



Research and
Development Center

从煤企分红能力和分红意愿看高股息资产价值

煤炭开采

2023 年 9 月 4 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用行业联席首席分析师
执业编号: S1500522070001
联系电话: 010-83326723
邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

从煤企分红能力和分红意愿看高股息资产价值

2023 年 9 月 4 日

本期内容提要:

- **高股息标的具有防御属性，煤炭板块当前投资性价比提升。**我们复盘过去 14 年，市场下行阶段中，在沪深 300 指数下跌的 8 次中，中证红利指数 6 次跑赢，2021 年至今中证红利指数连续三年跑赢大盘。煤炭板块是高分红、高股息的行业代表，2022 年现金分红比例达到近 50%、股息率达到 7.08%。在当前无风险利率下行阶段，煤炭板块的投资性价比愈发凸显。近年来煤炭行业盈利水平较大幅度提升，现金流充裕，具备较强的分红能力；同时行业资本开支增速放缓，在建工程较少，为高分红创造有利条件。
- **煤炭上市公司积极提高分红承诺，且实际分红率往往高于分红承诺。**近期中国神华、陕西煤业、兖矿能源、山煤国际等纷纷提高承诺分红率至 60%，体现出较强的分红意愿。从历史分红情况看，企业实际的分红率往往高于分红承诺。2022 年，中国神华承诺分红 60%，实际分红 72.77%；陕西煤业承诺分红 60%，实际分红 60.17%；兖矿能源承诺分红 50%，实际分红 69.33%；山西焦煤承诺 10%，实际分红 63.54%，体现企业分红承诺兑现率高。
- **从现金流和债务负担看煤企具有较强的分红能力。**截止 2023H1，中国神华、陕西煤业、潞安环能等近一半的煤炭公司净负债为负，说明账面现金可以完全清偿有息负债。陕西煤业、中国神华、山西焦煤等自由现金流可以基本覆盖有息负债，偿债压力小。中煤能源、平煤股份、淮北矿业、潞安环能收现比高，现金回款能力强，同时净现比高，企业实际经营能力比净利润表现更好。
- **从超额分红、股权激励及大股东诉求角度看煤企具有较好的分红意愿。**2022 年山煤国际实现半年度分红；兖矿能源、广汇能源、美锦能源、平煤股份积极实施股权激励计划，管理层与股东利益相一致。2023 年平煤股份发布高管增持及股票回购注销公告，增强投资者信心。大股东诉求方面，中国神华、陕西煤业、淮北矿业控股股东持股比例分别为 70%、65%和 65%，若提高分红，控股股东最为受益。同时，煤炭企业普遍出现集团有息负债率高于上市公司的情况，说明集团偿债压力较大。上市公司的现金流占集团的总现金流比重较高，说明集团非上市公司的盈利能力及创造现金流的能力薄弱，因此集团对上市公司分红的诉求最为强烈。
- **我们预计 2023 年煤炭企业股息率在 6%-13%、H 股股息率在 10%-17%。**我们根据不同煤价假设，并结合各煤炭公司历史分红情况及分红承诺，对各公司 2023 年的业绩及股息率进行预测。中性假设下，兖矿能源 2023 年预计实现股息率 9.9%（H 股股息率 16.3%）；兖澳实现股息率 13%；中国神华预计股息率为 7.43%（H 股股息率 10.21%）；陕西煤业预计股息率 8.29%；山煤国际预计股息率 11%；

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2



中煤能源预计股息率 6.08% (H 股股息率 10.29%); 平煤股份预计股息率 5.9%; 淮北矿业预计股息率 7.3%; 山西焦煤预计股息率 12.1%; 潞安环能预计股息率 9.6%。

- **投资建议：**从历史分红情况与未来潜力综合角度，建议关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、平煤股份、山西焦煤。从未来分红潜力即做出高比例分红政策的角度，建议重点关注中国神华、陕西煤业、平煤股份、兖矿能源、广汇能源。从 2023 年预期股息率角度建议关注兖矿能源、潞安环能、山西焦煤、山煤国际、陕西煤业、中国神华等公司。
- **风险因素：**经济严重下行导致煤价大幅下跌；发生重大煤炭安全事故；俄乌冲突的不确定性；国内外能源政策变化带来短期影响；本文对煤炭企业股息率测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、煤价波动等因素导致测算结果偏差。

一、煤炭板块高股息投资价值凸显	6
二、从煤炭企业分红能力视角看未来分红潜力	9
2.1 煤企上市公司负债率水平较低，债务负担小	9
2.2 盈利情况持续向好，现金流充沛	10
三、从企业分红意愿看未来分红潜力	14
3.1 煤炭企业分红承诺进一步升级，分红意愿加强	14
3.2 从分红历史及大股东诉求看分红意愿	14
四、主要煤炭企业业绩与股息率分析	17
4.1 兖矿能源：未来成长空间广阔，股息回报水平优异	17
4.2 兖煤澳大利亚：澳洲最大的专营煤炭生产商	18
4.3 中国神华：煤炭+电力板块稳健经营，高分红高股息彰显投资价值	19
4.4 陕西煤业：煤炭量大质优，内生增长动力强劲	20
4.5 山煤国际：具有成本优势的高性价比公司	21
4.6 中煤能源：长协占比高，业绩稳定性强的央企煤炭公司	22
4.7 平煤股份：顶级主焦煤叠加资产注入预期，估值筑底修复可期	23
4.8 淮北矿业：纵向延伸打造强韧业绩，稳健经营助力穿越周期	24
4.9 山西焦煤：优质资源禀赋&资产再注入预期，焦煤龙头稳健成长可期	25
4.10 潞安环能：资产优质&精益经营，兼具低估值与高弹性的喷吹煤龙头	26
投资建议	28
风险因素	29

表 1：2010 年至今中证红利指数与大盘涨跌幅对比	6
表 2：主要煤炭企业过去五年分红率情况	9
表 3：主要煤炭企业负债情况（亿元）	10
表 4：2017-2022 年主要煤炭企业自由现金流情况（亿元）	11
表 5：2022 年主要煤炭上市公司收入利润现金含量	12
表 6：煤炭板块主要公司成长性比较	13
表 7：主要煤炭企业过去四年分红率情况	14
表 8：煤炭上市公司股权激励计划	15
表 9：主要煤炭上市公司大股东控股情况	15
表 10：上市公司与集团负债及盈利情况	16
表 11：兖矿能源不同煤炭价格假设（元/吨）	17
表 12：兖矿能源不同假设下净利润及股息率情况	17
表 13：2024 年兖煤澳洲不同煤价下盈利的敏感性分析（亿澳元）	18
表 14：2023-2024 年兖煤澳洲累计股息率分析	19
表 15：中国神华不同煤价下盈利的敏感性分析（百万元）	19
表 16：中国神华不同煤价下股息率的敏感性分析	20
表 17：陕西煤业不同煤价下盈利的敏感性分析	20
表 18：陕西煤业不同煤价下股息率的敏感性分析	21
表 19：山煤国际不同煤价下盈利的敏感性分析	22
表 20：山煤国际不同煤价下股息率的敏感性分析	22
表 21：中煤能源不同煤价下盈利的敏感性分析（百万元）	23
表 22：中煤能源不同煤价下股息率的敏感性分析	23
表 23：平煤股份不同煤价下盈利的敏感性分析	24
表 24：平煤股份不同煤价下股息率的敏感性分析	24
表 25：淮北矿业不同煤价下盈利的敏感性分析	25
表 26：淮北矿业不同煤价下股息率的敏感性分析	25
表 27：山西焦煤不同煤价下盈利的敏感性分析	26
表 28：山西焦煤不同煤价下股息率的敏感性分析	26
表 29：潞安环能不同煤价下盈利的敏感性分析	27
表 30：潞安环能不同煤价下股息率的敏感性分析	27
表 31：主要煤炭企业估值表	28

图 1：无风险利率处于下行阶段（%）	6
图 2：煤炭板块股息率大幅高于十年国债到期收益率	6

图 3: 2022 年行业现金分红比例排序 (%)	7
图 4: 2022 年行业股息率水平排序 (%)	7
图 5: 2018-2022 年煤炭行业总营收情况 (亿元; %)	7
图 6: 2018-2022 年煤炭行业总归母净利情况 (亿元; %)	7
图 7: 2018-2022 年煤炭行业现金流情况 (亿元; %)	8
图 8: 2018-2022 年煤炭行业 ROE 与 ROA 情况 (%)	8
图 9: 煤炭开采与洗选业资本开支情况 (亿元)	8
图 10: 2016 年后煤炭 (申万) 行业在建工程总体下降	8
图 11: 2022 年现金流充裕程度排名前十企业 (亿元)	11
图 12: 各版块 2023 年预测 EPS 比较	13

一、煤炭板块高股息投资价值凸显

高股息标的具有防御属性，通常在市场下跌阶段表现更加稳健。我们选取中证红利指数与沪深 300 指数和上证指数做对比发现，2010 年至今 14 年，中证红利指数 8 次跑赢沪深 300 指数，9 次跑赢上证指数。其中在市场下行阶段，高股息标的表现更加亮眼。在沪深 300 指数下跌的 8 次中，中证红利指数 6 次跑赢、上证指数下跌的 6 次中，中证红利指数 4 次跑赢。而在市场上行阶段，高股息标的却表现平平。需要注意的是，2021 年至今，中证红利指数涨幅已经连续三年跑赢大盘，高股息标的的配置价值凸显。

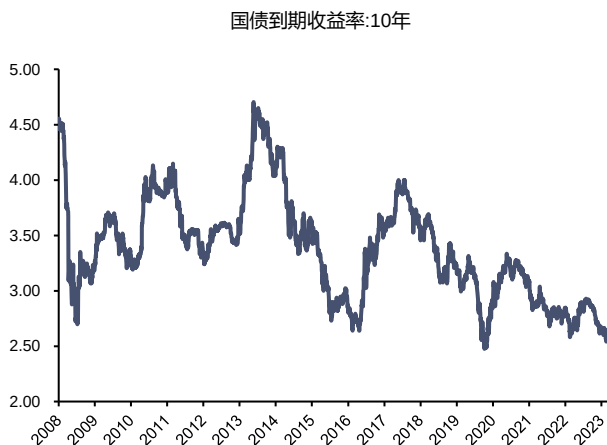
表 1: 2010 年至今中证红利指数与大盘涨跌幅对比

	中证红利	沪深 300 指数	上证指数	是否跑赢沪深 300	是否跑赢上证指数
2010	-13.28	-12.51	-14.31		✓
2011	-23.57	-25.01	-21.68	✓	
2012	7.06	7.55	3.17		✓
2013	-10.15	-7.65	-6.75		
2014	51.68	51.66	52.87	✓	
2015	26.86	5.58	9.41	✓	✓
2016	-7.64	-11.28	-12.31	✓	✓
2017	17.57	21.78	6.56		✓
2018	-19.24	-25.31	-24.59	✓	✓
2019	15.73	36.07	22.30		
2020	3.49	27.21	13.87		
2021	13.37	-5.20	4.80	✓	✓
2022	-5.45	-21.63	-15.13	✓	✓
2023/8/25	4.39	-3.07	0.30	✓	✓

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 中证红利指数以沪深 A 股中现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的 100 只股票为成分股, 采用股息率作为权重分配依据, 以反映 A 股市场高红利股票的整体表现。

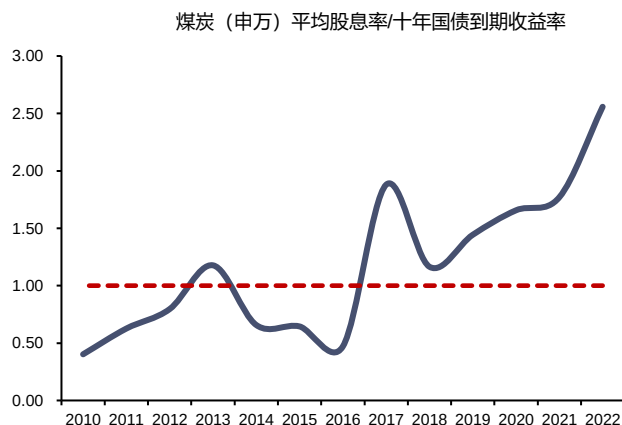
无风险利率下行阶段，煤炭板块投资性价比提高。对于稳定分红且中长期基本面稳定的公司，长期持股类似于购买债券，无风险利率下行阶段更有利于高股息资产投资。今年 1 月份以来，十年期国债到期收益率处于下行区间，高股息资产受到更多关注。我们回顾过去十年，煤炭板块平均股息率相较于十年期国债收益率更高，且 2021 年以来优势逐渐拉大，当前配置煤炭板块具有较高的性价比。

图 1: 十年期国债到期收益率处于下行阶段 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 2: 煤炭板块股息率大幅高于十年国债到期收益率



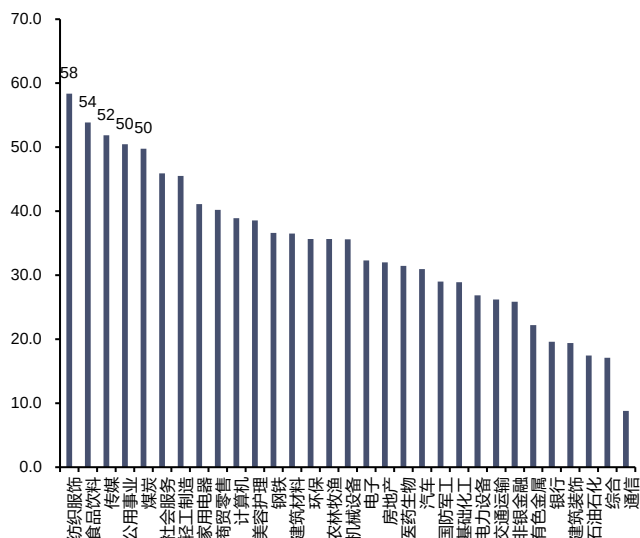
资料来源: wind, 信达证券研发中心

从分红率角度看，2022 年现金分红最高的五个行业是纺服（58.4%）、食品饮料（53.9%）、传媒（51.9%）、公用事业（50.5%）、煤炭（49.8%）

从高股息角度看，2022 年股息率最高的五个行业分别是煤炭（7.08%）、钢铁（6%）、石油石化（5.97%）、银行（5.72%）、交运（4.32%）。

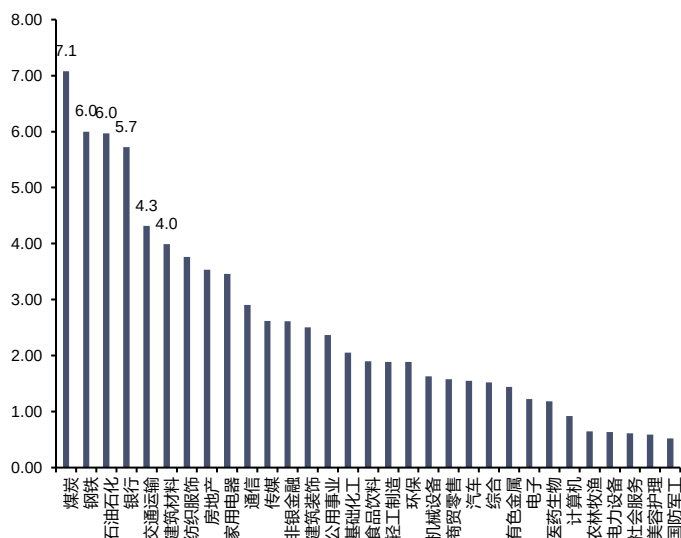
我们综合选取股息率和分红率排名前 10 的行业，即满足股息率 $\geq 2.9\%$ ，分红率大于 38.9% 的行业有煤炭、纺服、家用电器行业。

图 3：2022 年行业现金分红比例排序（%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

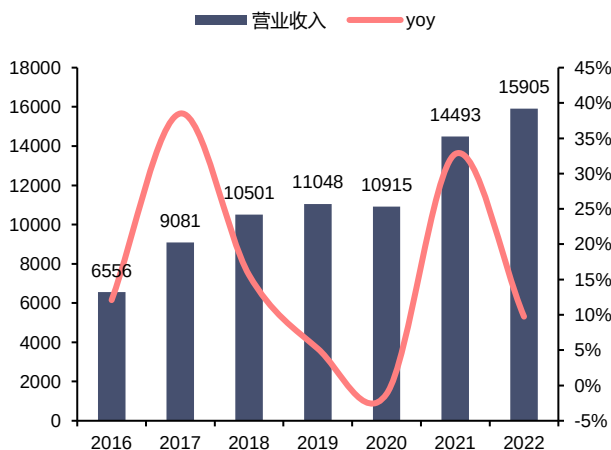
图 4：2022 年行业股息率水平排序（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

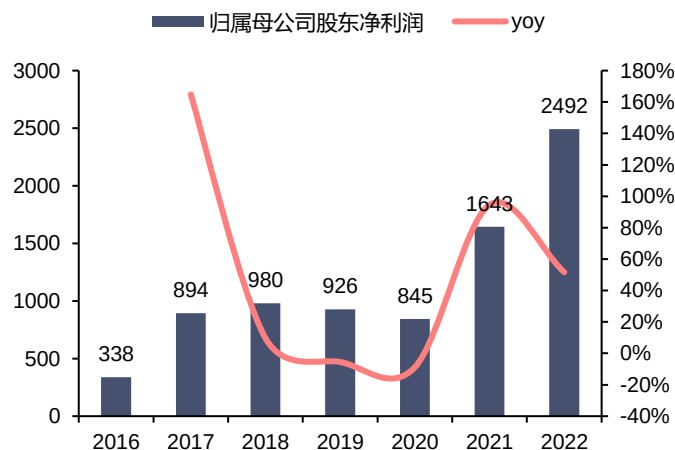
近年来，煤炭企业业绩高增、现金流充裕，具有较强分红能力。2022 年行业总营业收入 1.59 万亿元，同比增长 9.74%；归母净利润 2491.59 亿元，同比增长 51.63%，增速同比降低，但盈利水平已达到历史最高水平，行业 ROE 达到 23.09%。同时，经营性现金流表现比净利润更好，货币资金/总资产为 23%，也达到历史高位。

图 5：2018-2022 年煤炭行业总营收情况（亿元；%）



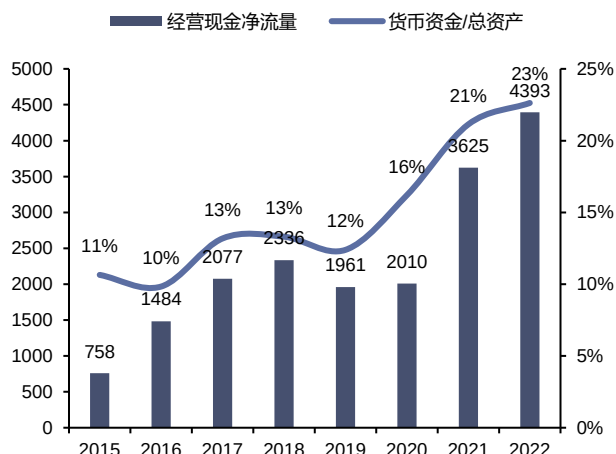
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：2018-2022 年煤炭行业总归母净利润情况（亿元；%）



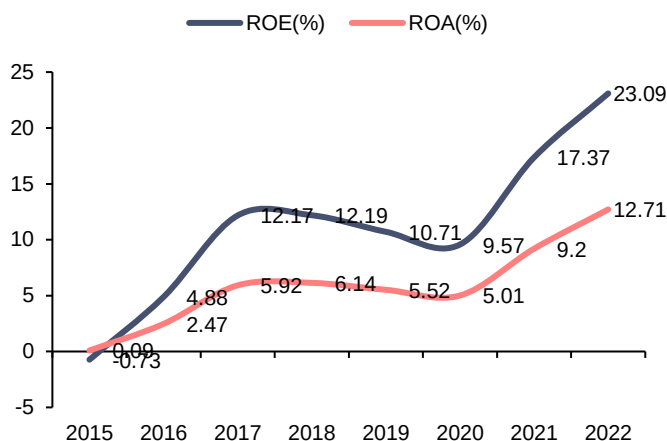
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：2018-2022 年煤炭行业现金流情况（亿元；%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

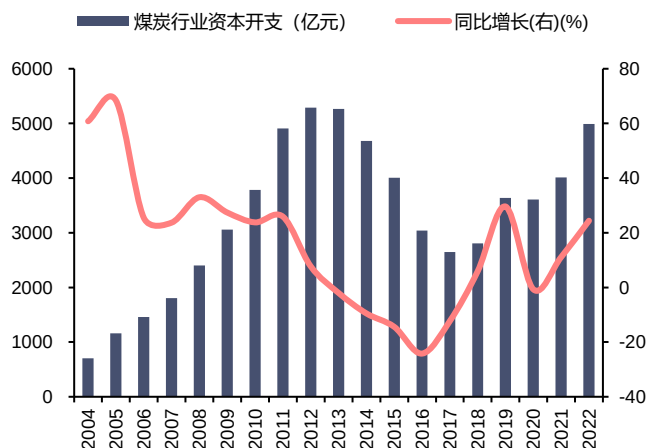
图 8：2018-2022 年煤炭行业 ROE 与 ROA 情况 (%)



资料来源：wind，信达证券研发中心

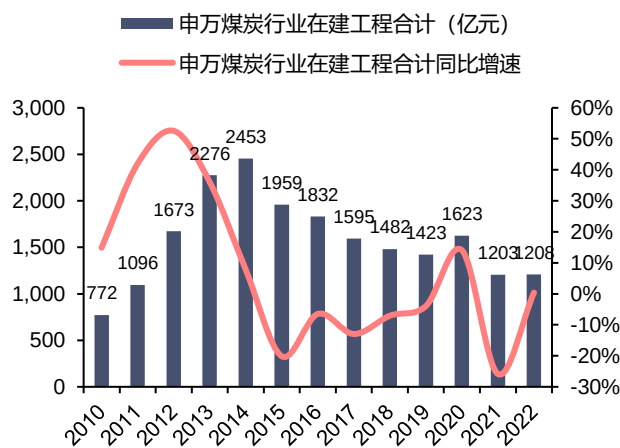
资本开支下降为高分红创造条件。2016 年供给侧改革之后的新一轮周期内，行业固定资产增速明显低于 2016 年前的高增速，虽然 21-22 年投资增速有明显回升，但仍低于历史高值。同时我们看到煤炭行业在建工程总额较少。2017 年以来行业在建工程同比呈下降趋势，2022 年增速虽触底回升，但仍在零轴徘徊。

图 9：煤炭开采与洗选业资本开支情况（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：2016 年后煤炭（申万）行业在建工程总体下降



资料来源：wind，信达证券研发中心

二、从煤炭企业分红能力视角看未来分红潜力

- **部分企业的高分红有历史基因。**兖矿能源、陕西煤业、中国神华、盘江股份、冀中能源近三年来分红率高于行业中位数，说明公司具有高分红传统，受业绩波动的影响较小，稳定性较强。
- **2022 年行业整体分红率有所降低。**2021 年行业主要公司由于业绩改善而大幅提高分红，2022 年分红略有降低，但个别公司如兖矿能源、潞安环能、山煤国际呈现逆势而升的态势。
- **从股息率角度看，**兖矿能源、潞安环能、陕西煤业、山西焦煤、山煤国际更加具有投资价值。

表 2: 主要煤炭企业过去五年分红率情况

上市公司	市值 (亿元)	2020-2022 年累计分红额 (亿元)	分红率 (%)			股息率 (%)
			2020	2021	2022	2022
兖矿能源	1112.62	300.03	68.44	60.87	69.33	9.14
陕西煤业	1613.25	419.79	52.11	61.91	60.17	11.73
中国神华	5351.97	1370.93	91.81	100.39	72.77	9.23
广汇能源	432.03	78.21	0.00	52.46	45.84	8.87
中煤能源	938.77	112.28	30.09	30.05	30.02	4.79
晋控煤业	163.86	17.24	0.00	14.37	34.64	5.27
平煤股份	197.84	46.07	60.07	60.21	35.18	8.05
山西焦煤	473.47	104.99	20.94	78.67	63.54	10.30
淮北矿业	291.03	57.87	42.85	36.33	37.16	8.20
盘江股份	135.88	24.01	76.78	73.24	40.11	6.10
潞安环能	487.00	111.19	30.05	30.01	60.17	16.91
美锦能源	310.21	8.54	0.00	33.27	0.00	0.00
华阳股份	273.09	39.13	39.95	34.03	30.02	6.15
山煤国际	333.65	68.06	15.83	62.91	63.89	15.53
冀中能源	215.55	84.81	179.94	128.99	79.27	15.72
兰花科创	127.27	21.13	30.49	36.42	35.44	7.50
山西焦化	127.85	12.91	35.92	30.49	19.85	3.70
大有能源	94.68	18.65	0.00	64.92	66.09	9.33
新集能源	120.98	5.57	10.70	7.45	13.80	2.63
上海能源	98.15	8.41	30.06	30.00	30.32	5.09
平均值			40.80	51.35	44.38	8.21
中位数			30.29	44.44	38.64	8.13

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 高于中位数的用底色进行标注 股息率=2022 年每股分红/股价 (2022.12.31)

2.1 煤企上市公司负债率水平较低，债务负担小

- **近一半公司为净现金公司。**截至 2023H1，中国神华、陕西煤业、潞安环能、中煤能源等净负债为负，说明账面现金可以完全清偿有息负债；
- **行业平均资产负债率为 51.09%。**中国神华、陕西煤业、潞安环能、晋控煤业、上海能源等资产负债率及有息负债率低于行业中位水平；

- 行业大部分公司可以在一年左右偿还有息负债。通过比较自由现金流与有息负债，陕西煤业、中国神华、山西焦煤等自由现金流可以基本覆盖有息负债，偿债压力小。

表 3：主要煤炭企业负债情况（亿元）

上市公司	有息负债 (2023H1)	净负债 (2023H1)	净负债 (2022A)	经营性现金流 (2022A)	自由现金流 (2022A)	资产负债率 (%) (2023H1)	有息负债率 (%) (2023H1)
兖矿能源	879.27	344.03	304.72	534.50	408.18	61.75	28.82
陕西煤业	58.62	-520.68	-401.34	561.39	221.25	39.74	2.55
中国神华	509.38	-1,409.11	-1,135.66	1,097.34	531.49	31.78	7.69
广汇能源	208.17	171.02	142.07	101.46	97.64	52.75	35.60
中煤能源	793.36	-133.96	-67.96	436.34	215.88	49.88	22.84
晋控煤业	81.05	-100.33	-89.66	56.38	51.20	45.38	19.62
平煤股份	209.11	28.49	43.31	109.20	4.57	64.65	26.98
山西焦煤	117.45	-74.33	-37.26	169.15	151.51	52.06	12.03
淮北矿业	158.22	81.05	81.57	166.69	88.21	54.11	18.32
盘江股份	81.16	38.63	24.98	35.35	-14.27	60.78	25.27
潞安环能	36.47	-196.67	-250.86	337.69	331.01	45.71	4.24
美锦能源	53.13	9.69	5.68	31.95	-20.01	54.71	14.13
华阳股份	195.54	29.02	16.98	99.70	50.06	54.68	28.03
山煤国际	71.00	-14.08	-30.60	134.96	99.61	53.00	16.46
冀中能源	148.63	54.65	35.38	55.05	45.43	51.64	29.53
兰花科创	90.48	33.45	31.36	56.99	52.63	50.49	28.41
山西焦化	67.99	45.85	36.01	-6.00	-6.08	39.58	27.27
大有能源	58.14	8.33	0.21	30.93	24.69	64.29	26.23
新集能源	131.19	113.10	118.10	30.07	9.30	59.47	38.01
上海能源	16.77	-13.54	-17.79	38.17	32.05	35.29	8.41
平均值	198.26	-75.27	-59.54	203.87	118.72	51.09	21.02
中位数	103.97	19.09	11.33	100.58	51.91	52.40	24.06

资料来源：wind，信达证券研发中心 净负债=有息负债-账面现金；自由现金流=经营性现金流净额+投资性现金流净额 注：标黄为净负债小于 0 的公司，标红为负债率低于中位数的公司；

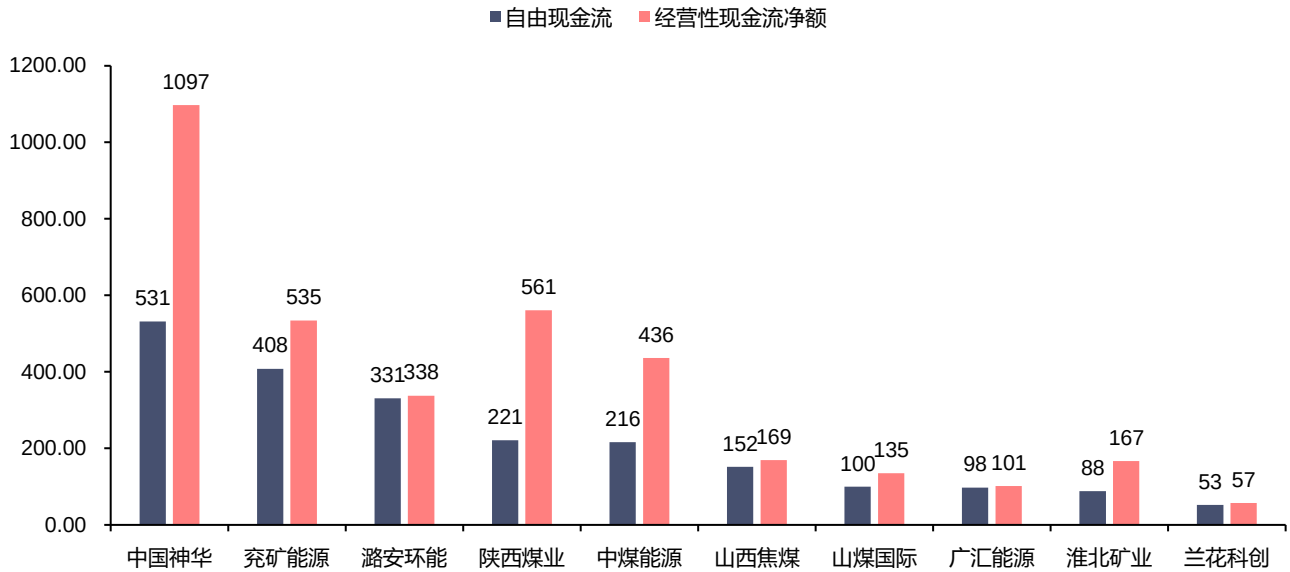
2.2 盈利情况持续向好，现金流充沛

企业经营性现金流净额为正表明企业盈利经营正常；投资现金流净额为负说明企业正在扩大再生产；筹资现金流净额为负表明企业还债或回报股东。所以企业靠着经营现金流入，实施投资并同时清偿债务或回报股东。当经营活动现金流净额大于投资活动现金流净额（下面称为自由现金流），则说明企业有能力清偿债务或实施分红。

横向对比：

2022 年煤炭企业业绩稳定增长，现金流充沛。根据我们统计，行业 20 家煤企自由现金流除了山西焦化、盘江股份、美锦能源为负外，其他均为正。其中中国神华、兖矿能源、潞安环能、陕西煤业等受益于盈利增长，经营活动现金流和可供分红的现金流均较为充裕；华阳股份、淮北矿业、平煤股份自由现金流于 2021 年实现由负转正，煤企均存有现金流可供分红。

图 11: 2022 年现金流充裕程度排名前十的上市煤炭企业 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 自由现金流 = 经营性现金流净额 + 投资性现金流净额

纵向分析:

某一年情况不能代表公司持续分红能力, 因此我们对 2017 年至今各企业的净现金情况进行梳理。

- 分析发现中国神华、陕西煤业、中煤能源、山西焦煤、晋控煤业、冀中能源、潞安环能等自 2017 年至今, 自由现金流均为正, 说明企业长期以来现金流都较为充裕, 具有较强的分红能力;
- 兖矿能源 2018 年自由现金流由负转正, 且呈现明显递增趋势, 表明公司业绩持续向好, 2022 年公司自由现金流总量已仅次于中国神华达到 408.18 亿元, 说明公司稳健的盈利能力有望为公司持续大额分红形成有力支撑。
- 2022 年煤炭行业景气度持续, 美锦能源、盘江股份、山西焦化自由现金流为负, 说明公司可供分红现金可能存在不稳定的情况。

表 4: 2017-2022 年主要煤炭企业自由现金流情况 (亿元)

上市公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022
兖矿能源	-114.14	160.31	188.99	86.49	313.52	408.18
陕西煤业	84.17	118.03	133.75	151.14	448.27	221.25
中国神华	1085.15	351.92	167.99	1133.37	877.31	531.49
广汇能源	17.78	-7.16	9.21	13.32	28.42	97.64
中煤能源	77.94	58.03	133.27	83.89	227.24	215.88
晋控煤业	29.92	22.66	24.25	1.50	74.23	51.20
平煤股份	10.82	1.18	-14.97	-9.02	40.43	4.57
山西焦煤	29.48	41.01	47.59	2.68	62.76	151.51
淮北矿业	0.96	61.06	52.37	-1.40	50.79	88.21
盘江股份	2.48	2.69	12.47	-3.97	0.46	-14.27
潞安环能	16.75	75.71	29.71	12.17	59.80	331.01
美锦能源	2.78	-12.80	9.84	-15.63	20.43	-20.01
华阳股份	-17.20	4.98	5.95	-6.15	61.92	50.06
山煤国际	51.40	-10.21	45.68	28.01	155.70	99.61
冀中能源	16.36	16.94	58.43	22.46	30.85	45.43
兰花科创	8.01	14.55	-0.27	1.04	24.71	52.63

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

山西焦化	2.57	6.11	-4.64	1.71	7.95	-6.08
大有能源	11.45	18.44	12.20	-8.95	40.57	24.69
新集能源	16.61	29.03	31.94	12.59	41.41	9.30
上海能源	3.06	0.00	9.27	-0.56	3.02	32.05
平均值	66.82	47.62	47.65	75.23	128.49	118.72
中位数	13.90	17.69	26.98	2.20	46.10	51.91

资料来源: wind, 信达证券研发中心

中国神华、陕西煤业、中煤能源、广汇能源等现金回款能力强（收现比均大于 1）。这表明企业收入可以真实收到现金，同时可以收回前期应收款项，盈利质量较好。

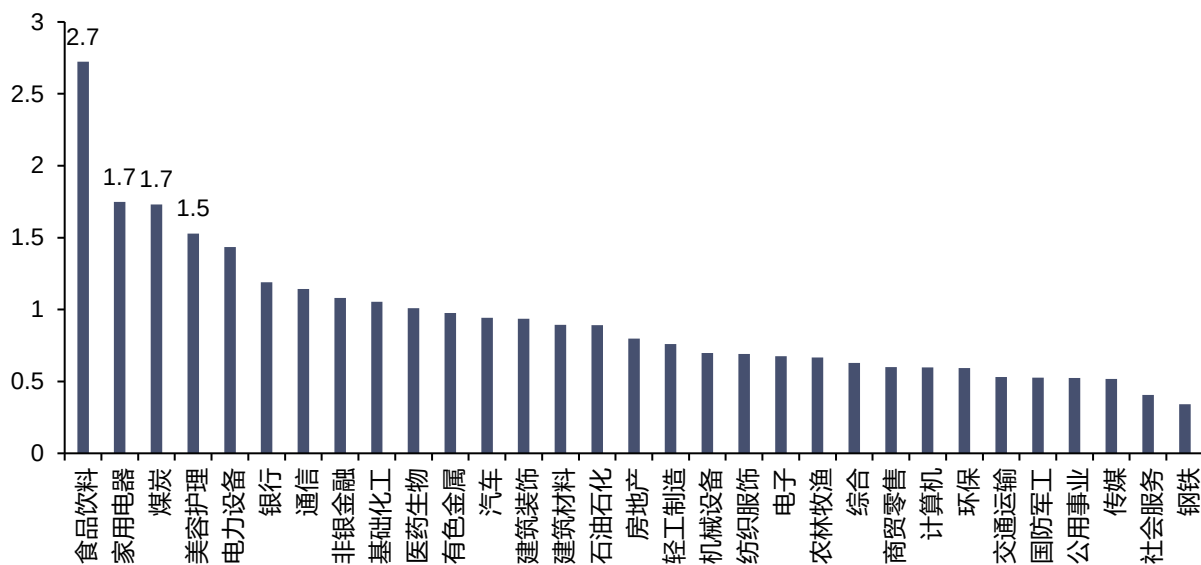
煤炭企业现金流表现远比净利润表现更好（净现比大于 1）。由于煤炭企业折旧摊销一般占比较高，对净利润产生影响，实际上经营活动产生的现金流量要大于净利润。例如兖矿能源、中煤能源、平煤股份、淮北矿业等净现比值较高，说明企业盈利能力强，现金规模大。

表 5：2022 年主要煤炭上市公司收入利润现金含量

上市公司	净利润（亿元）	净现比	收现比
兖矿能源	394.38	1.36	1.03
陕西煤业	530.89	1.06	1.15
中国神华	816.55	1.34	1.04
广汇能源	111.56	0.91	1.04
中煤能源	253.78	1.72	1.13
晋控煤业	44.10	1.28	1.06
平煤股份	61.81	1.77	1.09
山西焦煤	132.34	1.28	1.01
淮北矿业	71.39	2.34	1.12
盘江股份	22.40	1.58	0.94
潞安环能	156.44	2.16	1.21
美锦能源	22.29	1.43	0.75
华阳股份	79.65	1.25	0.99
山煤国际	109.95	1.23	1.20
冀中能源	52.21	1.05	0.93
兰花科创	32.96	1.73	1.02
山西焦化	25.73	-0.23	1.01
大有能源	18.44	1.68	1.06
新集能源	23.35	1.29	1.17
上海能源	17.22	2.22	1.03
平均值		1.42	1.05
中位数		1.35	1.04

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入; 净现比 = 经营活动产生的现金流净额 / 净利润

煤炭板块具备进攻和防御的双重属性。2022 年煤炭行业股息率位列行业最高，具备较强防御属性。而 2023 年一致预测 EPS 为 1.7 元，位列申万行业第三，说明具备一定成长属性。我们比较煤炭公司历史利润复合增速发现，兖矿能源、陕西煤业、广汇能源、淮北矿业增长较快。展望未来三年，我们测算兖矿能源，平煤股份、广汇能源、盘江股份、淮北矿业还有年复合增速超过 6% 以上的增长空间。

图 12: 各板块 2023 年预测 EPS 比较


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

表 6: 煤炭板块主要公司成长性比较

	2022 年股息率	2013-2022 年营收 CAGR	2013-2022 年净利 CAGR	2023-2025 年 wind 一致 预测净利润复合增长率
兖矿能源	9.14	14.64%	50.29%	6.6%
陕西煤业	11.73	16.19%	29.26%	3.9%
中国神华	9.23	2.18%	5.49%	1.9%
广汇能源	8.87	32.24%	35.20%	23.2%
中煤能源	4.79	11.57%	20.06%	5.2%
晋控煤业	5.27	4.48%	-209.01%	5.5%
平煤股份	8.05	7.28%	26.99%	7.0%
山西焦煤	10.30	9.21%	29.37%	4.8%
淮北矿业	8.20	61.19%	63.81%	6.1%
盘江股份	6.10	8.29%	18.40%	15.7%
潞安环能	16.91	12.24%	28.07%	0.9%

资料来源: wind, 信达证券研发中心 股息率=2022 年每股分红/股价 (2022.12.31)

三、从企业分红意愿看未来分红潜力

3.1 煤炭企业分红承诺进一步升级，分红意愿加强

分红政策变化，分红承诺升级。近期有五家公司提高了未来分红承诺：兖矿能源 2023 年 6 月公告，2023-2025 年每年现金股利的总额不少于可供分配净利润的 60%，且每股现金股利不低于 0.5 元（2022 年实际分红率为 69.33%）。中国神华分红承诺由原“不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%”提高至 60%；陕西煤业也将可供分配利润的 40% 用来分红提高至 60%；山煤国际承诺 2024 年-2026 年公司现金分红比例不少于当年实现的可供分配利润的 60%；广汇能源由年化 10% 承诺分红提高至 30%。

历史分红来看，实际分红率高于承诺分红。2022 年，中国神华承诺分红 60%，实际分红 72.77%；陕西煤业承诺分红 60%，实际分红 60.17%；兖矿能源承诺分红 50%（2023 年提高承诺至 60%），实际分红 69.33%；山西焦煤承诺分红 10%，而实际分红 63.54%；盘江股份承诺分红 10%，实际分红 40.11%。

表 7：主要煤炭企业过去四年分红率情况

代码	上市公司	分红承诺		实际分红率（%）			
		原分红承诺	现分红承诺	2019	2020	2021	2022
601088.SH	中国神华	50%（2019-2021 年）	60%（2022-2024 年）	57.94	91.81	100.39	72.77
601225.SH	陕西煤业	40%（2020-2022 年）	60%（2022-2024 年）	29.98	52.11	61.91	60.17
600188.SH	兖矿能源	60%（2023-2025 年）		32.87	68.44	60.87	69.33
600256.SH	广汇能源	年化 10%（2020-2022 年）	年化 30%（2022-2024 年）	/	/	52.46	45.84
601898.SH	中煤能源	20%		29.93	30.09	30.05	30.02
000983.SZ	山西焦煤	年化 10%		18.43	20.94	78.67	63.54
600546.SH	山煤国际	60%（2024-2026 年）		10.14	15.83	62.91	51.12
600348.SH	华阳股份	30%（2021-2023 年）		39.59	39.95	34.03	30.02
000723.SZ	美锦能源	10%（2021-2023 年）		/	/	33.27	0.00
600985.SH	淮北矿业	30%（2022-2024 年）		35.93	42.85	36.33	37.16
601666.SH	平煤股份	60%（2019-2021 年）	30%（2022-2024 年）	59.99	60.07	60.21	35.18
600123.SH	兰花科创	30%（2023-2025 年）		34.47	30.49	36.42	35.44
600395.SH	盘江股份	10%		60.68	76.78	73.24	40.11

资料来源：wind，各公司公告，信达证券研发中心

3.2 从分红历史及大股东诉求看分红意愿

（1）超额分红历史

- 中国神华 2016 年派发现金股利 0.46 元/股，另特别股息 2.51 元/股。2020-2021 年两年都保持 90% 以上分红率。
- 山煤国际 2021 年全年分红 62.91%（2020 年 15.83%）。2022 年实施半年度分红，2022 年上半年实现可分配利润 13.39 亿元，拟分配 8.92 亿元，分红率达到 66.6%。

（2）股权激励计划

- 兖矿能源 2018、2021 年两次实施股权激励计划，2020、2021 年兖煤澳洲也实施了长期股权激励计划；美锦能源、平煤股份正在进行股权激励计划。管理层与投资者利益高度一致，有分红诉求。公司管理水平和盈利能力有望提升，分红意愿有望增强。
- 广汇能源于 2022 年 4 月发布员工持股计划草案拟授予员工的股份总数合计 4548.75 万

股，转让价格为回购成本均价 2.84 元/股，股票来源为公司回购专用证券账户中已回购的股份。

- 平煤股份 2023 年 8 月 28 日发布公告，公司对用于股权激励的限制性股票（合计 134.928 万股）进行回购注销；8 月 30 日发布公告，自 2023 年 8 月 31 日起 6 个月内，以不高于 12 元/股的价格，累计增持金额 1-2 亿元的 A 股股份。

表 8：煤炭上市公司股权激励计划

上市公司	时间	股权激励计划
600188.SH 兖矿能源	2018	为目前担任公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等 499 人授予 4632 万份股票期权。等待期为自授予之日起 24 个月、36 个月、48 个月。行权价格为 9.64 元/份
	2021	向公司董事、高管及员工合计 1245 人发放限制性股票 6174 万股，满足授予条件后，激励对象可以每股 11.72 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。
600256.SH 广汇能源	2022	2022 年 4 月，发布员工持股计划草案，拟向管理人员及核心骨干人员等 198 人授予股份 4548.75 万股，转让价格为回购成本均价 2.84 元/股。考核年度为 2022-2024 年三个会计年度。
000723.SZ 美锦能源	2022	2022 年 9 月，董事会同意授予公司任职的部分董事、高级管理人员、中层管理人员等员工共 457 人，发放限制性股票 5615.95 万股，限制性股票的价格为每股 6.76 元
601666.SH 平煤股份	2020	2020 年 9 月审议通过了股权激励计划，向董事、高级管理人员等员工，总计 679 人，授予数量 2097.2 万股限制性股票，授予价格为 3.095 元
	2023.8.28	公司对用于股权激励的限制性股票（合计 134.928 万股）进行回购注销
	2023.8.30	公司计划自 2023 年 8 月 31 日起 6 个月内，通过上海证券交易所交易系统增持公司 A 股股份，以不高于 12 元/股的价格，累计增持金额人民币 10,000 万元-20,000 万元。

资料来源：wind，信达证券研发中心

（3）大股东资金需求

- **上市公司债务负担明显低于母公司。**中国神华、陕西煤业的资产负债率仅为集团公司的一半，兖矿能源、山西焦煤、潞安环能、平煤股份、晋控煤业、冀中能源的有息负债率也大幅低于集团公司，说明上市公司债务负担轻，集团有通过高额分红获得资金清偿债务的动力。
- 从经营性现金流来看，上市公司的现金流占集团的总现金流比重较高，陕西煤业达到 72%，甚至淮北矿业、广汇能源、潞安环能超过 100%。说明集团非上市公司的盈利能力及创造现金流的能力薄弱，而集团公司资本开支规模较大，因此集团对上市公司分红输血的诉求最为强烈。
- 中国神华、陕西煤业、淮北矿业控股股东持股比例分别为 70%、65%和 65%，若提高分红，控股股东最为受益。

表 9：主要煤炭上市公司大股东控股情况

上市公司	控股股东	持股比例	上市公司	控股股东	持股比例
中国神华	国家能源投资集团有限责任公司	70%	淮北矿业	淮北矿业(集团)有限责任公司	65%
陕西煤业	陕西煤业化工集团有限责任公司	65%	平煤股份	中国平煤神马控股集团有限公司	43%
兖矿能源	山东能源集团有限公司	55%	晋控煤业	晋能控股煤业集团有限公司	57%
广汇能源	新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	36%	冀中能源	冀中能源集团有限责任公司	33%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

中煤能源	中国中煤能源集团有限公司	58%	兰花科创	山西兰花煤炭实业集团有限公司	45%
潞安环能	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	62%	盘江股份	贵州盘江煤电集团有限责任公司	45%
山西焦煤	山西焦煤集团有限责任公司	54%	新集能源	中国中煤能源集团有限公司	30%
华阳股份	华阳新材料科技集团有限公司	55%			

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 截止 2023.8.23

表 10: 上市公司与集团负债及盈利情况

上市公司	资产负债率 (%)		有息负债率 (%)		经营活动现金净流 (亿元)			自由现金流 (亿元)	
	上市公司	集团公司	上市公司	集团公司	上市公司	集团公司	占比	上市公司	集团公司
兖矿能源	56.70	69.98	25.57	48.55	534.50	988.89	54%	408.18	755.10
陕西煤业	35.93	65.49	3.37	42.27	561.39	774.71	72%	221.25	431.36
中国神华	26.13	58.41	9.16	39.52	1,097.34	2,278.62	48%	531.49	810.13
广汇能源	53.54	62.26	31.62	36.71	101.46	88.33	115%	97.64	134.13
中煤能源	51.47	58.92	24.77	35.11	436.34	563.39	77%	215.88	291.85
晋控煤业	49.81	78.46	23.33	47.04	56.38	119.29	47%	51.20	56.93
平煤股份	66.59	69.98	24.83	35.55	109.20	183.03	60%	4.57	69.62
山西焦煤	54.99	73.78	14.48	32.25	169.15	493.12	34%	151.51	446.46
淮北矿业	54.78	63.32	19.77	18.52	166.69	116.26	143%	88.21	80.51
盘江股份	52.95	73.30	20.63	33.38	27.13	36.55	74%	-7.26	1.49
潞安环能	48.08	75.59	6.33	31.95	337.69	331.73	102%	331.01	236.02
华阳股份	57.65	77.43	27.36	46.35	99.70	151.50	66%	50.06	134.63
冀中能源	51.58	80.30	27.67	55.71	55.05	126.12	44%	45.43	109.07
兰花科创	49.58	63.66	28.02	32.42	56.99	61.73	92%	52.63	54.95
新集能源	63.18	58.92	39.21	35.11	30.07	563.39	5%	9.30	291.85
平均值	51.53	68.65	21.74	38.03	255.94	458.45	69%	150.07	260.27
中位数	52.26	69.32	24.05	36.13	137.94	257.38	67%	92.93	185.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 盘江股份选取 2022Q3 值, 其余公司为 2022 年底值

四、主要煤炭企业业绩与股息率分析

4.1 兖矿能源：未来成长空间广阔，股息回报水平优异

兖矿能源主要经营领域为煤炭开采、煤化工等，拥有澳洲煤炭资产的上市公司。同时在煤化工领域，公司醇、氨生产能力持续扩张，精细化工集群建设进展顺利。公司具备内生外延持续成长能力，安全生产条件与资产质量较高，未来优质煤炭产能持续注入潜力大，公司成长空间广阔。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

由于兖矿能源煤种丰富、煤炭资源分布广泛，其煤炭综合售价受不同煤种、不同地区影响较大。若仅对长协价格和港口价格进行假设，无法反映其真实的煤炭综合售价，因此我们对兖矿能源不同地区公司的煤炭销售价格分别作出三种不同假设。

情景 1：下半年煤炭价格大幅度反弹，全年均价高于 2023H1 均价；

情景 2：下半年煤炭基本保持稳态，全年均价小幅低于 2023H1 均价；

情景 3：下半年煤炭价格持续下行，全年均价较大幅度低于 2023H1 均价。

表 11：兖矿能源不同煤炭价格假设（元/吨）

公司	2023H1 均价	2023 全年均价预计		
		情景 1	情景 2	情景 3
兖州煤业本部	981	1025	932	838
山西能化	617	644	586	527
菏泽能化	1517	1585	1441	1297
鄂尔多斯能化	432	451	410	369
昊盛煤业	542	566	515	463
兖煤澳洲	1242	1298	1180	1062
兖煤国际	1025	1072	974	877
未来能源	617	645	587	528
内蒙古矿业	500	523	475	428
鲁西矿业	-	1433	1303	1172
新疆能化	-	209	190	171

资料来源：信达证券研发中心预测。注：鲁西矿业及新疆能化未披露 2023H1 销售均价，其 2022 年销售均价分别为 1562 元/吨、296 元/吨。

➤ 分红假设：

2023 年 6 月 30 日，公司发布《2023-2025 年度利润分配政策》，将分红率由 50%提高至约 60%。从实际分红情况看，2020-2022 年公司分红率分别为 68%/61%/69%，均高于同期承诺分红率。保守假设下，我们预计 2023 年公司分红率为 60%。

综上，在三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 284.12/227.52/170.92 亿元，A 股股息率分别为 12.4%/9.9%/7.5%，H 股股息率分别为 20.3%/16.3%/12.2%。

表 12：兖矿能源不同假设下净利润及股息率情况

	归母净利润（亿元）（2023E）	A 股股息率（%）	H 股股息率（%）
情景 1	284.12	12.4%	20.3%
情景 2	227.52	9.9%	16.3%
情景 3	170.92	7.5%	12.2%

资料来源：信达证券研发中心预测

4.2 兖煤澳大利亚：澳洲最大的专营煤炭生产商

兖煤澳大利亚是一家位于澳大利亚的专营煤炭生产商，也是兖矿能源的重要子公司。公司在煤炭行业底部逆周期投资并购联合煤炭，实现了逆势扩张与跨越式发展，如今成为澳洲最大的专营煤炭生产商。公司产品以动力煤为主、焦煤为辅，煤炭资源禀赋优异，吨煤现金开采成本处于澳大利亚主要煤炭供应商的成本区间内最低水平。随着澳洲极端天气褪去，公司产量将迎来恢复性增长，我们持续看好公司未来的成长空间。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

兖煤澳洲煤炭产品中，较低灰分产品根据 NEWC 指数定价，较高灰分产品则根据 API5 指数定价。由于兖煤澳洲合约延迟交付特性，其煤炭销售结算价格会具有滞后效应。2022 年 10 月-2023 年 8 月，API5 实现均价为 117 美元/吨，GCNewc 实现均价 237 美元/吨；截至 2023 年 8 月底，API5 价格为 85 美元/吨，GCNewc 价格为 158 美元/吨。

当前兖煤澳洲 2023 年财务业绩已基本明朗，假设 9 月延续 8 月价格，则兖煤澳洲 2023 年财务业绩对应 API5 均价约为 113 美元/吨，GCNewc 均价约为 230 美元/吨，2023 年实现归母净利润约 14 亿澳元。

展望 2024 年度业绩，我们对 API5 和 GCNewc 价格分别作出三种假设：

- ✓ 情景 1：API5 均价为 130 美元/吨，GCNewc 均价为 280 美元/吨；
- ✓ 情景 2：API5 均价为 110 美元/吨，GCNewc 均价为 220 美元/吨；
- ✓ 情景 3：API5 均价为 90 美元/吨，GCNewc 均价为 160 美元/吨。

➤ 分红假设：

公司自 2018 年 12 月上市以来，累计分红 9 次，累计现金分红金额 180 亿元，累计归母净利润 216 亿元，平均分红率达 65.8%。2021-2022 年，公司分红率分别为 120.42%/44.35%，因此我们保守假设 2023 年分红率为 50%。值得注意的是，兖煤澳洲目前处于净现金状态，且资本开支较低，公司当前具有提高分红率的潜在能力。

以 2023 年 9 月 1 日公司收盘价计算，结合 2023 年实现归母净利润 14 亿澳元和分红率 50% 考虑，兖煤澳洲 2023 年股息率为 10.4%。

同时展望 2024 年，在情景 1、情景 2、情景 3 的三种假设下，公司实现归母净利分别为 26.4/17.5/8.7 亿澳元，实现股息率为 20%/13%/6%。

表 13：2024 年兖煤澳洲不同煤价下盈利的敏感性分析（亿澳元）

		API 5（美元/吨）					
		80	90	100	110	120	130
GCNewc (美元/吨)	160	6.8	8.7	10.7	12.6	14.5	16.4
	190	9.3	11.2	13.1	15.1	17.0	18.9
	220	11.8	13.7	15.6	17.5	19.5	21.4
	250	14.2	16.2	18.1	20.0	22.0	23.9
	280	16.7	18.6	20.6	22.5	24.4	26.4
	310	19.2	21.1	23.1	25.0	26.9	28.8

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设

表 14：2023-2024 年兖煤澳洲累计股息率分析

		API 5 (美元/吨)					
		80	90	100	110	120	130
GCNewc (美元/吨)	160	15%	17%	18%	20%	21%	23%
	190	17%	19%	20%	22%	23%	24%
	220	19%	21%	22%	23%	25%	26%
	250	21%	22%	24%	25%	27%	28%
	280	23%	24%	26%	27%	29%	30%
	310	25%	26%	28%	29%	30%	32%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设、标蓝为情景 2 假设、标黄为情景 3 假设；股价截止至 9 月 1 日。

4.3 中国神华：煤炭+电力板块稳健经营，高分红高股息彰显投资价值

中国神华作为产业链一体化经营的龙头央企，主要业务包括煤炭生产、铁路运输、火力发电、煤化工等领域，多板块经营构筑公司经营护城河。公司高比例长协煤或将有力保障盈利的确定性，实施煤电路港航的一体化战略，保障公司业绩的稳定性。近年来企业负债水平持续下降，现金流充沛，连续多年提高分红率，大力度回馈股东。目前公司资产注入工作已经启动，计划收购国家能源集团全资控股的大雁矿业与杭锦能源，下属在产产能 1070 万吨/年，在建产能 1000 万吨/年，有望助力公司外延式增长。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

2023 年上半年长协均价为 721 元/吨，1-8 月均价为 716 元/吨；2023 年上半年港口价格均价为 1022 元/吨，截止至 8.25 日均价为 978 元/吨；

- ✓ 情景 1：长协价 720 元/吨、港口价 1100 元/吨；
- ✓ 情景 2：长协价 710 元/吨、港口价 900 元/吨；
- ✓ 情景 3：长协价 700 元/吨、港口价 800 元/吨；

➤ 分红假设：

公司承诺 2022-2024 年每年现金分红不少于归母净利润的 60%，且持续数年实际分红远超承诺，2020-2022 分红率为 91.81%、100.39%、72.8%，因此假设 2023 年分红率为 70%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利分别为 569.18/605.99/670.88 亿元，实现股息率为 6.97%/7.43%/8.22%，中性情景下，H 股股息率达到 10.21%。

表 15：中国神华不同煤价下盈利的敏感性分析（百万元）

		长协价 (元/吨)					
		680	690	700	710	720	730
港口价 (元/吨)	600	49556	50428	51301	52174	53047	53920
	700	52364	53237	54109	54982	55855	56728
	800	55172	56045	56918	57790	58663	59536
	900	57980	58853	59726	60599	61471	62344
	1000	60788	61661	62534	63407	64280	65152

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

1100	63596	64469	65342	66215	67088	67960
1200	66404	67277	68150	69023	69896	70769

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景1假设，标蓝为情景2假设，标黄为情景3假设

表 16：中国神华不同煤价下股息率的敏感性分析

		长协价（元/吨）					
		680	690	700	710	720	730
港口价 （元/吨）	600	6.07%	6.18%	6.29%	6.39%	6.50%	6.61%
	700	6.42%	6.52%	6.63%	6.74%	6.84%	6.95%
	800	6.76%	6.87%	6.97%	7.08%	7.19%	7.30%
	900	7.11%	7.21%	7.32%	7.43%	7.53%	7.64%
	1000	7.45%	7.56%	7.66%	7.77%	7.88%	7.98%
	1100	7.79%	7.90%	8.01%	8.11%	8.22%	8.33%
	1200	8.14%	8.24%	8.35%	8.46%	8.57%	8.67%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景1假设，标蓝为情景2假设，标黄为情景3假设 股价截止至 9.1

4.4 陕西煤业：煤炭量大质优，内生增长动力强劲

陕西煤业资源禀赋具有储量大、品质优、成本低的优势。同时，公司背靠陕煤化集团，在获取陕西省内煤炭资源具备平台优势。目前彬长矿业集团下属的小庄、孟村煤矿共计 1200 万吨/年产能注入上市公司；同时优质探矿权（小壕兔矿井共 2300 万吨/年产能）也有望成为公司未来产量增长的主要来源。我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

2023 年上半年长协均价为 721 元/吨，1-8 月均价为 716 元/吨；2023 年上半年港口价格均价为 1022 元/吨，截止至 8.25 日均价为 978 元/吨；

✓ 情景 1：长协价 720 元/吨、港口价 1100 元/吨；

✓ 情景 2：长协价 710 元/吨、港口价 900 元/吨；

✓ 情景 3：长协价 700 元/吨、港口价 800 元/吨；

➤ 分红假设：

公司承诺 2022-2024 年将可供分配利润的 60%用来分红，2020-2022 实现分红率为 52.11%、61.91%、60.17%，因此假设 2023 年分红率为 60%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 212.53/236.79/281.68 亿元，实现股息率为 7.44%/8.29%/9.86%。

表 17：陕西煤业不同煤价下盈利的敏感性分析

		长协价（元/吨）					
		680	690	700	710	720	730
港口价 （元/吨）	600	16401	16764	17127	17490	17853	18215
	700	18464	18827	19190	19553	19916	20279
	800	20527	20890	21253	21616	21979	22342
	900	22590	22953	23316	23679	24042	24405
	1000	24653	25016	25379	25742	26105	26468

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

1100	26717	27079	27442	27805	28168	28531
1200	28780	29143	29505	29868	30231	30594

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景1假设，标蓝为情景2假设，标黄为情景3假设

表 18：陕西煤业不同煤价下股息率的敏感性分析

		长协价（元/吨）					
		680	690	700	710	720	730
港口价 （元/吨）	600	5.74%	5.87%	6.00%	6.12%	6.25%	6.38%
	700	6.46%	6.59%	6.72%	6.84%	6.97%	7.10%
	800	7.19%	7.31%	7.44%	7.57%	7.69%	7.82%
	900	7.91%	8.03%	8.16%	8.29%	8.42%	8.54%
	1000	8.63%	8.76%	8.88%	9.01%	9.14%	9.26%
	1100	9.35%	9.48%	9.61%	9.73%	9.86%	9.99%
	1200	10.07%	10.20%	10.33%	10.46%	10.58%	10.71%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景1假设，标蓝为情景2假设，标黄为情景3假设 股价截止至 9.1

4.5 山煤国际：具有成本优势的高性价比公司

山煤国际资源禀赋较好，主力矿井开采条件好，历史包袱轻（绝大部分煤矿 2016 年以来投产），成本优势突出。同时大额偿还负债降低财务成本，有息负债率由 2018 年的 47.7% 降至 2022 年的 15.9%。2022 年，公司自产商品煤综合毛利率为 73%，低成本带来更高边际利润。同时近年来，公司化解煤炭贸易业务历史遗留问题，2015-2021 年累计计提减值金额达到 95.16 亿元，2022 年资产减值转回 0.34 亿元，资产负债表得到一定修复。另外，公司现金流充裕，获现能力较强，资本开支较少，属于净现金公司，具备大额分红能力，股息率高。近五年，公司现金分红率逐年增加（2022 年为 63.9%），并承诺 2024-2026 年最低分红比例不低于 60%。我们认为公司是具有成本优势的高性价比公司。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

动力煤：公司动力煤纳入长协保供，执行发改委指导价，公司动力煤以长协价销售，较为稳定维持在坑口 570 元/吨，港口 770 元/吨；公司剩余市场煤部分占比较少，参照进行 CCTD 秦港动力煤（Q5500）假设测算。

冶金煤：公司冶金煤实行“以质论价、随行就市”市场化定价机制。2023 年上半年中价新华山西焦煤现货价格指数均值为 1699 点；2023 年上半年长协中价新华山西焦煤长协价格指数均值为 1707 点；

- （1）情景 1：秦港动力煤市场价（Q5500）1000 元/吨，冶金煤现货指数均值 1800 点；
- （2）情景 2：秦港动力煤市场价（Q5500）900 元/吨，冶金煤现货指数均值 1700 点；
- （3）情景 3：秦港动力煤市场价（Q5500）800 元/吨，冶金煤现货指数均值 1600 点；

➤ 分红假设：

公司承诺 2024-2026 年最低分红比例不低于 60%且 2022 年分红率为 63.9%，考虑到公司资本开支较少，假设 2023 年分红率为 63.9%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为

45.3/60.4/75.6 亿元，实现股息率为 8.2%/11.0%/13.8 %。

表 19：山煤国际不同煤价下盈利的敏感性分析

		动力煤市场价（元/吨）					
		600	700	800	900	1000	1100
山西焦煤现货指数	1400	15.0	25.5	36.1	46.6	57.2	67.7
	1500	19.6	30.1	40.7	51.2	61.8	72.3
	1600	24.2	34.7	45.3	55.8	66.4	76.9
	1700	28.7	39.3	49.9	60.4	71.0	81.5
	1800	33.3	43.9	54.4	65.0	75.6	86.1
	1900	37.9	48.5	59.0	69.6	80.1	90.7
	2000	42.5	53.1	63.6	74.2	84.7	95.3

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设。现货指数对应指标为中价新华山西焦煤现货价格指数，长协指数对应指标为中价新华山西焦煤长协价格指数

表 20：山煤国际不同煤价下股息率的敏感性分析

		动力煤市场价（元/吨）					
		600	700	800	900	1000	1100
山西焦煤现货指数	1300	2.7%	4.6%	6.6%	8.5%	10.4%	12.3%
	1400	3.6%	5.5%	7.4%	9.3%	11.2%	13.2%
	1500	4.4%	6.3%	8.2%	10.2%	12.1%	14.0%
	1600	5.2%	7.2%	9.1%	11.0%	12.9%	14.8%
	1700	6.1%	8.0%	9.9%	11.8%	13.8%	15.7%
	1800	6.9%	8.8%	10.7%	12.7%	14.6%	16.5%
	1900	7.7%	9.7%	11.6%	13.5%	15.4%	17.3%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设；股价截止至 9.1；现货指数对应指标为中价新华山西焦煤现货价格指数，长协指数对应指标为中价新华山西焦煤长协价格指数

4.6 中煤能源：长协占比高，业绩稳定性强的央企煤炭公司

公司作为行业内专营煤炭的大型央企，主要业务有煤炭开采、煤化工、煤矿装备制造等。公司是中煤集团下属核心上市公司。煤炭主业规模体量大，资源储量 270 亿吨位居行业第二、产能 1.3 亿吨，位列行业第四。公司长协煤比例高达 90%，将深度受益长协价格上涨趋势，盈利有望稳步提升。目前公司估值低于行业平均水平，具有向上修复空间。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

2023 年上半年长协均价为 721 元/吨，1-8 月均价为 716 元/吨；2023 年上半年港口价格均价为 1022 元/吨，截止至 8.25 日均价为 978 元/吨；

情景 1：长协价 720 元/吨、港口价 1100 元/吨；

情景 2：长协价 710 元/吨、港口价 900 元/吨；

情景 3：长协价 700 元/吨、港口价 800 元/吨；

➤ 分红假设：假设分红率 30%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 212.14/222.68/239.51 亿元，实现股息率为 5.79%/6.08%/6.54%，中性情景下，H 股股息率达到 10.29%。

表 21：中煤能源不同煤价下盈利的敏感性分析（百万元）

		长协价（元/吨）					
		680	690	700	710	720	730
港口价 （元/吨）	600	19105	19531	19958	20384	20810	21237
	700	19733	20159	20586	21012	21439	21865
	800	20361	20788	21214	21640	22067	22493
	900	20989	21416	21842	22268	22695	23121
	1000	21618	22044	22470	22897	23323	23749
	1100	22246	22672	23098	23525	23951	24378
	1200	22874	23300	23727	24153	24579	25006

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设

表 22：中煤能源不同煤价下股息率的敏感性分析

		长协价（元/吨）					
		680	690	700	710	720	730
港口价 （元/吨）	600	5.21%	5.33%	5.45%	5.56%	5.68%	5.80%
	700	5.39%	5.50%	5.62%	5.74%	5.85%	5.97%
	800	5.56%	5.67%	5.79%	5.91%	6.02%	6.14%
	900	5.73%	5.85%	5.96%	6.08%	6.19%	6.31%
	1000	5.90%	6.02%	6.13%	6.25%	6.37%	6.48%
	1100	6.07%	6.19%	6.30%	6.42%	6.54%	6.65%
	1200	6.24%	6.36%	6.48%	6.59%	6.71%	6.83%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设 股价截止至 9.1

4.7 平煤股份：顶级主焦叠加资产注入预期，估值筑底修复可期

平煤股份拥有国内顶级稀缺焦煤资源。公司主焦煤品质可与澳洲主焦煤媲美，亦高度契合钢铁行业转型升级高质量发展方向。公司主焦煤“稀缺中的稀缺”的特点，也使得公司具有更强的价格弹性与韧性，盈利或将持续走强。2022 年，公司控股股东出具解决同业竞争承诺，承诺在夏店矿及梁北二井投产后 36 个月内将其全部股权或相关资产转让给上市公司或其子公司。同时，在出具承诺函的 36 个月内将瑞平煤电的全部股权或张村矿、庇山矿相关资产转让给上市公司或其子公司。到 2025 年，公司预计原煤产量增加 700 万吨/年，精煤产量预计达到 1500 万吨/年。与此同时，公司仍处于估值底部。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

2023 年上半年公司主焦煤长协均价为 2417 元/吨，前三季度公司主焦煤长协均价为 2251 元/吨；2023 年上半年长协均价为 721 元/吨，1-8 月均价为 716 元/吨；

- （1）情景 1：喷吹煤均价 2350 元/吨、长协价 720 元/吨；
- （2）情景 2：喷吹煤均价 2250 元/吨、长协价 710 元/吨；
- （3）情景 3：喷吹煤均价 2150 元/吨、长协价 700 元/吨；

➤ 分红假设：

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

公司 2020-2022 分红率为 60.07%、60.21%、35.18%，因此假设 2023 年分红率为 35.18%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 35.0/42.3/49.6 亿元，实现股息率为 4.7%/5.9%/7.1%。

表 23：平煤股份不同煤价下盈利的敏感性分析

		主焦煤长协价格（元/吨）					
		2050	2150	2250	2350	2450	2550
动力煤 长协价 格（元/ 吨）	670	26.0	32.5	38.9	45.4	51.8	58.3
	680	26.9	33.3	39.8	46.2	52.7	59.1
	690	27.7	34.2	40.6	47.1	53.5	60.0
	700	28.5	35.0	41.4	47.9	54.3	60.8
	710	29.4	35.8	42.3	48.7	55.2	61.6
	720	30.2	36.7	43.1	49.6	56.0	62.5
	730	31.1	37.5	44.0	50.4	56.9	63.3

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设。主焦煤长协价格对应指标为公司主焦煤季度长协价，动力煤长协价格对应指标为年度长协价：CCTD 秦皇岛动力煤（Q5500）

表 24：平煤股份不同煤价下股息率的敏感性分析

		主焦煤长协价格（元/吨）					
		2050	2150	2250	2350	2450	2550
动力煤 长协价 格（元/ 吨）	670	3.2%	4.3%	5.4%	6.4%	7.5%	8.6%
	680	3.4%	4.4%	5.5%	6.6%	7.6%	8.7%
	690	3.5%	4.6%	5.6%	6.7%	7.8%	8.8%
	700	3.6%	4.7%	5.8%	6.8%	7.9%	9.0%
	710	3.8%	4.8%	5.9%	7.0%	8.0%	9.1%
	720	3.9%	5.0%	6.1%	7.1%	8.2%	9.2%
	730	4.1%	5.1%	6.2%	7.3%	8.3%	9.4%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设；股价截止至 9.1；主焦煤长协价格对应指标为公司主焦煤季度长协价，动力煤长协价格对应指标为年度长协价：CCTD 秦皇岛动力煤（Q5500）

4.8 淮北矿业：纵向延伸打造强韧业绩，稳健经营助力穿越周期

淮北矿业主焦煤、1/3 焦煤 100%长协，业绩稳健性较强。同时，公司持续推进强链延链补链战略，公司已经形成从煤炭开采、洗选、加工到焦炭冶炼、甲醇生产及煤化工产品加工、煤泥矸石发电为一体的煤炭综合利用产业链条。公司煤炭主业强链后劲增强。陶忽图煤矿开工建设，公司预计 2025 年底建成投产，煤种为优质动力煤，产能 800 万吨/年。公司化工产业延链项目加快实施。碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成；临涣焦化驰放气制备高纯氢项目已试生产、10 万吨 DMC 项目正在加快建设。雷鸣科化加快非煤矿山资源项目收储及建设，2023 年上半年收储资源 1.74 亿吨，积极推进靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设，公司内生成长属性不断强化。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ 煤价假设：

按照公司焦煤 90%长协比例计算，2023 年上半年炼焦煤指数（0.9*长协指数+0.1*现货指数）均值为 1743 点，1-8 月均值为 1673 点；2023 年上半年长协均价为 721 元/吨，1-8 月均价为 716 元/吨；

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

- (1) 情景 1: 炼焦煤指数均值 1700 点、长协价 720 元/吨;
- (2) 情景 2: 炼焦煤指数均值 1600 点、长协价 710 元/吨;
- (3) 情景 3: 炼焦煤指数均值 1500 点、长协价 700 元/吨;

➤ 分红假设:

公司 2020-2022 分红率为 42.85%、36.33%、37.16%，因此假设 2023 年分红率为 37.16%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 51.4/59.6/67.8 亿元，实现股息率为 6.3%/7.3%/8.3%。

表 25: 淮北矿业不同煤价下盈利的敏感性分析

		炼焦煤指数					
		1400	1500	1600	1700	1800	1900
动力煤 长协价 (元/吨)	670	42.0	49.6	57.3	64.9	72.6	80.2
	680	42.6	50.2	57.9	65.5	73.2	80.8
	690	43.1	50.8	58.4	66.1	73.8	81.4
	700	43.7	51.4	59.0	66.7	74.3	82.0
	710	44.3	52.0	59.6	67.3	74.9	82.6
	720	44.9	52.5	60.2	67.8	75.5	83.1
	730	45.5	53.1	60.8	68.4	76.1	83.7

资料来源: 信达证券研发中心 注: 标灰为情景 1 假设, 标蓝为情景 2 假设, 标黄为情景 3 假设。炼焦煤指数对应指标为 0.9*中价新华山西焦煤长协指数+0.1*中价新华山西焦煤现货指数, 动力煤长协价格对应指标为年度长协价: CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)

表 26: 淮北矿业不同煤价下股息率的敏感性分析

		炼焦煤指数					
		1400	1500	1600	1700	1800	1900
动力煤 长协价 (元/吨)	670	5.1%	6.1%	7.0%	8.0%	8.9%	9.8%
	680	5.2%	6.1%	7.1%	8.0%	9.0%	9.9%
	690	5.3%	6.2%	7.2%	8.1%	9.0%	10.0%
	700	5.4%	6.3%	7.2%	8.2%	9.1%	10.0%
	710	5.4%	6.4%	7.3%	8.2%	9.2%	10.1%
	720	5.5%	6.4%	7.4%	8.3%	9.2%	10.2%
	730	5.6%	6.5%	7.4%	8.4%	9.3%	10.3%

资料来源: 信达证券研发中心 注: 标灰为情景 1 假设, 标蓝为情景 2 假设, 标黄为情景 3 假设; 股价截止至 9.1; 炼焦煤指数对应指标为 0.9*中价新华山西焦煤长协指数+0.1*中价新华山西焦煤现货指数, 动力煤长协价格对应指标为年度长协价: CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)

4.9 山西焦煤: 优质资源禀赋&资产再注入预期, 焦煤龙头稳健成长可期

山西焦煤所属矿区资源储量丰富, 煤层赋存稳定, 属近水平煤层, 地质构造简单, 开采成本较低。2022 年是第一个“三步走”战略初见成效阶段的收官之年, 年内公司收购华晋焦煤 51%股权以及明珠煤业 49%股权, 下属四个矿井总产能为 1110 万吨/年, 目前公司沙曲一号、二号矿井尚未满产, 公司预计 2024 年可以实现达产, 届时将进一步释放业绩。2023 是第二个“三步走”战略振兴崛起阶段的开局之年, 公司在 2022 年报中, 再次提到坚定做优做强煤炭主业的发展路径, 加快煤炭先进产能兼并重组, 发挥资本市场的融资和资源配置两大基本功能。我们预计公司将持续推进煤炭产能兼并重组战略, 截至 2022 年末, 集团拥

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

有煤炭产能 1.76 亿吨，集团仍有大量优质资产未上市，公司焦煤资源重组有望持续推进。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ **煤价假设：**

2023 年上半年中价新华山西焦煤现货价格指数均值为 1699 点，1-8 月均值为 1636 点；
2023 年上半年长协中价新华山西焦煤长协价格指数均值为 1707 点，1-8 月均值为 1627 点；

(1) 情景 1：现货指数均值 1800 点、长协指数均值 1700 点；

(2) 情景 2：现货指数均值 1700 点、长协指数均值 1600 点；

(3) 情景 3：现货指数均值 1600 点、长协指数均值 1500 点；

➤ **分红假设：**

公司 2020-2022 分红率为 20.94%、78.67%、63.54%，因此假设 2023 年分红率为 63.54%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 85.6/97.9/110.2 亿元，实现股息率为 10.6%/12.1%/13.7%。

表 27：山西焦煤不同煤价下盈利的敏感性分析

		现货指数					
		1400	1500	1600	1700	1800	1900
长协指数	1300	61.0	63.5	65.9	68.4	70.9	73.3
	1400	70.9	73.3	75.8	78.2	80.7	83.2
	1500	80.7	83.2	85.6	88.1	90.5	93.0
	1600	90.5	93.0	95.4	97.9	100.4	102.8
	1700	100.4	102.8	105.3	107.7	110.2	112.7
	1800	110.2	112.7	115.1	117.6	120.0	122.5
	1900	120.0	122.5	125.0	127.4	129.9	132.3

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设。现货指数对应指标为中价新华山西焦煤现货价格指数，长协指数对应指标为中价新华山西焦煤长协价格指数

表 28：山西焦煤不同煤价下股息率的敏感性分析

		现货指数					
		1400	1500	1600	1700	1800	1900
长协指数	1300	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.1%
	1400	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%
	1500	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%	11.2%	11.5%
	1600	11.2%	11.5%	11.8%	12.1%	12.4%	12.7%
	1700	12.4%	12.7%	13.0%	13.4%	13.7%	14.0%
	1800	13.7%	14.0%	14.3%	14.6%	14.9%	15.2%
	1900	14.9%	15.2%	15.5%	15.8%	16.1%	16.4%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设；股价截止至 9.1；现货指数对应指标为中价新华山西焦煤现货价格指数，长协指数对应指标为中价新华山西焦煤长协价格指数

4.10 潞安环能：资产优质&精益经营，兼具低估值与高弹性的喷吹煤龙头

潞安环能作为国内喷吹煤行业龙头，拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，是唯一一家从事煤炭生产的高新技术企业，是煤企中的“专精特新”。我们认为公司自身煤炭资产优质，推行精益经营理念，企业治理能力优，经营稳健性强，同时煤炭产能具有内生

外延增长空间，集团体内仍有 3500 万吨/年的喷吹煤资产未上市，且煤炭产品多以市场煤价格销售，业绩具有高弹性。与此同时，公司估值较低，现金充裕且高分红高股息，亦有望迎来估值修复。

我们测算公司在不同煤价下业绩及股息率的表现，假设如下：

➤ **煤价假设：**

2023 年上半年喷吹煤均价为 1467 元/吨，1-8 月喷吹煤均价为 1393 元/吨；2023 年上半年动力煤均价为 1026 元/吨，1-8 月动力煤均价为 979 元/吨；

(1) 情景 1：喷吹煤均价 1400 元/吨、动力煤均价 1100 元/吨；

(2) 情景 2：喷吹煤均价 1300 元/吨、动力煤均价 900 元/吨；

(3) 情景 3：喷吹煤均价 1200 元/吨、动力煤均价 800 元/吨；

➤ **分红假设：**

公司 2020-2022 分红率为 30.05%、30.01%、60.17%，因此假设 2023 年分红率为 60.17%。

综上，在相对悲观/中性/相对乐观的三种假设下，公司 2023 年实现归母净利润分别为 74.5/91.0/114.9 亿元，实现股息率为 7.7%/9.6%/12.4%。

表 29：潞安环能不同煤价下盈利的敏感性分析

		喷吹煤价格（元/吨）					
		1100	1200	1300	1400	1500	1600
动力煤 价格 (元/ 吨)	700	57.9	67.0	76.1	85.1	94.2	103.2
	800	65.4	74.5	83.5	92.6	101.6	110.7
	900	72.9	81.9	91.0	100.0	109.1	118.1
	1000	80.3	89.4	98.4	107.5	116.5	125.6
	1100	87.8	96.8	105.9	114.9	124.0	133.1
	1200	95.2	104.3	113.3	122.4	131.5	140.5
	1300	102.7	111.7	120.8	129.9	138.9	148.0

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设。喷吹煤价格对应指标为长治：车板价：喷吹煤 (A12.5%, V15.5%, 0.45%, Q6000)，动力煤价格对应指标为秦皇岛港：平仓价：动力末煤 (Q5500)：山西产

表 30：潞安环能不同煤价下股息率的敏感性分析

		喷吹煤价格（元/吨）					
		1100	1200	1300	1400	1500	1600
动力煤 价格 (元/ 吨)	700	5.7%	6.8%	7.9%	8.9%	10.0%	11.1%
	800	6.6%	7.7%	8.7%	9.8%	10.9%	11.9%
	900	7.5%	8.6%	9.6%	10.7%	11.7%	12.8%
	1000	8.4%	9.4%	10.5%	11.6%	12.6%	13.7%
	1100	9.2%	10.3%	11.4%	12.4%	13.5%	14.6%
	1200	10.1%	11.2%	12.2%	13.3%	14.4%	15.4%
	1300	11.0%	12.1%	13.1%	14.2%	15.2%	16.3%

资料来源：信达证券研发中心 注：标灰为情景 1 假设，标蓝为情景 2 假设，标黄为情景 3 假设；股价截止至 9.1；喷吹煤价格对应指标为长治：车板价：喷吹煤 (A12.5%, V15.5%, 0.45%, Q6000)，动力煤价格对应指标为秦皇岛港：平仓价：动力末煤 (Q5500)：山西产

投资建议

结合以上分析，总结如下：

- **2022 年煤炭企业延续高分红率特点，行业平均分红率达到 44.38%。**其中中国神华、兖矿能源、陕西煤业、平煤股份、盘江股份、冀中能源分红高且稳定性强。煤炭企业普遍进行分红承诺，中国神华、陕西煤业、广汇能源、兖矿能源、山煤国际在近期提升分红承诺，而实际分红率要高于承诺下限，持续大力度分红。从股息率角度看，兖矿能源、潞安环能、陕西煤业、山西焦煤、山煤国际更加具有投资价值。
- **煤炭企业偿债压力不大，现金流充裕。**行业内近一半公司为净现金公司，即账面现金可以完全清偿有息负债。大部分公司可以在一年左右通过自由现金流偿还有息负债，偿债压力小。2021 年所有样本煤企现金流为正，中国神华、陕西煤业、中煤能源、山西焦煤等企业现金流长期以来现金流都较为充裕，支撑大比例分红；其中陕西煤业、兖矿能源、中煤能源现金流表现远比净利润表现更好。
- **大股东偿债压力大，通过上市公司大额分红清偿债务的意愿强。**中国神华、陕西煤业、兖矿能源、中煤能源、平煤股份、淮北矿业的集团非上市资产创造自由现金流的能力弱且负债水平高，分红意愿强，且大股东股权占比高，若提高分红，控股股东最受益。

从 2023 年预期股息率角度建议关注兖矿能源、潞安环能、山西焦煤、山煤国际、陕西煤业等公司。从未来分红潜力即有望改善分红政策的角度，建议重点关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、平煤股份、广汇能源。从历史分红情况与未来潜力综合角度，建议关注中国神华、陕西煤业、兖矿能源、平煤股份、山西焦煤。

表 31：主要煤炭企业估值表

股票名称	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				EPS (元/股)				PE				股息率
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
兖矿能源	19.07	31236	22752	26521	34061	6.3	3.06	3.56	4.58	3.03	6.23	5.36	4.16	12.84%
陕西煤业	18.14	35123	23679	27586	32199	3.62	2.44	2.85	3.32	5.01	7.43	6.36	5.46	8.10%
广汇能源	7.21	11338	7386	9266	11717	1.73	1.12	1.41	1.78	4.17	6.44	5.11	4.05	7.15%
中国神华	29.58	69626	60599	63214	64933	3.50	3.05	3.18	3.27	8.45	9.70	9.30	9.05	7.86%
中煤能源	8.58	18241	21954	25976	27765	1.38	1.66	1.96	2.09	6.22	5.17	4.38	4.11	6.61%
山煤国际	18.22	6981	6130	6545	6987	3.52	3.09	3.30	3.52	5.18	5.90	5.52	5.18	8.67%
潞安环能	17.75	14168	11003	12490	14632	4.74	3.68	4.18	4.89	3.74	4.82	4.25	3.63	12.47%
盘江股份	6.68	2194	1199	1812	2151	1.02	0.56	0.84	1.00	6.55	11.93	7.95	6.68	3.35%
平煤股份	9.58	5725	4324	5710	7213	2.47	1.87	2.47	3.12	3.88	5.12	3.88	3.07	6.86%
山西焦煤	9.49	10722	9157	10342	11347	1.89	1.61	1.82	2.00	5.02	5.89	5.21	4.75	10.80%
淮北矿业	12.64	7010	6054	8844	9792	2.83	2.44	3.56	3.95	4.47	5.18	3.55	3.20	7.17%

资料来源：，信达证券研发中心 注：公司归母净利润均为信达能源中报调整后预测，日期截至 9 月 4 日。

风险因素

- **宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅波动：**若国内经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，将会使煤价下行。
- **煤矿发生安全生产事故：**接续情况紧张，煤炭生产过程发现安全事故致使煤炭行业政策更加严格。
- **国内能源产业政策重大调整：**碳达峰速度进一步提前，煤炭行业增产扩产更严格限制，致使煤炭企业资本开支大幅下行。
- **假设误差：**本文对煤炭企业股息率测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、煤价波动等因素导致测算结果偏差。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。