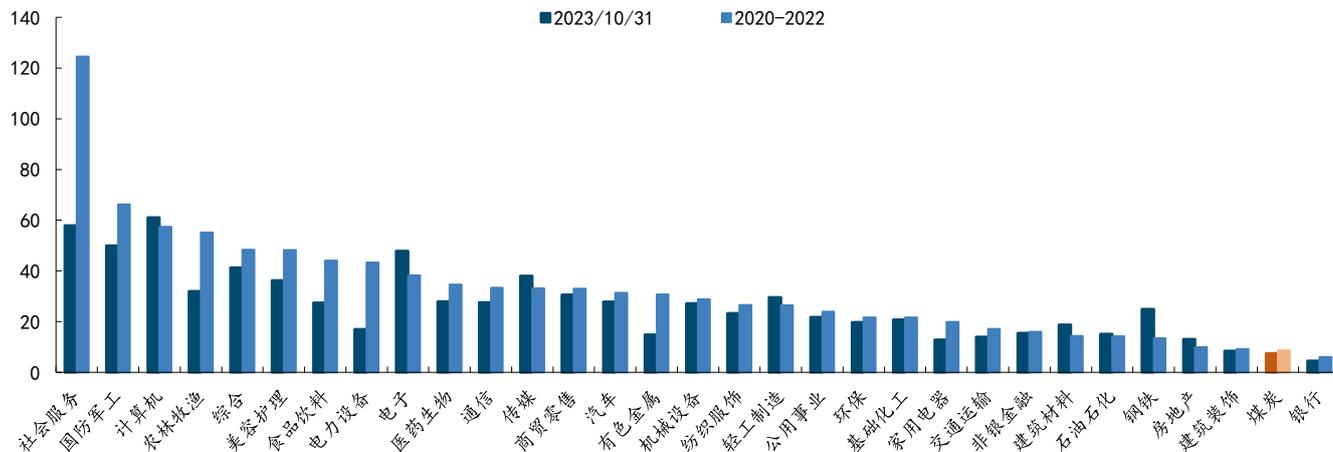
图7: 2023 年 10 月末, 各一级行业中煤炭行业股息率最高



来源: Wind、国金证券研究所 (数据截至 2023 年 10 月 31 日)



图表8：各行业对比来看，2023年10月末煤炭板块PE估值处于各高股息板块中的较低水平



来源：I find、国金证券研究所（均值为20、21、22年底PE水平取平均，23年数据截至23年10月31日）

2、典例分析：以中国神华和陕西煤业为例——殊途同归，“确定性”获认可

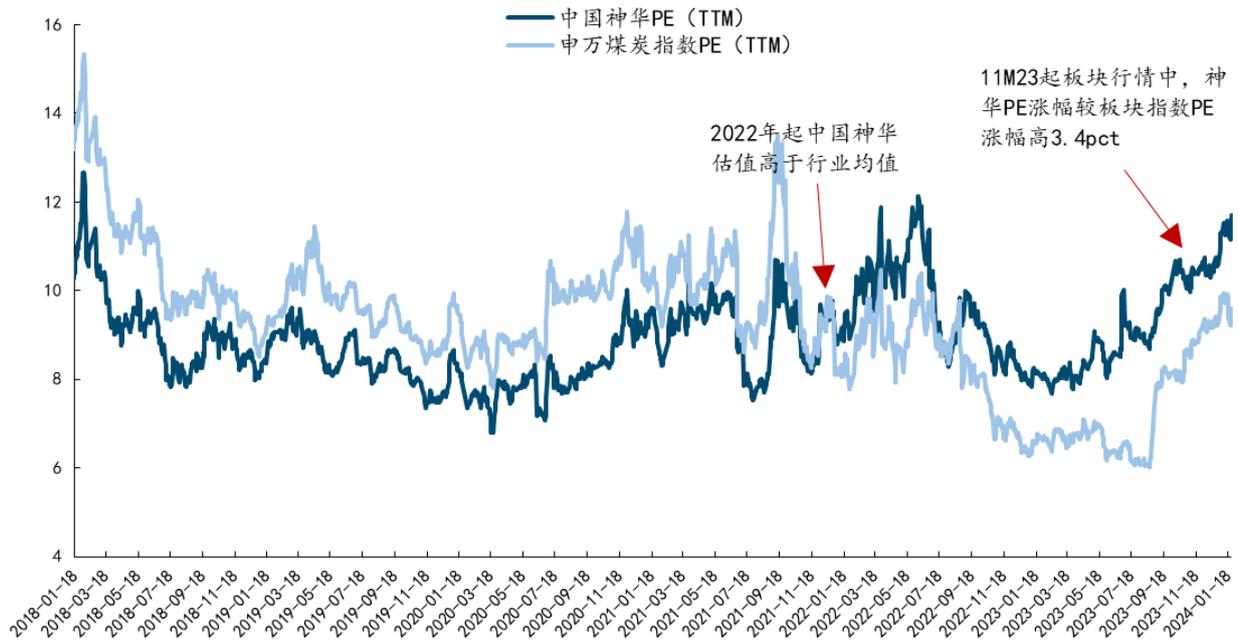
- 在11M23以来的板块行情中，申万煤炭指数中权重最高的两支龙头煤企中国神华（权重占比约20%）、陕西煤业（权重占比约15%）的估值及涨势极具代表性，我们在这里将其从指数中拿出做单独分析。我们之所以选择中国神华进行分析，是因为其2023年在龙头煤企（以300亿市值以上作为筛选标准）中PE估值水平最高，且在高基数的基础上11M23至今的行情中仍然实现了较行业平均水平更高的估值涨幅；而我们选择陕西煤业进行分析，主要因为其在11M23至今的板块行情中估值水平在上涨幅度、涨势稳定性方面均领先，体现出较高的市场认可度。
- 作为本轮行情中极具代表性的两家煤企，二者业务模式却差距较大：中国神华是“煤炭+火电”联营的代表性企业，而陕西煤业则是煤炭业务“纯度”较高的煤企。我们认为，两家业务逻辑不尽相同的龙头煤企能在本轮行情中表现亮眼，主要因为“殊途同归”契合了市场对于“确定性”的追求——这里的“确定性”更多代表着利润稳定的保障性较强所体现的优秀公司质地、叠加高分红率保障下带来的分红确定性，即代表震荡市中公司基本面和投资者收益的确定性。

2.1 中国神华：“确定性”来源于高比例长协+煤电联营体系+领先的高分红保障

- 回顾历史，中国神华在稳定的基本面支撑下，依靠历次估值阶段下行期较行业更小的估值跌幅的累积，于2022年估值首次超过行业均值，一定程度上相较板块更早的实现了“确定性”价值发现，且11M23起的提估值行情中对“确定性”逻辑进行了更为直观的演绎。
- ✓ 2022年之前，神华多数年份估值水平均低于行业均值，主要因为在之前煤价和板块指数相关度较高的时期，中国神华虽然业绩稳定性较强、且分红水平高于行业均值，但在“弹性”逻辑占优的周期行情中，其价值并未得到市场的充分认可。
- ✓ 虽然2021-2022年的板块行情主要由煤价高增带来的业绩提升预期驱动，但可发现2021年中国神华进一步增加股东回报力度、实现100.1%的超额分红，且多次煤价阶段性下行时，公司因具备较行业更稳定的基本面而实现了更小的估值跌幅，因此2021年起神华的估值和行业平均水平的差距开始逐步缩小，并在2022年初的一次板块估值下行期实现了对行业估值平均水平的赶超。往后虽然历次行情中估值涨幅仍然小于板块平均水平，但基本还是依靠下行期较板块更小的降幅而保持显著高于板块均值的估值水平。一定程度上这也是中国神华在历次板块下行期“确定性”价值的逐步发现。
- ✓ 本轮11M23起的行情中，当行情驱动因素由煤价（业绩）实质性切换为估值时，中国神华在保持龙头煤企中最高估值（高基数）的同时，仍然实现了较板块指数高3.4pct的涨幅。

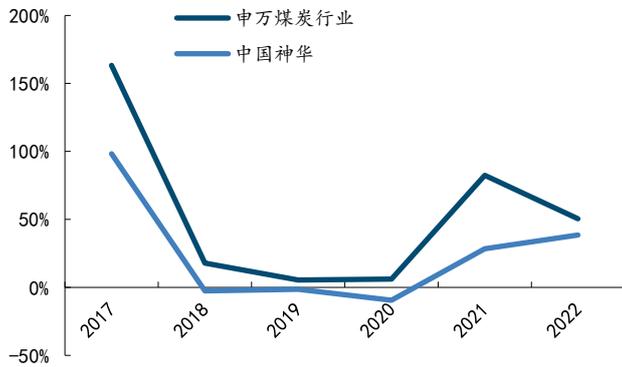


图表9：中国神华 2022 年起估值超行业平均，“确定性”价值逐步得到认可



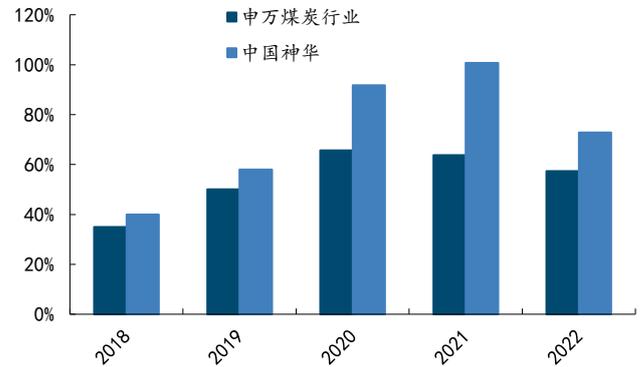
来源：I find、国金证券研究所

图表10：中国神华归母净利润稳定性较行业更强



来源：I find、国金证券研究所（图为归母净利润同比变动幅度）

图表11：中国神华近年分红率显著超行业平均水平

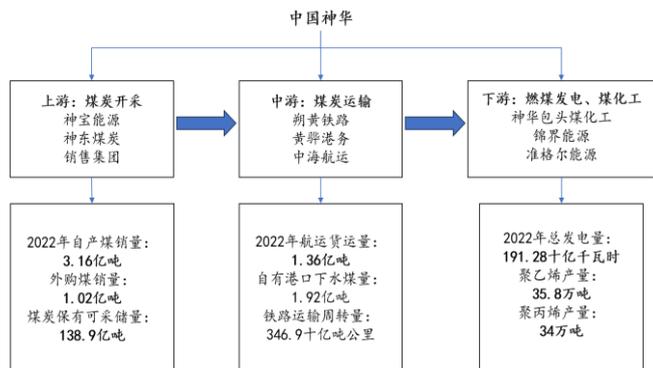


来源：I find、国金证券研究所（图为年度分红率）

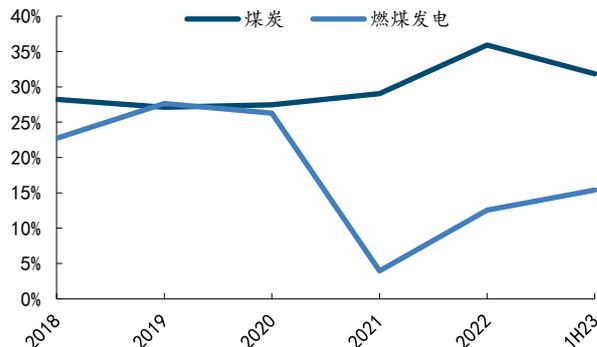
- 中国神华的“确定性”主要来源于何处？——高长协占比、多业务协同带来的业绩稳定性保障，以及行业领先的分红承诺和优秀的兑现历史对“高分红”属性的持续强化。
- ✓ 从商业模式来看，中国神华具备“煤电联营”的业务协同体系，由于煤炭、火电为互相分割产业链利润的上下游关系，因而可对公司业绩起到平滑作用。公司深耕煤炭全产业链，以煤炭生产与销售业务为基础形成了“煤炭、铁路、港口、航运、电力、煤化工”的一体化运营方式。1H23 市场煤价大幅下行时，煤炭业务、火电业务毛利率则分别同比-4.5pct、+3.7pct，可见二者变动幅度呈现一定反向关系可对利润起到平滑作用。



图表12: 中国神华业务涵盖煤电产业链上中下游



图表13: 中国神华煤炭、燃煤发电业务毛利率基本呈反向波动

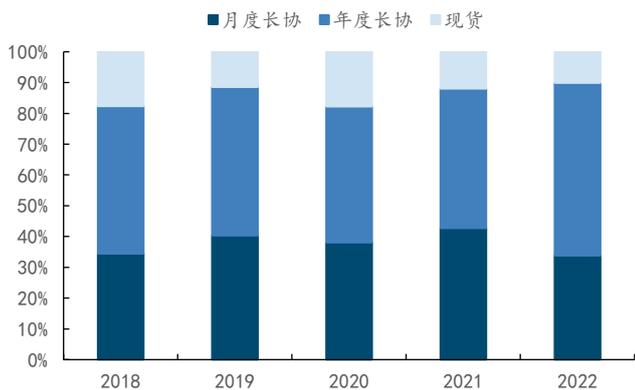


来源: 公司官网、国金证券研究所

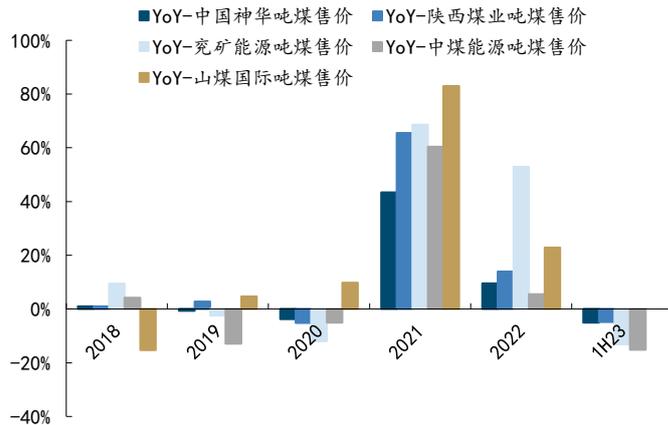
来源: Ifind、国金证券研究所

✓ 从销售结构看, 中国神华长协占比超过 80%、处于行业领先水平, 从而可有效平抑市场煤价波动对公司业绩的扰动。将年度长协与月度长协销售合计来看, 公司长协销售占比近五年均保持在 80%以上, 且 2022、1H23 长协煤销售量占比分别达到 89%、86%, 在上市煤企中占比处于领先地位。受益于长协煤的高占比, 公司近年来煤炭综合销售价格波动幅度小于可比公司, 尤其是 1H23 市场煤价大幅下行 30%时, 公司煤炭综合售价也仅回落 5.1%至 601 元/吨, 降幅分别较兖矿能源、中煤能源低 8.1pct、10.1pct。

图表14: 中国神华长协比例超 80%



图表15: 中国神华综合售煤价格较为稳定



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 各公司公告、国金证券研究所

✓ 结合长协占比和煤电联营双方面来看, 可对 2024 年公司业务毛利润对于市场煤的价格波动进行敏感型测算: 若假设公司无长协煤销售, 则市场煤价下行 5%、10%时, 公司毛利润降幅可分别达到 -15%、-29%, 若考虑 80%的长协煤占比则可将降幅收窄至 -9%、-15%, 若再考虑煤电联营的协同效应则可进一步将降幅收窄至 -4%、-7%。可见长协高占比、多业务协同可有效增强公司的抗风险能力。从历史数据看, 近年来尽管煤价经历过较大幅度的波动, 但中国神华的综合毛利率稳定处于 35-40%的区间内, 与可比公司对比来看业绩稳定性较强。

图表16: 经测算, 长协高占比、煤电联营有利于中国神华毛利润维稳

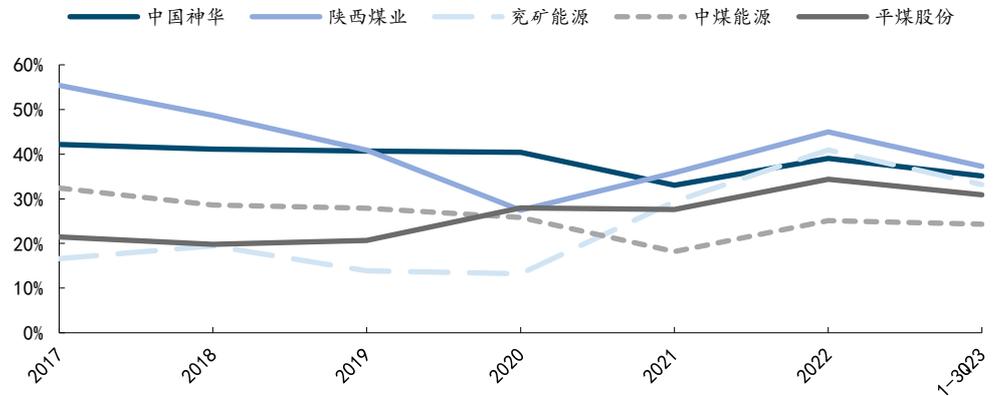
2024 年毛利润 变动幅度	2024 年市场煤价波动幅度					
	10%	5%	-5%	-10%	-15%	-20%
全现货-仅考虑 煤炭业务	29.4%	14.7%	-14.7%	-29.4%	-44.1%	-58.8%



2024 年毛利润 变动幅度	2024 年市场煤价波动幅度					
	10%	5%	-5%	-10%	-15%	-20%
有 80%长协-仅 考虑煤炭业务	12.9%	4.8%	-9.2%	-15.0%	-24.5%	-35.3%
有 80%长协-考 虑煤电联营	8.7%	3.9%	-3.9%	-6.6%	-12.7%	-20.0%

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所（假设电价波动幅度为煤价波动幅度的 1/5，假设 2024 年售煤量、发电量、吨煤成本不变，仅考虑煤价波动带来的利润影响，相关业绩指标采用 wind 一致预期）

图表 17: 和可比公司相比，中国神华综合毛利率稳定性较强



来源：各公司公告、Ifind、国金证券研究所

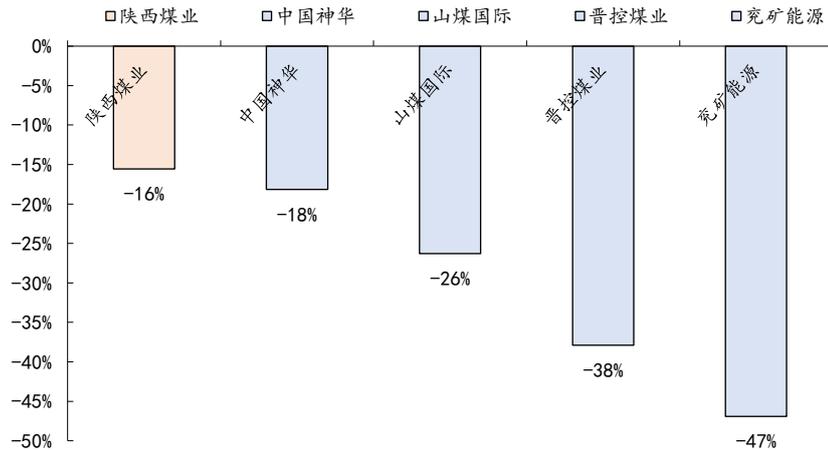
- ✓ 公司在利润确定性较强的基础上，还有着行业领先的分红保障和兑现水平：19-21 年公司的承诺分红率为 50%，2022 年披露的股东回报规划中公司进一步提出 22-24 年承诺分红率提升 10pct 至 60%。从历年分红情况来看，公司 20-22 年分红率分别高达 92%、101%、73%，均实现大幅超额兑现，分红水平持续领先板块整体，高分红、高股息属性持续强化。

2.2 陕西煤业：“确定性”来源于优质资产带来的盈利能力保障+领先的分红承诺水平

- 11M23 起的估值提升行情中，陕西煤业的“确定性”逻辑获得了市场的较高认可，驱使其估值涨幅领先行业。
- ✓ 陕西煤业长协占比不高（50%-60%），且并无煤电联营体系，相反公司煤炭主业占比较高（2022 年自产煤主业毛利润占比高达 96%），因而具有与中国神华较为不同的商业模式。而 1-3Q23 公司的扣非归母净利润降幅与同行相比更小，体现出了在 2023 年煤价整体下行时煤炭主业较强的稳定性。
- ✓ 11M23 以来的板块提估值行情中，陕西煤业估值上涨水平领先，截至 24 年 1 月 24 日涨幅近 30%，高于板块整体涨幅 19pct，且上涨趋势的稳定性也较为亮眼，可见此轮行情中其煤炭主业盈利能力的“确定性”获得了市场的高度认可。



图表18: 陕西煤业 1-3Q23 扣非归母净利润降幅在同行中较低

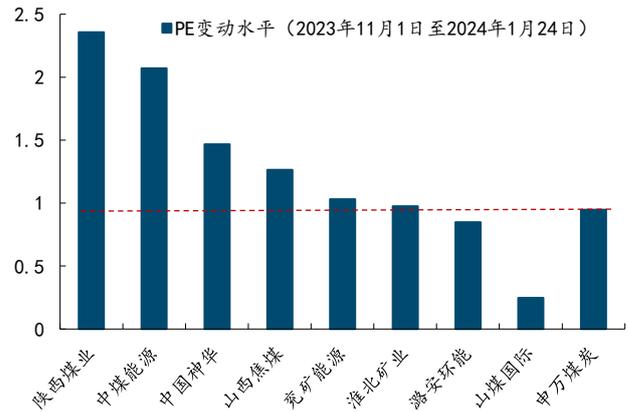


来源: 各公司公告、Ifind、国金证券研究所 (图为各公司 1-3Q23 扣非归母净利润下降幅度)

图表19: 陕西煤业 11M23 起 PE 涨幅显著高于行业均值



图表20: 陕西煤业近期 PE 增加值在同业中领先



来源: Ifind、国金证券研究所 (图为陕西煤业 PE (TTM) 和申万煤炭指数 PE (TTM)

来源: Ifind、国金证券研究所

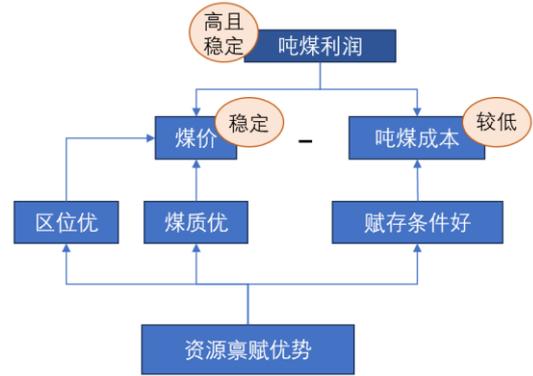
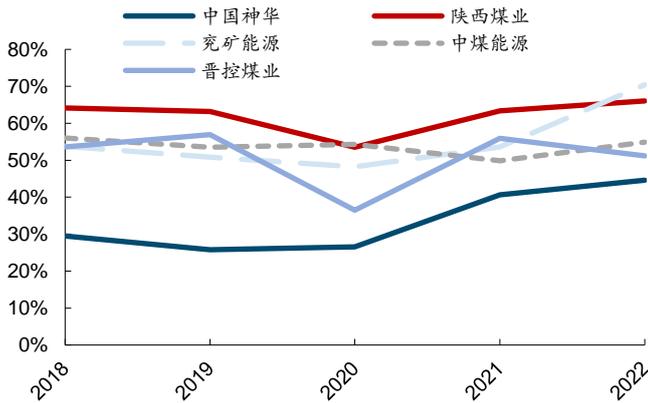
相对于 2023 年 11 月 1 日的涨跌幅)

- 陕西煤业的“确定性”主要来源于何处? ——稀缺的优质资源带来吨煤利润的高企和稳定, 高分红承诺进一步提供投资者收益保障。
- ✓ 陕西煤业自产煤利润率领先, 主业盈利能力、稳定性较强。和同行动力煤企相比, 公司自产煤业务毛利率绝对值和稳定性均领先其他头部煤企, 过去 5 年自产煤毛利率均值在龙头动力煤企中位列第一, 且基本稳定分布在 61%上下浮动约 5pct 的较高水平区间。
- ✓ 探索陕西煤业主业盈利能力较高且稳定性较强的内因, 我们认为公司资源优势凸显, 因而拆分吨煤利润来看, 公司煤炭主业在“成本”、“价格”方面均展现出一定的竞争优势。



图表21: 陕西煤业自产煤业务毛利率水平、稳定性领先

图表22: 公司资源优势驱动吨煤利润高企且稳定

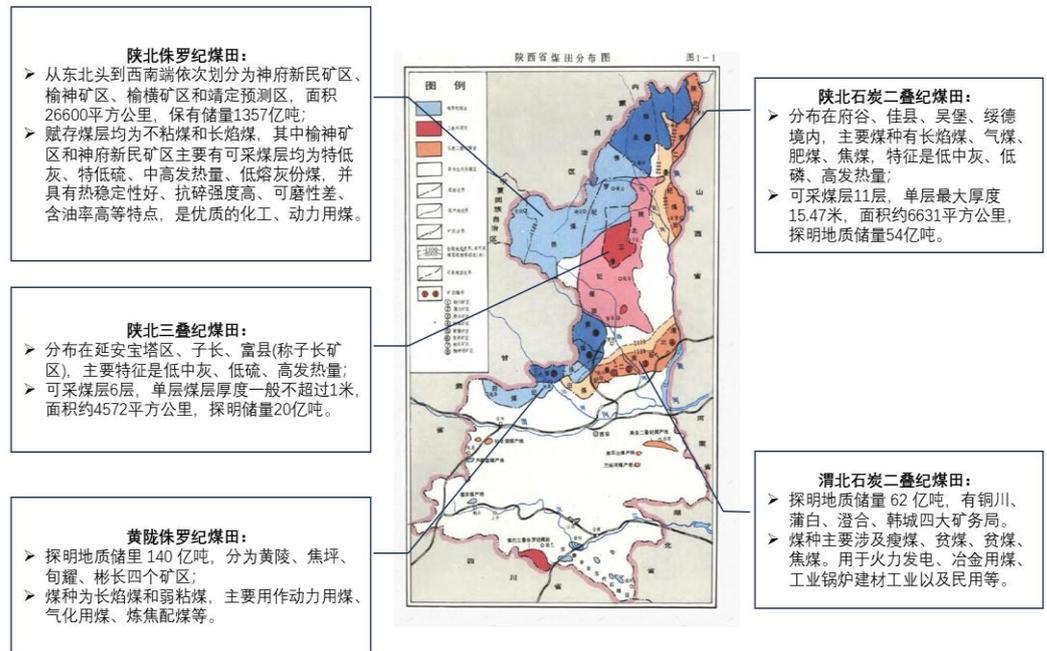


来源: Ifind、国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

- 吨煤成本: 资源禀赋加持, 打造成本核心优势。煤企的成本优势大多取决于先天条件, 一旦形成、难以被复刻; 拥有成本优势, 可在煤价波动时保障可观的吨煤利润, 赋予企业穿越周期的能力。陕西煤业自产煤的吨煤生产成本竞争力凸显, 主要因开采成本较低、运输成本较低两方面的优势所决定: ① 公司多数煤矿是近十年来投产的现代化煤矿, 尤其陕北矿区 (产量占 66%) 位于陕北侏罗纪煤田, 煤炭厚度大、埋藏浅 (大部分位于 300 米以浅)、倾角小、地质构造简单, 使其赋存条件好、埋藏浅、开采技术条件优越等特性; ② 公司优质煤炭资产具有区域性集中布局的特点, 尤其是资源量占比 32%、自产煤占比 66% 的陕北矿区资源集中布局于“北煤南运”的主运输线路浩吉铁路附近, 因而从坑口到运输干线阶段的运输费具备明显优势。综上, 公司加上运输费后公司自产煤吨煤成本约 250 元、成本优势领先全行业。

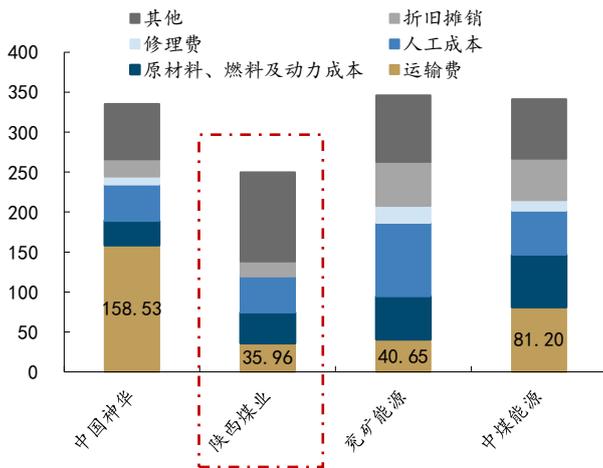
图表23: 公司约七成产量源于陕北侏罗纪煤田, 具有煤炭赋存条件好、埋藏浅等特点



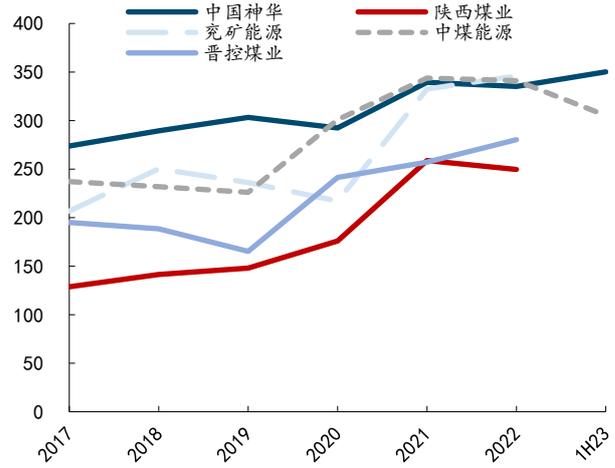
来源: 《新时期陕西省煤炭资源勘查开发布局研究》、易碳气候官方号、陕西省地方志办公室、国金证券研究所



图表24: 考虑运输费后, 陕煤吨煤成本仅 250 元/吨



图表25: 考虑运输费后陕煤吨煤成本优势凸显 (元/吨)

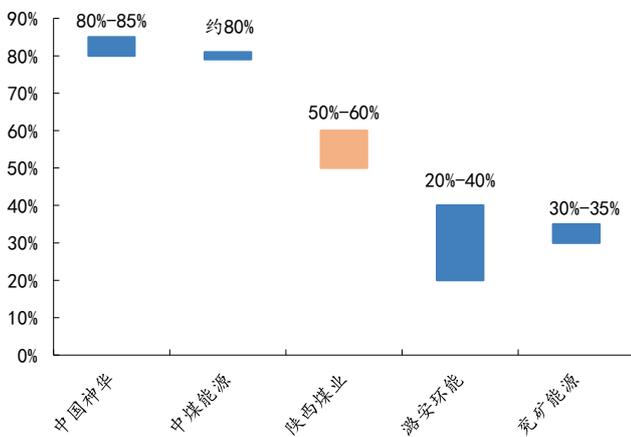


来源: Ifind、各公司公告、国金证券研究所

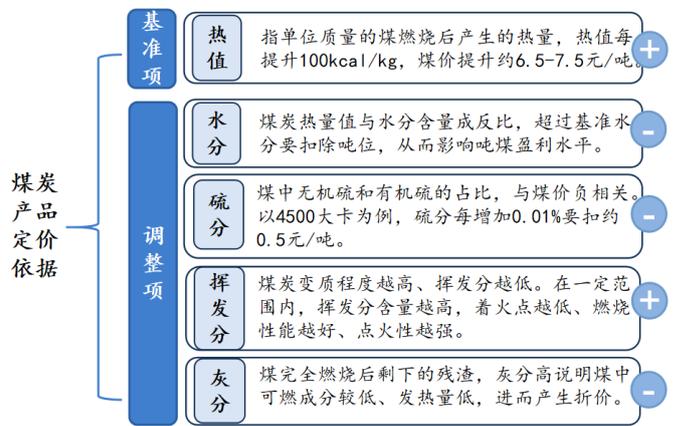
来源: Ifind、各公司公告、国金证券研究所

✓ 吨煤售价: 产品高品质+市场潜力赋能, 售煤价格具备较强支撑。公司近年长协占比处于行业中游、自身的煤炭销售结构决定其综合售煤价格处于行业中游, 但 1H23 市场煤价大幅下行时公司售煤价格下降幅度较小、价格稳定性较强(可回见图 15)。一方面, 公司自产煤的煤质优秀, 产煤区 90%以上的煤炭储量属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤, 为煤炭产品提供较强的议价能力; 且由于动力煤和化工煤有部分煤种重叠, 因而高热值的优质动力煤可选择性的卖作化工煤, 由于可不受电煤限价影响而能够实现比电煤更高的吨煤售价、从而实现公司煤质优势的效益最大化。另一方面, 陕西周边三方位均为缺煤的煤炭净调入区, 区域供需格局较为利好; 且公司布局现代能源化工“金三角”、“两湖一江”等潜力市场且有运力加持, 为煤炭产品需求提供保障, 进而为售煤价格企稳提供重要支撑。

图表26: 陕煤近年长协占比处于行业中游



图表27: 煤质好可以赋予煤炭产品更强的议价能力

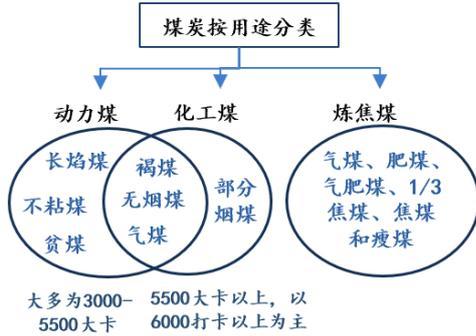


来源: 各公司公告、新浪财经、界面新闻、国金证券研究所 (注: 图为各公司近年长协煤占比的主要波动范围)

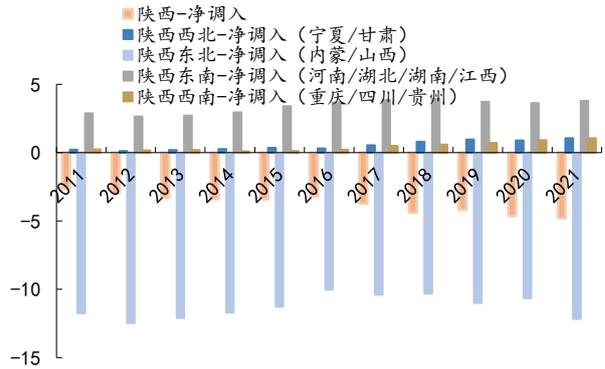
来源: 我的煤炭网、人民资讯、国金证券研究



图表28: 动力煤与化工煤有部分煤种重叠



图表29: 陕西周边西北、西南、东南三区域均为煤炭净调入区域(亿吨)



来源: 我的煤炭网、国家能源局、全球经济导报网、国金证券研究所

来源: 中国能源统计年鉴、Wind、国金证券研究

- ✓ 在公司优质资源条件驱动的对成本、价格的较强把控能力持续赋予业绩确定性的同时, 公司最新承诺 22-24 年分红率达 60%、较原承诺提高了 20pct, 结合 21-22 年 61.9%、60.2%的分红率来看, 公司分红兑现情况较好, 且整体分红水平稳定性较高, 在投资者回报方面具备较强的确定性。

3、后市展望: 行业β符合大势, 煤炭板块估值重塑有望持续验证

- 从第 1、2 章的现象探讨和案例分析可以得出, 煤炭高股息资产走出估值重塑行情时具备的三个条件为:

- ✓ ① 经济增速放缓且市场大盘走势表现较弱——11M23 以来的板块行情正是处在大盘持续走弱、经济弱复苏基本面并无实质性改善的时期。回顾历史, 2005 年至今, 高股息相关指数在 A 股市场的 8 段时间较长且跌幅较为明显的下跌期和 6 段“增速放缓期”中明显跑赢中证 A 股指数, 主要因为在资本利得给投资者带来的回报大幅缩水、多数公司盈利增速下降时, 成熟的资源型行业业绩增速相对较低但较为稳定、现金流充沛、分红率较高, 可带来较为确定的股利回报, 且通常具有低估值的抗跌特征, 此时高股息资产成为权益投资的重要“避风港”, 因而容易走出较为亮眼的板块走势。

而高股息策略不仅在熊市中可以获得超额收益, 其实还具有“攻守兼备”的特点。从历史数据可以看出, 在高股息策略占优的 3 段经济过热时期中, 中证红利指数均录得明显上涨, 主要因为高股息策略的权重行业多为顺周期行业; 其中煤炭行业下游涉及火电、建材、化工等领域, 与国内经济波动相关性较强, 其顺周期属性有望使其在经济增速较高、大盘表现较好的时候也具备一定的“进攻”属性。

图表30: 中证红利指数在市场下行期往往占优



图表31: 高股息策略具有“攻守兼备”的特点



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- ✓ ② 板块股息率需具备足够的吸引力——11M23 起大盘持续走弱为高股息资产的配置整体营造了较好的环境, 此时对比其他高股息板块来看, 煤炭板块的涨势最为亮眼, 其中很重要的原因是当时板块估值较低、股息率较高, 从而凸显了配置的性价比。
- ✓ ③ 行业/公司基本面稳定性获得市场认可——从煤炭板块行情复盘来看, 在大盘较弱的环境下, 市场资金对高股息的煤炭板块的倾斜已不一定再需要煤价上涨的刺激,



而是可以来源于震荡市中对股息回报确定性较强的稀缺资产的追求。但此时并非股息率绝对值高就一定受到市场资金的青睐，还需要市场对板块基本面稳定性的认可，例如，从行业层面来讲，1H23 煤价大幅下行时板块股息率高但指数也大幅下跌，而 9-10M23 淡季煤价底部超预期后基本面稳定性得到一定认可，这也为 11M23 开始的板块行情提供了重要基础；从公司层面来讲，业绩确定性认可度越高的上市煤企在本轮行情中 PE 绝对值或涨势的表现越为亮眼，如中国神华稳定领先的估值水平和陕西煤业领先的估值涨幅。

- 目前板块指数和 PE 估值从 11M23 起已经分别上涨了 13%、12%，板块股息率整体也有所下行，展望后市，煤炭板块估值重塑的可持续性如何？
- ✓ 针对上述第①个条件，我们认为未来的市场环境仍然利好高股息资产的配置：基于我们 2023 年 12 月 17 日发布的报告《2024 年高股息年度策略：选择哪些标的进入“避风港”？》，我们认为 2024 年国内宏观经济及市场驱动力或总体偏弱，经济复苏还将受到房地产、居民和私营企业部门信心问题、土地财政、城投融资等方面的问题挑战，尤其二季度国内经济或进入“增速放缓期”，对应国债利率下行及有效流动性收紧，尤其利好高股息策略。若之后随着各项政策逐步发力，房地产对经济的拖累进一步减弱，居民和企业端信心明显修复，中国经济复苏超预期，煤炭高股息板块仍有望通过顺周期的“进攻”属性而跑出超额收益。

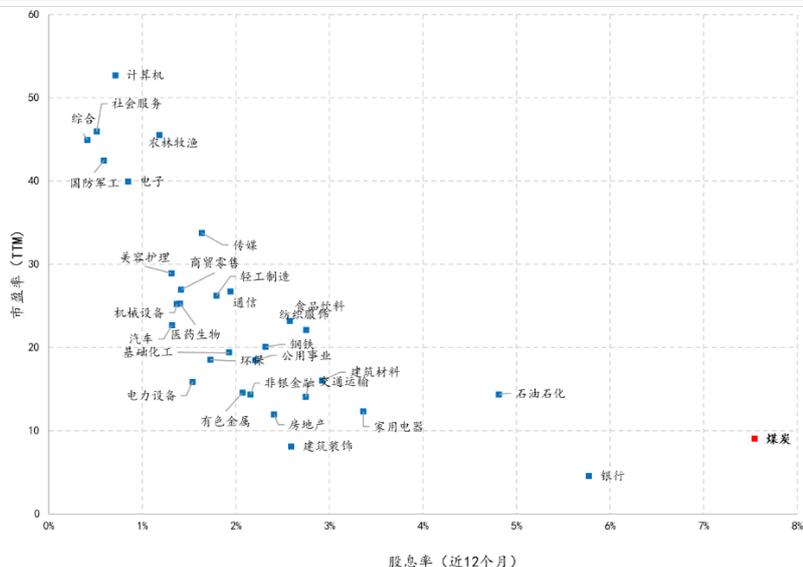
中长期看，我国经济结构持续调整、经济增长中枢相对过去有所下移，因而市场也有望持续重视现金分红、股息率等投资者回报相关指标，煤炭高股息板块的价值认可度或将保持在较高水平；尽管可能会受到短期内资金涌入造成的拥挤恐慌、煤价季节性波动（尤其 2-3M24）、市场风格变化等因素的影响而出现阶段性回调，但中长期看有望展现出估值重塑的“慢牛”行情。此外，国企改革和市值管理要求的提出将进一步促进现金流充裕的龙头煤企增加分红和回购，有望成为板块估值重塑的另一驱动力。

- ✓ 针对第②、③个条件，我们认为 24-25 年煤价波幅环比收窄、底部具备强支撑使得板块基本面持续企稳，这也是高股息资产价值获得市场持续认可的重要前提；此外，煤炭板块即便在估值已有所提升的情况下，当下股息率水平在各行业中仍保持领先，且降息环境下仍有估值提升、股息率下降的空间。我们将在 3.1、3.2 中针对条件②、③进行展开论述：

3.1 股息率领先+降息背景——煤炭板块高股息资产或持续具备较强吸引力

- 虽然煤炭板块在估值持续上行的过程中股息率已有所降低，但截至 2024 年 1 月 24 日，板块股息率（TTM）仍有 7.5% 以上、处于各行业中显著领先的水平。综合考虑 3.2 中对于煤价中枢的预测范围上下限，我们测算出重点龙头煤企 2024、2025 年全年股息率水平即便在较为悲观的煤价假设下仍能达到 6% 以上的较高水平，相对而言板块配置性价比仍然较高。

图表 32：估值上涨后，当下煤炭板块股息率在各行业中仍具备领先优势



来源：Wind、国金证券研究所（截至 2024 年 1 月 24 日）


图表33：2023-2024年各龙头煤企股息率多数可达到6%以上的较高水平

公司名称	历年分红承诺	近年分红兑现情况	23年分红率预测	PE一致预期	2023年股息率预测	24年分红率预测	PE一致预期	2024年股息率预测
中国神华	原承诺19-21年50%，最新承诺22-24年60%	近年均兑现；21-22年100.4%、72.8%，21年大幅超额兑现	70%	10.88	6.43%	70%	10.59	6.61%
陕西煤业	原承诺20-22年40%，最新承诺22-24年60%	近年均兑现，21-22年61.9%、60.2%小幅超额兑现	60%	9.57	6.27%	60%	8.83	6.80%
兖矿能源	原承诺20-24年50%，最新承诺23-25年60%	近年均兑现，21-22年60.9%、69.2%，22年超额兑现	60%	7.85	7.64%	60%	7.24	8.29%
广汇能源	原承诺20-22年年均10%，最新承诺22-24年年均30%	21-22年分别52.5%、45.8%，大幅超额兑现	42%	6.54	6.42%	40%	4.88	8.20%
中煤能源	公司章程承诺20%	近年均兑现；21-22年均30%，超额兑现	28%	7.08	3.95%	27%	6.62	4.08%
山西焦煤	21-23年年均10%	近年均兑现；21-22年64.2%、63.5%，大幅超额兑现	60%	7.52	7.98%	60%	6.86	8.75%
山煤国际	原承诺21-23年10%，最新承诺24-26年60%	近年均兑现；21-22年62.9%、63.9%，大幅超额兑现	60%	5.94	10.10%	60%	5.63	10.66%
华阳股份	原承诺18-20年年均10%，最新承诺21-23年年均10%	近年均兑现；21-22年34%、30%，大幅超额兑现	28%	5.96	4.70%	27%	5.51	4.90%
淮北矿业	原承诺19-21年10%，最新承诺22-24年30%	近年均兑现；21-22年36.3%、37.2%，超额兑现	35%	6.3	5.56%	35%	5.88	5.95%
平煤股份	公司章程原承诺10%，最新承诺22-24年30%	近年均兑现；21-22年60.2%、35.2%，21年大幅超额兑现	33%	6.5	5.08%	32%	6.01	5.32%
兰花科创	原承诺20-22年30%，最新承诺23-25年30%	近年均兑现；21-22年36.4%、35.4%，超额兑现	32%	5.82	5.50%	33%	5.31	6.21%

来源：Ifind、国金证券研究所（表中公司PE均取自Ifind一致预期，股价截至2024年1月24日）



图表34：以重点龙头煤企为例，合理煤价假设下2024-2025年股息率有望保持较高水平

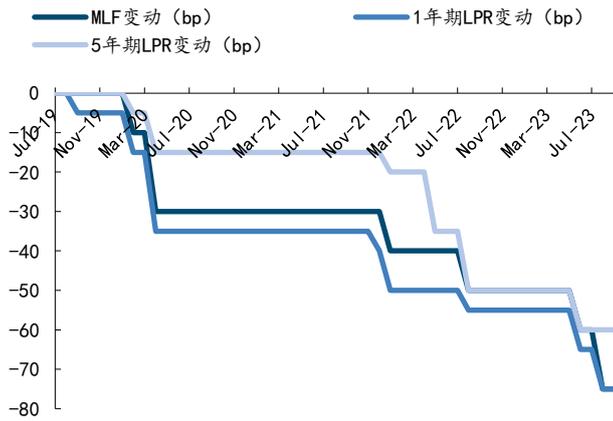
中国神华															
		2024E								2025E					
股息率		市场煤价 (元/吨)						股息率		市场煤价 (元/吨)					
预测值		850	880	910	930	940	965	预测值		800	830	860	885	905	925
长协	690	6.45%	6.48%	6.51%	6.53%	6.54%	6.56%	长协	680	6.51%	6.54%	6.57%	6.60%	6.62%	6.64%
(元	700	6.51%	6.54%	6.57%	6.58%	6.59%	6.62%	(元	690	6.57%	6.60%	6.63%	6.66%	6.68%	6.70%
/	710	6.57%	6.59%	6.62%	6.64%	6.65%	6.68%	/	700	6.63%	6.66%	6.69%	6.71%	6.73%	6.75%
吨)	720	6.62%	6.65%	6.68%	6.70%	6.71%	6.73%	吨)	710	6.69%	6.72%	6.75%	6.77%	6.79%	6.81%
陕西煤业															
		2024E								2025E					
股息率		市场煤价 (元/吨)						股息率		市场煤价 (元/吨)					
预测值		850	880	910	930	940	965	预测值		800	830	860	885	905	925
长协	690	6.49%	6.58%	6.68%	6.74%	6.77%	6.85%	长协	680	6.70%	6.80%	6.90%	6.99%	7.05%	7.12%
(元	700	6.56%	6.65%	6.75%	6.81%	6.84%	6.91%	(元	690	6.91%	7.01%	7.11%	7.19%	7.26%	7.32%
/	710	6.63%	6.72%	6.81%	6.88%	6.91%	6.98%	/	700	6.98%	7.08%	7.18%	7.26%	7.33%	7.40%
吨)	720	6.70%	6.79%	6.88%	6.94%	6.98%	7.05%	吨)	710	7.06%	7.16%	7.26%	7.34%	7.41%	7.47%
兖矿能源															
		2024E								2025E					
股息率		市场煤价 (元/吨)						股息率		市场煤价 (元/吨)					
预测值		850	880	910	930	940	965	预测值		800	830	860	885	905	925
长协	690	8.08%	8.26%	8.44%	8.56%	8.62%	8.78%	长协	680	8.41%	8.61%	8.81%	8.98%	9.11%	9.24%
(元	700	8.11%	8.29%	8.47%	8.59%	8.65%	8.80%	(元	690	8.44%	8.64%	8.84%	9.01%	9.14%	9.27%
/	710	8.13%	8.31%	8.50%	8.62%	8.68%	8.83%	/	700	8.47%	8.67%	8.87%	9.03%	9.17%	9.30%
吨)	720	8.16%	8.34%	8.52%	8.64%	8.70%	8.85%	吨)	710	8.50%	8.70%	8.90%	9.06%	9.20%	9.33%
山西焦煤															
		2024E								2025E					
股息率		焦煤现货指数						股息率		焦煤现货指数					
预测值		1500	1600	1700	1800	1900	2000	预测值		1500	1600	1700	1800	1900	2000
焦煤	1300	7.18%	7.30%	7.41%	7.53%	7.65%	7.76%	焦煤	1300	7.03%	7.14%	7.25%	7.37%	7.48%	7.60%
长协	1500	8.11%	8.23%	8.34%	8.46%	8.58%	8.69%	长协	1500	7.94%	8.05%	8.16%	8.28%	8.39%	8.51%
指数	1700	9.04%	9.16%	9.27%	9.39%	9.50%	9.62%	指数	1700	8.85%	8.96%	9.07%	9.19%	9.30%	9.42%
	1900	9.97%	10.08%	10.20%	10.32%	10.43%	10.55%		1900	9.76%	9.87%	9.98%	10.10%	10.21%	10.33%

来源：各公司公告、Iifind、国金证券研究所（以2024年1月24日收盘价为计算依据，24年分红率假设同表33，25年假设分红率保持不变，相关业绩预测信息采用Iifind一致预期；焦煤现货指数为中价新华山西焦煤现货价格指数，焦煤长协指数为中价新华山西焦煤长协价格指数）

- 此外，预计2024年货币政策或仍有降准、降息空间，高股息资产有望演绎“高股息吸引资金-估值提升-股息率降低-降息背景下投资者对股息率要求降低-股息率有所降低后资产仍具备吸引力-支撑估值中枢继续推升”的逻辑。由此判断，虽然煤炭板块股息率已有所下行，但未来仍有估值中枢提升、股息率下行的空间。
- ✓ 近年来我国的CPI处在低位、降息空间充足，为了持续提高市场流动性、促进企业融资发展和商品出口，降息已成为发展大趋势。2020年至今央行已宣布9次降准、8次降息的政策措施，且2024年1月24日中国人民银行行长潘功胜宣布将于2月5日再次下调存款准备金率0.5pct，整体看23年至今我国十年期国债到期收益率呈现持续下行的走势。



图表35: 2020年至今LPR经历了8次下调



图表36: 无风险利率呈下行趋势



来源: 央行官网、时代周报、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 我国2020年以来央行采取了9次降准措施

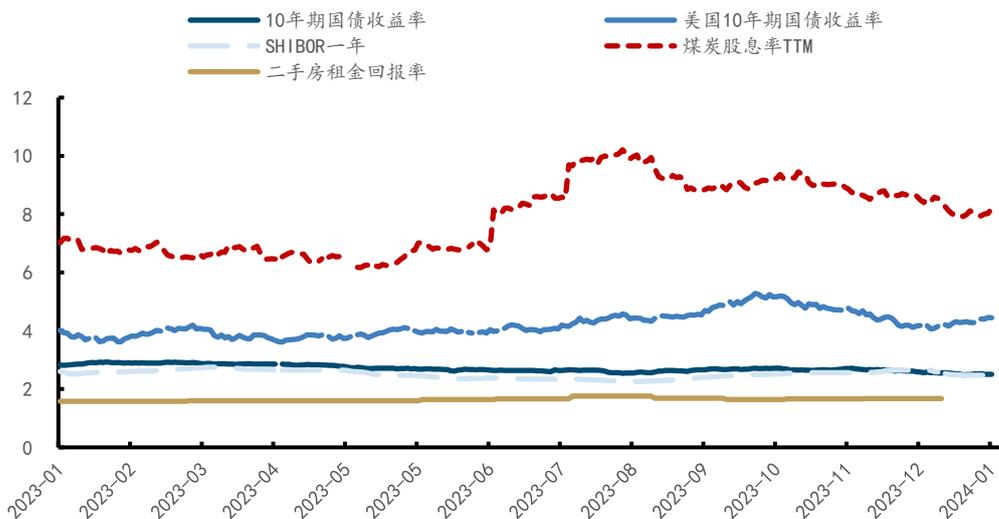
年份	降准生效日期	降准对象	降准幅度
2020	1月6日	金融机构(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)	50bp
	3月16日	达到考核标准的银行; 符合条件的股份制商业银行(额外降准)	50-100bp
	4月15日 & 5月15日	农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在 省级行政区域内经营的城市商业银行	100bp
2021	7月15日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)	50bp
	12月15日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)	50bp
2022	4月25日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构);对没有跨省 经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行(额外降准)	25bp
	12月5日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构);对没有跨省 经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行(额外降准)	25bp
2023	3月27日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构);对没有跨省 经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行(额外降准)	25bp
	9月15日	金融机构(不含已执行5%存款准备金率的金融机构);对没有跨省 经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行(额外降准)	25bp

来源: 央行官网、国家政府官网、国金证券研究所

- ✓ 从大类资产比价视角来看,煤炭高股息板块的股息收益率相较于十年期国债、shibor(1年期)、二手房租金回报率而言,性价比凸显。在降息大背景下,我国其他资产收益率多数或处于下行通道,有望进一步利好高股息资产投资价值的提升。



图表38：资产比价视角下，煤炭板块高股息配置性价比凸显（单位：%）



来源：I find、国金证券研究所

- ✓ 展望 2024 年，随着我国经济的弱复苏叠加后疫情反弹红利的消失，稳增长政策基调预计将加码延续，中央财政有望加大支持力度以弥补地方政府的财政支出缺口，货币政策也将从价和量方面支持财政发力；考虑基本面未来一段时间内仍将处于修复通道，叠加政府债券供给扰动等，货币政策或仍有降准、降息空间，流动性环境或维持平稳宽松。
- ✓ 利率下行背景下高股息资产吸引力提升，煤炭板块高股息资产仍有估值中枢上行、股息率下行的空间。一方面，长期持有稳定高分红的公司类似于持有债券资产，而降息趋势下债券收益率或持续低位运行，当前煤炭板块股息率显著高于债券收益率、且股债收益差仍处于历史高位，对于长期配置资金而言具备投资性价比；另一方面，利率下行后投资者对股息率的要求也将有所降低，从而扩大了估值提升后股息率降低的可接受范围，也对高股息板块的股息率保持吸引力提供支撑。

3.2 未来煤价有望波幅收窄、底部具备强支撑——板块基本面维稳最重要的基础

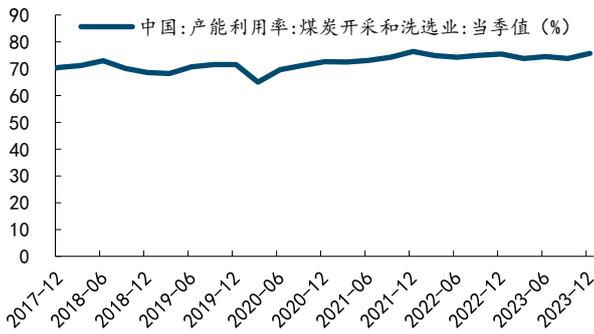
- 我们认为 24-25 年煤价将出现波幅收窄（相较于 2022-1H23 而言）、中枢震荡缓慢下行但价格底部具备强支撑的特征，煤价的企稳将使得未来板块基本面的稳定性增强，这也是决定煤炭板块后期业绩稳定性维持及高股息行情演绎最为重要的基础之一。
- 煤价中枢走势方面：双碳目标下，供需两弱，煤价中枢有望缓慢下行但价格底部将具备较强支撑。
- ✓ 从需求角度看，随着新能源替代需求不断提升以及能耗双控的执行，煤炭总需求增长受限，煤炭工业协会发布的《2023 中国煤炭工业发展报告》预计我国煤炭需求量峰值约为 45 亿吨，结合 2022 年 43 亿吨的消费量来看，未来煤炭整体需求增幅有限。
- ✓ 从国内生产供给角度看，24-25 年我国煤炭产能增长受限：

目前我国煤炭综合产能利用率已达到 73-75% 的历史高位、存量煤矿产能挖潜基本到顶，且碳达峰目标下 2020 年开始新批产能总量呈现明显下滑趋势、“十四五”后半程煤炭新建产能释放空间有限。

此外，在建设标准逐步提高的背景下，原材料和人工工资的上涨使得平均吨产能建设投资额呈增长趋势，新建煤矿成本开支持续提升将对煤企扩产意愿产生一定抑制，叠加 2022 年保供政策力度加强后煤炭高负荷生产使安全事故增速再次反弹，未来安监趋严常态化也仍将作为上游产能释放的限制因素。

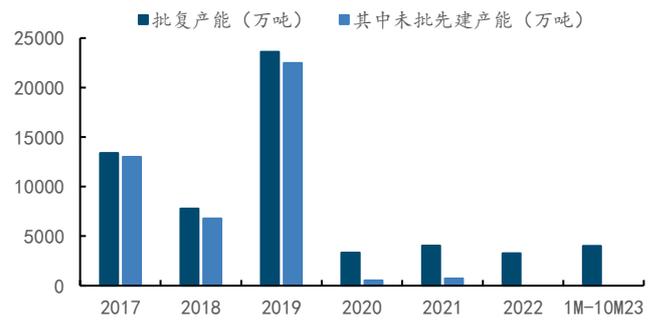


图表39: 近年我国煤炭产能利用率逐步提升至73-75%



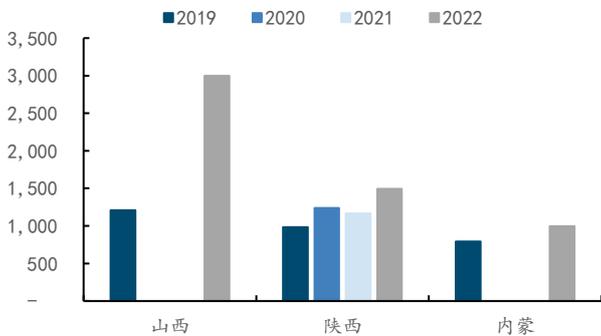
来源: 国家统计局、Iifind、国金证券研究所

图表40: 20年后煤炭新批复产能规模明显减小



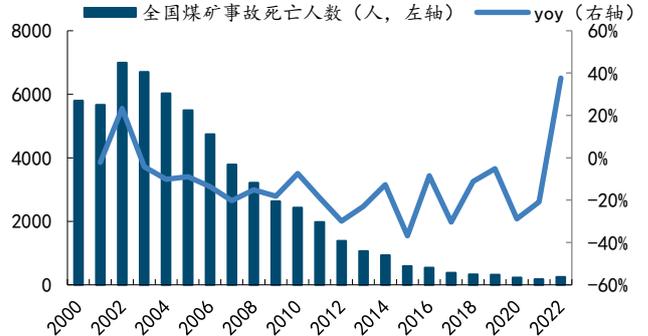
来源: 国家发改委、国家能源局、国金证券研究所

图表41: 煤炭单位产能投资额逐年增加 (元/吨)



来源: 国家发改委、国家能源局、国金证券研究所

图表42: 保供增产后煤炭安全事故增速反弹



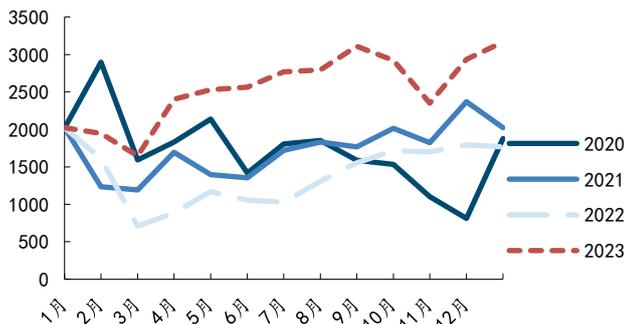
来源: 国家矿山安全监察局、中国煤炭工业协会、国金证券研究所

✓ 24-25年仍有两大影响煤炭供需格局、且不确定因素较强的重要变量，一个为供给侧的进口煤情况，另一个为需求侧的水电出力情况，我们接下来逐一分析：

A. 针对供给侧的进口煤因素而言，我们预计2024年我国进口煤增量有限、总体维稳：

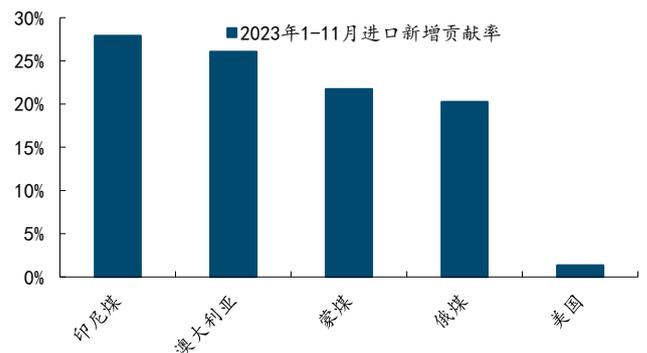
1) 2023年我国煤炭进口量同比高增61.8%，主要有如下原因所致：一方面，疫情防控逐步解除，国际煤炭供应形势好转，除占进口主体的印尼煤（占比近50%）、俄罗斯煤（占比近22%）、蒙古煤（占比近15%）1-11月同比分别增长30%、55%、137%以外，澳煤进口禁令的放开使得1-11月澳煤进口量同比高增1500%也为煤炭进口贡献了重要增量（新增贡献率26%）。另一方面，全球疫后经济复苏缓慢使得需求承压、国际煤炭价格持续走低，多数时间相比内贸煤价格优势凸显；且经历2022年煤价大涨后，我国重视能源保供，2023年积极采取进口煤零关税政策，进一步增加了进口煤性价比。

图表43: 2023年我国煤炭进口量同比高增 (万吨)



来源: Iifind、海关总署、国金证券研究所

图表44: 23年我国煤炭进口增量主要来自印尼、澳大利亚、蒙古、俄罗斯



来源: 海关总署、国金证券研究所



2) 预计 24-25 年我国煤炭进口难有明显增量，较 23 年变动在-500 至+800 万吨：

① 从进口政策角度看：2024 年 1 月 1 日起我国恢复对俄罗斯、美国、南非、蒙古等国的进口煤关税，有望使得海内外煤炭售价之差逐渐收敛，进口煤炭价格优势减弱后将对进口产生一定阻碍。

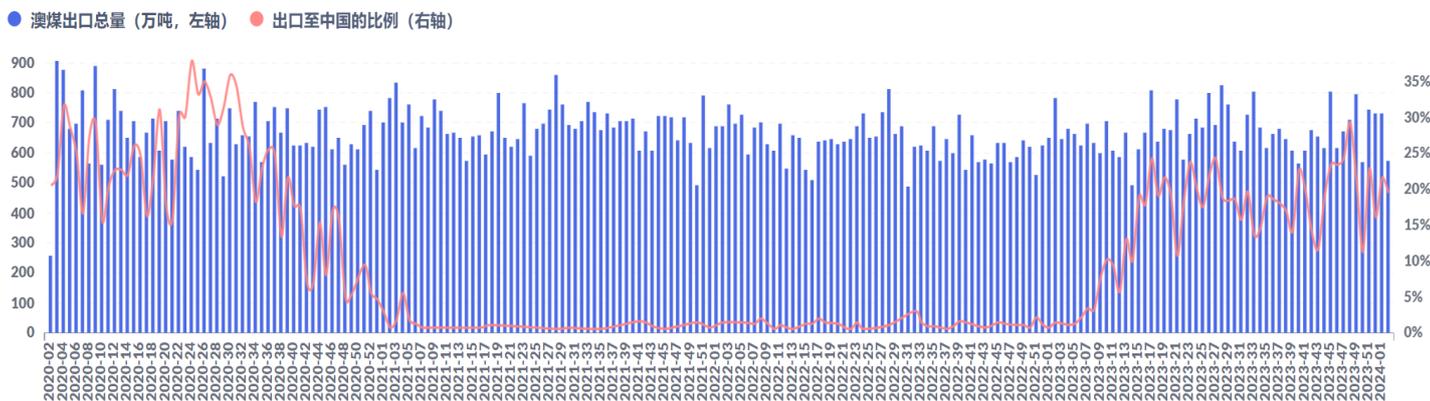
② 从国际煤炭总供给角度看：据 IEA 对海外主要煤矿项目梳理，2023 年海外新增煤矿投产产能约为 15690 万吨，此后 24-25 年增幅预计将收窄至 3050、7330 万吨，未来海外整体增量将较 23 年大幅降低。

③ 分主要煤炭进口来源国看：

我国的最大进口来源国印尼 2023 年煤炭实际产量为 7.7 亿吨，而其设定的 2024 年煤炭目标产量仅 7.1 亿吨；且近年来以印度、印尼为代表的新兴经济体煤炭需求高涨，印度煤炭部预测 FY2022-23 至 FY2029-30 印度煤炭需求将由 10.3 亿吨提升至 14.5 亿吨；印尼能源与矿产资源部则预测 2024 年发电行业将消耗煤炭将由 2023 年的 1.61 亿吨提升至 1.7-1.8 亿吨。因此，供应收紧叠加东南亚地区需求的增加，或将使得印尼对我国的煤炭出口增长受限。

此外，俄罗斯、蒙古国 2023 年煤炭进口量已有明显增长，后续增量均存在运输瓶颈的制约。澳煤方面，2023 年的澳煤进口大幅增长的主导因素是进口禁令的放开，目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平，IEA 预测在拉尼娜天气及劳动力短缺的影响下，2025 年前澳洲动力煤产量都将缓慢下行，或对澳煤出口总量产生限制；且在中国开展澳煤禁令的几年中，澳大利亚已经找到了替代中国的其他买家，2022 年北昆士兰州三大煤炭出口码头之一的达尔林普尔湾对日本、韩国、印度和欧洲的煤炭出口已占到 75%。因此，俄煤、蒙煤、澳煤未来对我国的进口增量或将愈发有限。

图表 45：目前澳煤对我国的出口比例已基本恢复至 2020 年禁令之前的水平



来源：国金数字未来实验室、国金证券研究所（横坐标为“年度+该年的第几周”格式）

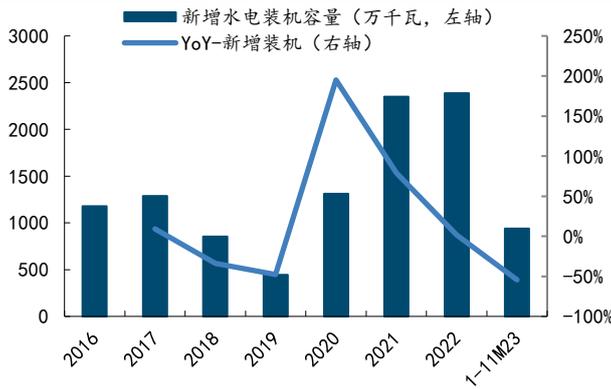
综上，澳煤方面，考虑自身减产但欧美可能由于双碳进程而需求减弱，预计 24 年对我国的进口量变动幅度在+500 至+800 万吨；俄煤、蒙煤受我国恢复进口关税以及运输瓶颈的影响，预计 24 年对我国的进口量的变动幅度分别在-200 至-100 万吨、-400 至-200 万吨（考虑俄煤也取消了出口关税，一正一负影响下影响幅度较小）；印尼煤方面，考虑到生产意愿下滑、且会更多的被本国需求消化，预计 24 年对我国的进口量的变动幅度在-400 至 0 万吨。综上，预计 24 年我国煤炭进口量较 23 年的变动幅度在±500 万吨；25 年考虑海外天然气产量投产的替代作用，预计较 23 年的变动幅度为+0 至+1000 万吨。

B. 在水电替代火电需求方面，预计 24-25 年对火电耗煤的影响在-0.04 至-0.92 亿吨：

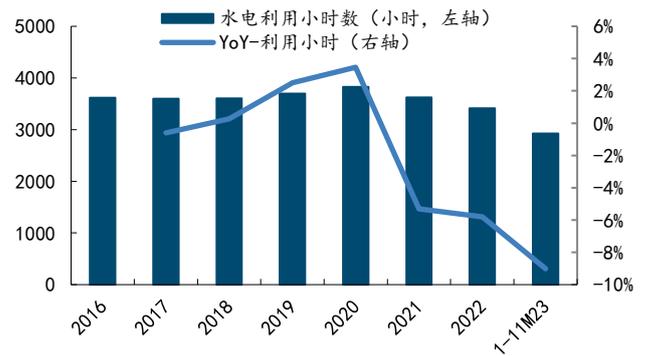
21-23 年我国水电装机稳步增长，尤其 21-22 年乌东德、白鹤滩等大型水电站陆续投产，水电装机量分别增长 2349、2387 万千瓦；但该期间来水情况较差，尤其是 8M22 至 5M23 我国西南地区经历了较为严重的干旱天气，使利用小时数逐年降低，导致 21-23 年水电发电量并未能体现装机增长、发电量 CAGR 为-5.6%。



图表46: 近年我国水电装机稳步增长



图表47: 近三年来水偏枯、水电利用小时数降低



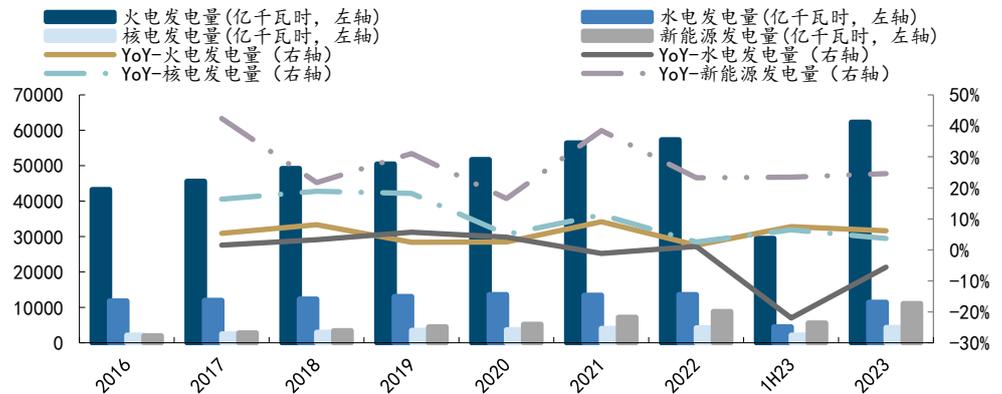
来源: 中电联、I find、国金证券研究所

来源: 中电联、I find、国金证券研究所

1H23 我国来水量大幅低于往年, 水电发电量同比-22%, 是驱使火电需求量大幅提升 7.5%的重要因素。虽然来水情况主要受天气影响、可预测性较差, 但从三峡水电站的蓄水和出水量情况也可以看出 2H23 起我国来水情况已大幅改善, 为 24 年的水电发电量奠定了较好的基础。

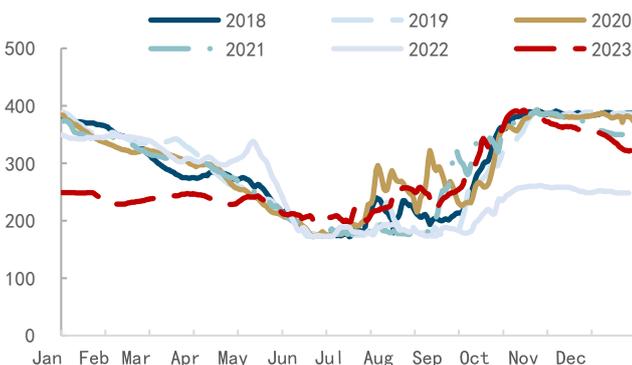
综上, 预计 24 年水电利用小时数大概率同比 23 年会有所提升; 24-25 年利用小时数以 2020 年的丰水年的利用小时数为上限、以 2023 年利用小时数为下限, 结合水电装机的增长情况、以及火电调峰调频增加后耗煤率的小幅提升, 可预测出以 23 年为基准, 24、25 年对火电需求量的影响分别为-150 至-3000 亿千瓦时、-350 至-3300 亿千瓦时, 对火电耗煤量的影响分别为-0.04 至-0.88 亿吨、-0.1 至-0.92 亿吨。

图表48: 水电出力较好时会对火电需求产生一定替代

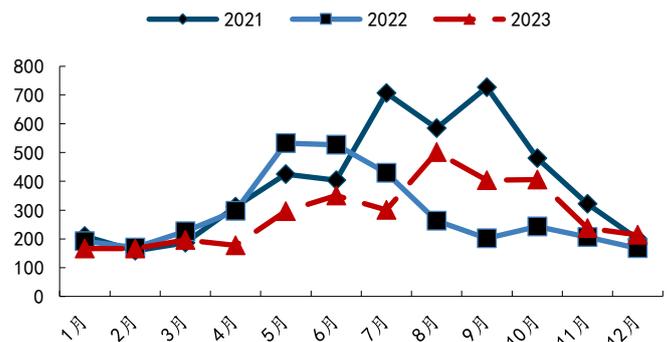


来源: I find、国家统计局、国金证券研究所

图表49: 2H23 三峡水库蓄水情况有所改善量 (立方米)



图表50: 2H23 三峡水库出水情况有所改善量 (立方米)



来源: Wind、国金证券研究所

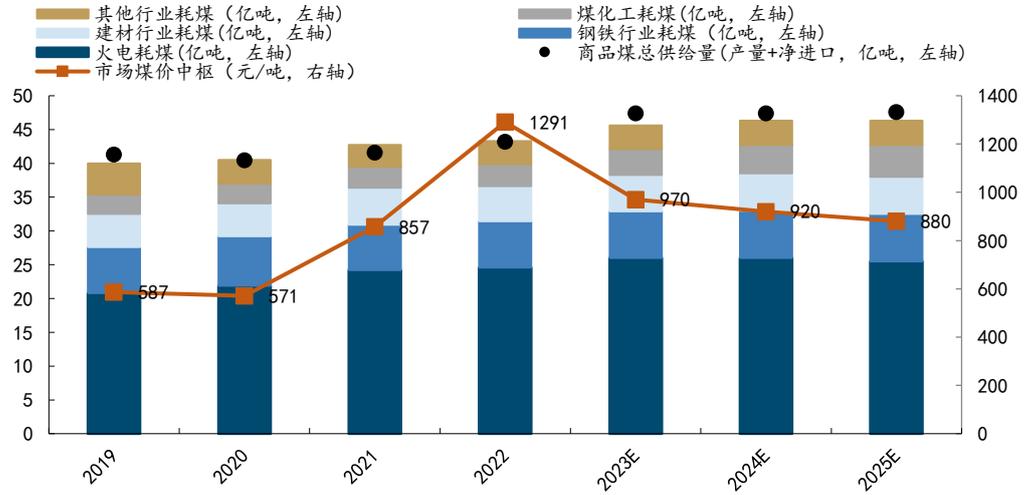
来源: Wind、国金证券研究所

✓ 结合以上供需分析, 根据我们的煤炭供需平衡预测模型及敏感型分析, ① “十四五”



后半程市场煤价中枢或小幅下行、但底部具备较强支撑，中性假设下预计 24-25 年分别为 920、880 元/吨；②即便在悲观假设下，24-25 年我国煤价中枢仍有望维持在 800 元/吨及以上的历史较高位水平。

图表51：中性假设下，预计 24-25 年市场煤价中枢为 920、880 元/吨



来源：Wind、全能源信息平台-全国能源大数据报告、国金证券研究所

图表52：我国煤炭供需差值及煤价对水电利用小时数和进口煤量的敏感性测试

		2024E					2025E						
供给-需求 (万吨)		水电利用小时 (小时)					供给-需求 (万吨)		水电利用小时 (小时)				
		2980	3000	3200	3400	3660			2980	3000	3200	3400	3660
较 23 年的 进口增量 (万吨)	+500	0.73	0.94	1.15	1.36	1.57	较 23 年的 进口增量 (万吨)	+1000	0.94	1.15	1.35	1.56	1.76
	+250	0.71	0.92	1.13	1.34	1.55		+750	0.92	1.12	1.33	1.53	1.74
	0	0.68	0.89	1.10	1.31	1.52		+500	0.89	1.10	1.30	1.51	1.71
	-250	0.66	0.87	1.08	1.29	1.50		+250	0.87	1.07	1.28	1.48	1.69
	-500	0.63	0.84	1.05	1.26	1.47		0	0.84	1.05	1.25	1.46	1.66
		2024E					2025E						
市场煤价 中枢预测值 (元/吨)		水电利用小时 (小时)					市场煤价 中枢预测值 (元/吨)		水电利用小时 (小时)				
		2980	3000	3200	3400	3660			2980	3000	3200	3400	3660
较 23 年的 进口增量 (万吨)	+500	910	895	880	865	850	较 23 年的 进口增量 (万吨)	+1000	870	855	840	825	800
	+250	928	914	900	885	873		+750	888	874	860	845	833
	0	945	933	920	908	895		+500	905	893	880	868	855
	-250	955	943	936	927	918		+250	915	903	896	887	878
	-500	965	959	953	946	940		0	925	919	913	906	900

来源：Wind、国金证券研究所



- 煤价波动幅度方面：预计 24-25 年市场煤价主要呈现季节性、阶段性波动，波幅环比 22-23 年收窄。
- ✓ 2022 年在印尼煤出口限制、俄乌战争、极端天气等突发因素的共同作用下，煤价上涨到历史高位。23 年保供政策下产能加速核增、叠加进口煤高增(尤其是澳煤恢复进口的拉动)，供给转好后煤价实现了基本面回归。
- ✓ 23 年煤价高位回调后，未来极端因素突发、多发的概率整体较小，且在供需两弱的格局下，煤价大涨大跌的概率较小，预计更多会呈现季节性阶段波动、波幅较 22-23 年整体收窄，对公司业绩稳定性的干扰也会有所减轻。
- 综上，一方面煤价波幅环比收窄将使得“煤价大涨大跌-引发板块指数大幅波动-带来投资的资本利得不确定性”的传导受阻，未来煤价对板块指数的波动影响或将有所减少；更为重要的是，供给受限引发行业新产能周期难以开启，行业周期属性持续弱化，因而煤价底部支撑力强、全行业煤价中枢企稳，使得未来各龙头煤企均有业绩确定性夯实的逻辑，叠加高分红属性持续强化，板块估值重塑或持续演绎。

图表53：2022 年突发因素影响下煤价高企，23 年煤价实现基本面回归



来源：I find、华夏能源网、光明网、环球网、江南晚报、国金证券研究所

4、投资建议

- 供给限制引发的煤价稳定性提升将使得煤炭板块周期属性逐步弱化，在全行业煤价企稳的背景下，未来龙头煤企业绩确定性有望持续验证，叠加高分红/高股息对投资者收益的保障、降息大环境对高股息板块的利好以及煤炭板块“攻守兼备”的属性，板块股息率仍有下行空间、估值重塑或持续演绎。
- 结合此次 11M23 起的板块行情以及煤企未来利润和分红情况，我们认为在高分红的利润内驱的稳定性、以及“确定性”带来的估值提升趋势稳定性方面推荐关注中国神华、陕西煤业、山西焦煤。
- ✓ 中国神华在 60%的较高分红承诺基础上，一方面长协占比超 80%、能有效平抑市场煤价波动的业绩影响，另一方面具备“煤电协同”的业务体系、为业绩维稳提供业务模式逻辑支撑，因而综合业绩稳定性有望持续领先，高分红、高股息属性也将持续强化。公司“确定性”逻辑从 2022 年起便持续获得市场认可，11M23 起的板块行情中也实现了较好的演绎，作为行业市值、估值 (PE)、稳定性、分红水平均持续领先的龙头，2024 年股息率仍有 6%，未来或仍有估值提升、股息率下降的空间。
- ✓ 陕西煤业资源优势凸显，因而在市场煤价中枢下行的背景下，一方面其资源赋存条件优势带来的低成本竞争力有望保障其获得可观的吨煤利润，另一方面其煤矿资源优质带来的煤质优势有望保障吨煤售价的维稳，因而其自产煤业务的盈利能力和稳定性有望持续领先，叠加 60%的较高分红承诺后股东回报将具备较强保障。此次 11M23 起的板块行情中陕西煤业估值提升幅度领先，进一步代表其盈利能力确定性获得市场高度认可，在和追求“确定性收益”资产高度契合的情况下未来估值也有望实现进一步提升。



- ✓ 炼焦煤方面，山西焦煤因受到 3Q23 焦煤长协价格下调以及三季报业绩不及市场预期的影响而并未在此次行情中走出领先的涨势，但其所处炼焦煤行业较动力煤而言产能更稀缺、库存更低、受政策限价影响更小，因而细分赛道基本格局更好，且公司也是我国炼焦煤行业规模最大、品种最全的龙头企业，未来有望在炼焦煤价格坚挺（公司利润企稳）、领先的分红水平（21-22 年分红率均超 60%）的基础上提供较为稳定的分红收益。
- 在 11M23 起的板块行情中，市场更看重业绩“确定性”逻辑，而对于板块中部分产能成长性较强的标的而言，或因市场对未来产能投放能否按计划完成、或部分市场煤占比较高的企业是否能抵御煤价波动等方面的不确定性产生一定分歧而股价涨幅并不亮眼。但中长期看，随着产能投放逐步落实以及市场煤价底部进一步确认，结合高成长标的当下估值水平仍处于行业中游且同时具备较高分红承诺的保障，未来或随着业绩增量逐步释放、分红水平逐步提升而具备一定的估值提升弹性，推荐关注**兖矿能源、广汇能源、淮北矿业**。
- ✓ 兖矿能源未来业绩增量主要来自于集团资产收购以及在建设项目投产，公司对集团的优质煤炭资产收购正逐步落地，收购后有望合计为公司带来 3989 万吨/年的产能增长、并有望于 2024 年开始放量，且其在分红率方面有 23-25 年 60% 的分红率承诺保障，未来业绩和分红有望持续兑现。
- ✓ 广汇能源同时拥有“气、煤、油”三大资源，煤炭产量基数相对其他龙头企业而言较小（2022 年产量 2045 万吨）、而增速较高。公司拥有的煤炭资源全部位于我国产能增速最快的产煤大省新疆，煤炭业务业绩增长也是来自于充裕的新建在建及储备项目；其中，在建的马朗煤矿远期设计规模为 3500 万吨/年、有望于 2024 年起陆续投产，东部煤矿相关手续也仍在推进中、预计“十四五”后期有望实现投产、远期产能规划 2000 万吨/年。公司 22-24 年分红承诺率 30%，预计产能投产释放业绩后分红水平仍有提升空间。
- ✓ 与兖矿能源和广汇能源略有不同，淮北矿业在 11M23 以来的行情中涨幅也较为领先，主因其所处的炼焦煤行业供需格局利好价格中枢坚挺，且公司长协占比较高、有望充分受益于 1Q24 的长协提价。未来产能成长性方面，公司信湖煤矿尚未完全达产（2022 年产量 214 万吨、产能利用率约 71%），与 300 万吨产能相比仍有爬坡增长空间；长期看，年产 800 万吨的陶忽图矿已于 5M23 开工、预计 2025 年底建成投产并贡献重要产能增量；此外，公司煤化工业务产能也将有增量释放，预计 6M24 起有 60 万吨无水乙醇项目投产并增厚公司业绩。公司 24 年有 30% 的分红率承诺，且近年每股分红金额逐年提升，预计未来业绩增量有望促进分红水平持续提升。

图表54：重点公司及盈利预测

公司	业绩概况	产能概况	主要看点	ifind 一致预期
中国神华	<ul style="list-style-type: none"> ● 煤炭为主业，主产品为优质动力煤； ● 2022 年营收 3445 亿元、同比+2.6%，煤炭、电力、运输、煤化工业务营收占比分别为 66.77%、22.57%、4.47%、1.68%； ● 2022 年归母净利润 696 亿元、同比+39%，利润占比较高的是煤炭、铁路和发电业务，依次占比 75%、13%、8%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年商品煤产量 3.13 亿吨，销量 4.18 亿吨，煤炭储量 329 亿吨；2023 年商品煤产量 3.24 亿吨，销量 4.50 亿吨； ● 截至 1H23 中国标准下保有资源量 327.4 亿吨，保有可采储量 135.3 亿吨 	<ul style="list-style-type: none"> ● 我国最大煤炭上市公司，“煤炭-运输-发电-煤化工”一体化运营； ● 现金分红与分红率行业领先，“现金奶牛”特征明显； ● 高长协比例盈利稳健； ● 未来有望新增 7670 万吨/年煤炭产能，资源储量较为领先 ● 自产煤吨煤成本优势行业领先 	23-25 年 EPS 3.18/3.27/3.32, 对应 11.0/10.8/ 10.6 XPE
陕西煤业	<ul style="list-style-type: none"> ● 主营业务为煤炭开采、洗选、加工、销售以及生产服务等；煤种为优质动力煤、气化煤和化工用煤； ● 2022 年营收 1668 亿元、同比+9.6%，近十年煤炭业务贡献营收占比均约 95%； ● 2022 年归母净利润 351.2 亿元、同比+64%；原煤、洗煤毛利占比分别为 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年原煤产量 1.57 亿吨，煤炭销量 2.27 亿吨；2023 年原煤产量 1.64 亿吨，自产煤销量 1.62 亿吨； ● 2022 年拥有煤炭储量 183.7 亿吨、可开 	<ul style="list-style-type: none"> ● 产煤大省陕西唯一集产运销为一体的省属特大型煤炭企业； ● 分红率、股息率行业领先； ● 利用陕西雄踞关中而联动四方的区位优势，围绕“六线四区域”形成布局合理的市场网络； ● 自产煤吨煤成本优势仅次于中 	23-25 年 EPS 2.44/2.64/ 2.70, 对应 9.7 /9.0/8.8 XPE



	66.8%、29.2%	采储量 106.1 亿吨， 可开采年限 70 年以 上	国神华	
山西 焦煤	<ul style="list-style-type: none"> ● 主营煤炭、焦炭、电力热力，主要生产焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等； ● 2022 年营收 651.8 亿元、同比+20.3%，煤炭、焦炭、电力热力营收占比别 63.7%、19.6%、11.1%； ● 2022 年归母净利润 107.2 亿元、同比+110.2%；毛利几乎全为煤炭业务贡献。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年商品煤产量 6218 万吨，销量 3217 万吨； ● 2022 年煤炭资源储量 66 亿吨 	<ul style="list-style-type: none"> ● 山西为我国煤炭资源最丰富的省，公司具备区域优势； ● 公司为国内炼焦煤规模最大、品种最全的龙头企业； ● 分红率、股息率行业领先； ● 高长协比例盈利稳健； ● 煤炭单吨成本在可比公司中具有优势，且单吨成本涨幅较小 	<p>23-25 年 EPS 1.35/1.48/ 1.57，对应 7.7/ 7.1/6.6 XPE</p>
兖矿 能源	<ul style="list-style-type: none"> ● 主营煤炭和煤化工，主要煤种为动力煤、1/3 焦煤、喷吹煤、半软焦煤和半硬焦煤； ● 2022 年营收 2008 亿元、同比+32.1%，自产煤、煤化工营收占比分别 53.1%、12.1%； ● 2022 年归母净利润 307.7 亿元、同比+89.3%；自产煤、煤化工毛利占比分别 91.3%、6.1%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年商品煤产量 9953 万吨，销量 1.05 亿吨；2023 年商品煤产量 1.32 亿吨，销量 1.37 亿吨； ● 2022 年拥有国内外合计煤炭储量 136.9 亿吨，可采储量 43.3 亿吨 	<ul style="list-style-type: none"> ● 探矿权资源储量方面较为领先，未来产能释放弹性较大； ● 分红率、股息率行业领先，股息率呈提升； ● 深耕澳洲煤炭行业，控股的充煤澳大利亚已成为澳洲最大煤炭专营公司，第三大煤炭生产商； ● 打造矿业、高端化工新材料领域新内生增长动能，加速布局新能源、高端装备制造、智慧物流产业 	<p>23-25 年 EPS 2.74/2.98/3.15， 对应 8.1/7.5/7.1 XPE</p>
广汇 能源	<ul style="list-style-type: none"> ● 主营天然气、煤炭、煤化工业务，主要生产化工和动力用煤； ● 2022 年营收 594.1 亿元、同比+138.9%，天然气、煤炭、煤化工营收占比分别 58%、25.6%、14.8%； ● 2022 年归母净利润 113.4 亿元、同比+126.6%；天然气、煤炭、煤化工毛利占比分别 42.3%、17.9%、39.6%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年原煤产量 2045 万吨，销量 2284 万吨； ● 2022 年拥公司煤炭资源量合计约 66 亿吨，可采储量 59.5 亿吨。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 地处新晋产煤大省新疆，是目前在国内外同时拥有“气、煤、油”三种资源的民营企业； ● 在 A 股煤炭上市公司中可采储量排第四，未来产能扩展空间较大；● 产能投放在即，基建矿井马朗煤矿 23-24 年即可投产，远期设计规模可达 3500 万吨/年； ● 以自产煤为原材料建立丰富的煤化工产品线。 	<p>23-25 年 EPS 1.09/1.46/1.83， 对应 6.9/5.2/4.1 XPE</p>
淮北 矿业	<ul style="list-style-type: none"> ● 主营煤炭、煤化工、商品贸易，主要生产动力煤（混煤）、焦煤； ● 2022 年营收 692.3 亿元、同比+5.6%，煤炭、煤化工、商品贸易营收占比分别 31.5%、18.9%、41.1%； ● 2022 年归母净利润 70.1 亿元、同比+42.8%；煤炭、煤化工、商品贸易毛利占比分别 68.7%、23.8%、2.2%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年商品煤产量 2290.3 万吨，销量 1882.4 万吨； ● 2022 年核定产能 3555 万吨/年，证实储量 5.71 亿吨，可采储量 20.3 亿吨 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司为省属华东焦煤龙头； ● 在建产能 800 万吨、主产高卡动力煤、预计 2025 年底建成投产，在建规模较为领先、弹性可期； ● 积极延伸煤化工产业链，打造第二增长极 	<p>23-25 年 EPS 2.70/2.89/ 3.01，对应 6.5/ 6.1/5.8 XPE</p>

来源：I find、各公司公告、国金证券研究所（I find 一致预期截至 2024 年 1 月 25 日）

5、风险提示

- 下游需求不及预期。煤炭下游应用领域主要为火电、钢铁、建材、化工等，作为顺周期行业其景气程度对宏观经济回暖表现的依赖性较强；23 年疫情放开后我国经济持续处于弱复苏态势，若后期下游行业复苏进展不及预期则会对煤炭需求产生较大影响，进而影响煤价和煤企的业绩。



- 进口煤炭大幅增加压低煤价。煤炭的进口是煤炭供给端的一大不确定性因素，1H23 煤价大幅下行的重要驱动力之一即为煤炭进口量大幅提升，若后期国际经济复苏持续滞后、其他能源替代等原因导致煤炭流入中国的规模继续大幅增加，则会诱发供大于求进而拉低煤价、影响煤企利润水平的风险。
- 双碳进程加速推进、可再生能源替代速度提升风险。虽然火电仍为我国电力保供的主体电源，但随着“碳达峰、碳中和”目标的提出，长远来看市场份额逐步被新能源、水电、核电等清洁能源挤占的趋势不可逆转。若国家加大清洁能源替代的政策力度，或新能源出力波动性、消纳水平、调度等问题得到加速解决，则下游对煤炭的需求可能会加速下滑，从而对煤企盈利规模的可持续性产生威胁。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究