

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

煤企深度剖析系列（一）： 从弹性和粘性对比煤企投资价值

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所 有色与新材料研究团队

陈潇榕 S1060523110001（投资咨询资格编号） 邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 S1060524070002（投资咨询资格编号） 邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年9月12日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



核心摘要

- **高长协比例和煤电一体化布局加强煤企业绩粘性。**自2022年5月起煤炭新长协机制落地实施后，煤企整体长协比例抬升，各地主要煤企自产动力煤的80%左右用于电力保供，煤企中长期长协平均比例达约60%，加上月长协的平均长协比例在70%左右，长协定价机制提高了煤企盈利稳定性，本轮煤企的投资价值主要是高股息，因此重点就在于煤价稳定和煤企业绩的持续性，从今年月度长协煤价走势来看，煤价韧性已显现。同时，煤电一体化布局有利于公司平滑煤价波动带来的业绩变化，传统煤炭企业新建或收购电厂布局煤炭一体化的代表性上市煤企主要有中国神华、新集能源、山西焦煤、盘江股份、上海能源等。
- **从负债结构和流动性风险看煤企粘性：**在《动力煤深度：基本面和高股息双翼驱动投资价值》报告中，我们分析了煤企资产负债表和盈利能力整体的优化，主要煤企有息负债率也呈持续下降走势，煤企资本性支出在现金流中占比整体下行，而现金分红的占比不断提高，体现出煤企在逐步解决债务高企问题和盈利能力提升后开始加大股东回报力度，承担央企国企责任。其中，中国神华、中煤能源、陕西煤业、潞安环能、晋控煤业、山西焦煤当前的货币资金可较充分覆盖有息负债，且资产负债率和有息负债率相对低，资产负债表更优。从现有货币资金能否充分满足债务偿付、维持资本开支及高现金分红率的角度来看，中国神华、陕西煤业、晋控煤业、潞安环能、恒源煤电等可在维持2023年高分红和资本性支出情况下，在偿付有息负债或2年内到期的中短期金融负债后，仍有相对充裕的货币资金余额，中煤能源在剔除一年内到期的应付账款这部分无息负债后，可实现货币资金余额为正。
- **从在建产能和集团注资潜力看煤企规模弹性：**中国神华、广汇能源拟扩张产能规模最大，在建总产能均在5000万吨/年左右，其次是兖矿能源在建产能超2000万吨/年，神华新建项目位于内蒙古，广汇项目集中于新疆，兖矿能源近两年有望投产的大规模项目也位于新疆；从产能增长弹性来看，广汇能源、陕西能源、永泰能源、平煤股份、新集能源、盘江股份、华阳股份、淮北矿业等规模扩张弹性较大。煤企大部分背靠各地国资委旗下大型集团，对集团存在同业竞争的煤炭和煤化工、电厂等资产具有优先收购权，其中，中国神华（待注入108百万吨/年）、中煤能源（待注入29百万吨/年）、兖矿能源（除上市公司外集团另有产能100-150百万吨/年，在建14百万吨/年）、陕西煤业（集团另有产能49百万吨/年）、潞安环能（集团另有产能32.9百万吨/年）、晋控煤业（集团另有产能104百万吨/年）、山西焦煤（待注入60百万吨）、电投能源（待注入35百万吨）等头部煤企背靠的央企国企集团仍有较大资产注入空间。
- **投资建议：**煤价在经历了今年7、8月份长江流域强降水频繁、水电贡献高增的情况下，动力煤仍然保持较为坚挺的走势，在高长协占比和生产成本抬升下，煤炭价格中枢的韧性逐步显现，四季度北方供热季的到来仍有望阶段性抬升煤价。同时，在高比例长协定价模式下，煤企优化的盈利能力和目前较良好的资产负债率有利于保障高分红高股息的兑现，在当前国内低利率环境下，煤企预期股息率显著高于十年期国债收益率，仍具备较好的投资价值。结合前文对各大煤企产能规模、潜在扩张能力、业绩粘性、流动性风险、分红股息率、当前PE/PB对比等分析，我们认为**中煤能源、潞安环能**相对性价比较高，**中国神华、陕西煤业**资产优质、具备投资价值，此外，**华阳股份、山煤国际**等山西煤企上半年减停产的煤矿自6月以来逐步复产、下半年业绩有望回暖。
- **风险提示。**1) 电力需求不及预期的风险。2) 矿山安全事故发生的风险。3) 煤企资本开支大幅增加，现金分红比例下调的风险。4) 后市供暖旺季需求不及预期，煤炭库存持续高位的风险。

煤企全览

公司名称	企业性质	煤种	资源分布	中长期长协占比	2023年核定产能 (百万吨)	2023年权益产能 (百万吨)	目前在建产能 (百万吨)	集团潜在可注入产能 (百万吨)	上市公司产能占集团比例	2023年分红率	2024H1分红率	2023年股息率	2024H1股息率	24H1货币资金-有息负债 (亿元)	24H1有息负债率	24H1资产负债率	PB (MRQ)	PE (TTM)	24H1营收yoy	24H1归母净利润yoy	24H1毛利率同比变动 (pct)	24H1净利率同比变动 (pct)
中国神华	央企	动煤为主	内蒙69.6%/陕西28.5%	50.0%	362.2	309.5	54.3	128.65	54.5%	75.2%		6.0%		1749.0	6.4%	29.8%	1.9	13.3	-0.8%	-11.3%	-3.0	-2.2
中煤能源	央企	动煤为主	山西65%/陕西18%/内蒙11%	80.0%	165.7	143.9	3.2	29.08	55.2%	37.7%	29.4%	4.4%	1.7%	761.4	19.2%	48.0%	1.1	9.7	-15.0%	-17.3%	1.6	-0.5
兖矿能源	国企	动煤为主	山东31%/内蒙23%/澳洲39%	26.0%	229.7	142.5	22.7		63.5%	57.1%	23.1%	11.5%	1.8%	285.2	30.8%	65.6%	2.3	7.4	-24.1%	-31.6%	1.7	-0.1
陕西煤业	国企	动煤为主	陕西100%	30.0%	162.0	98.6			74.6%	60.0%	10.6%	5.8%	0.5%	268.6	2.2%	35.4%	2.5	10.9	-6.5%	-8.8%	-1.8	-0.6
兖煤澳洲	国企	动煤为主	澳大利亚100%	季长协定价滞后一季	107.3	80.1				50.0%		12.8%		0.0		24.2%	0.8	5.5	-21.1%	-56.8%		-11.1
电投能源	央企	褐煤	内蒙100%	90.0%	48.0	47.6		35	57.8%	33.4%	1.1%	4.4%	0.3%	26.7	17.0%	28.8%	1.1	7.1	6.9%	14.0%	3.4	3.2
潞安环能	国企	喷吹煤/混煤	山西100%	10.7%	51.8	45.9	3.3		57.1%	60.0%		12.1%		227.4	2.6%	40.8%	0.9	8.1	-19.3%	-58.0%	-10.6	-12.0
山西焦煤	国企	炼焦煤	山西100%	80.0%	48.9	41.0		60	28.0%	67.1%		11.0%		182.3	9.1%	45.4%	1.0	9.8	-21.7%	-56.5%	-10.0	-8.9
广汇能源	民企	动煤为主	新疆100%	85.0%	35.0	34.7	50.0			87.9%		11.9%		21.7	37.8%	54.3%	1.5	15.5	-50.8%	-64.7%	0.6	-3.4
淮北矿业	国企	焦煤52%,动煤27%	安徽100%	52.0%	35.9	32.8	8.0			43.3%		7.4%		36.1	11.2%	49.2%	0.9	6.5	-0.2%	-18.2%	-3.1	-1.8
华阳股份	国企	无烟煤	山西100%	76.4%	35.9	31.0	8.5			50.0%		10.9%		116.2	27.3%	53.7%	0.9	6.9	-20.9%	-56.9%	-11.0	-10.3
平煤股份	国企	动煤41%/焦煤41%	河南100%	82.5%	32.0	30.8	8.5		83.7%	60.6%		12.2%		85.4	26.8%	60.3%	0.8	6.4	1.8%	-37.7%	-4.3	-5.7
冀中能源	国企	炼焦煤	河北63%/山西18%/内蒙19%	29.8%	33.6	29.8				42.9%	7.1%	11.6%	3.9%	78.2	34.9%	53.1%	0.8	7.1	-31.5%	-70.3%	2.8	-12.7
晋控煤业	国企	动煤为主	山西76%,内蒙24%	50.0%	50.5	28.3			12.6%	40.1%		5.7%		139.7	11.4%	33.5%	1.3	6.9	-1.0%	3.7%	-2.4	0.0
新集能源	央企	动煤为主	安徽100%	85.0%	23.5	23.5	6.0			18.4%		2.1%		14.0	41.1%	60.0%	1.3	9.5	-4.4%	-10.1%	1.7	-0.7
山煤国际	国企	动煤74%/配焦煤26%	山西100%	65.0%	37.7	22.8				30.3%		5.9%		77.6	20.3%	51.6%	1.4	8.8	-32.0%	-58.1%	-9.8	-10.7
盘江股份	国企	焦煤为主	贵州100%	10.0%	23.1	19.3	5.9			82.1%		5.5%		15.8	40.7%	69.6%	1.0	72.9	-23.6%	-94.0%	-4.0	-10.9
甘肃能化	国企	动煤40%/配焦煤40%	甘肃100%	40.0%	19.2	19.2	3.9			30.8%		4.4%		44.4	21.4%	44.5%	0.7	9.0	-2.3%	-29.9%	-6.5	-6.3
陕西能源	国企	动力煤	陕西100%	72.8%	24.0	17.3	13.6			52.8%		4.0%		27.0	40.7%	54.5%	1.4	12.1	14.4%	16.7%	-3.8	-0.3
兰花科创	国企	无烟煤73%	山西100%	38.4%	18.1	14.2				53.1%		9.7%		44.6	28.6%	48.9%	0.7	8.9	-15.3%	-59.5%	-11.3	-13.0
永泰能源	民企	焦煤/肥煤/瘦煤/动煤	山西/陕西/内蒙等地	80.0%	17.1		8.7			5.0%		0.0%		16.0	23.3%	51.3%	0.5	9.6	3.8%	17.5%	-0.4	2.7
昊华能源	国企	动力煤75%/气煤25%	内蒙75%/宁夏25%	45.0%	19.3	13.3	1.8			48.5%		4.5%		37.5	26.0%	48.7%	1.0	9.5	14.1%	21.3%	-0.5	0.7
内蒙华电	央企	动力煤	内蒙	100.0%	12.0	12.0	3.0			50.1%		9.8%		57.7	9.3%	40.0%	0.8	6.2	-8.1%	-32.1%	-6.7	-6.9
恒源煤电	国企	动煤53%/焦煤37%	安徽100%	32.4%	11.0	11.0				30.6%	1.4%	3.8%	1.9%	27.9	10.1%	35.9%	0.6	29.9	-17.3%	-60.0%	-13.1	-11.9
上海能源	央企	1/3焦煤、气煤	江苏为主/新疆	--	9.1	8.2	2.4			60.8%		4.5%		12.0	27.0%	39.8%	1.7	11.8	-3.0%	19.2%	0.1	2.6

资料来源: ifind, wind, 各公司公告, 平安证券研究所, 注: 股息率、PE, PB为截至2024年9月10日收盘价下的数据, 24H1分红率和股息率未列示数据的煤企不发放中期分红

CONTENT

目录



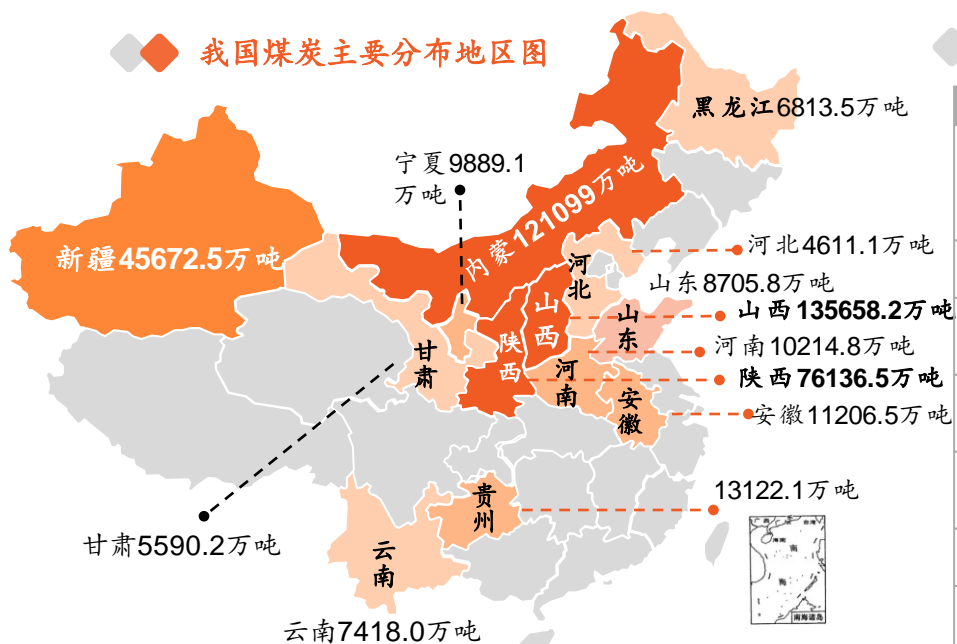
- ① 一、从地域和煤种角度全面梳理煤企
- ② 二、煤企粘性分析
 - 2.1从长协结构和煤电一体化看煤企粘性
 - 2.2从负债结构和流动性风险看煤企粘性
- ③ 三、煤企弹性分析
 - 3.1从在产和新建产能规模看煤企弹性
 - 3.2从控股集团潜在注资能力看煤企弹性
- ④ 四、从股息分红率和估值看煤企性价比
- ⑤ 五、投资建议与风险提示



区域分布：头部集中于晋陕蒙新，皖冀豫次之，区域性特征强

- 从资源分布来看，我国煤炭资源主要位于山西、内蒙古、陕西、新疆、安徽、河南、河北、山东等地，其中，山西煤炭资源量丰富、品种多样（北部动力煤/中部炼焦煤/东南部无烟煤）、动煤和焦煤煤质均较优异，是全国最大的产煤省；陕西以低变质长焰煤、不粘煤、气煤等优质动力煤为主，具低灰低硫、高发热量等优点；内蒙和新疆露天资源丰富、储量和开采潜力大，煤种以动力煤为主，埋藏浅、易开采，热值相对山西和陕西低；河北煤种较齐全，动煤热值较高但产量少，炼焦煤产量领先，具较高粘结性、高结焦性等特点；安徽动煤以淮南煤田气煤为主、热值较高，淮北煤田焦煤品质较好，也具备低硫低灰、高粘结性等优点。
- 从国内主要上市煤企分布来看，头部煤企中国神华、中煤能源、兖矿能源在内蒙、陕西、山西、山东等多个煤炭资源丰富、煤质高的地区均有资源布局，其余上市煤企主要密集分布于山西、陕西、内蒙、安徽、河南河北等地，具有较强的区域性特征。

我国煤炭主要分布地区图



各省煤质评价

省份	主要煤种	评价
山西	动力煤	较好
	炼焦煤	较好
	无烟煤	较好
陕西	动力煤	较好
内蒙	蒙西动煤	较好
	蒙东动煤	较差
河北	动力煤	一般
	炼焦煤	较好
安徽	动力煤	一般
	炼焦煤	较好
山东	炼焦煤	一般
	炼焦煤	较好
河南	无烟煤	一般

国内主要上市煤企煤矿资源区域分布

企业名称	地域分布	企业名称	地域分布	企业名称	地域分布
中国神华	内蒙69.6% 陕西28.5% 山西1.9%	中煤能源	山西65.3%, 陕西18.1% 内蒙11.0%, 江苏3.46%	平煤股份	河南100%
		潞安环能	山西100%	郑州煤电	河南100%
兖矿能源	山东31.2% 内蒙23.0% 陕西8.8% 新疆8.4% 澳大利亚39.2%	华阳股份	山西100%	开滦股份	河北100%
		晋控煤业	山西76% 内蒙24%	冀中能源	河北63% 山西18% 内蒙19%
昊华能源	内蒙75% 宁夏25%	山煤国际	山西100%	淮北矿业	安徽100%/内蒙陶忽图煤矿在建
电投能源	内蒙100%	山西焦煤	山西100%	新集能源	安徽100%
内蒙华电	内蒙100%	兰花科创	山西100%	恒源煤电	安徽100%
伊泰B股	内蒙100%	陕西煤业	陕西100%	甘肃能化	甘肃100%
广汇能源	新疆100%	陕西能源	陕西100%	盘江股份	贵州100%

资料来源：中国统计局，各公司公告，中债资信，平安证券研究所，注：左图中数据表示2023年煤炭产量

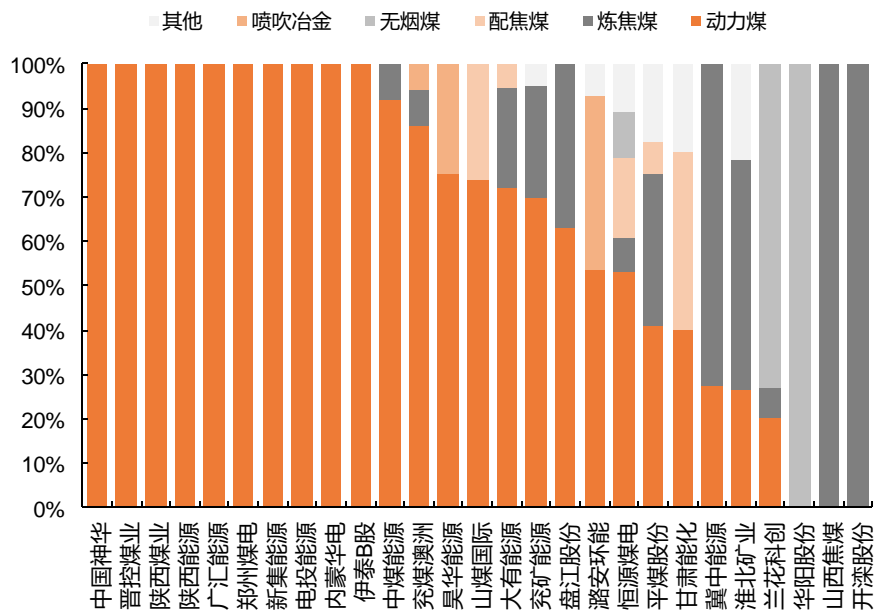
煤种分布：头部煤企主产动力煤，焦煤集中于山西和河南的煤企

■ 我国动力煤分布具有“西多东少、北富南贫”特征，主要位于内蒙古、陕西、新疆、山西等地，头部企业中国神华、中煤能源、兖矿能源、陕西煤业等均以生产动力煤为主。炼焦煤集中位于山西，淮北、山东、河南河北等地也有一定资源，山西焦煤是国内炼焦煤头部生产企业，冀中能源、淮北矿业、开滦股份等也以生产焦煤为主，平煤股份主焦和配焦煤产量占40%左右。无烟煤主要位于山西和贵州，华阳股份是国内无烟煤领先生产企业（无烟块煤用于合成氨/尿素等、粉煤用于喷吹冶金、末煤用于电力燃料）。

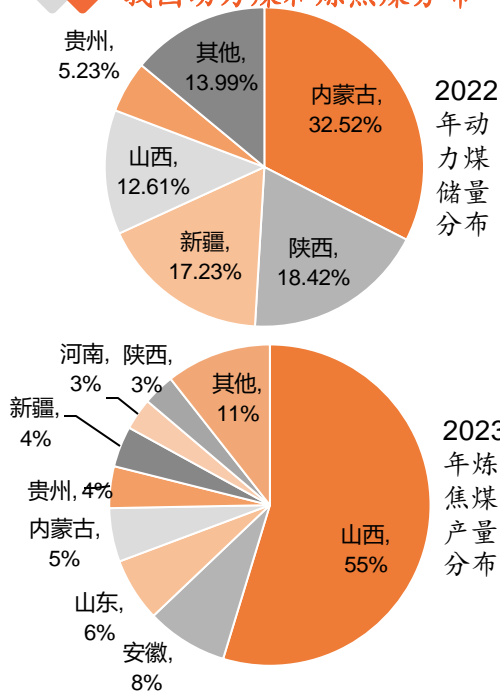
◆ 各公司主要生产煤种

公司名称	煤种
中国神华	动力煤为主
中煤能源	动力煤92%，炼焦煤8%
兖矿能源	动力煤70%（经筛选原煤），洗精煤25%（1/3焦等）
兖煤澳洲	动力煤86%，焦煤8%，喷吹煤6%
昊华能源	动力煤75%，气煤25%
潞安环能	喷吹煤39.4%，混煤53.5%
华阳股份	无烟煤（块煤9.6%-化工，粉煤3.8%-喷吹冶金，末煤占83.4%-电力燃料，煤泥）
晋控煤业	动力煤为主
山煤国际	动力煤74%，配焦煤26%（化工/冶金）
山西焦煤	炼焦煤100%
兰花科创	无烟煤73%，动煤20%，焦煤6.89%
永泰能源	焦煤/肥煤/瘦煤/动力煤
陕西煤业	动力煤
陕西能源	动力煤
广汇能源	动力煤（长焰煤和不沾煤）
平煤股份	动煤40.8%，焦煤41.3%（60%主焦煤，23%-1/3焦煤，18%配煤）
郑州煤电	动力煤
开滦股份	焦煤为主（肥煤/主焦）
冀中能源	1/3焦煤26%，9%贫瘦煤，16%烟混煤，16%肥煤，32%无烟煤
淮北矿业	焦煤52%（主焦、1/3焦、气煤（配焦）、肥煤），动煤26.56%
新集能源	动力煤为主（煤种-气煤和1/3焦煤）
恒源煤电	动煤53%，焦煤37%（主焦8%，1/3焦10%，无烟煤10%，肥煤8%）
甘肃能化	动力煤40%/配焦煤40%
盘江股份	焦煤为主/部分混煤（动煤）
大有能源	动力煤72%，炼焦煤23%，化工煤5%
电投能源	褐煤
内蒙华电	动力煤
伊泰B股	动力煤

◆ 2023年国内主要上市煤企生产煤种



◆ 我国动力煤和炼焦煤分布



资料来源：各公司公告，煤炭资源网，平安证券研究所

CONTENT

目录

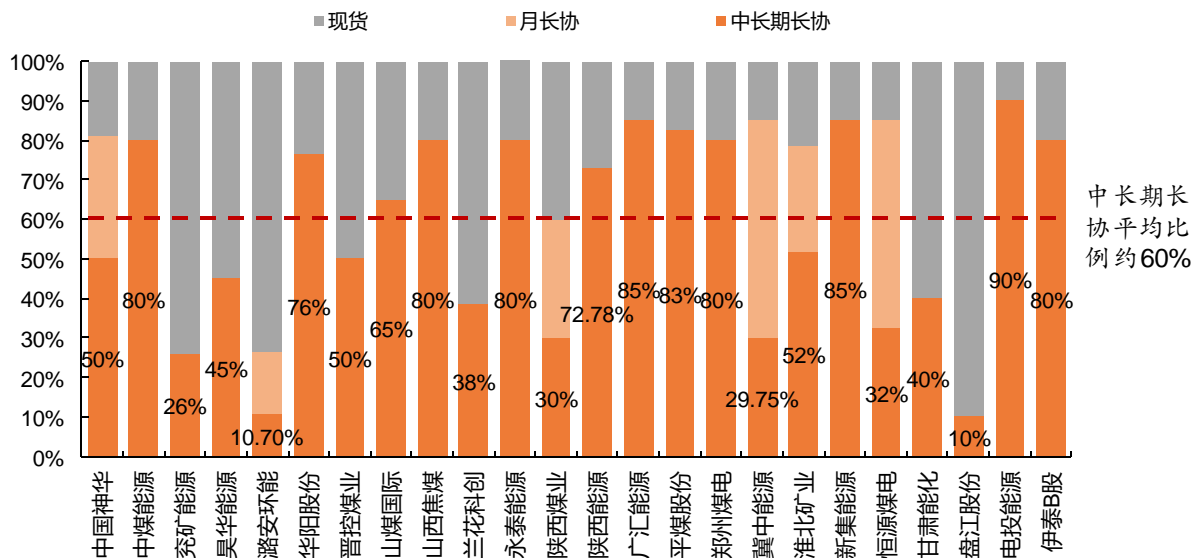


- ① 一、从地域和煤种角度全面梳理煤企
- ② 二、煤企粘性分析
 - 2.1从长协结构和煤电一体化看煤企粘性
 - 2.2从负债结构和流动性风险看煤企粘性
- ③ 三、煤企弹性分析
 - 3.1从在产和新建产能规模看煤企弹性
 - 3.2从控股集团潜在注资能力看煤企弹性
- ④ 四、从股息分红率和估值看煤企性价比
- ⑤ 五、投资建议与风险提示

2.1 高长协比例加强煤企业绩粘性

自2022年5月起煤炭新长协机制落地实施后，煤企整体长协比例抬升，电煤要求100%执行长协定价，各地主要煤企自产动力煤的80%左右用于电力保供，煤企中长期长协平均比例达约60%，加上月长协的平均长协比例在70%左右，长协定价以675元/吨为基准价，上下浮动范围在50元/吨左右，该定价机制提高了煤企盈利稳定性，本轮煤企的投资价值主要是高股息，因此重点就在于煤价稳定和煤企业绩的持续性而非大幅上涨，从今年月度长协煤价走势来看，强韧性已彰显。

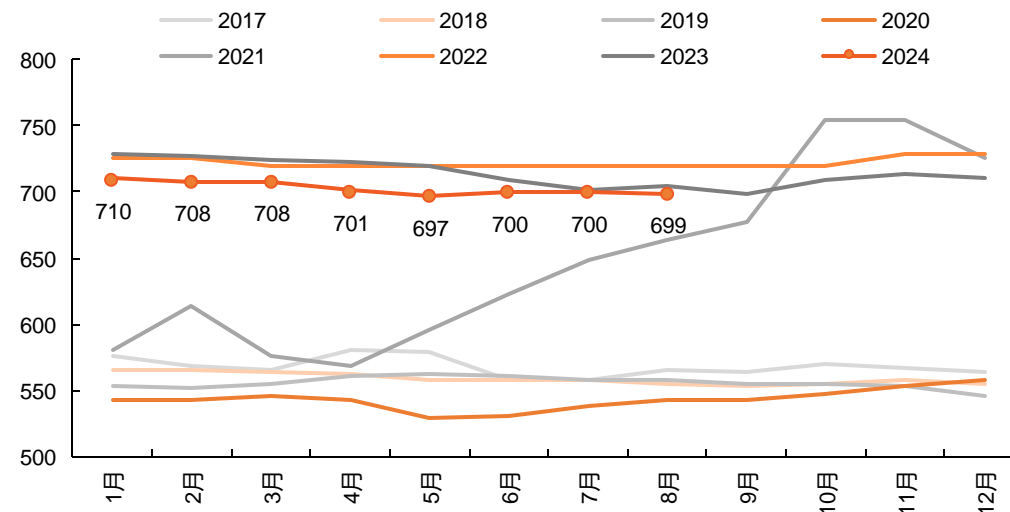
2023年代表性煤企长协和现货比例



长协定价新机制

新机制 (2022年)	
定价公式	$675 * 0.5 + \text{每月最后一期的 (全国煤炭交易中心综合价格指数CECI + 环渤海动力煤价格指数 + 秦皇岛动力煤综合交易价格指数)} * 0.5 / 3$ 其中CECI是唯一参考发电侧电煤采购价的指数
中长期交易含税价格合理浮动区间	1.港口煤合理区间：秦皇岛港下水煤(Q5500) 港口价570-770元/吨； 2.晋陕蒙三大产区坑口煤长协价的合理区间：山西(5500千卡) 370元/吨-570元/吨、陕西(5500千卡) 320元/吨-520元/吨、蒙西(5500千卡) 260元/吨-460元/吨、蒙东(3500千卡) 200元/吨-300元/吨 3.其他省坑口煤长协价合理区间：河北(5500K) 480元-680元/吨，河南(5500K) 600-760元/吨，安徽(5000K) 545-745元/吨

我国动力煤月度长协价 (元/吨)



资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：广汇能源长协只锁量不锁价，潞安环能喷吹煤月长协锁量不锁价，陕西能源60%内供、40%外销煤市场/长协约为5倍，平煤股份动力煤执行年度长协价、炼焦煤执行季度长协价，淮北矿业焦煤年度锁量、季度锁价，恒源煤电动力煤年度锁量、月度定价，盘江股份-贵州地区主焦煤以非长协合同为主



2.1 煤电一体化布局有利于平滑煤价影响，增强煤企业绩粘性

■ 煤电一体化布局有利于公司平滑煤价波动带来的业绩变化，传统煤炭企业新建或收购电厂布局煤炭一体化的代表性上市煤企主要有中国神华、新集能源，中大型燃煤发电机组的持续建成投产为公司带来增量收益，同时煤炭资源自有可减小煤价震荡带来的上游煤炭售价和下游电厂成本变化，进一步增强了煤企业绩的粘性。此外，山西焦煤、盘江股份、华阳股份、上海能源、电投能源等也有布局中小型燃煤电机，开拓煤电一体化业务。

◆ 新集能源煤炭和电力业务拆分表

新集能源	2021	2022	2023	2024H1
煤炭业务营业收入 (亿元)	90.8	78.2	87.9	40.2
煤炭业务销售收入 (亿元)	105.3	99.6	108.5	51.4
对外销售收入 (亿元)	85.4	73.3	82.8	40.2
商品煤产量 (百万吨)	17.0	18.4	19.4	9.4
商品煤销量 (百万吨)	16.9	18.1	19.7	9.1
其中: 对外销量	13.6	13.4	15.0	7.1
商品煤销售均价 (元/吨)	623.0	550.1	551.3	564.4
yoy		-11.7%	0.2%	4.5%
外销商品煤销售均价 (元/吨)	626.7	546.6	551.7	564.4
煤炭业务营业成本 (亿元)	39.5	36.8	46.2	19.7
煤炭业务销售成本 (亿元)	56.5	60.5	69.1	30.9
商品煤单位生产成本 (元/吨)	334.2	334.3	350.9	339.1
商品煤单吨利润 (元/吨)	288.8	215.7	200.4	225.3
电力业务营业收入 (亿元)	34.1	41.8	40.6	17.8
电力业务销售收入 (亿元)	33.4	41.4	40.5	17.9
火电发电量 (十亿千瓦时)	10.4	10.7	10.4	4.6
火电售电量 (十亿千瓦时)	9.9	10.2	9.9	4.4
火电单位售电价 (元/兆瓦时)	338.1	408.2	409.8	411.5
yoy		20.7%	0.4%	1.3%
发电分部耗煤总量 (百万吨)	3.0	3.1	3.0	1.3
发电分部耗煤占公司煤炭销量比例	17.94%	17.22%	15.41%	14.79%
单位耗煤 (g/度)	292	292	292	292
电力业务营业成本 (亿元)	31.63	32.34	31.31	14.05
燃煤电厂单位售电成本 (元/兆瓦时)	319.9	318.5	317.2	322.8
燃煤电厂单位毛利润 (元/兆瓦时)	18.2	89.6	92.6	88.7

资料来源：中国神华和新集能源公司公告，平安证券研究所，注：假设新集能源单度电耗煤量为292g（参考国电电力2024年中报披露数据）

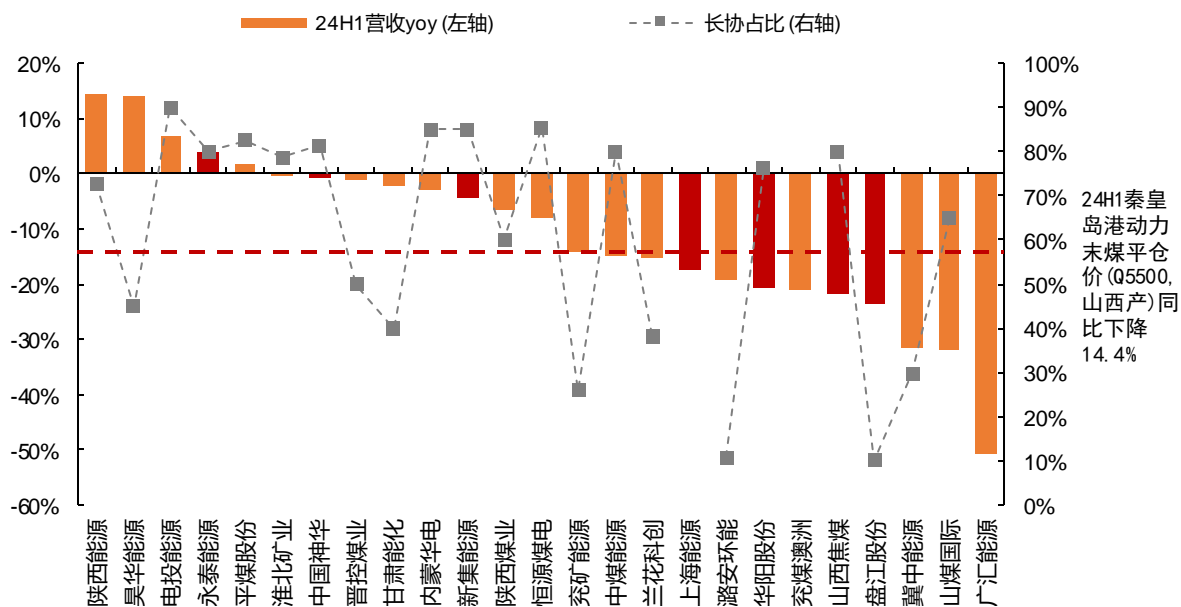
◆ 中国神华煤炭和电力业务拆分表

中国神华	2021	2022	2023	2024H1
煤炭业务营业收入 (亿元, 本集团合并抵销后)	2495.7	2300.5	2214.5	1111.7
煤炭业务销售收入 (亿元, 本集团合并抵销前)	2837.3	2690.0	2628.7	1300.5
自产煤销售收入 (亿元)		1888.2	1782.4	867.1
商品煤产量 (百万吨)	307.0	313.4	324.5	163.2
商品煤销售量 (百万吨)	482.3	417.8	450.0	229.7
自产煤销售量 (百万吨)	312.7	316.2	325.4	162.8
商品煤单位销售均价 (元/吨)	588.3	643.8	584.2	566.2
yoy		9.4%	-9.3%	-5.8%
自产煤销售均价 (元/吨)		597.1	547.8	532.6
煤炭业务销售成本 (亿元, 本集团合并抵销前)	2086.9	1707.8	1778.7	927.6
自产煤销售成本 (亿元)		931.5	952.5	502.4
商品煤单位销售成本 (元/吨)	432.7	408.8	395.3	403.8
商品煤单吨毛利润 (元/吨)	155.6	235.1	188.9	162.3
自产煤单位生产成本 (元/吨)	155.5	176.3	179.0	192.0
自产煤单位销售成本		223.0	211.7	218.7
自产煤单吨毛利润 (元/吨)		420.9	372.5	347.4
电力业务营业收入 (亿元, 本集团合并抵销后)	566.0	777.7	854.2	411.6
燃煤发电销售收入 (亿元, 本集团合并抵销前)	548.8	756.6	832.5	400.2
燃煤发电销售成本 (亿元, 本集团合并抵销前)	527.2	661.6	705.4	343.7
燃煤发电量 (十亿千瓦时)	161.9	186.7	207.4	101.8
燃煤总售电量 (十亿千瓦时)	151.6	175.4	195.0	95.7
燃煤发电度电售价 (元/兆瓦时)	361.9	431.4	426.9	418.1
煤电平均利用小时数	4764.0	4951.0	5221.0	2354.0
发电分部耗煤总量 (百万吨)	71.4	84.4	93.8	45.3
发电分部耗用本集团内部销售煤炭 (百万吨)	59.8	66.0	73.2	34.2
发电分部耗用集团内部销售煤炭的比例	83.75%	78.20%	78.04%	75.50%
发电分部耗用煤炭占集团煤炭产量比例	12.40%	15.80%	16.27%	14.89%
燃煤电厂单位售电成本 (元/兆瓦时)	347.6	377.3	361.7	359.1
燃煤电厂单位毛利润 (元/兆瓦时)	14.3	54.2	65.2	59.0

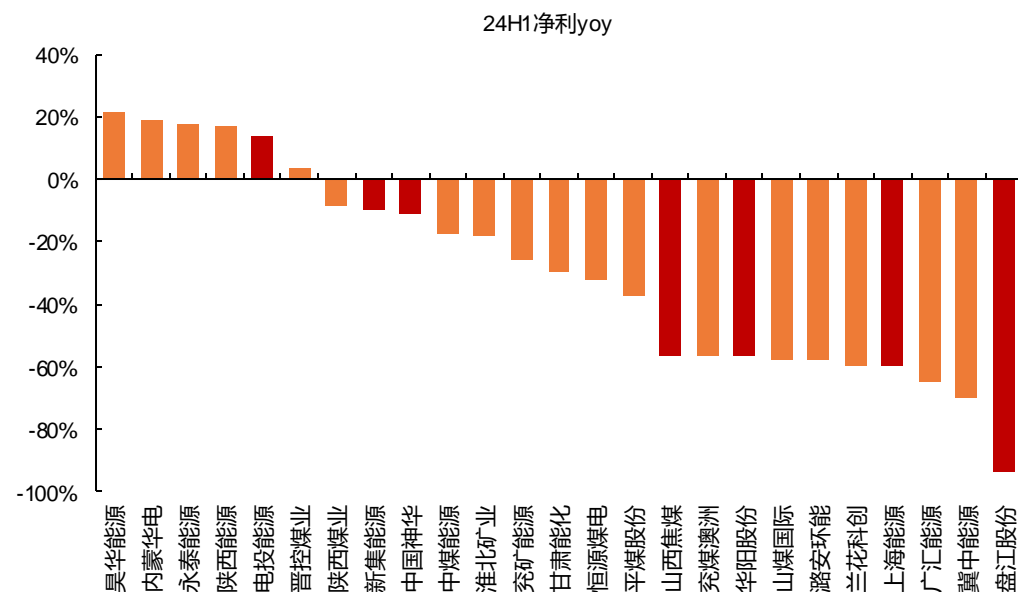
2.1 从长协比例和煤电一体化角度对比分析2024H1煤企业绩韧性

- 除山西煤企因2024年上半年全省查三超，相关企业部分煤矿减停产使产销量也有所下降，导致业绩降幅相对较大外，整体来看，长协比例相对高的煤企业绩稳定性更强；此外，陕西能源、永泰能源、内蒙华电等以电力业务为主、收购煤矿为保障部分原料自给的企业，在上半年原料煤炭价格下跌的情况下，电价降幅滞后于煤价且降幅相对小，因此业绩相对靠前；同时，中国神华、新集能源等布局煤电一体化相对成熟，电力方面以建设中大型燃煤机组为主的煤企，在煤炭价格下行期中，业绩韧性有所凸显。

我国主要上市煤企2024H1营收同比增速和长协占比



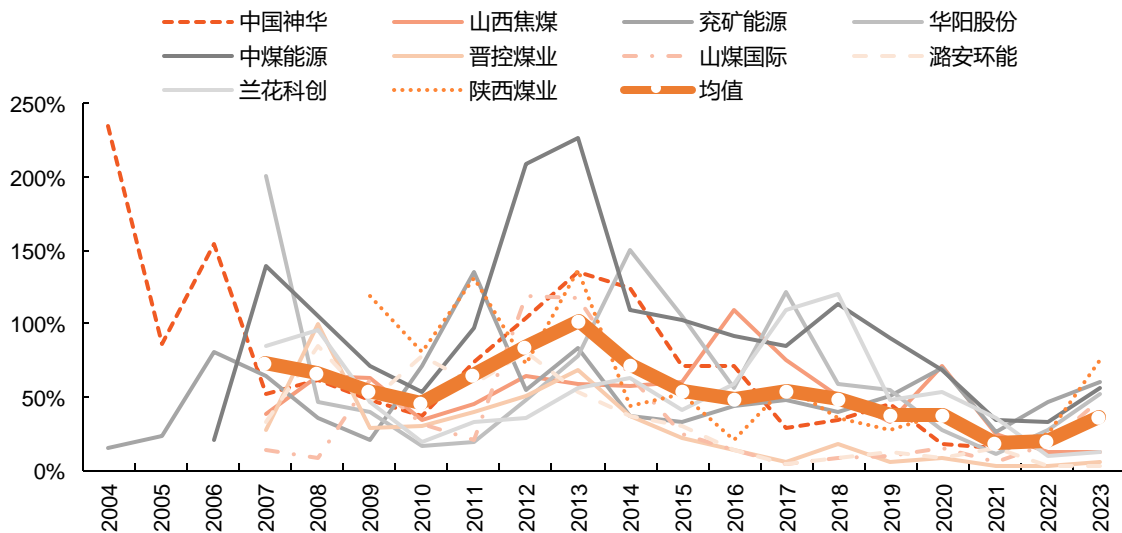
我国主要上市煤企2024H1归母净利润同比增速



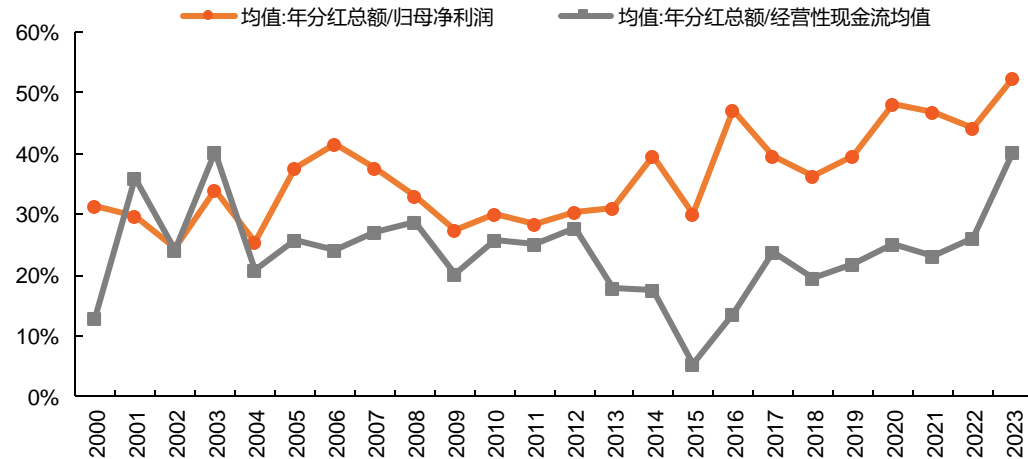
2.2 煤企资产负债结构优化，现金流粘性增强有望支撑高分红兑现

■ 在此前的报告中，我们分析了主要上市煤企资产负债表和盈利的优化，以及资本开支的缩减，资本性支出在现金流中占比整体下行，而分红的占比不断提高，体现出煤企在盈利能力提升和逐步解决债务高企问题后开始加大股东回报力度，承担央国企责任。同时，在煤炭中长期长协比例提高后，煤炭销售价格的平滑化使得煤企业绩趋稳，在不大幅提高资本开支的情况下，目前煤企较健康的现金流和债务结构有望增强煤企现金流粘性，支撑高分红比例的维持。

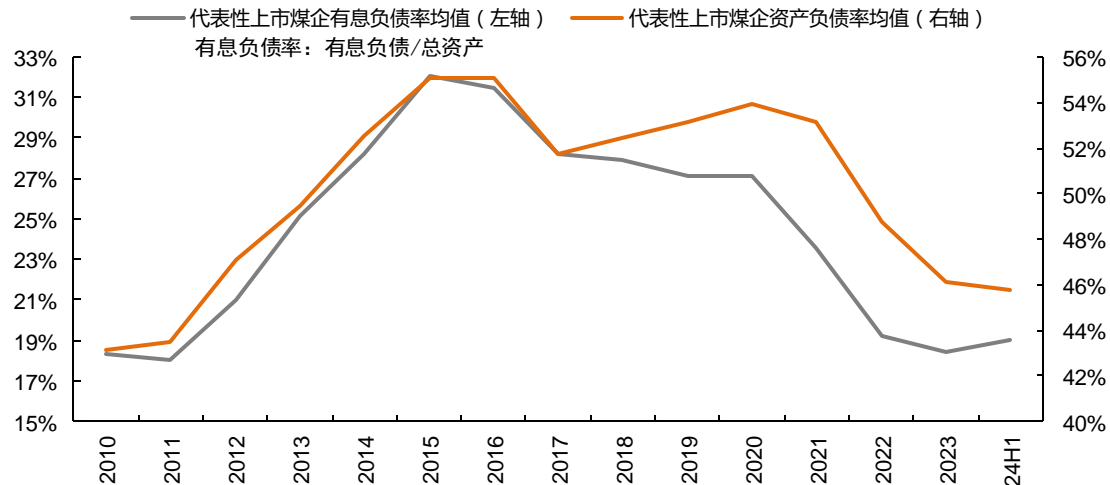
煤企资本性支出/期末现金流余额显著下行



煤企分红总额占净利润和经营性现金流的比例上行



煤企有息负债率和资产负债率持续下行

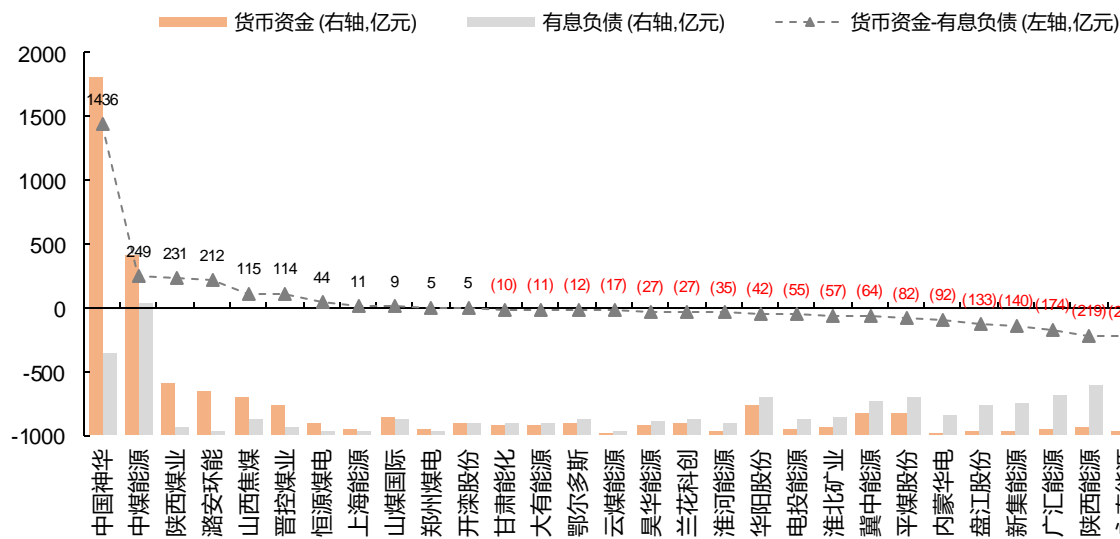


资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 此前报告参考《【平安证券】动力煤深度: 基本面和高股息双翼驱动投资价值》, 右侧图中代表性煤企包含: 中国神华/中煤能源/陕西煤业/兖矿能源/华阳股份/晋控煤业/潞安环能/山煤国际/山西焦煤/平煤股份/广汇能源/电投能源/淮北矿业/恒源煤电/开滦股份/盘江股份/兰花科创/上海能源/昊华能源/甘肃能化/伊泰B股

2.2 煤企债务结构和现金流充足性对比分析

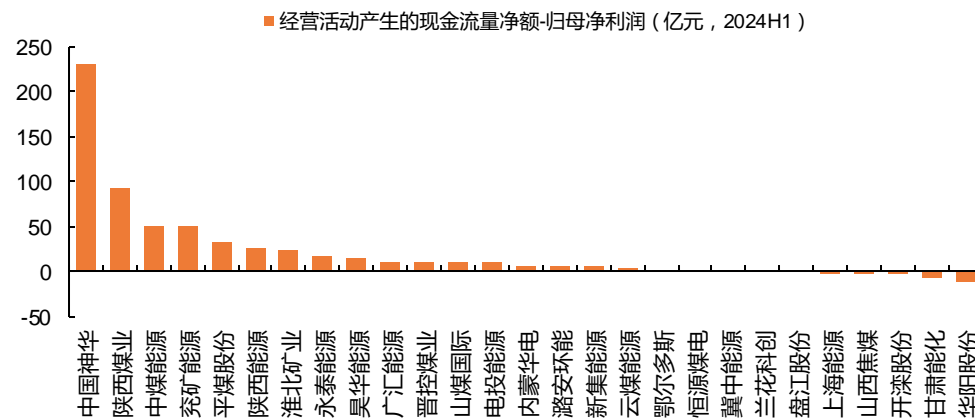
- 从具体各主要煤企的债务情况来看，中国神华、中煤能源、陕西煤业、潞安环能、晋控煤业、山西焦煤当前的货币资金可较充分覆盖有息负债，且资产负债率和有息负债率相对低，资产负债表更优。
- 从现有资金能否充分满足债务偿付、资本开支以及维持分红的情况来看（见下页表），中国神华、陕西煤业、晋控煤业、潞安环能、恒源煤电等可在维持2023年高分红和资本性支出情况下，在偿付有息负债或2年内到期的中短期金融负债后，仍有相对充裕的货币资金余额。

主要上市煤企2024H1（货币资金-有息负债）情况

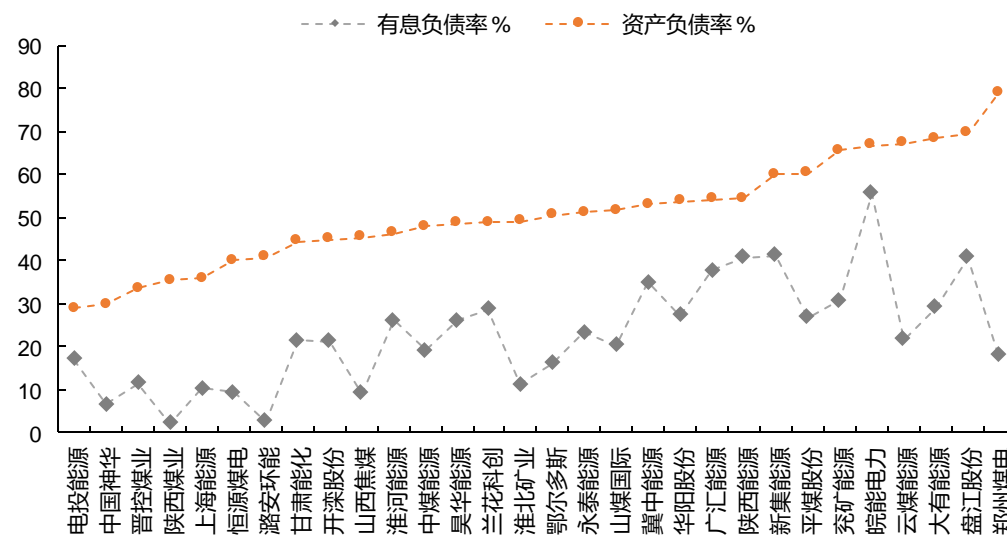


资料来源：wind，平安证券研究所

经营活动产生现金流量净额-归母净利润（亿元，2024H1）



主要上市煤企2024H1有息负债率和资产负债率





2.2 煤企债务结构和货币资金充足性对比分析

煤企现有货币资金在偿付中短期债务并维持2023年资本开支和高分红情况下的余额测算

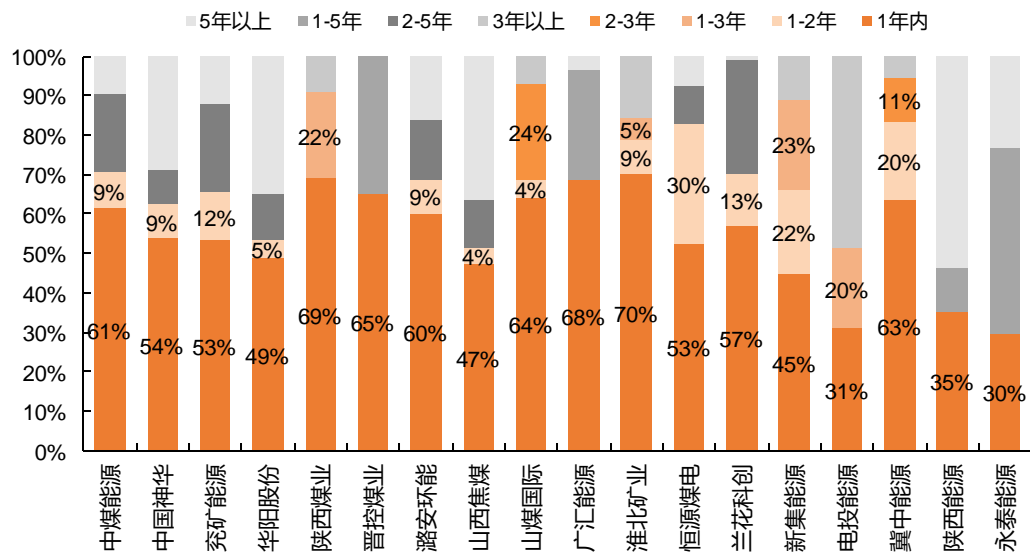
证券简称	24H1中期分红率	2023年分红率	2024H1货币资金(亿元)	2024E wind一致预测归母净利润	2024H1期末现金及现金等价物余额(亿元)	2023年资本性支出(亿元)	一年内到期须偿还债务(亿元, 2023年年报数据)	1-2年内须偿还债务(亿元, 2023年年报数据)	截至24H1有息负债总额(亿元)	货币资金+归母净利润*(1-分红率)-资本性支出-有息负债(亿元)	货币资金+归母净利润*(1-分红率)+1年内和1-2年的应收账款&其他应收款(截至2023年底)+应收票据(2024H1)-资本性支出-1年内和1-2年到期须偿债务(亿元)
中国神华		75.22%	1869.4	599.3	1137.2	370.8	624.2	100.4	433.1	1213.9	1127.0
山西焦煤		67.07%	200.7	49.3	162.5	20.6	197.3	17.1	85.7	110.6	0.3
兖矿能源	30.5%	57.14%	411.9	174.5	336.6	269.2	1087.5	252.5	1106.2	-888.7	-1030.5
华阳股份		50.01%	159.7	31.1	143.8	65.9	110.6	11.0	202.1	-92.7	5.7
中煤能源	30.0%	37.68%	942.3	196.5	372.1	175.7	971.9	144.9	693.5	195.5	-148.9
晋控煤业		40.06%	157.8	30.8	157.6	8.4	77.9		43.7	124.1	100.7
平煤股份		60.60%	116.6	32.9	67.2	68.2			199.0	-137.6	
陕西煤业	10.0%	60.03%	274.6	217.7	192.5	109.0	182.3	57.9	43.9	208.7	45.0
山煤国际		30.25%	97.3	30.7	71.5	19.5	88.8	6.1	88.7	10.6	8.7
潞安环能		60.00%	233.5	52.1	209.8	6.8	149.0	21.7	21.4	226.2	107.9
兰花科创		53.10%	62.5	14.4	53.4	6.3	68.0	15.6	89.6	-26.7	-16.3
电投能源	3.8%	33.43%	32.2	52.3	32.1	78.0	43.1		87.2	-98.1	-35.7
广汇能源		87.90%	34.9	53.4	26.9	20.9	187.6		208.6	-188.3	-136.9
淮北矿业		43.27%	40.6	58.9	33.5	80.0	224.0	28.5	97.8	-103.8	-231.0
恒源煤电		50.10%	63.7	17.8	62.7	12.1	32.7	18.8	19.5	40.9	17.5
开滦股份		50.01%	63.7		63.5	10.0			59.1	-5.5	
甘肃能化		30.79%	56.5	18.4	56.3	30.2			66.5	-27.4	
盘江股份		82.06%	26.6	4.6	25.8	78.8			159.5	-210.8	
上海能源	30.6%	30.58%	31.0	8.0	27.0	11.3			20.2	5.0	
昊华能源		48.46%	50.7	16.9	47.3	23.7			77.7	-42.0	
永泰能源		5.39%	20.9	25.3	14.1	9.2	139.6		248.9	-213.3	-50.3
陕西能源		52.82%	45.6	30.9	37.7	46.0	106.6		264.2	-250.1	
新集能源		52.09%	6.9		5.9	5.7			23.4	-22.3	
淮河能源		18.42%	23.8	22.9	22.8	30.1	80.4	38.9	163.5	-151.1	-97.9
冀中能源		55.54%	26.6	10.7	26.2	10.5			61.7	-40.8	
鄂尔多斯	70.6%	42.88%	120.2	27.8	113.0	23.7	108.5	34.1	183.9	-71.6	7.5
内蒙华电		77.11%	68.6		27.8	9.1			80.9	-21.4	

资料来源：各公司公告，wind，平安证券研究所，注：wind一致预期数据截至2024年9月10日；假设2024年维持2023年的分红率和资本性支出；1年内和1-2年的应收账款&其他收款数据来自各公司2023年年报

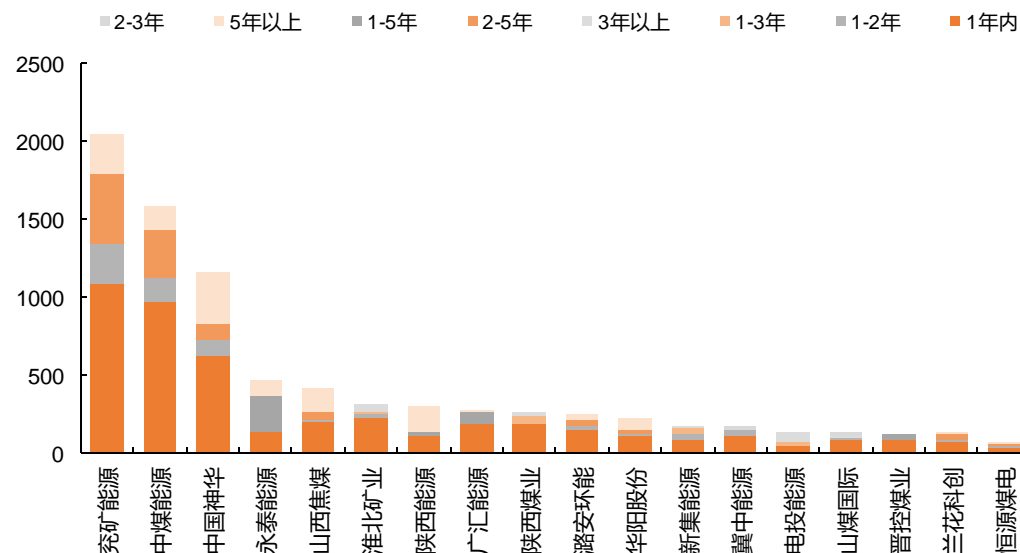
2.2 煤企金融负债期限结构对比分析

- 从煤企金融负债期限结构来看，1年内须偿还的债务占比平均在55%左右，1-3年须偿还债务占比平均在15%左右，5年以上长期债务占比平均在20%左右，总体债务结构较为健康。结合上页表中的各煤企货币资金、现金余额、可随时变现的有价证券等与中短期债务规模的差值分析煤企流动性风险可得，中国神华、晋控煤业、陕西煤业、潞安环能等的账面资金相对充裕，短期偿债压力和流动性风险相对小，且上述公司一年内到期须偿还的金融负债占比较高，因此目前来看中长期的偿债压力也相对较小；头部煤企中短期债务规模较大的中煤能源、兖矿能源、淮北矿业，一年内到期的金融负债中应付账款占比分别为24.6%、18%、52.1%，加回这部分无息负债后，其中中煤能源在定期偿付中短期债务且可保证资本开支和分红率与上年保持不变的情况下资金余额为正（+90亿元左右）。

主要上市煤企金融负债期限结构（截至2023年底）



截至2023年底主要上市煤企金融负债期限结构（亿元）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：截至2023年底中煤能源一年以内的应付账款为238.92亿元，根据P13表最后一列，加回这部分一年内的应付账款后得90.045亿元

CONTENT

目录



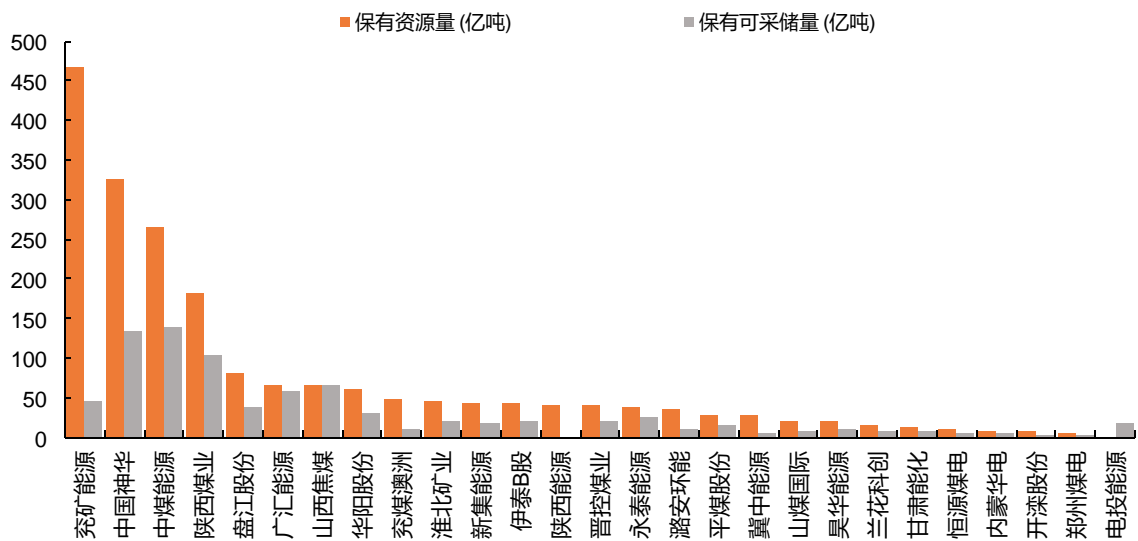
- ① 一、从地域和煤种角度全面梳理煤企
- ② 二、煤企粘性分析
 - 2.1从长协结构和煤电一体化看煤企粘性
 - 2.2从负债结构和流动性风险看煤企粘性
- ③ 三、煤企弹性分析
 - 3.1从在产和新建产能规模看煤企弹性
 - 3.2从控股集团潜在注资能力看煤企弹性
- ④ 四、从股息分红率和估值看煤企性价比
- ⑤ 五、投资建议与风险提示



3.1 煤企规模梯队：整体供应格局已定，规模壁垒较高

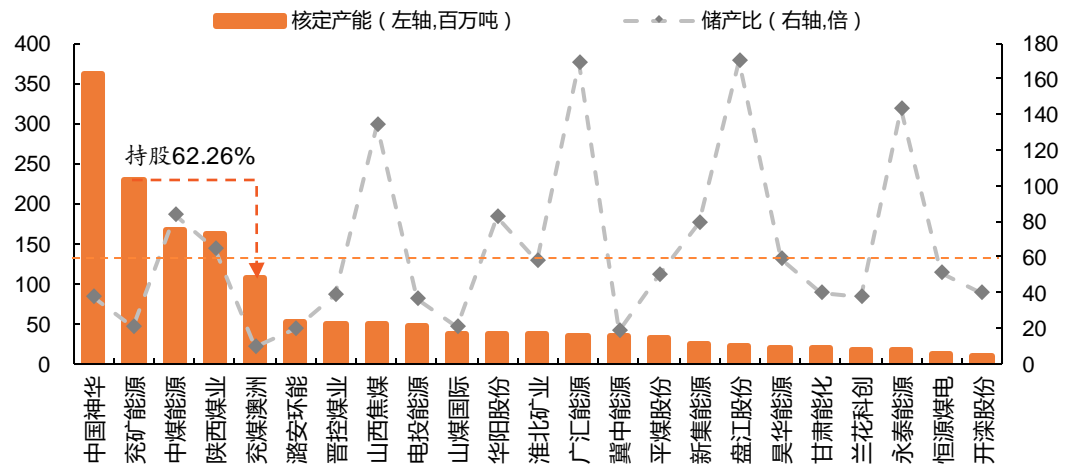
- 全国煤企供应格局已较为稳固，资源瓶颈下规模壁垒较高。从权益产能来看，煤炭第一梯队（权益产能300百万吨以上）上市企业有中国神华，第二梯队（100-300百万吨）中煤能源、兖矿能源（包含兖煤澳洲62.26%权益），第三梯队（50-100百万吨）兖煤澳大利亚、陕西煤业，第四梯队（30-50百万吨）电投能源、潞安环能、山西焦煤、广汇能源、淮北矿业、华阳股份、平煤股份、冀中能源，第五梯队（20-30百万吨）晋控煤业、新集能源、山煤国际。
- 从储产比来看，中煤能源、陕西煤业、山西焦煤、华阳股份、广汇能源、新集能源、盘江股份等潜在开发弹性相对较大。

我国上市煤企资源量和可采储量情况

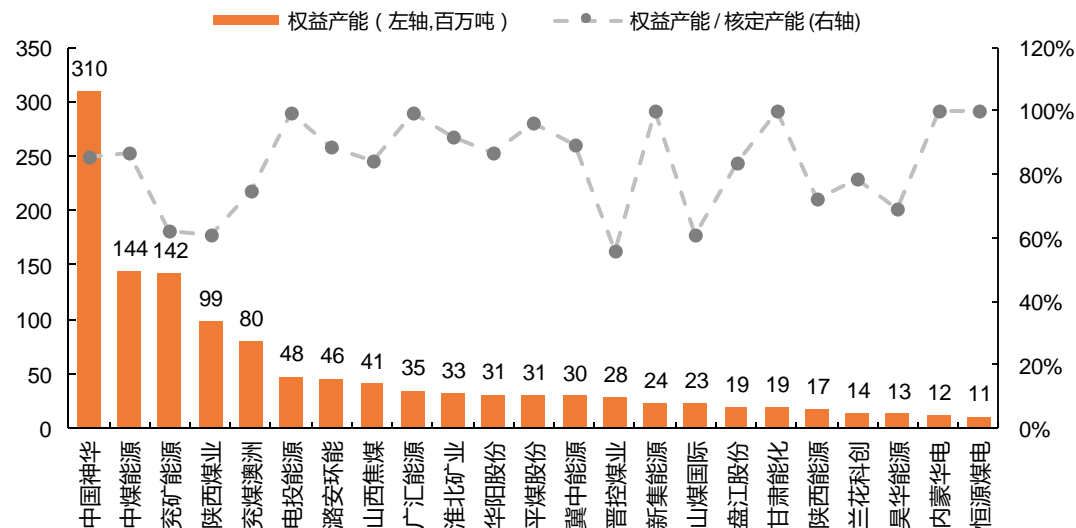


资料来源：各公司公告，平安证券研究所

我国上市煤企核定产能和储产比



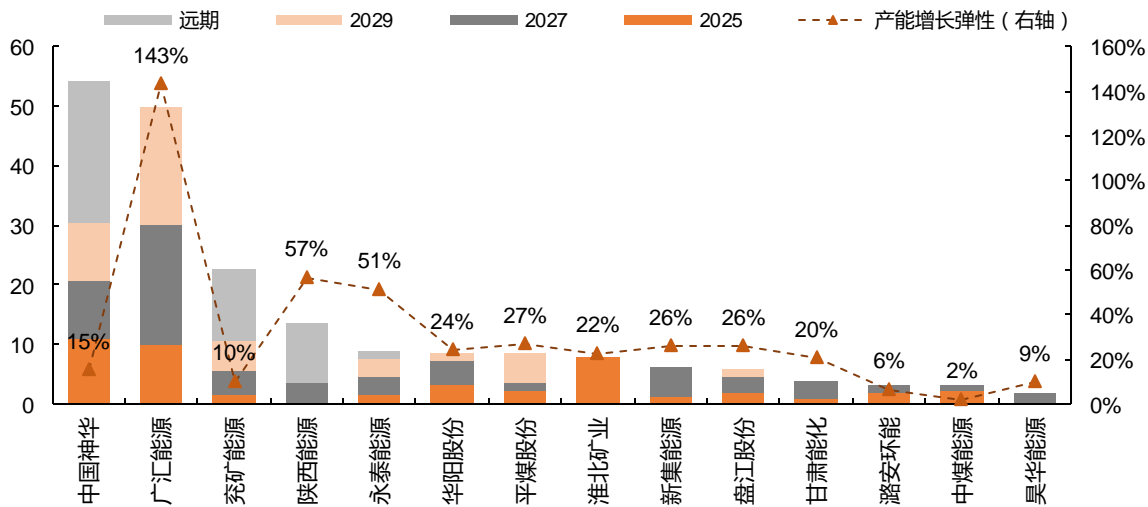
我国上市煤企权益产能情况



3.1 神华、广汇、兖矿在建产能规模领先，集中于内蒙和新疆

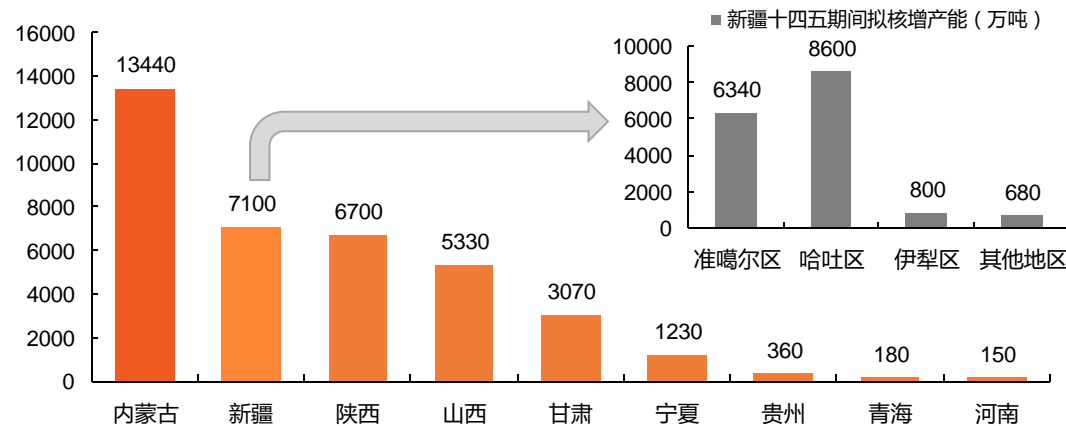
■ 从在建产能来看，中国神华、广汇能源拟扩张产能规模最大，在建总产能均在5000万吨/年左右，其次是兖矿能源在建产能超2000万吨/年，神华新建项目位于内蒙古，广汇项目集中于新疆，兖矿除万福煤矿外近两年有望投产的大规模项目位于新疆、规划建设远期项目位于内蒙古。近年来我国新批复煤矿和核增项目主要分布于内蒙古和新疆，前期大量开采导致中东部煤炭资源日渐减少，而西部煤炭储量丰富、开发程度相对低、开采潜力大，规划的八百万吨及以上大规模项目居多。

■ 从产能增长弹性来看，广汇能源、陕西能源、永泰能源、平煤股份、新集能源、盘江股份、华阳股份、华晋能源、淮北矿业等规模扩张弹性相对大。

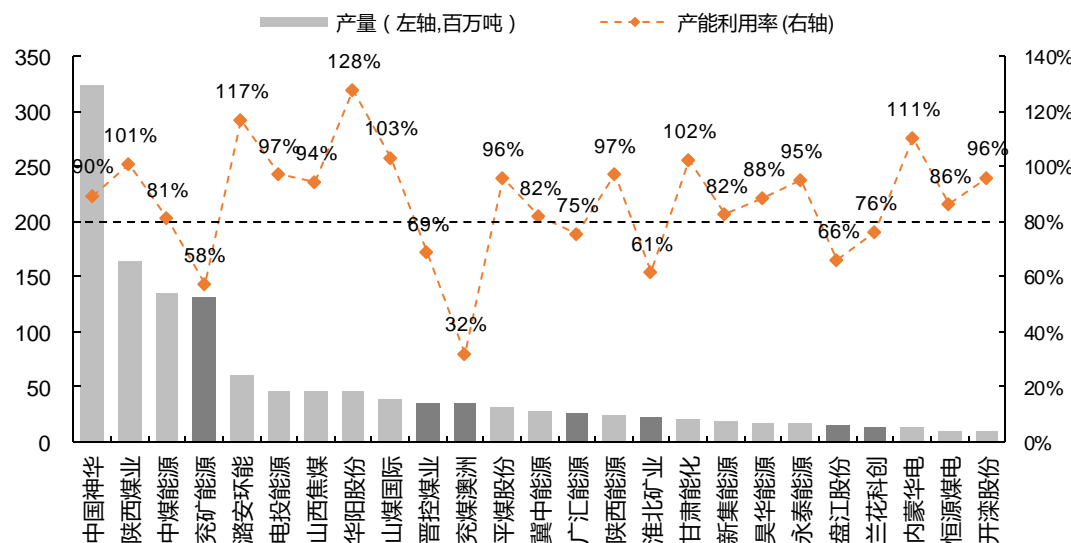


资料来源：各公司公告，国家能源局，国家发改委，平安证券研究所

2019年-2023年各地新批煤炭产能合计 (万吨)



2023年主要煤企产量及产能利用率





3.1 在建煤矿梳理：内蒙和新疆有布局的煤企产能扩张力度相对大

	2024-2026年 在建 or 核增项目	2027-2029年 在建 or 核增项目	远期 在建 or 核增项目
中国神华	拟收购内蒙古大雁矿业集团，旗下雁南矿和扎尼河露天矿合计10.7百万吨煤炭项目推进中（预计2024-2025年落实）	①拟收购杭锦能源，旗下10百万吨/年的塔然高勒煤矿项目预计2027年投产；②新街一井/二井各8百万吨/年预计2029年建成投产	内蒙古新街台格庙矿区：新街三井-八井合计40百万吨/年，持有权益60%
中煤能源	里必煤矿4百万吨/年，持股51%，预计2025年3月竣工	新疆苇子沟煤矿2.4百万吨/年，持股约50%，预计2025年12月竣工	
兖矿能源	万福煤矿1.8百万吨/年，预计2024Q4投产，2-3年达产，初期按50%运转，持股88%。五彩湾四矿一期10百万吨于25H2投产，2年达产，持股39%	2023年12月8日以28亿元竞拍获得内蒙古霍林河一号井田探矿权，资源量约10.41亿吨，产能5百万吨/年，2027年开始生产	规划刘三圪旦矿8百万吨/年，持股100%；规划嘎鲁图煤矿8百万吨/年，持股53%
潞安环能	静安煤矿、忻峪煤业、后堡煤业、宇鑫煤业等四座在建矿井合计300万吨/年，四个煤矿公司持股51%/51%/60%/70%	规划元丰矿井300万吨/年，持股51%；大木厂90万吨，忻岭60万吨，大汉沟90万吨，忻丰60万吨，前文明90万吨等矿井技改	2024年8月21日，公司以121.26亿元竞得山西省襄垣县上马区块煤炭探矿权
华阳股份	七元煤矿-无烟煤，产能5百万吨/年，持股100%，预计2024年底建成，2025年贡献产量；泊里煤矿-贫煤、产能5百万吨/年，持股70%，预计2025年底建成，2026年开始贡献产量	--	--
永泰能源	孙义煤矿和孟子峪煤矿各核增0.3百万吨/年，森达源煤矿二次核增0.9百万吨/年推进中	海则滩煤矿6百万吨/年，预计26Q3具备出煤条件，2027年达产	收购银宇和福巨源煤矿合计1.2百万吨/年，煤矿主体变更审议
陕西能源	赵石畔煤矿6百万吨，持股60%，预计2025年11月		竞拍得钱阳山煤矿6百万吨/年，5年内投产；丈八煤矿4百万吨/年前期工作稳步推进中
广汇能源	东部勘查区-长焰/不粘煤20百万吨/年，热值5k-5.5k卡，2025年末投产	马朗露天勘查区-不粘煤20百万吨/年，马朗一号井田10百万吨/年	白石湖勘查区井田勘探项目
平煤能源	2024年半年报：计划自本承诺出具之日起36个月内将瑞平煤电全部股权或张村矿(1.5百万吨/年)、庇山矿(0.85百万吨/年)相关资产转让给上市公司或其子公司	集团新建矿井河南在夏店矿1.5百万吨/年+梁北二井矿1.2百万吨/年，原计划2023年7月联合试运转，目前计划投产后36个月内全部股权或相关资产转让给公司或子公司	据公司规划，未来拟通过产业升级和改扩建增加产能4.95百万吨；平煤神马集团承诺将其持有的相关煤炭资产股权转让给上市公司将增加产能4.75百万吨/年
淮北矿业	陶忽图煤矿8百万吨/年，预计2025年底投产		
新集能源	刘庄煤矿高水平延伸，预计到2025年底可以开始开采，正常生产情况下，2026、2027年产量预计可达100万吨/年	山东杨村煤矿（持股100%）复建，预计需3-4年，产能5百万吨/年，产气煤、1/3焦煤，已投入约23亿元，预计还需投入约40亿元	
甘肃能化	90万吨/年白岩子煤矿(气煤和1/3焦煤)预计24年底-25年建成，持股60%	3百万吨/年红沙梁井工矿预计2025年试运转，持股100%，产动力煤	
盘江股份	2023年12月底公司公告拟建设杨山矿露天开采项目，建设规模100万吨/年，建设周期24个月，持股86%；杨山矿井工120万吨/年兼并重组技改项目进展顺利，预计2024年末开始生产，持股86%	贵州马依西一井二采区（焦煤/贫煤/瘦煤）120万吨/年 在建，预计2025年底进入联合试运转，持股74%；马依东一井项目（无烟煤）240万吨/年产能前期工作正在加快推进，持股74%	贵州发耳二矿西井（贫煤/贫瘦煤/瘦煤）二期150万吨/年产能取得核准拟建，持股90%
昊华能源	2025年末努力实现3000万吨的产能目标（现有核定产能1930万吨）	红三煤矿180万吨/年，持股60%，规划待开发	

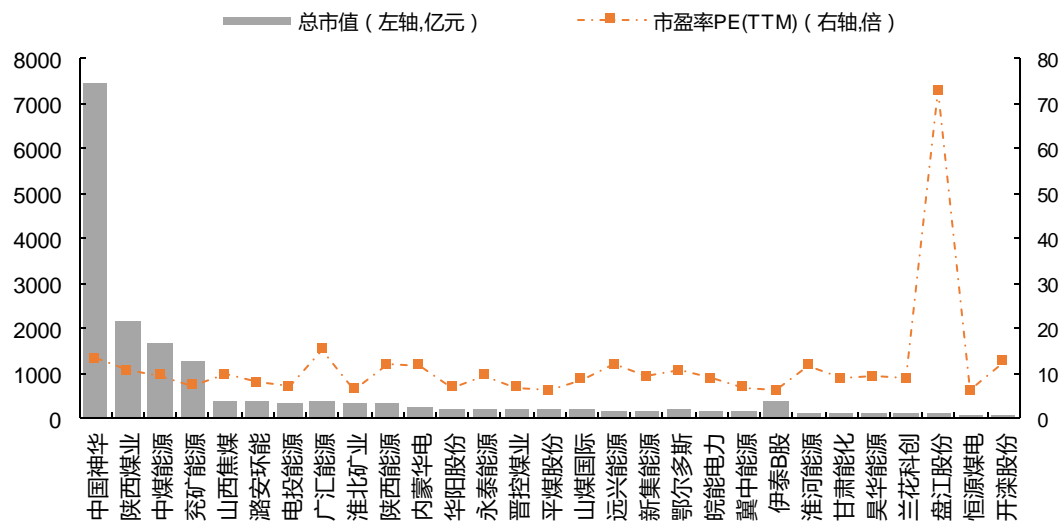
资料来源：各公司公告，平安证券研究所



3.2 煤企以央国企控股为主，具有一定市值管理要求

■ 煤炭企业以央国企为主，央企主要有中国能源投资集团旗下的中国神华，中煤能源集团旗下的中煤能源、新集能源、上海能源等，其余以各省国资委旗下集团控股的子公司为主。今年初，中国证监会召开2024年系统工作会议中提出，“督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红；支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系”。央国企在开展增持/回购/现金分红及市值管理上有带头作用，国资委将市值管理纳入对央国企负责人的考核也在持续推进中。

主要煤企总市值和市盈率



资料来源：ifind，平安证券研究所，注：图中市值和市盈率数据截至2024年9月10日

主要上市煤企性质和实控人及其持股比例（截至2024年9月11日）

性质	控股股东	实际控制人	控股股东持股比例 (%)
央企	中国神华	国家能源投资集团	国务院国资委 69.52
	中煤能源	中国中煤能源集团	国务院国资委 57.39
	新集能源	中国中煤能源集团	国务院国资委 30.31
	电投能源	中电投蒙东能源集团	国务院国资委 55.77
	内蒙华电	北方联合电力	国务院国资委 51.05
	上海能源	中国中煤能源集团	国务院国资委 62.43
国企：			
山西	潞安环能	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	山西省国资委 49.74
	华阳股份	华阳新材料科技集团有限公司	山西省国资委 55.52
	晋控煤业	晋能控股煤业集团有限公司	山西省国资委 57.46
	山煤国际	山西煤炭进出口集团有限公司	山西省国资委 57.91
	山西焦煤	山西焦煤集团有限责任公司	山西省国资委 57.29
	通宝能源	山西国际电力集团有限公司	山西省国资委 57.33
陕西	兰花科创	山西兰花煤炭实业集团有限公司	晋城市国资委
	陕西煤业	陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西省国资委 65.15
安徽	陕西能源	陕西投资集团有限公司	陕西省国资委 64.31
	淮北矿业	淮北矿业(集团)	安徽省国资委 59.52
河南	皖能电力	安徽省能源集团	安徽省国资委 54.93
	淮河能源	淮南矿业(集团)	安徽省国资委 56.61
	恒源煤电	皖北煤电集团	安徽省国资委 54.96
河北	平煤股份	中国平煤神马控股集团有限公司	河南省国资委 43.42
	大有能源	义马煤业集团股份有限公司	河南省国资委 61.81
	郑州煤电	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	河南省国资委 46.46
山东	开滦股份	开滦(集团)有限责任公司	河北省国资委 48.12
	冀中能源	冀中能源集团有限责任公司	河北省国资委 32.81
北京	兖矿能源	山东能源集团有限公司	山东省国资委 43.78
	昊华能源	北京能源集团有限责任公司	北京市国资委 63.31
贵州	甘肃能化	甘肃能源化工投资集团有限公司	甘肃省国资委 50.16
	盘江股份	贵州能源集团有限公司	贵州省国资委 44.77
民企	云南	云煤能源	昆明钢铁控股有限公司 云南省国资委 58.19
	永泰能源	永泰集团有限公司	王广西 18.13
民企	广汇能源	新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	孙广信 34.72
	国际实业	江苏融能投资发展有限公司	冯建方 22.82
	远兴能源	内蒙古博源控股集团有限公司	戴连荣 30.09



3.2 头部煤企背靠央企集团，仍有较大注资空间

◆ 代表性煤企潜在集团注资规模

公司名称	所属集团	最新资产注入情况	未来集团注资潜力	总结（煤炭产能百万吨/年）
中国神华	国资委-国家能源投资集团持股神华69.52%	2023年4月29日启动收购集团资产：①大雁矿业100%（拥有2处在产煤矿-雁南矿和扎尼河露天矿，合计能力1070万吨/年，可采储量4.1亿吨）；②杭锦能源100%（拥有1处在建煤矿-塔然高勒煤矿，产能1000万吨/年，可采储量9.2亿吨）	集团声明待注入上市企业煤矿资产(核定产能共107.95百万吨/年、权益产能68.05百万吨/年)：计划集团层面完成整合后10年内启动收购-①神华乌海100%(煤矿核定产能15.35百万吨/年,权益产能13.94百万吨/年)、②宁夏煤业51%(煤矿核定产能76.75百万吨/年,权益产能39.14百万吨/年)、③新疆能源100%股权(煤矿核定产能5.85百万吨/年,权益产能4.97百万吨/年)	现有核定总产能：362.2 已启动注入资产：20.7 集团待注入产能：107.95 集团总产能：665 中国神华可对集团现有未上市资产行使优先交易权
中煤能源	国资委-中煤集团持股中煤能源57.39%	2021年3月25日公司公告，为避免同业竞争，控股股东中煤集团承诺在2028年5月11日前将旗下两家公司股权注入中煤能源：①资源发展公司(在产煤矿7座、电厂2座、洗煤厂5座，煤炭核定产能1008万吨/年、权益产能742万吨/年，集团持股100%)；②华昱能源(在产煤矿7座，核定产能1900万吨/年、权益产能1816万吨/年，集团持股60%)，另有2000万吨带式输煤专线和年入洗能力1500万吨的煤炭洗运中心		现有煤炭核定产能：165.7 待注入资产煤炭产能：29.08百万吨/年 集团总产能：约300百万吨/年
兖矿能源	山东省国资委-山东能源集团持股43.78%	主要新注入煤化工业务公司：2023年4月，公司公告以现金形式收购兖矿新疆能化51%股权，甲醇、合成氨、尿素等产品产能进一步扩张	截至2023年底，山东能源集团煤炭可采储量达179.54亿吨，总产能3.48亿吨/年，除兖矿能源外还拥有1.183亿吨产能，在建长城二矿二期项目400万吨/年，鲁新煤矿500万吨/年(2023年底具备联合试运转条件)，油房壕矿井500万吨/年(风井已完工)	现有核定产能：229.7 除上市公司外集团产能规模：100-150百万吨/年，集团在建产能：14百万吨/年，集团总产能348百万吨/年
陕西煤业	陕西省国资委-陕煤集团持股65.15%	2022年11月现金收购陕煤集团资产-彬长集团99.6%股权,对价347.63亿元,旗下小庄矿和孟村矿核定产能均600万吨/年；2023年9月收购神南矿业100%股权，对价204.47亿元,拥有小壕兔一号(产能800万吨/年)、小壕兔西部探矿权,可采储量为6.57亿吨和9.76亿吨	截至2024年3月末，陕煤集团拥有资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨，在产矿井煤炭产能211.05百万吨/年，剔除陕西煤业后，仍拥有煤炭资源量119.04亿吨，可采储量98.68亿吨，核定产能49.05百万吨/年。同时，集团拥有2座在建矿井-西卓煤矿和王峰矿井，位于关中地区，设计产能各300万吨/年，均预计于2025年内投产	现有煤炭核定产能：162 除上市公司外集团现有产能规模：49.05百万吨/年 集团在建产能：6百万吨/年 集团总产能：211.05百万吨

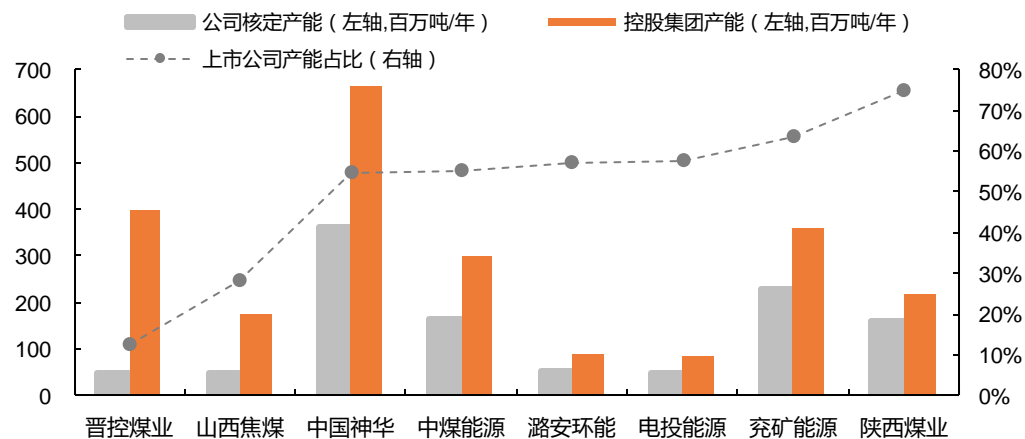
资料来源：各公司公告，各集团债项跟踪评级报告，平安证券研究所



3.2 头部煤企背靠央企集团，仍有较大注资空间

■ 煤企大部分背靠各地国资委旗下大型集团，对集团存在同业竞争的煤炭和煤化工、电厂等资产具有优先收购权，从未来集团可能的煤矿注资规模来看，中国神华（待注入煤炭产能108百万吨/年）、中煤能源（待注入29百万吨/年）、兖矿能源（除上市公司外集团另有产能100-150百万吨/年，在建14百万吨/年）、陕西煤业（集团另有产能49百万吨/年，在建6百万吨/年）、潞安环能（集团另有产能32.9百万吨/年，在建6百万吨/年）、晋控煤业（集团另有产能104百万吨/年，在建88百万吨/年）、山西焦煤（待注入60百万吨）、电投能源（待注入35百万吨）等头部煤企背靠的央企集团仍有较大资产注入空间，未来产能增长可期。

◆ 代表性上市煤企核定产能占控股集团总产能的比例



◆ 代表性煤企潜在集团注资规模 (续上页表)

公司名称	所属集团	最新资产注入情况	未来集团注资潜力	总结 (煤炭产能百万吨/年)
潞安环能	山西省国资委-潞安化工集团-潞安矿业集团持股49.74%	截至2023年底，潞安化工集团在产矿井煤炭资源地质储量合计104.04亿吨，可采储量合计44.93亿吨，产能为84.70百万吨/年；在建项目：截至2023年底，五彩湾一号矿井一期项目600万吨/，年总投资预算36.14亿元，期末余额为8.62亿元，工程进度23.85%。		现有煤炭核定产能：51.8 除上市公司外集团现有产能规模：32.9百万吨/年，集团在建产能：6百万吨/年
晋控煤业	山西省国资委-晋控煤业集团持股57.46%	公司力争到“十四五”末将70%以上具备条件的煤矿注入到上市公司。截至2023年底，晋控煤业集团拥有88座矿井，其中，生产矿井69座，煤炭资源保有储量228.37亿吨，年生产能力154.5百万吨；在建及续建矿井15座，停缓建矿井4座，矿井煤炭资源保有储量155.06亿吨，年生产能力87.90百万吨。		现有煤炭核定产能：50.5 除上市公司外集团现有产能规模：104百万吨/年，集团在建：87.9百万吨/年，重组后集团总管理产能400百万吨/年
山西焦煤	山西省国资委-山西焦煤集团持股57.29%	2022年完成华晋焦煤(51%持股)资产注入，拥有沙曲一矿和二矿，两矿合计核定产能720万吨/年，煤种--肥煤、焦煤、瘦煤、贫瘦煤	据山西焦煤集团债券跟踪评级报告和公司公告，集团尚有产能约6000万吨/年的焦煤资产有望继续注入，预计2024-2027年分别有2、2、13、15座煤矿达到收购标准。	现有煤炭核定产能：48.9 集团待注入产能：60 集团总产能：174.6
电投能源	国资委-中电投蒙东能源集团持股55.77%	2014年8月，中电投蒙东能源集团出具《关于避免内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司同业竞争的总体规划》，承诺待白音华二号矿和三号矿满足特定条件后需注入上市公司，白音华二、三号矿合计产能3500万吨，截至2024年5月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕		现有煤炭核定产能：48 集团待注入产能：35

资料来源：各公司公告，各集团债项跟踪评级报告，平安证券研究所

CONTENT

目录



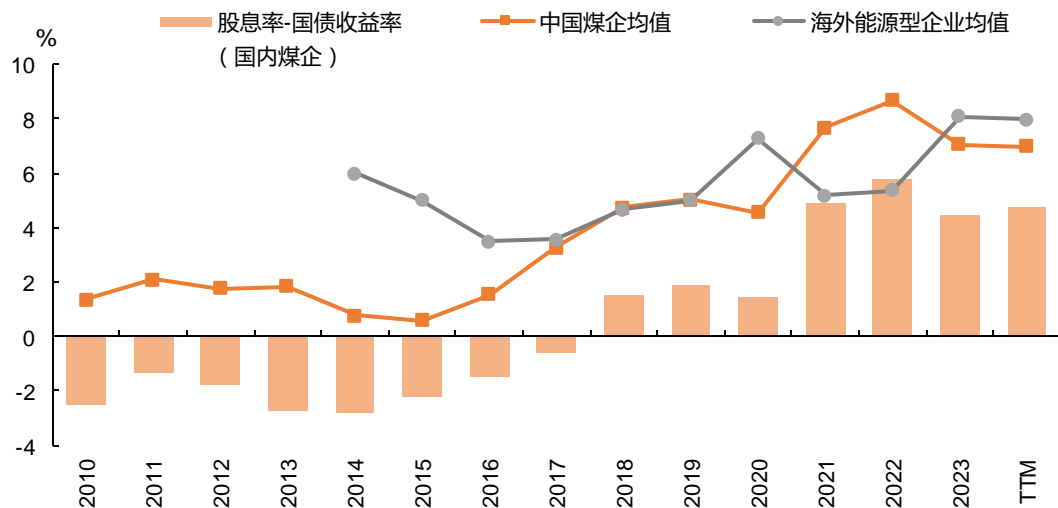
- ① 一、从地域和煤种角度全面梳理煤企
- ② 二、煤企粘性分析
 - 2.1从长协结构和煤电一体化看煤企粘性
 - 2.2从负债结构和流动性风险看煤企粘性
- ③ 三、煤企弹性分析
 - 3.1从在产和新建产能规模看煤企弹性
 - 3.2从控股集团潜在注资能力看煤企弹性
- ④ 四、从股息分红率和估值看煤企性价比
- ⑤ 五、投资建议与风险提示



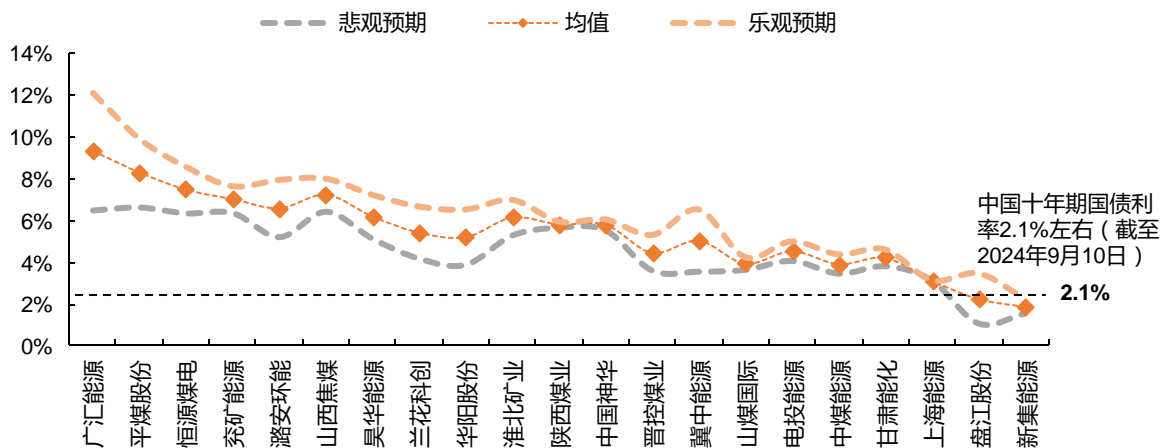
煤企股息分红率提升，目前相较国债仍有较高投资回报

➤ 2024年以来，煤炭指数逐渐摆脱高度锚定煤价的局面，演绎出中特估+高股息高分红带来的估值溢价效应。根据wind一致预期的净利润预测2024年各煤企股息率，悲观预期下（下调部分煤企分红率至近三年(2021-2023年)均值，使用wind一致预测净利润最低值）的大部分煤企股息率仍高于中国十年期国债利率，且煤炭高长协比例和煤炭整体生产成本抬升趋势下，煤价下方空间相对有限（从今年水电贡献高增而煤价走势相对坚挺也可见其韧性），煤企业绩有望维持稳定，从而保证高股息的兑现。

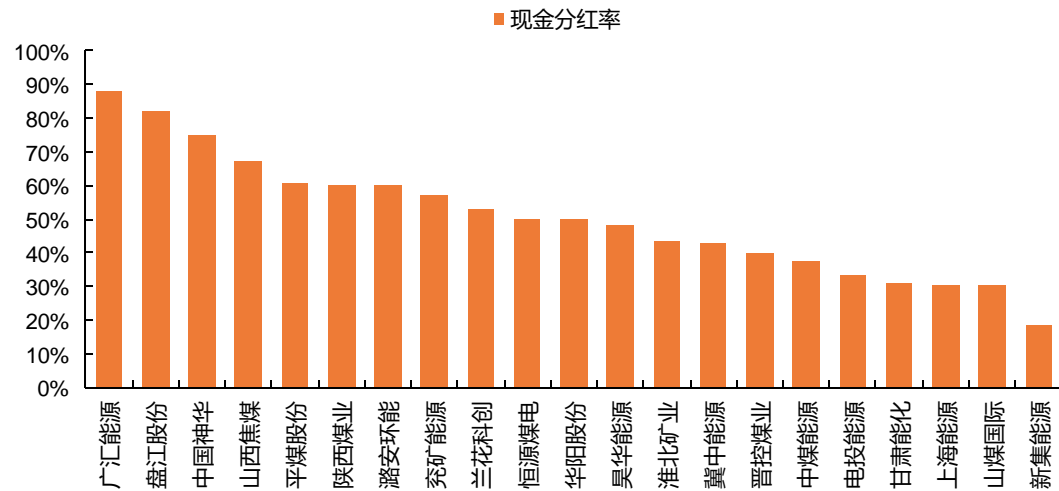
我国煤企呈现出高股息相对回报率



国内主要煤企2024年预期股息率



2023年国内主要煤企现金分红比例



资料来源：wind，平安证券研究所，注：2024年股息率悲观预期中归母净利润使用wind一致预测净利润最低值，现金分红率使用2021-2023年均值和2023年的孰低值；股息率乐观预期中归母净利润使用wind一致预测净利润平均值，现金分红率使用2023年数值，均值为乐观和悲观预期的平均值



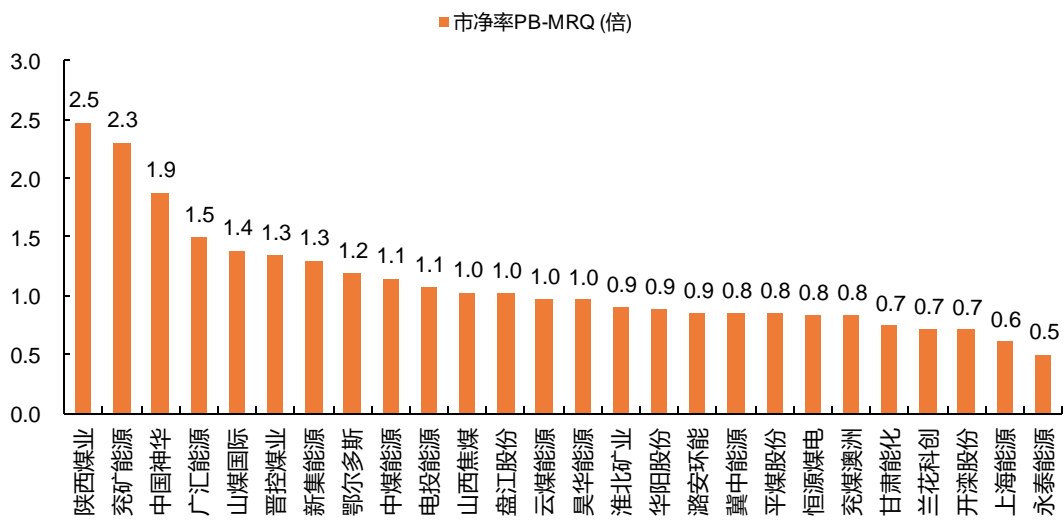
煤炭开采指数PB已回落至历史均值，部分企业性价比逐渐凸显

■ 今年6月以来申万-煤炭开采业指数有所回调，目前市净率已回至历史平均水平左右。从主要煤企市净率和市盈率来看，截至9月10日，主要煤企市净率均值为1.1，市盈率均值为12.4（剔除极端值上海能源和盘江股份），结合前文对规模、潜在扩张能力、业绩粘性、流动性风险分析、分红股息率等的分析，我们认为中煤能源、潞安环能、兖煤澳大利亚相对性价比较高，中国神华、陕西煤业资产优质、具备长期投资价值，华阳股份、山煤国际等山西煤企减停产煤矿自6月以来逐步复产、下半年业绩有望回暖。

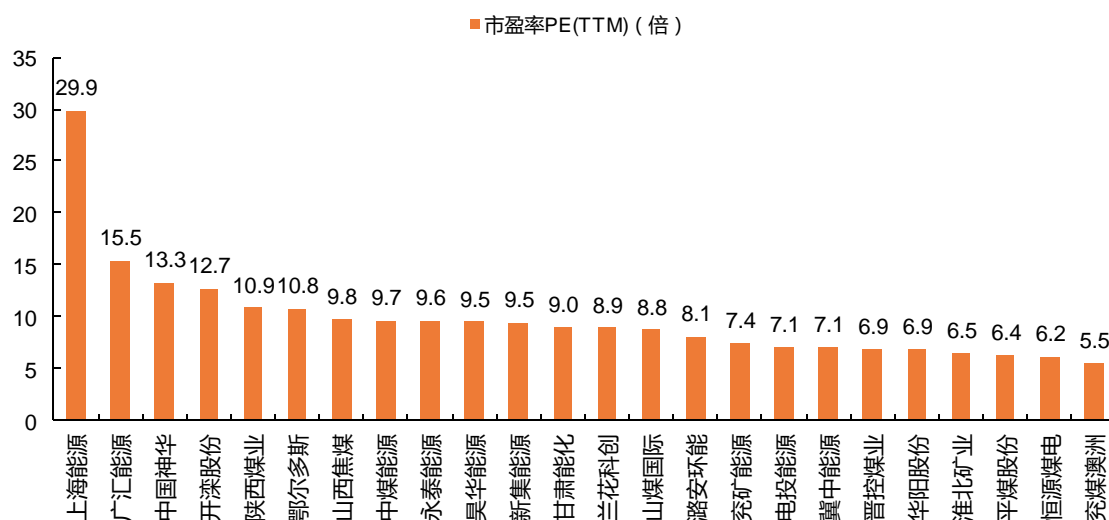
煤炭开采业市净率和市盈率变动



主要煤企市净率 (2024年9月10日)



主要煤企最新市净率 (2024年9月10日)



资料来源: ifind, 平安证券研究所

CONTENT

目录



- ① 一、从地域和煤种角度全面梳理煤企
- ② 二、煤企粘性分析
 - 2.1从长协结构和煤电一体化看煤企粘性
 - 2.2从负债结构和流动性风险看煤企粘性
- ③ 三、煤企弹性分析
 - 3.1从在产和新建产能规模看煤企弹性
 - 3.2从控股集团潜在注资能力看煤企弹性
- ④ 四、从股息分红率和估值看煤企性价比
- ⑤ 五、投资建议与风险提示

投资建议

- 煤价在经历了今年7、8月份长江流域强降水频繁、水电贡献高增的情况下，动力煤仍然保持较为坚挺的走势，在高长协占比和生产成本抬升下，煤炭价格中枢的韧性逐步显现，四季度北方供热季的到来仍有望阶段性抬升煤价。同时，在高比例长协定价模式下，煤企有所改善的资产负债结构和趋于稳定的盈利能力有利于保障高分红高股息的兑现，在当前国内低利率环境下，煤企预期股息率显著高于十年期国债收益率，仍具备较好的投资价值。
- 综上，建议关注“中特估+高股息高分红”的资源型煤企，结合前文对产能规模、潜在扩张能力、业绩粘性、流动性风险分析、当前PE/PB等的分析，我们认为中煤能源、潞安环能相对性价比较高，中国神华、陕西煤业资产优质、具备长期投资价值，此外，华阳股份、山煤国际等山西煤企上半年减停产的煤矿自6月以来逐步复产、下半年业绩有望回暖。

重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)				评级
		2024/09/11	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
中煤能源	601898.SH	12.62	1.47	1.48	1.56	1.65	8.6	8.5	8.1	7.6	暂未评级
潞安环能	601699.SH	13.08	2.65	1.74	1.89	2.02	4.9	7.5	6.9	6.5	暂未评级
中国神华	601088.SH	36.74	3.00	3.02	3.10	3.18	12.2	12.2	11.9	11.6	暂未评级
陕西煤业	601225.SH	22.03	2.19	2.25	2.37	2.46	10.1	9.8	9.3	9.0	暂未评级
华阳股份	600348.SH	7.19	1.19	0.87	0.95	1.02	6.0	8.3	7.6	7.0	暂未评级
山煤国际	600546.SH	6.53	1.44	0.86	1.00	1.13	4.5	7.6	6.5	5.8	暂未评级



风险提示

- **电力需求不及预期的风险。**如果国内和全球经济增长不及预期，内需和出口增速下滑，从而导致电力需求不及预期，则可能造成电煤消耗量减少。
- **矿山安全事故发生的风险。**矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，相关煤企产量可能会受到较大影响。
- **煤企资本开支大幅增加，分红比例下调风险。**如果煤企大幅调增资本开支，加大基建项目开发力度，则一方面可能导致煤炭供应增幅超预期，另一方面用于股息分红的现金减少，可能造成煤企下调股息率和分红率。
- **后市供暖旺季需求不及预期，煤炭库存持续高位的风险。**若后市冬季供暖所需煤炭消耗量不及预期，煤炭库存持续高位，可能导致煤价继续下跌。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。