



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

薛磊

资格编号：S0120524020001

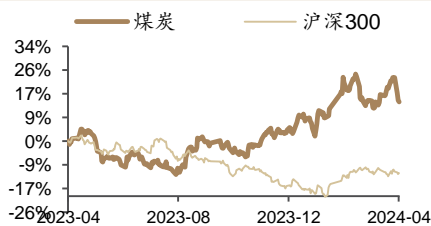
邮箱：xuelei@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xiejin@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《煤炭周报：需求企稳回升，煤价偏强运行》，2024.4.21
- 《——公司年报及一季报点评-潞安环能：24Q1产销下滑拖累业绩，高股息凸显投资价值》，2024.4.19
- 《煤炭行业月报：供给延续回落，关注经济复苏节奏》，2024.4.17
- 《煤炭周报：动力煤价止跌反弹，黑色利润开启修复》，2024.4.14
- 《煤炭行业点评：山西省煤炭资源税上调落地，焦煤价格支撑更强》，2024.4.12

煤炭行业基金持仓分析：2024Q1 配置小幅提升，低配幅度扩大

投资要点：

- **2024年一季度，煤炭板块超额收益明显。**2024年Q1，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三。2024年一季度，煤炭板块上涨10.46%，上证综指上涨2.23%，煤炭板块超额8.24pct。从子行业表现来看，动力煤>焦煤>焦炭，涨跌幅分别为19.24%、-0.29%、-9.16%。
- **煤炭板块持仓占比1.44%，配置仍在偏低水平。**从持仓市值来看，一季度公募基金重仓股中煤炭股持仓市值合计为392.58亿元，占内地公募基金持仓市值的1.44%，环比三季度提升0.08pct。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2024年一季度末，A股流通市值为65.6万亿元，煤炭行业流通市值为1.57万亿元，占比为2.40%。剔除港股后，公募基金重仓股中煤炭股持仓市值占比为1.4%，环比提升0.1pct；低配幅度1.0%，环比扩大0.35pct。
- **陕西煤业获公募重仓持股最多，新集能源获大幅增持。**从持股总量的变动情况来看，新集能源、中煤能源、山西焦煤、淮北矿业、中煤能源.HK位列前五，分别增持2.35、0.38、0.38、0.10、0.09亿股。从持股市值占基金股票投资市值比的变动情况来看，新集能源、中国神华、中煤能源、兖矿能源、山西焦煤位列前五，分别为0.04%、0.15%、0.03%、0.05%、0.02%，环比2023年四季度分别增长0.0353pct、0.0216pct、0.0112pct、0.0106pct、0.0071pct。
- **煤炭股长期持有收益显著，高股息凸显投资价值。**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2024年一季度末的股价收益及分红收益得出，样本内公司平均复合收益为9.4%。如果将分红收益再投资，则平均复合再投资收益为10.1%。截至2024年4月24日，样本内煤炭股平均股息率预计高达6.5%。
- **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；2024年国资委全面推开国有企业市值管理，证监会推动上市公司高质量分红，进一步凸显煤炭股票投资价值。维持板块“优于大市”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：2024 年 Q1 煤炭行业具有明显超额收益	4
1.2. 煤炭板块持仓占比 1.44%，低配幅度扩大	4
1.3. 陕西煤业获公募重仓持股最多，新集能源获大幅增持.....	5
2. 煤炭板块股息依然可观，长期持有收益显著	6
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	7

图表目录

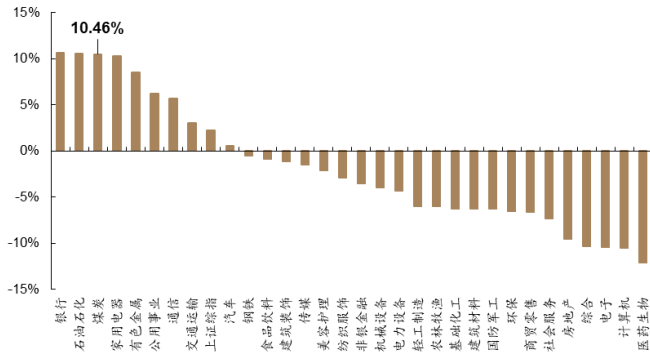
图 1: 2024 年 Q1, 煤炭行业上涨 10.46%	4
图 2: 2024 年 Q1, 煤炭细分板块涨跌情况	4
图 3: 2024 年 Q1 内地公募基金重仓股中煤炭股持股数量情况	4
图 4: 2024 年 Q1 内地公募基金重仓股中煤炭股持仓市值情况	4
图 5: 2021 年以来, 煤炭行业配置比例以及低配幅度情况	5
表 1: 2024 年一季度煤炭行业重仓持股情况	5
表 2: 煤炭公司股息率一览	6
表 3: 煤炭股上市以来至 2024 年一季度末的持有收益以及分红收益测算	7

1. 基金持仓概览

1.1. 行情表现：2024 年 Q1 煤炭行业具有明显超额收益

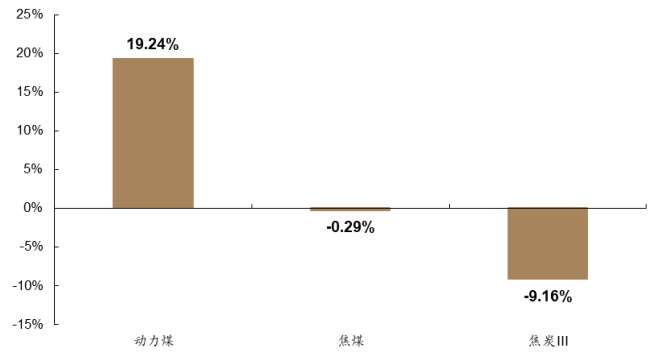
2024 年 Q1，煤炭行业市场表现比较优异，大幅跑赢上证指数，兼具超额及绝对收益，在申万一级行业中涨幅位列第三。2024 年一季度，煤炭板块上涨 10.46%，上证综指上涨 2.23%，煤炭板块超额 8.24pct。从子行业表现来看，动力煤>焦煤>焦炭，涨跌幅分别为 19.24%、-0.29%、-9.16%。

图 1：2024 年 Q1，煤炭行业上涨 10.46%



资料来源：Wind、德邦研究所

图 2：2024 年 Q1，煤炭细分板块涨跌情况



资料来源：Wind、德邦研究所

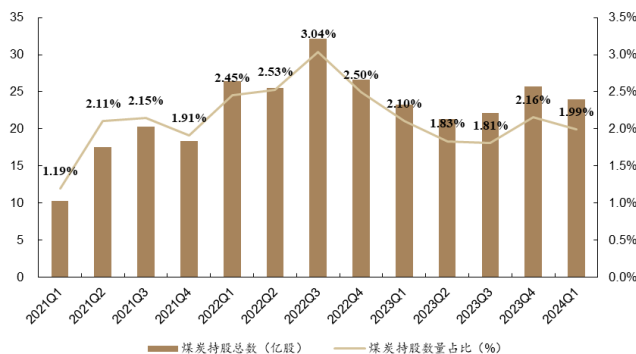
1.2. 煤炭板块持仓占比 1.44%，低配幅度扩大

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 2024 年一季度的重仓持股情况。

公募基金煤炭持股总数下降，持仓市值提升。从持股数量来看，一季度公募基金重仓股中煤炭股持股数量为 23.97 亿股，占内地公募基金持股总数的 1.99%，环比 23 年四季度下降 0.17pct。从持仓市值来看，一季度公募基金重仓股中煤炭股持仓市值合计为 392.58 亿元，占内地公募基金持仓市值的 1.44%，环比三季度提升 0.08pct。

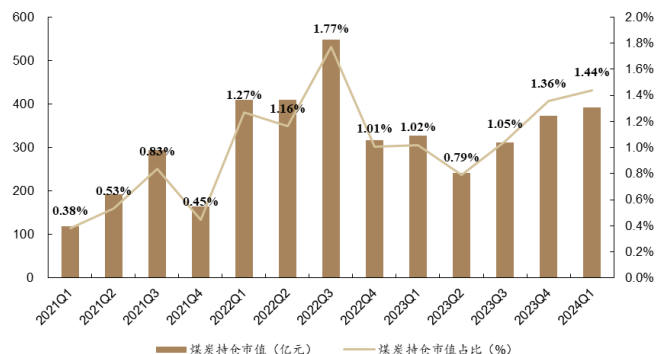
煤炭行业低配幅度扩大。以行业流通市值占比作为基金标准配置比例的参考依据，截至 2024 年一季度末，A 股流通市值为 65.6 万亿元，煤炭行业流通市值为 1.57 万亿元，占比为 2.4%。剔除港股后，公募基金重仓股中煤炭股持仓市值占比为 1.4%，环比提升 0.1pct；低配幅度 1.0%，环比扩大 0.35pct。

图 3：2024 年 Q1 内地公募基金重仓股中煤炭股持股数量情况



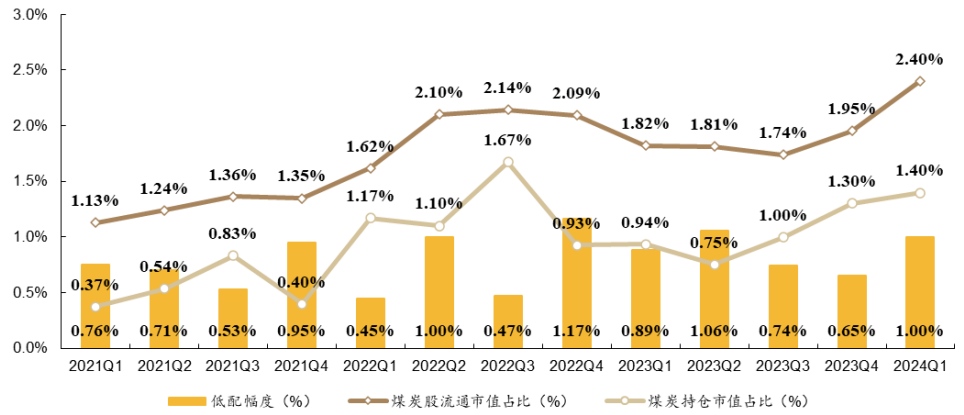
资料来源：Wind、德邦研究所

图 4：2024 年 Q1 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. 陕西煤业获公募重仓持股最多，新集能源获大幅增持

持股总量方面，陕西煤业、永泰能源、新集能源、中国神华、中煤能源位列前五，其中陕西煤业的公募基金重仓持股总量为 35033.4 万股。持有基金数方面，中国神华、陕西煤业、兖矿能源、中国神华.HK、新集能源位列前五，分别为 378、281、160、82、75 只，其中持有新集能源的基金数量达到 75 只，在一季度净增加 67 只。

季度变动方面，新集能源获大幅增持。从持股总量的变动情况来看，新集能源、中煤能源、山西焦煤、淮北矿业、中煤能源.HK 位列前五，分别增持 2.35、0.38、0.38、0.10、0.09 亿股。从持股市值占基金股票投资市值比的变动情况来看，新集能源、中国神华、中煤能源、兖矿能源、山西焦煤位列前五，分别为 0.04%、0.15%、0.03%、0.05%、0.02%，环比 2023 年四季度分别增长 0.0353pct、0.0216pct、0.0112pct、0.0106pct、0.0071pct。

表 1：2024 年一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
	24Q1	变比	24Q1	环比	24Q1	环比	24Q1	环比	24Q1	环比	
中国神华	378	95	86	9	21969	(1145)	1.33	(0.07)	0.1465	0.0216	减持
陕西煤业	281	(5)	76	7	35033	(11312)	3.61	(1.17)	0.1500	(0.0168)	减持
兖矿能源	160	65	56	13	12178	802	2.69	0.16	0.0494	0.0106	增持
中国神华.HK	82	23	35	6	4737	(999)	1.40	(0.30)	0.0225	(0.0015)	减持
新集能源	75	67	29	23	24107	23517	9.31	9.08	0.0358	0.0353	增持
中煤能源	62	19	27	4	17282	3833	1.89	0.42	0.0337	0.0112	增持
山煤国际	60	(18)	25	(10)	9756	(7018)	4.92	(3.54)	0.0286	(0.0220)	减持
潞安环能	59	(18)	28	(10)	9633	(1571)	3.22	(0.53)	0.0340	(0.0083)	减持
兖矿能源.HK	57	(6)	24	(2)	15094	(3193)	5.30	(1.12)	0.0384	(0.0040)	减持
淮北矿业	57	(5)	32	0	7980	983	2.96	0.14	0.0226	0.0026	增持
晋控煤业	53	19	20	6	5679	196	3.39	0.12	0.0149	0.0033	增持
平煤股份	53	(14)	25	(1)	5212	(712)	2.12	(0.42)	0.0109	(0.0009)	减持
山西焦煤	45	1	17	(11)	12580	3784	2.71	0.79	0.0221	0.0071	增持
电投能源	31	8	17	3	3781	394	1.79	0.19	0.0108	0.0025	增持
中煤能源.HK	31	10	12	6	3977	880	0.97	0.21	0.0047	0.0013	增持
恒源煤电	26	3	17	1	8522	225	7.10	0.19	0.0179	0.0020	增持
永泰能源	14	(18)	11	(12)	27657	(15754)	1.24	(0.71)	0.0063	(0.0039)	减持
华阳股份	14	(34)	7	(14)	8806	(499)	2.44	(0.14)	0.0141	(0.0015)	减持

兰花科创	8	1	6	(1)	731	(762)	0.49	(0.51)	0.0014	(0.0014)	减持
冀中能源	7	0	4	(1)	1115	(145)	0.38	(0.05)	0.0015	(0.0001)	减持
昊华能源	7	2	4	2	1509	(397)	1.05	(0.28)	0.0019	(0.0002)	减持
兖煤澳大利亚.HK	6	1	5	2	176	46	0.13	0.04	0.0007	0.0002	增持
开滦股份	6	(5)	6	(3)	38	(3770)	0.02	(2.37)	0.0000	(0.0050)	减持
首钢资源.HK	3	2	3	2	2050	50	0.42	0.01	0.0008	(0.0001)	增持
上海能源	2	1	1	0	23	10	0.03	0.01	0.0001	0.0001	增持
物产环能	2	1	2	1	11	10	0.05	0.04	0.0000	(0.0000)	增持
盘江股份	1	(4)	1	(3)	46	(4241)	0.02	(1.98)	0.0000	(0.0046)	减持
苏能股份	1	(1)	1	(1)	1	(184)	0.00	(0.27)	0.0000	(0.0002)	减持

资料来源：Wind、德邦研究所

注：后缀 HK 表明为港股。

注：基金季报只披露前十大重仓股，以上数据均基于前十大重仓股口径。

2. 煤炭板块股息依然可观，长期持有收益显著

煤炭股高股息属性凸显。受煤价下跌影响，2023 年煤炭上市公司归母净利润出现不同程度的下降，但在资本开支明显减少的背景下，现金流依然充沛，在降低负债的同时，实现较多的现金分红。我们梳理了已公布 2023 年报的煤企财务数据情况，2023 年大部分公司的负债规模实现下降，截至目前，样本内公司负债规模总体下降 393.1 亿元，资产负债率下降 1.84pct。从现金分红绝对值上看，行业整体表现不俗，现金分红金额同比降幅小于业绩，样本内公司综合股息率预计为 6.5%。

表 2：煤炭公司股息率一览

证券代码	证券简称	总市值	股息率 (%)	2023 年负债规模 同比变化 (亿元)	2023 年资产负债率 同比变动情况
601699.SH	潞安环能	651	7.3%	(82.35)	-5.0%
601001.SH	晋控煤业	197	5.2%		
600971.SH	恒源煤电	131	7.8%	(3.58)	-2.6%
601225.SH	陕西煤业	2,203	5.8%		
601088.SH	中国神华	6,606	6.8%	(106.95)	-2.0%
600546.SH	山煤国际	329	3.9%	(64.73)	-9.2%
601898.SH	中煤能源	1,403	4.2%	(82.05)	-3.8%
000983.SZ	山西焦煤	565	8.0%	(72.90)	-6.5%
000552.SZ	甘肃能化	156	3.4%	5.34	-4.3%
600985.SH	淮北矿业	415	6.4%	(5.86)	-2.5%
600348.SH	华阳股份	342	7.6%	(9.03)	-2.6%
600123.SH	兰花科创	166	6.7%	(7.83)	-3.5%
601666.SH	平煤股份	255	9.5%	(8.03)	-4.1%
002128.SZ	电投能源	319	4.0%		
000937.SZ	冀中能源	257	8.3%	1.34	-0.6%
601101.SH	昊华能源	91	5.6%	(7.16)	-2.6%
600395.SH	盘江股份	128	4.7%	52.83	6.4%
600188.SH	兖矿能源	1,561	7.1%	23.80	9.9%
601918.SH	新集能源	142	2.7%	1.75	-4.0%
600256.SH	广汇能源	473	9.4%	(27.72)	-2.0%

资料来源：Wind、德邦研究所

注：晋控煤业、陕西煤业、电投能源尚未公布 2023 年报，分红率使用 22 年实际值、归母净利润来自 Wind 一致预期。

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 2024 年一季度末的股价收益及分红

收益得出，样本内公司平均复合收益为 9.4%。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 10.1%。

表 3：煤炭股上市以来至 2024 年一季度末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	1956%	382%	2338%	713%	2669%	13%	13%
兖矿能源	1910%	169%	2079%	426%	2336%	12%	13%
华阳股份	1529%	212%	1741%	446%	1975%	15%	15%
潞安环能	998%	217%	1216%	448%	1446%	15%	16%
山西焦煤	884%	214%	1097%	336%	1220%	11%	11%
恒源煤电	754%	226%	980%	590%	1344%	12%	14%
陕西煤业	752%	116%	868%	282%	1034%	25%	27%
甘肃能化	265%	395%	660%	402%	667%	7%	7%
盘江股份	208%	219%	428%	202%	411%	7%	7%
平煤股份	311%	91%	402%	144%	456%	9%	10%
晋控煤业	229%	135%	364%	54%	283%	9%	8%
上海能源	307%	55%	362%	87%	394%	7%	7%
开滦股份	240%	90%	330%	122%	362%	7%	8%
电投能源	102%	49%	151%	95%	197%	5%	7%
淮北矿业	112%	36%	149%	61%	174%	19%	21%
山煤国际	42%	36%	78%	50%	92%	4%	4%
中国神华	33%	23%	56%	62%	95%	3%	4%
昊华能源	-18%	17%	-1%	21%	3%	0%	0%
中煤能源	-31%	6%	-25%	11%	-21%	-2%	-1%

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。

注：上述收益率测算，假设一直持有股票，按照国家税务局规定，持股周期超过 1 年以上红利税负为 0。

3. 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；2024 年国资委全面推开国有企业市值管理，证监会推动上市公司高质量分红，进一步凸显煤炭股票投资价值。维持板块“优大于市”评级。推荐三个方向：

- **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。
- **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。
- **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：昊华能源、广汇能源、华阳股份等。

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；	类别	评级	说明
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。	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。