

煤炭开采

2024年07月25日

煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型

——行业深度报告

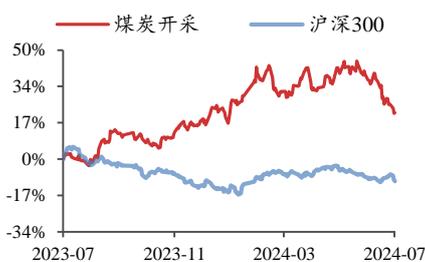
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤价回调是向合理可持续高盈利转型，煤炭仍可期——2023 年报及 2024 一季报综述》-2024.5.5

《动力煤价下行但有支撑，仍看好煤炭核心资产价值——行业周报》-2024.3.17

《关注开工及双碳政策，重视煤炭核心资产价值——行业周报》-2024.3.10

● 煤企业绩向合理可持续高盈利转型，行业高景气有望延续

当前国内现货煤价逐渐回归且维持在相对高位且窄幅震荡，我们认为当前煤炭高盈利有望合理且可持续。动力煤作为政策煤种，由于政策和各方利益存在诉求，其价格存在“上有顶、下有底”的特征，叠加煤炭价格存在双轨制，未来煤炭现货有望保持相对平稳。当前国内煤炭供需仍处于“供紧需增”的紧平衡状态，煤炭行业高景气有望延续，煤企有望实现相对稳定盈利。

● 2024H1 动力煤价格合理回归且炼焦煤价格凸显韧性

2024 年 1-6 月秦港山西产 Q5500 动力末煤平仓价平均同比-14.3%，京唐港主焦煤库提价平均同比+1.3%，预计 2024H1 上市煤企价格短或继续承压，叠加 2024H1 国内规上原煤产量同比-1.5%，上市煤企产量端亦受限，故预计 2024H1 上市煤企盈利或同比回落。就 2024Q2 而言，2024Q2 秦港山西产 Q5500 动力末煤平仓价平均同比-7.2%，环比-5.9%，京唐港主焦煤库提价平均同比+8%，环比-13.3%，同时 2024Q2 单季度规上原煤产量同比+0.3%，环比+5%，故预计 2024Q2 单季度上市煤企盈利同比、环比皆有所企稳。

● 高景气叠加市值管理考核推进，上市煤企高分红有望延续

在煤炭行业持续高盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，上市煤企分红水平有望持续提升。参考中国神华拔估值过程，业绩稳定性高叠加持续高分红带来公司估值重构，由于当前煤炭价格振幅收窄，且长协定价机制下上市煤企盈利稳定性有所提升，未来煤炭板块其他上市公司有望参考神华，逐步以股息率锚定股价上涨空间。但考虑到上市煤企长协煤销售占比及一体化经营程度较中国神华低，因此锚定股息率可适当从 4.5% 调整至 5%-5.5% 左右水平。

● 投资逻辑：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起

我们认为，煤炭板块有望迎重新布局的起点，这一轮投资是高股息与周期弹性兼备。煤炭股高股息投资逻辑仍是主线，在当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们此前测算，即使动力煤价 800 元，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企 2023A 业绩对应的静态市盈率 PE 的平均值约为 8 倍，中国神华是煤炭板块估值的典范且当前 2023 年静态 PE 超过 13 倍，中国神华有望作为板块估值提升的锚。煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现，当前无论动力煤和炼焦煤价格均有望反弹，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性。根据中报预告保守测算年化股息率仍具吸引力，通过 2024 年化业绩（保守年化）=2024Q2 单季度业绩×3+2024Q1 单季度业绩，此种方法实际上低估了 2024H2 的量价齐升的正向影响，即使以上述保守方法测算 2024 年的年化业绩，重点公司的 2024 年股息率仍有多家超过 5% 甚至超过 6%，高股息仍旧可以持续。多维度精选煤炭个股将获得超额收益：一是动力煤弹性标的，推荐【山煤国际、广汇能源、晋控煤业、兖矿能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；二是炼焦煤弹性标的，推荐【潞安环能、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】，关注【永泰能源】，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱；五是小煤种（喷吹煤和无烟煤）弹性标的，推荐【潞安环能、兰花科创、华阳股份】；六是热值提升、成长性凸显以及存在可转债的【甘肃能化】。

● 风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

目 录

1、煤企业绩向合理可持续高盈利转型，行业高景气有望延续.....	4
2、动力煤价格合理回归：2024H1 动力煤现货均价同比下行，但年度长协运行平稳.....	7
3、炼焦煤价格凸显韧性：2024H1 炼焦煤价格同比微涨，且 2024Q2 同比涨幅明显.....	9
4、2024H1 原煤产量同比回落，但 2024Q2 原煤产量环比回升.....	10
5、高景气叠加市值管理考核推进，上市煤企高分红有望延续.....	11
6、投资逻辑：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起.....	15
7、风险提示.....	18

图表目录

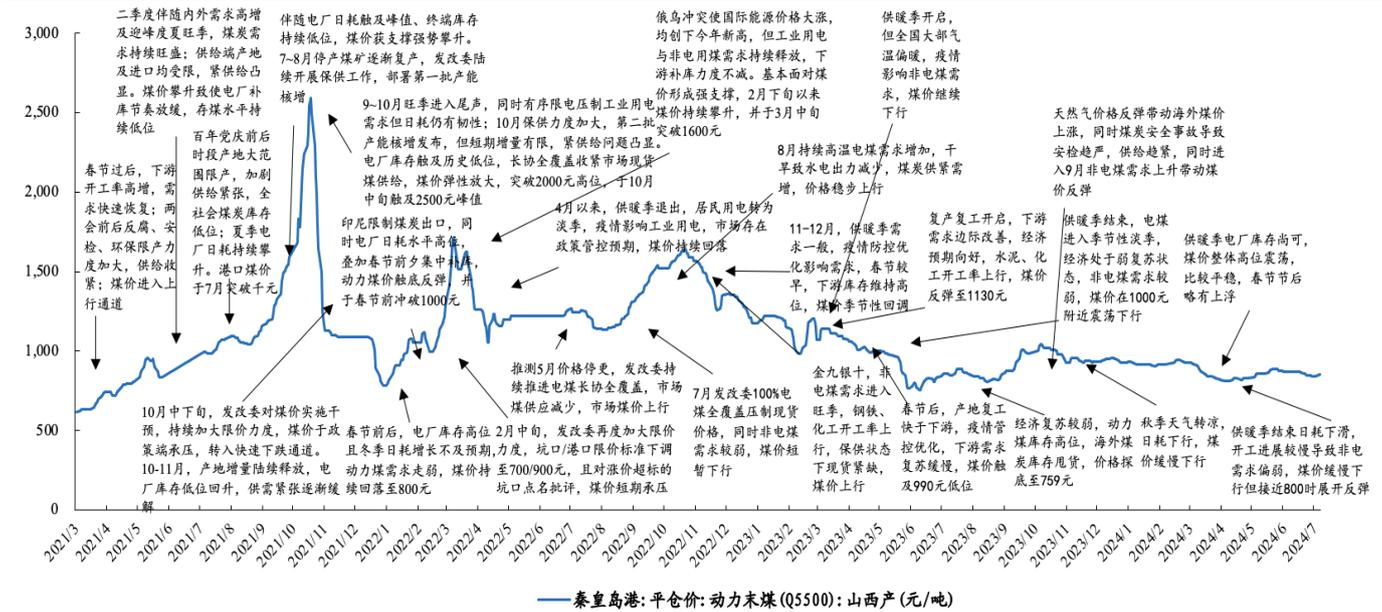
图 1：2021 年以来动力煤现货价格振幅逐渐收窄，政策煤种属性凸显.....	4
图 2：2021 年以来炼焦煤现货价格振幅逐渐收窄，但相比动力煤振幅较高，市场化煤种属性凸显.....	4
图 3：2024H1 动力煤价格中枢回落至 875 元/吨.....	5
图 4：2024H1 炼焦煤价格中枢回落至 2251 元/吨.....	5
图 5：2021 年以来动力煤价格振幅收窄相对明显.....	6
图 6：年度长协定价合理区间为 570-770 元/吨.....	6
图 7：2023 年 28 家上市煤企归母净利润回落但仍处高位.....	7
图 8：2023 年 28 家上市煤企扣非后归母净利润处于高位.....	7
图 9：煤炭相比 A 股其他行业位于 PB-ROE 均衡线下.....	7
图 10：2017-2023 年煤炭行业 PB-ROE 位于均衡线之下.....	7
图 11：2024 年 1-6 月动力煤现货价格中枢下移.....	8
图 12：2024 年 1-6 月动力煤现货价格同比-14.3%.....	8
图 13：2024Q2 动力煤现货价格同比-7.2%.....	8
图 14：2024Q2 动力煤现货价格环比-5.9%.....	8
图 15：近年来动力煤长协价格走势较为平稳.....	9
图 16：2024 年 1-6 月动力煤长协价格同比-2.4%.....	9
图 17：2024Q2 动力煤长协价格同比-2.5%.....	9
图 18：2024Q2 动力煤长协价格环比-1.3%.....	9
图 19：2024 年 1-6 月炼焦煤现货价格中枢略有上移.....	10
图 20：2024 年 1-6 月炼焦煤现货平均价格同比+1.3%.....	10
图 21：2024Q2 炼焦煤现货价同比+8%.....	10
图 22：2024Q2 炼焦煤现货价环比-13.3%.....	10
图 23：2024 年 1-6 月国内原煤产量同比-1.5%.....	11
图 24：2024Q2 国内原煤产量同比+0.3%.....	11
图 25：2024Q2 国内原煤产量环比+5%.....	11
图 26：2024Q2 晋陕蒙三地煤矿开工率整体有所上升.....	11
图 27：近年来 28 家上市煤企分红总额整体持续提升.....	12
图 28：近年来 28 家上市煤企分红比例处于较高水平.....	12
图 29：2020 年以前中国神华 PE 始终低于板块.....	13
图 30：2022 年以来中国神华 PE 逐渐高于板块.....	13
图 31：十年期国债收益率仍处于下行趋势中.....	14
图 32：截至 2024 年 7 月 23 日最新 5 年期 LPR 为 3.85%.....	14

图 33: 股价与煤价多数体现周期弹性, 但高股息红利逻辑已明显体现.....	15
图 34: 股价与煤价少数体现反相关, 但为下一次持续上涨做铺垫.....	16
图 35: 财报公布季对股价影响小, 此后股价仍旧回归上涨.....	16
表 1: 部分省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间.....	6
表 2: 政策鼓励和引导上市公司分红.....	12
表 3: 两种方法下中国神华锚定股息率在 3.8%-4.35%左右.....	14
表 4: 在保守业绩预测下公司股息率仍具吸引力.....	17

1、煤企业绩向合理可持续高盈利转型，行业高景气有望延续

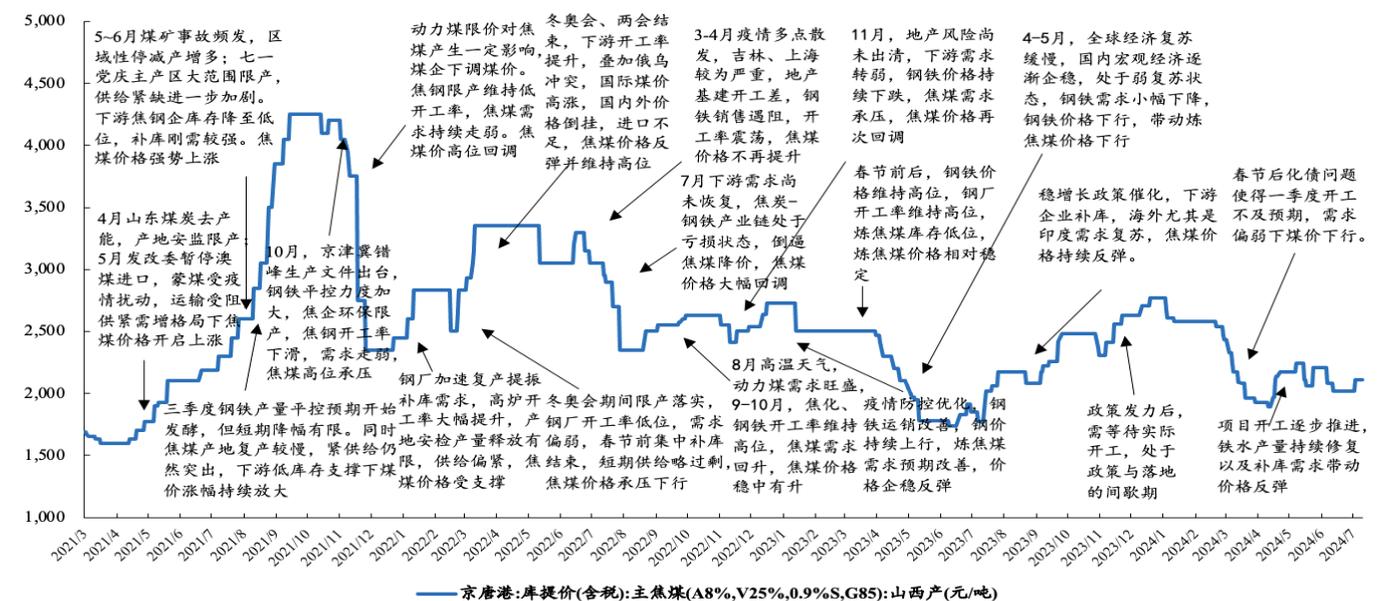
回顾 2021 年以来动力煤及炼焦煤价格走势：动力煤方面，2021 年受国内供需错配影响，动力煤价格呈现高位宽幅波动走势，秦港 5500Q 动力煤价格一度触及 2600 元/吨高点，2022 年以来随着国内煤炭稳价政策逐步落地，动力煤价格逐渐回归，尤其自 2023 年下半年以来，国内动力煤价格维持高位窄幅震荡；炼焦煤方面，2021 年国内炼焦煤价格总体亦呈现宽幅震荡走势，2022 年以来国内炼焦煤价格虽有回落，但由于炼焦煤为市场化煤种，价格弹性较动力煤更大，因此炼焦煤振幅亦相对动力煤更为明显。

图1：2021 年以来动力煤现货价格振幅逐渐收窄，政策煤种属性凸显

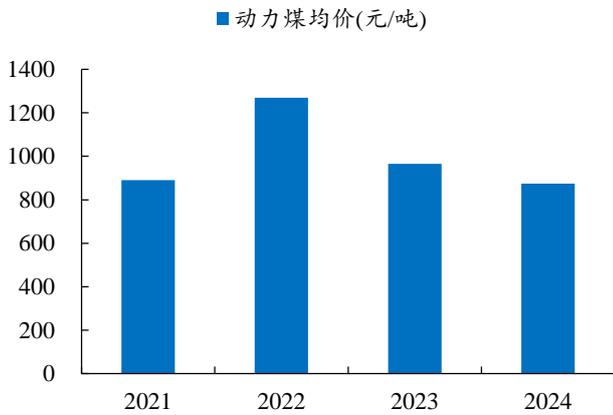


数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年以来炼焦煤现货价格振幅逐渐收窄，但相比动力煤振幅较高，市场化煤种属性凸显

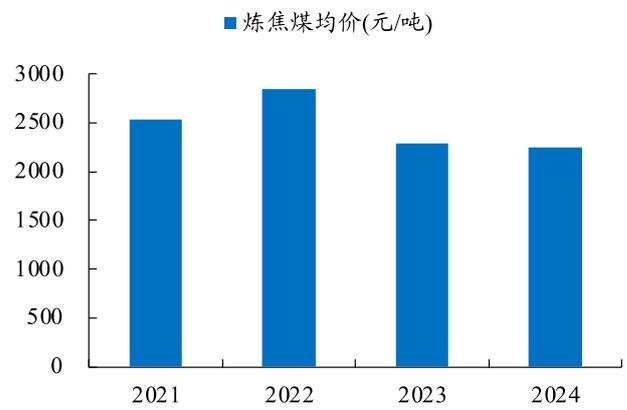


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024H1 动力煤价格中枢回落至 875 元/吨


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中 2024 年数据截至 6 月 30 日

图4：2024H1 炼焦煤价格中枢回落至 2251 元/吨


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中 2024 年数据截至 6 月 30 日

总体来看，当前国内现货煤价逐渐回归且维持在相对高位且窄幅震荡，我们认为当前煤炭高盈利有望合理且可持续。其中动力煤作为政策煤种，未来现货价有望保持相对平稳运行：

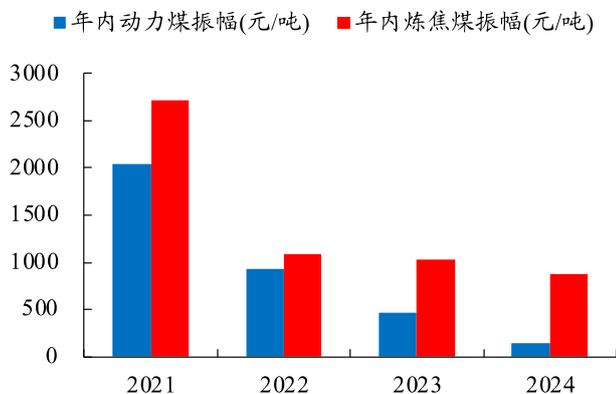
(1) 在政策关注煤电双方盈利平衡的背景下，煤价逐步回归且振幅明显收窄，2021-2023 年动力煤现货价格振幅分别为 2036/924/467.5 元/吨，2024 年以来振幅进一步收窄，截至 2024 年 6 月 30 日，动力煤价振幅降低至仅为 139 元/吨。

(2) 动力煤现货价格或呈现“上有顶、下有底”的特征，既然作为政策性煤种，动力煤现货价格的顶部和底部均是由政策约束和各方利益诉求所决定的，而非由基本面决定。其中，我们判断港口动力煤现货价格的底部是 800 元/吨，理由包括：一是由于较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力，地方政府对高煤价的诉求更强；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价，所以也希望价格至少不能跌破 770 元，再考虑到电厂实际采购中存在捆绑现货销售的长协（另类长协）且综合均价为 800 元，电厂有采购更便宜煤炭的指导原则，则会在 800 元另类长协与现货做必选，从而会使 800 元成为临界值；三是疆煤外运存在 800 元/吨港口价格的临界值影响，低于 800 元则煤炭出疆量将减少，从而收缩供给托底煤价；四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，即体现煤和油价格的联动，梳理测算 70 美金布油与 806 元煤价制作烯烃成本相当，如油价底部是 70 美金则煤价也能维持 800 元以上，了解得知美国页岩油高的边际成本亦为 70 美金，则油价很难跌破此值。我们亦判断港口动力煤价现货的顶部价格为 1000-1100 之间，理由包括：一是由于电厂存在 950 元/吨的入炉报表盈亏平衡线，煤价上涨超过此值将会减缓电厂的追涨采购的节奏，考虑到上涨惯性，价格最多有望 1000 元；二是煤化工作为加强变量，地缘政治冲突将导致油价上行，煤油价格联动会导致港口煤价或上涨至 1100 元/吨，但随着特朗普有望赢得美国总统选举，油价大涨的概率在变低；三是国家对年度长协和现货的价格均有约束，年度长协限定在 570-770 元/吨之间，现货价格或很难允许超过年度长协的 1.5 倍即 1155 元，且存在提前抑制价格上涨的前置举措。

(3) 动力煤价格执行双轨制，2022-2024 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；同

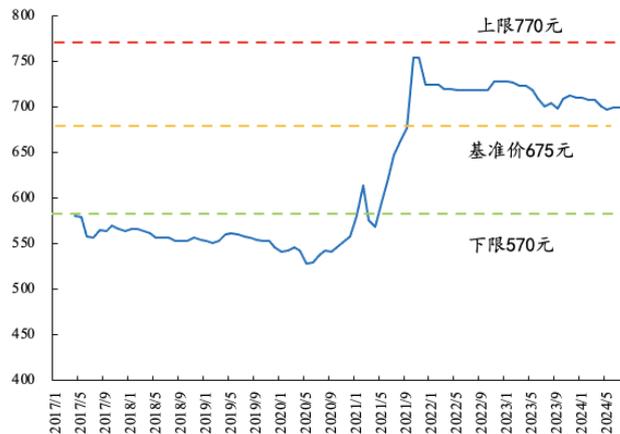
时对主要产煤省份的坑口年度长协价格也明确了上下限。以港口为例实际交易年度长协多以区间上限即 770 元/吨成交，故无论以每月的年度长协参考价还是以上限价格成交，售价均表现较强的稳定性。

图5：2021 年以来动力煤价格振幅收窄相对明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：年度长协定价合理区间为 570-770 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：部分省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间

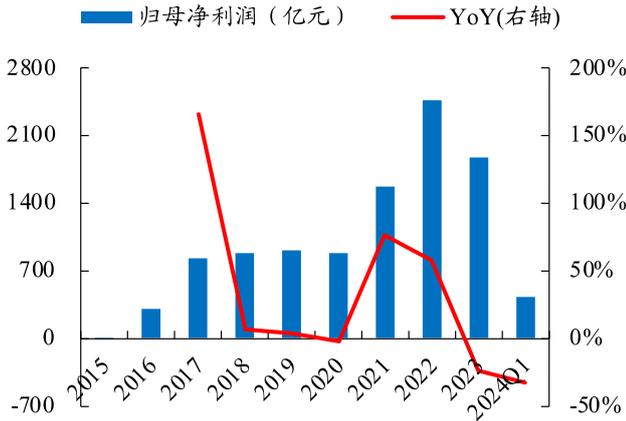
地区	热值 (大卡)	中长期交易价格合理区间 (元/吨)	现货交易价格合理区间上限 (元/吨)
秦皇岛港	5500	570-770	1155
山西	5500	370-570	855
陕西	5500	320-520	780
蒙西	5500	260-460	690
蒙东	3500	200-300	450
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
安徽	5000	545-745	1118

数据来源：国家发改委、开源证券研究所

供紧需增背景下煤炭行业高景气有望延续，煤企有望实现稳定盈利。上市煤企受益于 2021-2023 年煤价高企，盈利能力明显提升，2023 年 28 家上市煤企归母净利润为 1871 亿元，较 2020 年提升 110.6%，扣非后归母净利润为 1890 亿元，较 2020 年提升 147.9%。2023 年以来，上市煤企盈利虽然同比有所回落，其中 2023 年归母净利润降幅为 24%、2024Q1 降幅为 32.8%，2023 年扣非后归母净利润降幅为 20%，2024Q1 降幅为 29.8%，即使盈利回落但仍处于历史较高水平，此现象也预示着煤炭行业盈利正在从“暴利不可持续”逐步向“合理且可持续的高盈利转型”。展望未来，我们预计煤炭行业高景气仍将持续，煤炭企业有望维持稳定盈利。从供给端来看，国内新批及核增产能有限，短期内无法贡献增量，且在安监束缚下煤炭产能或难以释放，未来国内煤炭供给或相对偏紧；同时，海外煤炭新增产能亦相对有限，印度等新兴国家用煤需求高涨且进口结构与中国相似，或进一步抢夺中国煤炭进口资源，国内外煤炭供给均或难有明显增量。从需求端来看，由于水电有较大不确定性，迎

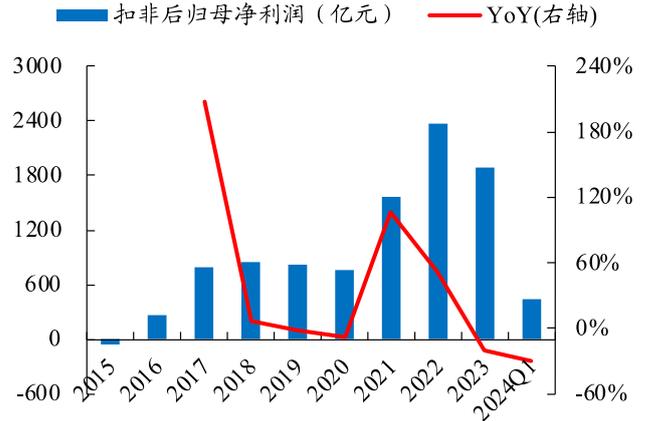
峰度夏、迎峰度冬期间火电仍将是国内发电的中流砥柱，且伴随经济逐步回暖，国内用电需求亦将逐步改善；受益于煤油价格联动，国际油价维持高位的背景下煤化工开工率有望提升，并有望带动国内动力煤需求；今年以来地产支持政策不断推出，预计未来水泥开工率将有所恢复，亦将在一定程度上支撑国内煤炭需求。在国内基建、房地产增长相对乏力的情况下，以中厚板为代表的制造业用钢需求或在较大程度上弥补地产、基建用钢需求的下降，叠加当前国内钢铁出口处于高位，亦将对炼焦煤需求提供支撑。

图7：2023年28家上市煤企归母净利润回落但仍处高位



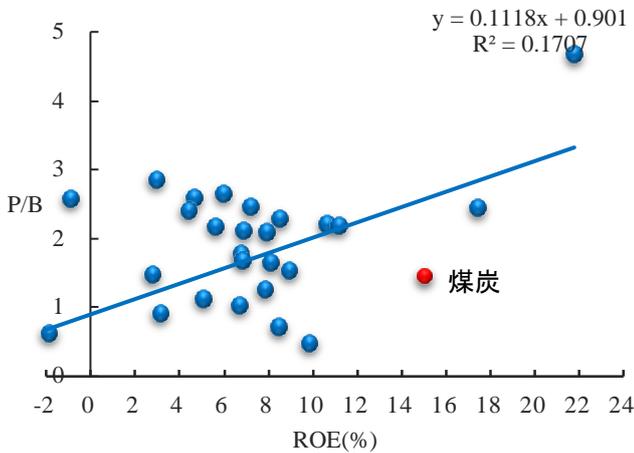
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年28家上市煤企扣非后归母净利润处于高位



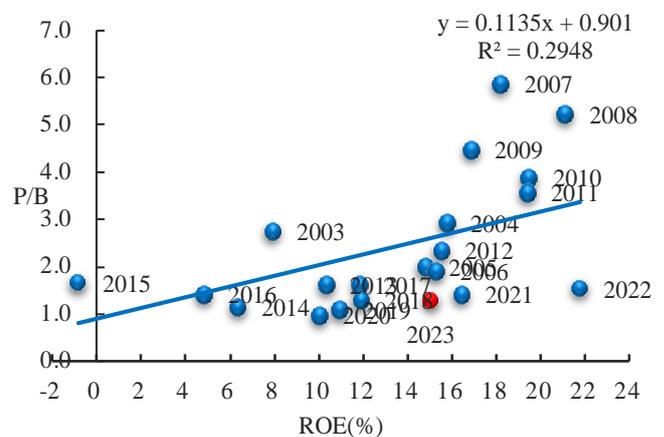
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：煤炭相比A股其他行业位于PB-ROE均衡线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2017-2023年煤炭行业PB-ROE位于均衡线之下

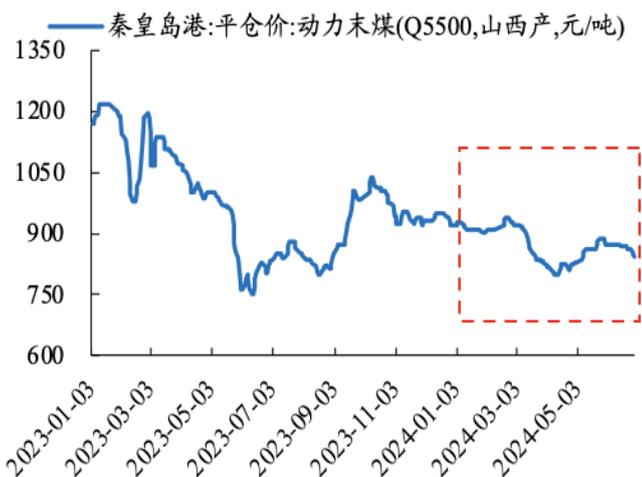


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、动力煤价格合理回归：2024H1 动力煤现货均价同比下行，但年度长协运行平稳

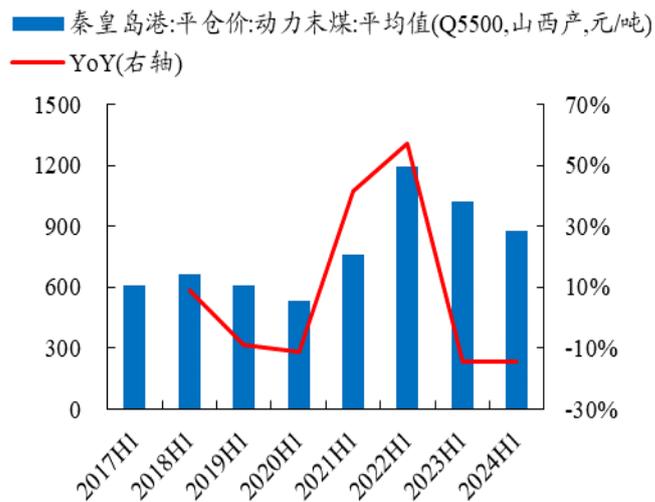
2024年以来，国内煤炭市场供需关系总体偏弱，煤炭价格中枢较2023年有所下降，但煤炭价格走势整体更为平稳。动力煤现货价格方面，截至2024年6月28日，

2024年1-6月秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价平均为875元/吨,同比-14.3%,其中2024Q2单季度秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价平均为849元/吨,同比-7.2%,环比-5.9%。动力煤长协价格方面,2024年1-6月秦皇岛港Q5500动力煤年度长协价格平均为704元/吨,同比-2.4%,其中2024Q2单季度秦皇岛港Q5500动力煤年度长协价格平均为699元/吨,同比-2.5%,环比-1.3%。而由于在签署长协的过程中部分煤企大多采用770元/吨的顶格价签署,故实际上动力煤长协价格同比、环比变化幅度更为平缓。

图11: 2024年1-6月动力煤现货价格中枢下移


数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 其中2024年6月数据截至6月28日

图12: 2024年1-6月动力煤现货价格同比-14.3%


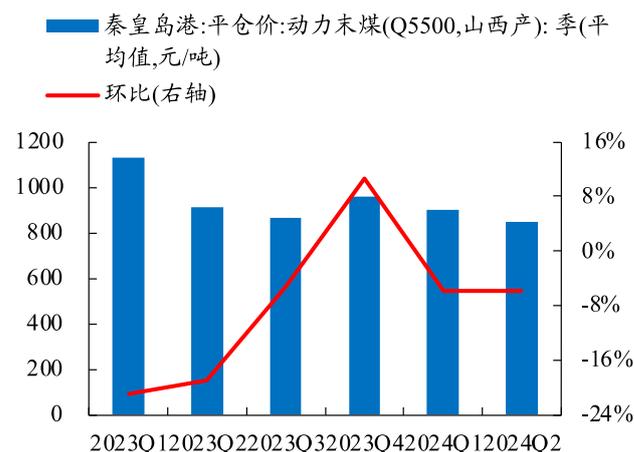
数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 其中2024年6月数据截至6月28日

图13: 2024Q2 动力煤现货价格同比-7.2%

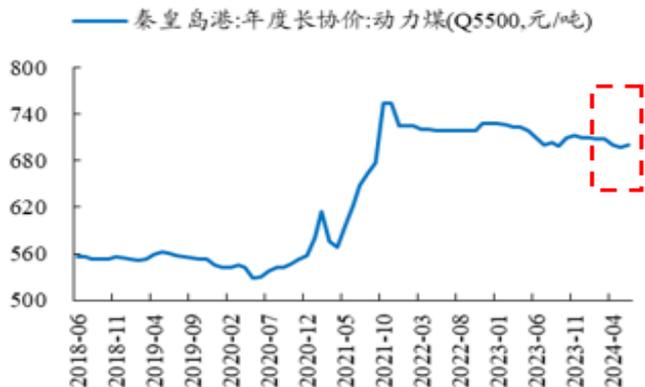

数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 其中2024年6月数据截至6月28日

图14: 2024Q2 动力煤现货价格环比-5.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

备注: 其中2024年6月数据截至6月28日

图15：近年来动力煤长协价格走势较为平稳


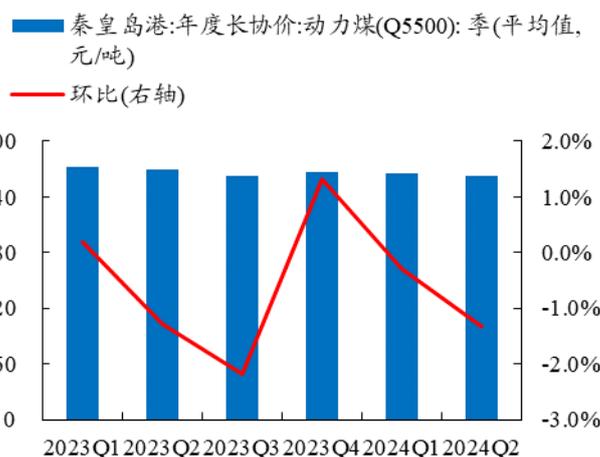
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年1-6月动力煤长协价格同比-2.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024Q2 动力煤长协价格同比-2.5%

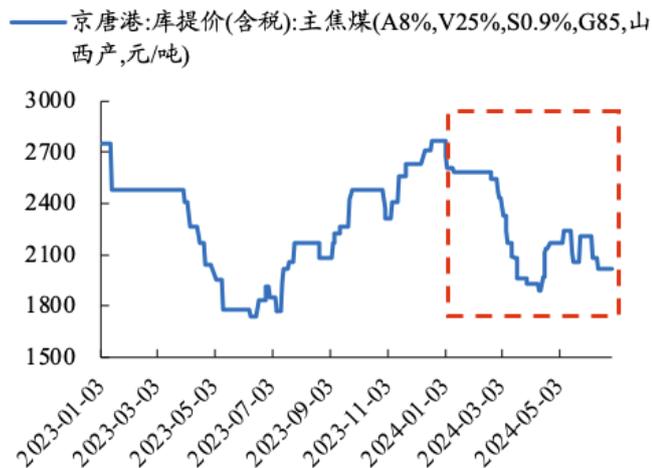

数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024Q2 动力煤长协价格环比-1.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

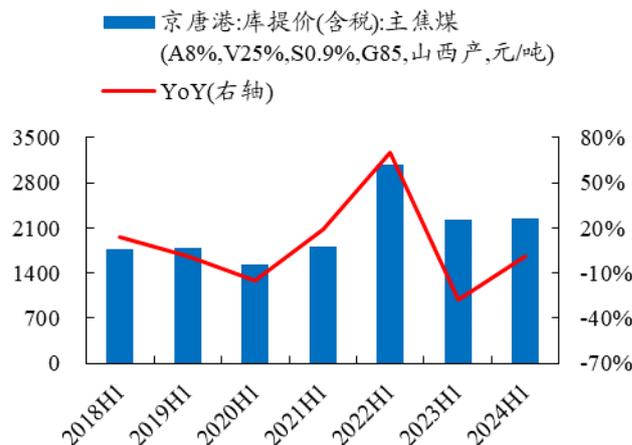
3、炼焦煤价格凸显韧性：2024H1 炼焦煤价格同比微涨，且 2024Q2 同比涨幅明显

春节后全国钢厂及焦化厂开工率低位运行，铁水日均产量亦明显低于2023年同期水平，炼焦煤价格自2024年初的2770元/吨一度回落至4月12日的1890元/吨，后续随着项目开工逐渐推进，铁水产量持续修复叠加补库需求带动炼焦煤价格开始反弹。炼焦煤现货方面，截至2024年6月28日，2024年1-6月京唐港主焦煤库提价平均为2251元/吨，同比+1.3%，其中2024Q2单季度京唐港主焦煤库提价为2092元/吨，同比+8%，环比-13.3%。对于炼焦煤长协而言，由于部分企业炼焦煤签署的是季度长协，预计炼焦煤长协价格同比、环比变化幅度亦同样较小。

图19：2024年1-6月炼焦煤现货价格中枢略有上移


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中2024年6月数据截至6月28日

图20：2024年1-6月炼焦煤现货平均价格同比+1.3%


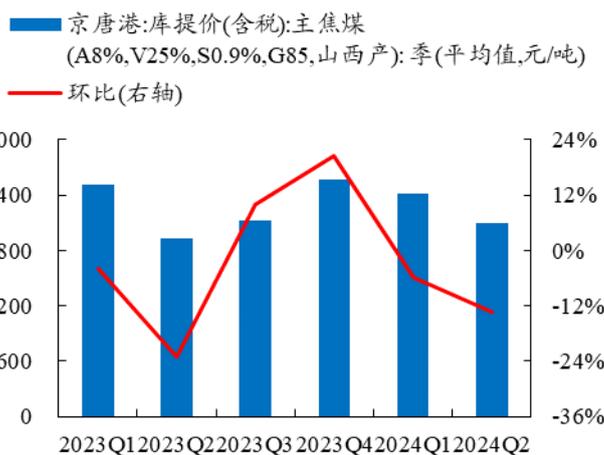
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中2024年6月数据截至6月28日

图21：2024Q2炼焦煤现货价同比+8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：其中2024年6月数据截至6月28日

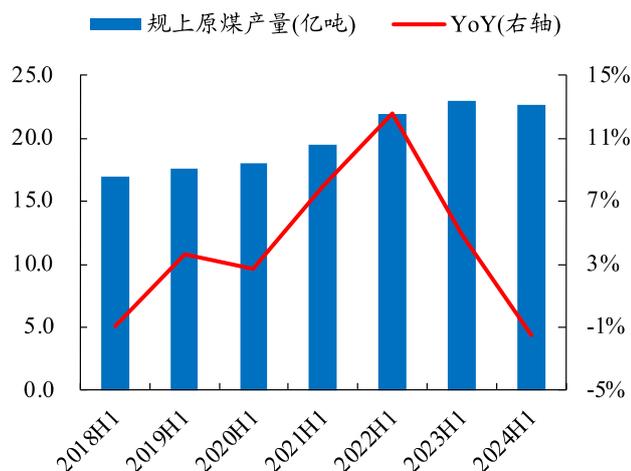
图22：2024Q2炼焦煤现货价环比-13.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

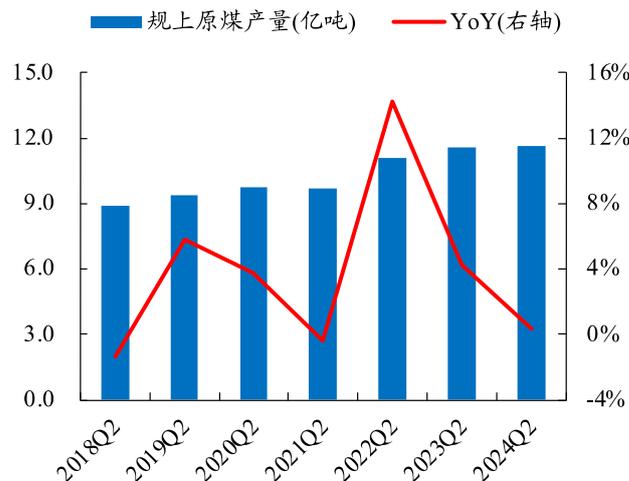
备注：其中2024年6月数据截至6月28日

4、2024H1原煤产量同比回落，但2024Q2原煤产量环比回升

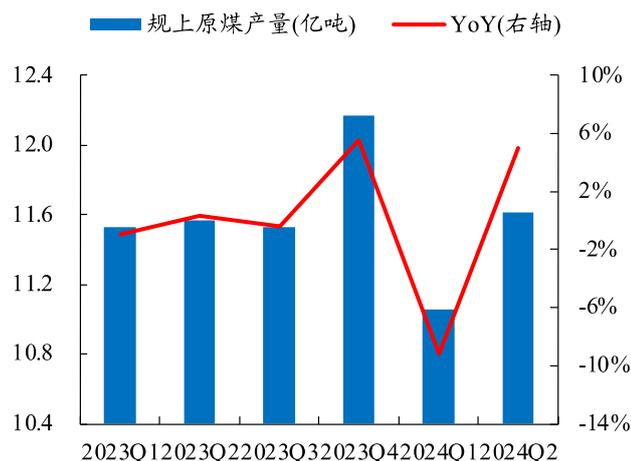
2024年以来，受部分地区专项检查及安监常态化等因素影响，部分地区尤其是山西等煤炭主产地煤炭生产受限明显，煤矿开工率明显低于往年水平。截至2024年6月30日，晋陕蒙煤矿开工率为83.5%，环比小幅提升1.2pct，2024年6月晋陕蒙煤矿开工率平均为82%，较2024年5月提升0.8pct。2024年1-6月国内规上原煤产量为22.7亿吨，同比-1.5%，其中2024Q2单季度规上原煤产量预计为11.6亿吨，同比+0.3%，环比+5%。2024Q2国内原煤产量环比回升，主要系山西“查三超”行动边际弱化、煤矿开工率有所回升所致。

图23：2024年1-6月国内原煤产量同比-1.5%


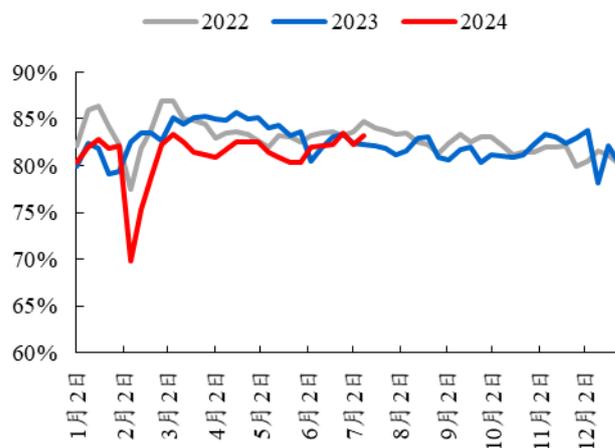
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：2024Q2国内原煤产量同比+0.3%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图25：2024Q2国内原煤产量环比+5%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图26：2024Q2晋陕蒙三地煤矿开工率整体有所上升


数据来源：煤炭市场网 CCTD、开源证券研究所

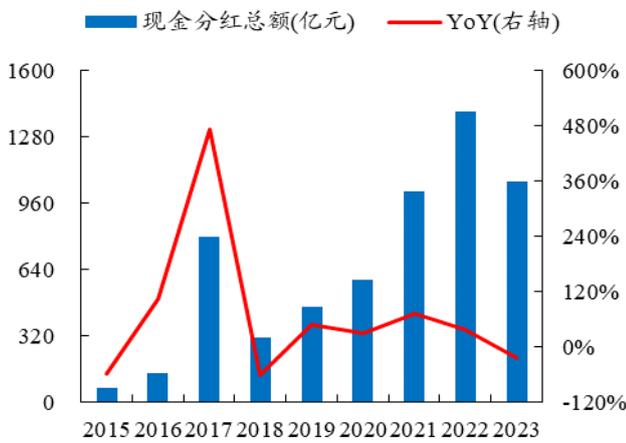
备注：开工数据截至2024年7月14日

结合上述分析，从量价两个角度来看，2024年1-6月秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价平均同比-14.4%，京唐港主焦煤库提价平均同比+1.3%，我们预计2024年上半年上市煤企价格短或继续承压，叠加2024年上半年国内规上原煤产量同比-1.5%，上市煤企产量端亦受限，故预计2024H1上市煤企盈利或同比回落。就2024Q2单季度而言，2024Q2单季度秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价平均同比-7.2%，环比-5.9%，京唐港主焦煤库提价平均同比+8%，环比-13.2%，同时2024Q2单季度规上原煤产量同比+0.3%，环比+5%，故预计2024Q2单季度上市煤企盈利同比、环比皆有所企稳。

5、高景气叠加市值管理考核推进，上市煤企高分红有望延续

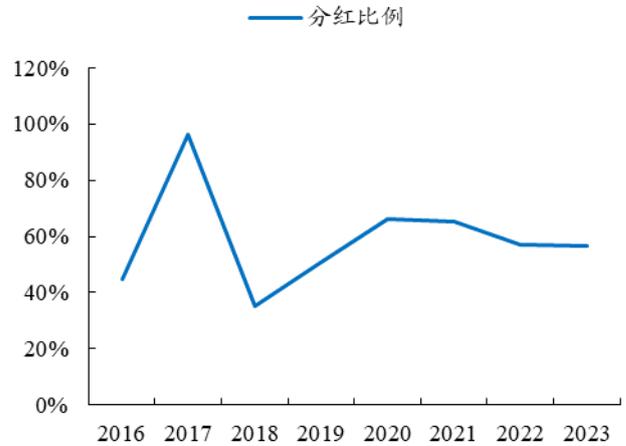
近年来，在煤炭行业高景气的情况下，上市煤企维持较高的分红水平，2023年28家上市煤企现金分红总额达1063亿元，整体分红比例达56.8%，煤炭行业分红处于全行业领先水平。同时，近年来关于上市公司分红的鼓励、指导政策不断推出：2023年12月证监会发布《上市公司现金分红》，明确鼓励现金分红、引导合理分红；2024年1月国资委提出研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，提倡加大现金分红力度回报投资者；2024年4月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续高盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视ROE的考核方向，高分红有助于提升ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升。

图27：近年来28家上市煤企分红总额整体持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：近年来28家上市煤企分红比例处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：政策鼓励和引导上市公司分红

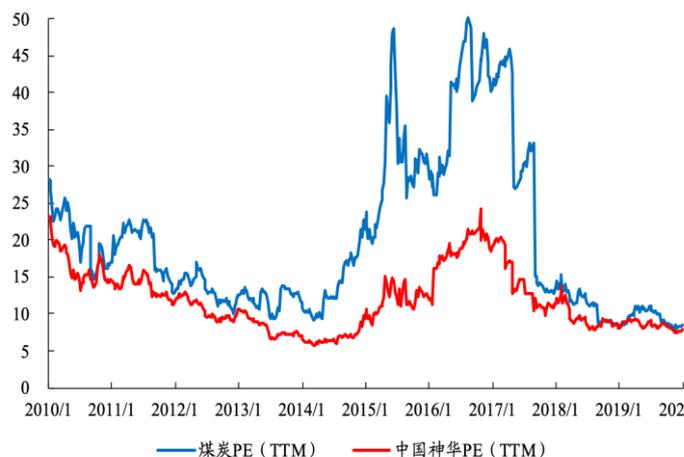
时间	部门	政策	内容
2020.10	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作，专注主业、稳健经营，不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责，公平对待所有股东。对损害上市公司利益的行为，上市公司要依法维权。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红(2023年修订)》	一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业。二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次，结合监管实践，允许上市公司在召开年度股东大会审议年度利润分配方案时，在一定额度内审议批准下一年中期现金分红条件和上限，便利公司进一步提升分红频次，让投资者更好规划资金安排，更早分享企业成长红利。三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理

时间	部门	政策	内容
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	分红。 国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

资料来源：国务院、证监会、国资委、开源证券研究所

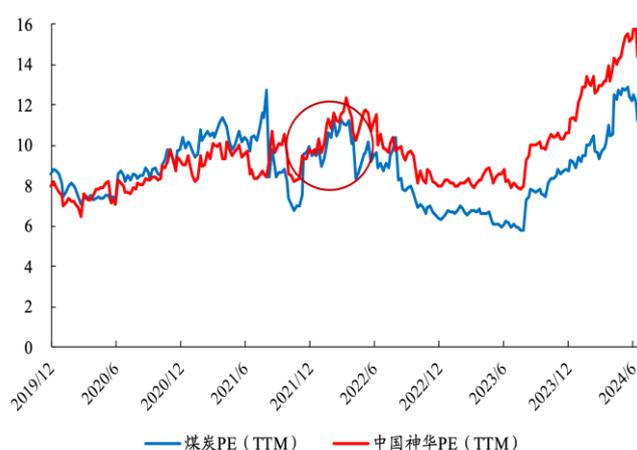
参考中国神华拔估值过程，业绩稳定性高&持续高分红带来公司估值重构。2020年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。中国神华体量较大，具有“煤电路港航化”一体化经营模式，且经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。同时，中国神华自2016年开启特别分红，大幅提升分红比例，且自2018年以来分红比例提升显著，持续性高分红已经成为公司标志之一。2010-2020年，中国神华PE始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及煤炭板块。2021年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转，2021年11月以来中国神华PE基本都高于板块PE。2024年7月12日，中国神华PE(TTM)为14.37倍，煤炭板块平均PE为11.25倍，中国神华盈利稳健&高分红带来估值重构。

图29：2020年以前中国神华PE始终低于板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2022年以来中国神华PE逐渐高于板块



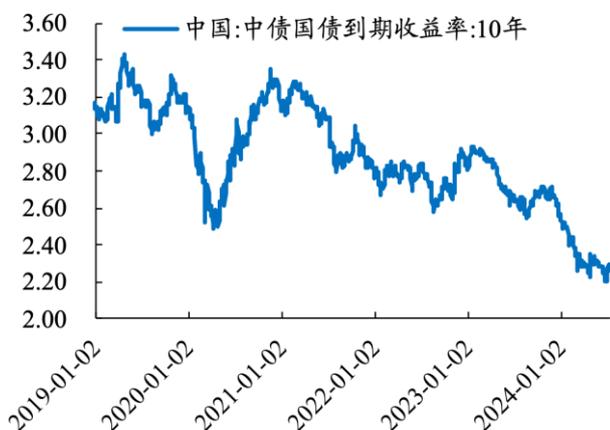
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

股息率逐步成为中国神华股价空间的锚点。在传统周期估值体系中，煤炭的估值方式通常采取市盈率PE或市净率PB作为估值方法，由于上市煤企自供给侧改革后盈利能力逐步改善，且A股市场更易接受市盈率，所以市盈率估值法应用更为广泛，市净率更多是作为补充方式。然而，中国神华长期以来偏高且稳定的长协占比、优秀的成本控制以及分红比例已实现大幅提升且可持续性较强，叠加长协制度渗透率提升带来市场煤价波动区间收敛，股息率逐步成为公司股价空间的锚点。我们预计

公司2024年可实现归母净利润599亿元,假定2024年分红比例维持与2023年不变,则公司2024年7月23日收盘价对应2024年股息率为5.8%。

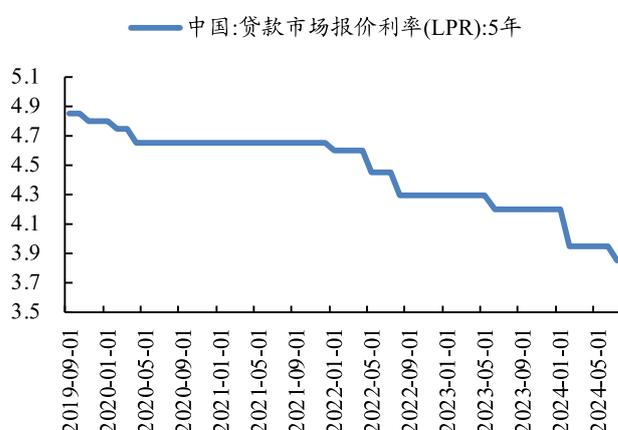
方法一：中国神华股息率可锚定 LPR+风险溢价。代表无风险利率的十年期国债收益率自2020年11月创下3.35%的阶段高点后持续回落,2023年年底以来经历新一波加速下行后当前仅为2.26%,表明市场收益率下行明显。五年期LPR则在一定程度上反映资金成本变动,截至2024年7月23日最新报价为3.85%。从成本来看,资金对股息率诉求应至少能覆盖其成本且应当有所溢价,但考虑到当前资金较为充裕,边际成本或远小于五年期LPR,如2024年7月1日泰康人寿推出“泰康尊享世家(增额版)2024终身寿险”,预定利率为2.75%,因此我们认为公司风险溢价为0-50bp较为合理,即公司股息率合理水平为3.85%-4.35%。

图31：十年期国债收益率仍处于下行趋势中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：截至2024年7月23日最新5年期LPR为3.85%



数据来源：Wind、开源证券研究所

方法二：中国神华股息率可锚定长江电力股息率+风险溢价。长江电力作为水电企业,发电原料为长江河水,所以主要发电成本体现于拦水发电的水坝产生的固定资产折旧,以及发电的机器设备折旧。长江电力机器设备折旧会计年限适中,基本符合设备的实际使用年限,而最为重要的挡水建筑物折旧年限较为保守,仅为40-60年,远低于实际超百年的坝体寿命,因此中国神华发电成本低且以每年折旧的形式稳定体现。长江电力公司价值实际为低成本而稳定高回报的投资结果体现,即相对低成本的水坝建设而实现长期稳定的售电收入。因此长江电力经营久期优于公司,相较于公司拥有股息率溢价较为合理。但同时,长江电力短期经营业绩与来水变化密切相关,公司虽也与煤价关联但影响更小,因此我们认为风险溢价为50-100BP较为合理。根据Wind一致性预期,长江电力2024年归母净利润预计为335.99亿元,若2024年分红比例维持与2023年不变则对应2024年7月23日收盘价股息率为3.3%,则公司合理股息率为3.8%-4.3%。

表3：两种方法下中国神华锚定股息率在3.8%-4.35%左右

	乐观股息率	保守股息率
方法一：锚定 LPR+风险溢价	3.85%	4.35%
方法二：锚定长江电力股息率+风险溢价	3.80%	4.30%

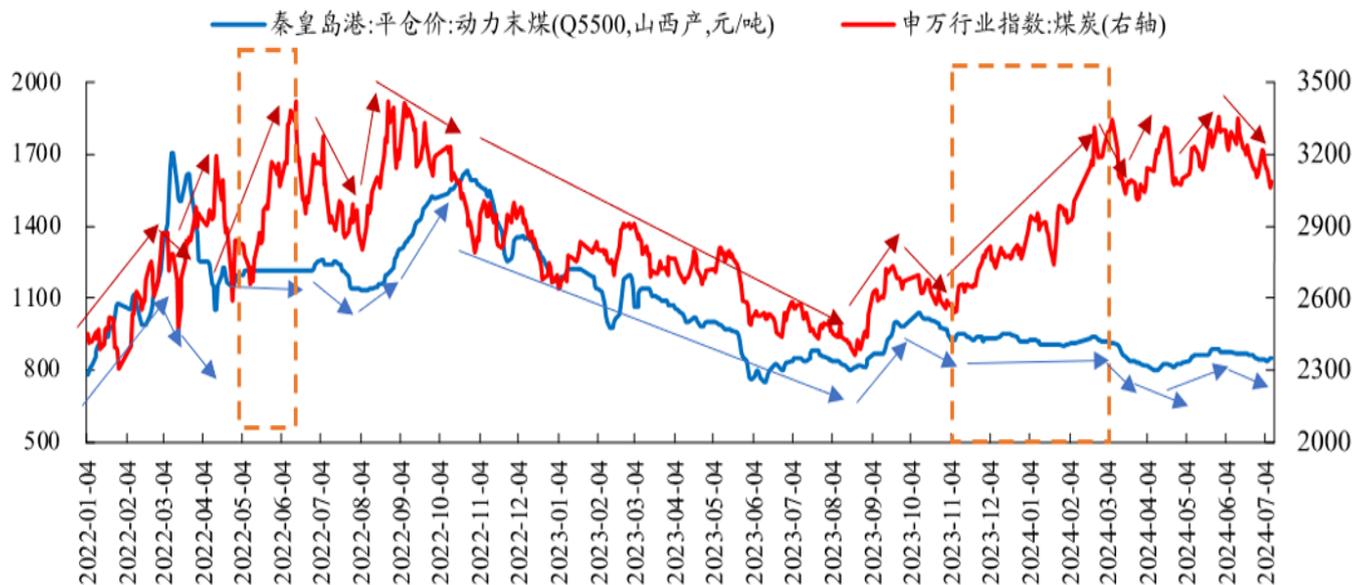
数据来源：Wind、开源证券研究所

由于当前煤炭价格振幅收窄，叠加长协定价机制下上市煤企盈利稳定性有所提升，未来煤炭板块其他上市公司有望参考神华，逐步以股息率锚定股价上涨空间。但考虑到上市煤企长协煤销售占比及一体化经营程度较中国神华低，因此锚定股息率可适当调整至5%-5.5%左右水平。

6、投资逻辑：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起

通过复盘可以发现，近年来煤炭价格与股价虽多数体现周期弹性，但高股息红利逻辑已明显体现。2022年1月-2022年3月，股价与煤价同步上涨，周期弹性体现；2022年5月-2022年6月，煤价平稳运行，股价波动上行并创年内新高，股价与煤价脱敏，高股息红利逻辑体现；2022年10月-2023年8月，股价与煤价双双震荡式下行，周期弹性体现；2023年8月-2023年10月，股价与煤价同步震荡上行，周期弹性体现；2023年11月-2024年3月，煤价平稳运行，股价大幅上行再创新高，股价与煤价脱敏，高股息红利逻辑体现；2024年3月-2024年4月，股价与煤价同步下行，周期弹性体现；2024年5月-6月，股价与煤价同步上涨，周期弹性体现；2024年6月-7月，股价与煤价同步下行，周期弹性体现。

图33：股价与煤价多数体现周期弹性，但高股息红利逻辑已明显体现

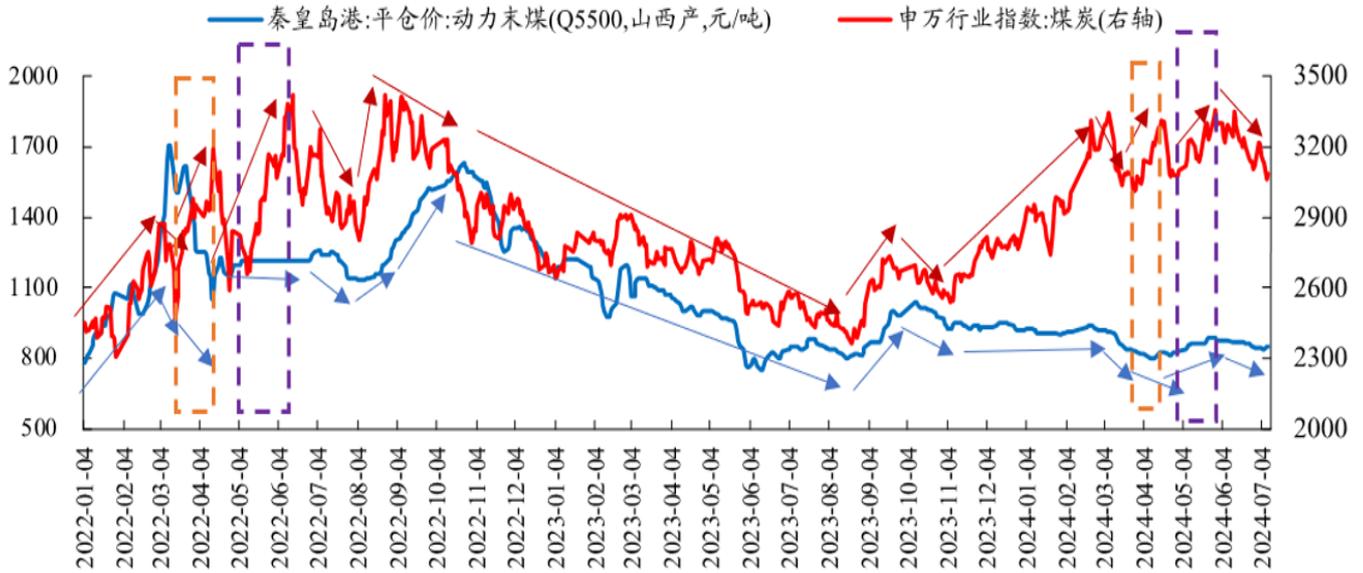


数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，煤价和股价少数体现反相关关系，股价预期改善反应之后，同样会再次出现明显回调，反而是为下一次上涨催化剂的兑现做铺垫。股价与煤价少数时间存在一定程度的反相关，且均出现在4月附近，如2022年4月与2024年4月，推测是对后续煤价和年报业绩的改善预期的体现。在股价上述预期改善反应之后，股价同样会再次出现明显回调，反而是为下一次上涨催化剂的兑现做铺垫，如：股价2022年4月上涨之后即迎来明显回调，继而实现了2022年5月-2022年7月的煤价高位横盘且高股息红逻辑兑现的股价持续上涨；股价2024年4月上涨之后即迎来明显回

调，继而实现了 2024 年 5 月-2024 年 6 月的煤价稳步上涨且周期弹性逻辑兑现的股价持续上涨。

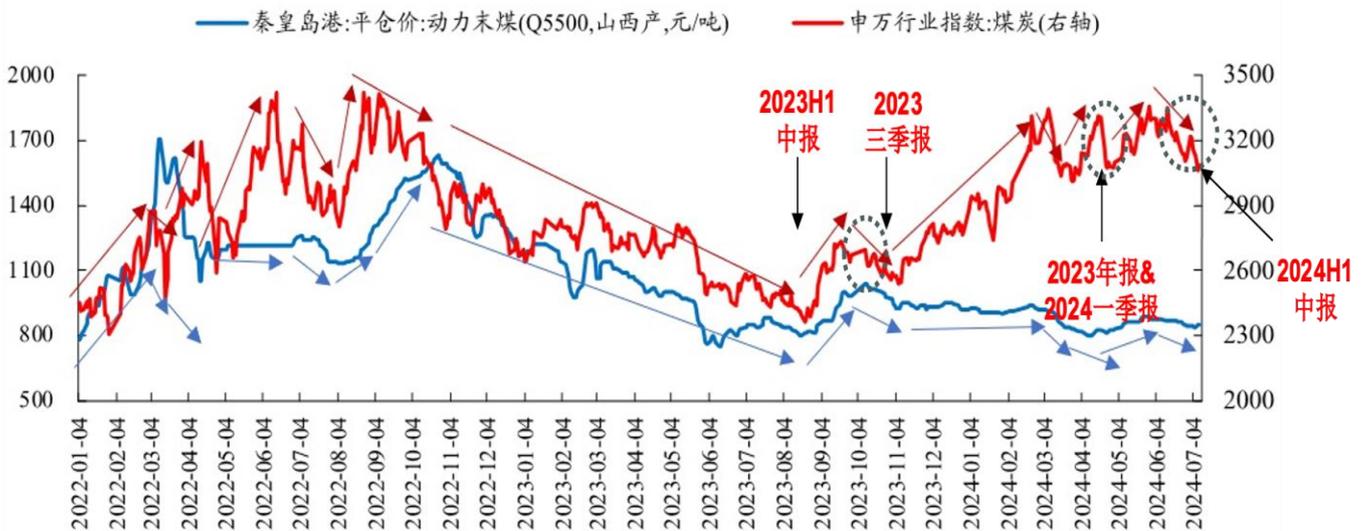
图34：股价与煤价少数体现反相关，但为下一次持续上涨做铺垫



数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，股价对财报公告反应并不明显，消化后股价仍旧上涨。从财报的发布时间来看，考虑到 2022 年报与 2023Q1 几乎同时发布，且 2021-2022 年是煤企业绩同比上涨的阶段，对股价产生正影响，不需要另做分析。然而，2023H1 及以后的财报出现了业绩明显下滑，负向业绩表现有可能会影响股价走势。从煤炭指数与煤价复盘、以及 2023H1 之后的财报发布时间来看，负向业绩表现对煤炭指数的影响仅小幅的回调（如 2023 三季报、2023 年报及一季报），所以推断 2024H1 中报之后若股价虽回头，但待财报公告消化后股价仍或实现上涨。

图35：财报公布季对股价影响小，此后股价仍旧回归上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，煤炭板块有望迎重新布局的起点，这一轮投资是高股息与周期弹性兼备，有望吸引比上一轮更多资金的配置：

未来煤炭股高股息投资逻辑仍是主线，因为当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们2024年1月22日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》来看，即使动力煤价800元，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估表现为多家重点煤企2023A业绩对应的静态市盈率PE的平均值约为8倍，中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前2023年静态PE超过13倍，中国神华有望作为板块估值提升的锚。

煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现，当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。

根据中报预告测算年化股息率仍具吸引力。我们可以保守测算2024年的年化业绩，方法即： $2024\text{年化业绩（保守年化）} = 2024\text{Q2单季度业绩} \times 3 + 2024\text{Q1单季度业绩}$ ，此种方法实际上低估了2024H2的量价齐升的正向影响。即使以上述保守方法测算2024年的年化业绩，重点公司的2024年股息率仍有多家超过5%甚至超过6%。当前资本市场需正视且接纳煤炭企业业绩从“暴利向合理且可持续的高盈利”转型，高股息仍旧可以持续。

多维度精选煤炭个股将获得超额收益：一是动力煤弹性标的，推荐【**山煤国际、广汇能源、晋控煤业、兖矿能源**】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；二是炼焦煤弹性标的，推荐【**潞安环能、平煤股份、淮北矿业、山西焦煤**】，周期品属性且受益价格底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【**中国神华**】、受益标的【**陕西煤业**】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【**新集能源**】，关注【**永泰能源**】，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱；五是小煤种（喷吹煤和无烟煤）弹性标的，推荐【**潞安环能、兰花科创、华阳股份**】；六是热值提升、成长性凸显以及存在可转债的【**甘肃能化**】。

表4：在保守业绩预测下公司股息率仍具吸引力

上市公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)						PE	分红比例	股息率	评级	
		2024/7/22	2024H1E 下限	2024H1E 上限	2024H1E 中值	2024H1E 同比	2024Q1					2024Q2E 中值
山煤国际	263.7	12.5	14.5	13.5	-55.9%	5.8	7.7	28.8	9.1	60.0%	6.6%	买入
广汇能源	374.9	13.6	15.5	14.6	-64.7%	8.1	6.5	27.5	13.6	0.7元/股	12.3%	买入
晋控煤业	257.9	-	-	15.3	10.4%	7.8	7.5	30.3	8.5	40.1%	4.7%	买入
兖矿能源	1299.8	-	-	77.6	-24.0%	37.57	40.0	157.7	8.2	55.0%	6.7%	买入
潞安环能	476.5	20.5	23.5	22.0	-58.5%	12.9	9.1	40.2	11.8	60.0%	5.1%	买入
平煤股份	252.8	-	-	14.2	-36.4%	7.4	6.8	27.8	9.1	60.6%	6.7%	买入
淮北矿业	397.5	-	-	29.9	-16.7%	15.9	14.0	57.9	6.9	42.6%	6.2%	买入

山西焦煤	483.1	17.2	22.6	19.9	-56.0%	9.5	10.4	40.6	11.9	67.1%	5.6%	买入
中国神华	7907.4	286.0	306.0	296.0	-11.1%	158.8	137.2	570.3	13.9	75.2%	5.4%	买入
新集能源	234.2	-	-	11.9	-9.2%	6.0	5.9	23.7	9.9	18.4%	1.9%	买入
永泰能源	251.1	11.6	12.6	12.1	19.4%	4.7	7.4	27.0	9.3	5.4%	0.6%	增持
兰花科创	120.9	5.0	5.6	5.3	-61.1%	1.4	4.0	13.2	9.2	53.1%	5.8%	买入
华阳股份	268.8	11.1	15.1	13.1	-56.5%	8.7	4.4	22.0	12.2	50.0%	4.1%	买入
甘肃能化	152.0	-	-	9.4	-26.9%	5.4	4.0	17.4	8.8	30.8%	3.5%	买入
陕西煤业	2351.0	-	-	106.5	-8.0%	46.5	60.0	226.5	10.4	60.0%	5.8%	未评级

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

备注：其中 2024 年化归母净利润=2024Q2E 中值*3+2024Q1 归母净利润；假定 2024 年分红比例按照 2023 年水平计算，2024 年广汇能源每股分红按 0.7 元/股计算；PE 为 2024 年 7 月 22 日总市值/保守业绩预测下计算得出的归母净利润

7、风险提示

- **经济增速下行风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **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，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

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