

信义山证汇通天下

证券研究报告

煤炭

煤炭扩储行为研究之一

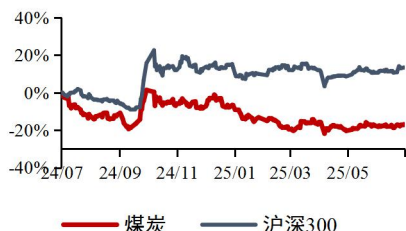
同步大市-A(维持)

直面“矿王”

2025年7月2日

行业研究/行业专题报告

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证煤炭】煤炭月度供需数据点评 5月：进口收缩速度加快，关注夏季煤价
2025.6.17

【山证煤炭】情绪有所好转，二级市场表现回升-【山证煤炭】行业周报
(20250519-20250525)： 2025.5.26

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

投资要点：

➢ **煤炭扩储行为研究系列报告说明：**近年来，煤炭企业频频扩储，引发市场高度关注。一方面，煤炭扩储周期相对其他资源类行业更长，容易产生交易分歧；另一方面，各种环境变化导致现阶段煤企扩储行为对企业本身和资本市场相关资产定价均产生了深远影响。本系列报告尝试对煤炭扩储行为进行多维度的梳理、解读和研判。本篇报告主要以市场广泛关注的“矿王”现象为着眼点，探讨煤炭矿业权出让对上市公司资产定价的影响。

➢ **走向市场化的矿业权管理制度。**矿业权出让制度是矿产资源管理的核心，出让政策环境变化也是激活矿业权交易活跃度的根本原因。矿业权出让制度大致经历无偿授予时代、双轨制时代、市场化主导等几个阶段。在矿业权出让制度变迁中有两条隐含线索，一个是出让方式的丰富，另一个是有偿使用制度的完善。

➢ **煤炭地勘投入与生产投入反差鲜明。**煤炭地勘投资在“十二五”期间曾经横向大幅领先其他矿种，2013年后逐年下降。煤炭投资退潮一直延续至2019年，之后煤炭地勘投资长期维持低位。但地质成果与生产投入反差巨大，强化资源接续诉求。

➢ **聚焦“矿王”。**一方面矿业权出让市场化改革呈现不可逆的趋势，另一方面煤炭地质勘探投入又常年低位，新增资源微乎其微。在产量不断突破和煤炭企业资源接续诉求强烈的背景下，“矿王”现象屡见不鲜。山西煤炭探矿权交易引发市场高度关注；陕西煤炭矿业权高溢价成交已成常态；内蒙古煤炭矿业权出让普遍高总价，单价接近基准价；甘肃上调基准价，关注矿业权交易隐含成本；新疆煤炭资源定价受区位影响，煤炭矿业权交易逐步活跃。

➢ **投资建议：**资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【盘江股份】、【新集能源】、【兖矿能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【淮北矿业】、【陕西能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。

风险提示：煤炭矿业权竞争性出让政策大幅转向，煤炭地质勘探投入持续显著回升，企业扩储需求锐减，主产区明显下调基准价，各区域持续大量出让煤炭矿业权



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

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

目录

1. 写在前面.....	6
2. 走向市场化的矿业权管理制度.....	6
2.1 矿业权出让制度不断走向市场化.....	6
2.1.1 “矿业权”无偿授予时代.....	6
2.1.2 矿业权出让从“双轨制”逐渐向市场化倾斜.....	7
2.1.3 矿业权出让全面市场化.....	9
2.2 矿业权出让制度变迁的两条隐含线索.....	10
2.2.1 矿业权主要出让方式比较.....	10
2.2.2 现阶段矿业权有偿使用制度解构.....	11
3. 煤炭地勘投入与生产投入反差鲜明.....	14
3.1 煤炭地勘投入常年低位.....	14
3.2 地质成果与生产投入背离强化资源接续意愿.....	16
4. 聚焦“矿王”.....	19
4.1 山西：煤炭探矿权交易引发市场高度关注.....	19
4.1.1 24 年实现多宗百亿级探矿权成交.....	19
4.1.2 24 年总价最高的探矿权，单价合理.....	21
4.1.3 24 年煤炭探矿权交易单价高于上调后的出让基准价.....	22
4.2 陕西：煤炭矿业权高溢价成交已成常态.....	24
4.2.1 23 年煤炭矿业权普遍高溢价出让.....	24
4.2.2 揭开 23 年两宗“矿王”神秘面纱.....	26
4.3 内蒙古：煤炭矿业权出让普遍高总价，单价接近基准价.....	28
4.3.1 23-24 年高总价成交是常态.....	28
4.3.2 23-24 年成交单价接近基准价.....	29
4.4 甘肃：上调基准价，关注矿业权交易隐含成本.....	30
4.4.1 22 年曾上调采矿权基准价，多因子支撑探矿权定价.....	30

4.4.2 关注矿业权交易隐含成本.....	32
4.5 新疆：煤炭资源定价受区位影响，煤炭矿业权交易逐步活跃.....	35
4.5.1 新疆煤炭基准价较晋陕蒙偏低.....	35
4.5.2 24 年煤炭矿业权交易逐步活跃.....	36
5. 投资建议：“矿王”映射下的低估.....	38
6. 风险提示.....	43

图表目录

图 1： 矿业权出让方式比较.....	10
图 2： 现行矿产资源勘查开发税费体制示意.....	11
图 3： 2007-2014 年中国煤炭勘查投入.....	15
图 4： 2015-2023 年中国煤炭勘查投入&增速.....	15
图 5： 2015-2023 年中国煤炭钻探工作量&增速.....	15
图 6： 2017 年后中国新增煤炭资源量快速下降（亿吨）	16
图 7： 供给侧改革后煤炭产量不断提升.....	17
图 8： 2018 年煤炭固定资产投资不断回升.....	18
表 1： 矿业权无偿授予时代.....	7
表 2： 矿业权出让“双轨制”逐渐向市场化倾斜.....	8
表 3： 矿业权出让市场化大势所趋.....	9
表 4： 资源税征收税率范围与主产区税率分布.....	12
表 5： 煤炭相关矿种矿业权出让收益率.....	13
表 6： “十二五”（2011—2015 年）煤炭勘查投入与钻探工作量稳居前列.....	14

表 7： 山西省 2024 年煤炭探矿权拍卖买家信息.....	19
表 8： 山西省煤炭资源拍卖也持续吸引省内和省外上市公司.....	20
表 9： 山西省 24 年拍卖探矿权成交价格与相对指标横向对比.....	21
表 10： 山西焦煤兴县区块资源分拆估价.....	22
表 11： 山西省 2018 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价.....	23
表 12： 山西省 2022 年上调煤炭矿业权出让收益市场基准价.....	23
表 13： 陕西省 2022-2023 年煤炭矿业权出让买家信息.....	24
表 14： 陕西省 2022-2023 年煤炭矿业权成交价格与相对指标横向对比.....	25
表 15： 陕西省 22-23 年煤炭矿业权出让吨煤起始价与平均吨煤起始价.....	26
表 16： 陕西省 2019 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价.....	27
表 17： 推算陕西两“矿王”关键信息.....	28
表 18： 内蒙古自治区 2023-2024 年煤炭矿业权出让买家信息.....	28
表 19： 内蒙古自治区 2023-2024 年煤炭矿业权成交价格与相对指标横向对比.....	29
表 20： 内蒙古自治区 2018 年公布煤炭矿业权出让收益市场基准价（采矿权）.....	30
表 21： 甘肃省 2018 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价.....	31
表 22： 甘肃省 2022 年上调煤炭矿业权出让收益市场基准价（采矿权）.....	31
表 23： 甘肃省 2022 年煤炭探矿权出让收益市场基准价计算方法.....	32
表 24： 甘肃省 2024-2025 年煤炭矿业权出让买家信息.....	32
表 25： 甘肃省 2024-2025 年煤炭探矿权成交价格与相对指标横向对比.....	33
表 26： 甘肃省 2024-2025 年煤炭采矿权成交价格与相对指标横向对比.....	34
表 27： 新疆自治区 2019 年公布煤炭矿业权出让收益市场基准价.....	35
表 28： 新疆自治区 2024 年煤炭矿业权出让买家信息.....	36
表 29： 新疆自治区 2024 年煤炭矿业权成交价格与溢价率.....	37

表 30: 铁厂沟一号吨资源单价和单位面积资源测算.....	37
表 31: 上市公司吨储量市值测算.....	38
表 32: 部分被低估公司储量分布.....	39
表 33: 相关省区煤炭矿业权基准价梳理.....	40
表 34: 部分公司非煤业务占比.....	41
表 35: 相关公司剔除非煤业务后的吨储量市值.....	42

1. 写在前面

煤炭扩储行为研究系列报告说明。近年来，煤炭企业频频扩储，引发市场高度关注。一方面，煤炭扩储周期相对其他资源类行业更长，容易产生交易分歧；另一方面，各种环境变化导致现阶段煤企扩储行为对企业本身和资本市场相关资产定价均产生了深远影响。与房企拿地类似，煤企扩储需要考虑较多因素。在房地产领域，房企拿地往往要考虑地块的区域附近的产业结构、潜在购房者画像、未来城市规划、土地用途、使用年限、地块容积率等等因素。与地产类似，煤炭企业在扩储时也需要考虑出让政策、煤种类型、开采难度、资源可采年限、运输成本、交易潜在成本等。本系列报告尝试对煤炭扩储行为进行多维度的梳理、解读和研判。

本篇为系列报告的第一篇，主要以市场广泛关注的“矿王”现象为着眼点，探讨煤炭矿业权出让对上市公司资产定价的影响。所谓“矿王”，主要指在矿业权拍卖活动中以刷新纪录的高价获取属意矿业权的行为。

2. 走向市场化的矿业权管理制度

2.1 矿业权出让制度不断走向市场化

从制度出发理解矿业权交易的本质。矿业权出让制度是矿产资源管理的核心，出让政策环境变化也是激活矿业权交易活跃度的根本原因。因此要理解“矿王”，需先从矿业权管理制度开始。

2.1.1 “矿业权”无偿授予时代

无偿授予时代中矿业权“从无到有”。在我国第一部《矿产资源法》颁行之前，“矿业权”管理这一领域充满了计划经济色彩。期间甚至没有对包括“采矿权”和“探矿权”等“矿业权”概念给予明确定义。矿产资源领域中，国有的地质勘探单位按国家计划进行地勘工作，将勘探成果上交国家，然后由国家将探明资源储量以无偿划拨的方式授予国有企业进行开发和开采。1986年我国首部《矿产资源法》颁行后，国内逐步要求开采矿产资源必须要依法申请取得采矿权、勘查矿产资源必须依法取得探矿权，明确了矿业权概念但不允许矿业权流通，而是继续以无偿授予的方式进行发放。

表 1：矿业权无偿授予时代

时间	矿业权出让制度	对应制度文件
1986 年之前	计划管理，无偿授予： 国有地勘单位按照国家计划从事矿产资源勘查工作，地勘成果上交国家，国家将查明储量无偿划拨给国有矿产企业进行开发和开采。这一阶段探矿权和采矿权均为独立享有且不可转让的生产权。	1951 年《中华人民共和国矿业暂行条例》
1986 年 -1995 年	申请批准，无偿授予： 确立探矿权和采矿权的财产属性，但仍由国家无偿授予且不得流动买卖、出租、抵押。矿产资源国家所有者权益主要体现在矿产资源开采过程按规定缴纳资源税和资源补偿费。	1986 年《中华人民共和国矿产资源法》（中华人民共和国主席令、六届第 36 号）

资料来源：广东省人民政府，生态环境部，山西证券研究所

2.1.2 矿业权出让从“双轨制”逐渐向市场化倾斜

“双轨制时代”矿业权竞争性出让方式不断登上舞台。《矿产资源法》于 1996 年修正，确定了矿业权有偿取得制度，删除了矿业权不得流动买卖、出租、抵押等表述，但在当时申请批准方式仍为最主要的资源获取方式。1998 年的《矿产资源勘查区块登记管理办法》中首次给出国家出资勘查形成的矿业权“价款”的概念，同时提出招标投标的方式出让矿业权的相关规定。2000 年《矿业权出让转让管理暂行规定》增加了矿业权拍卖出让。2003 年《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法（试行）》增加了矿业权挂牌出让。2005 年《国务院关于全面整顿和规范矿产资源开发秩序的通知》要求全面实行探矿权、采矿权有偿取得制度，采取市场竞争方式出让探矿权、采矿权，积极探索矿产资源税费征收与储量消耗挂钩的政策措施。

协议出让范围不断收缩，市场配置资源逐步占主导。2006 年《关于进一步规范矿业权出让管理的通知》（简称《通知》）将矿产资源划分为高风险（一类）、低风险（二类）、无风险（三类），实行不同的出让方式，煤炭被划分为低风险（二类），即可按招标拍卖挂牌方式出让探矿权。同时，《通知》增加了允许以协议方式出让的类型，对应实行招拍挂方式出让的，符合规定类型，经批准可以协议方式出让。2006 年《关于深化探矿权、采矿权有偿取得制度改革有关问题的通知》明确探矿权、采矿权价款一律不再转增国家资本金或以折股形式缴纳，采矿权人无偿占有属于国家出资探明矿产地的探矿权和无偿取得的采矿权，由国土资源管理部门会同财政部门进行清理，并对清理后的探矿权、采矿权进行评估，其中采矿权按照剩余资源储量进

行评估。2015 年《矿产资源领域专项整治行动工作方案》要求研究完善矿业权招拍挂出让管理办法，扩大市场竞争方式出让矿业权范围，进一步严格规范协议出让。

表 2：矿业权出让“双轨制”逐渐向市场化倾斜

时间	矿业权出让制度	对应制度文件
1996 年 -2005 年	有偿和无偿的“双轨制” ：确立探矿权和采矿权有偿取得的制度，对申请国家出资勘查并已经探明矿产地的矿业权的，除缴纳资源税和资源补偿费外，还应当缴纳国家出资勘查形成的矿业权（探矿权、采矿权）价款，明确了“国家出资”和“探明矿产地”的概念。采矿权和探矿权先后以“无形资产”的形式成为企业项下重要的法人资产，为后续矿业权市场化流转奠定基础。随后还提出矿业权招标、拍卖、挂牌出让方式及适用范围。该阶段中形成了矿业权有偿使用的基本制度框架，确立了矿业权出让有偿和无偿的“双轨制”。	1996 年《中华人民共和国矿产资源法（1996 年修正）》（主席令（1996）第 74 号）； 1998 年《矿产资源勘查区块登记管理办法》（国务院令 第 240 号）； 1998 年《矿产资源开采登记管理办法》（国务院令 第 241 号）； 1998 年《探矿权采矿权转让管理办法》（国务院令 第 242 号）； 1999 年《探矿权采矿权使用费和价款管理力法》的通知（财综字（1999）74 号）； 1999 年《关于探矿权采矿权使用费和价款管理办法的补充通知》（财综字（1999）183 号）； 1999 年《财政部关于企业和地质勘查单位探矿权采矿权会计处理规定的通知》（财会字[1999]40 号）； 2000 年《关于清理国家出资勘查已探明矿产地的通知》（国土资发（2000）32 号）； 2000 年《矿业权出让转让管理暂行规定》（国土资发[2000]309 号）； 2003 年《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法（试行）》（国土资发[2003]197 号）； 2005 年《国务院关于全面整顿和规范矿产资源开发秩序的通知》（国发（2005）28 号）
2006 年 -2016 年	市场配置资源为主 ：提出按风险分类出让的制度体系，并增加协议出让方式。从申请在先方式到竞争性取得为主的变化，以市场竞争性方式出让成为矿业权出让的主要内容，申请在先方式和协议出让方式受到严格的限制，通过市场配置矿产资源的局面基本形成。	2006 年《关于进一步规范矿业权出让管理的通知》（国土资发（2006）12 号）； 2006 年《关于深化探矿权、采矿权有偿取得制度改革有关问题的通知》（财建（2006）694 号）； 2008 年《财政部国土资源部关于探矿权采矿权有偿取得制度改革有关问题的补充通知》（财建（2008）22 号）； 2010 年《财政部、国土资源部关于加强国家出资勘查探明矿产地及权益管理有关事项的通知》（财建[2010]1018 号）； 2011 年《国土资源部关于进一步完善采矿权登记管理有关问题的规定》（国土资发[2011]14 号）； 2015 年《矿产资源领域专项整治行动工作方案》（国土资发[2015]100 号）； 2015 年《生态文明体制改革总体方案》

资料来源：中国政府网，武汉市江岸区自然资源和城乡建设局，自然资源部，广东省人民政府，温州市自然资源和规划局，北大法宝，会计视野法规库，湖州市公共资源交易网，财政部，山西证券研究所

2.1.3 矿业权出让全面市场化

2017 年之后矿业权管理市场化出让大踏步前进。2017-2022 年申请在先出让方式基本已退出历史舞台，协议出让范围已得到严格限制，有偿竞争性出让制度被全面推进。2017 年《矿产资源权益金制度改革方案》，将只对国家出资探明矿产地收取、反映国家投资收益的探矿权和采矿权价款，调整为适用于所有国家出让矿业权、体现国家所有者权益的矿业权出让收益。2017 年《矿业权出让收益征收管理暂行办法》提出矿业权出让收益市场基准价概念，采用基准价和评估价就高原则来综合确定出让收益，矿业权出让收益以金额形式征收占主导,并探索出让收益率形式征收方式。2023 年《矿业权出让收益征收办法》明确出让收益率征收方式占主导。2024 年《中华人民共和国矿产资源法（2024 年修订）》中将多年来实践中行之有效的招标拍卖挂牌出让矿业权的制度上升为法律，矿业权出让纳入统一的公共资源交易平台体系。

表 3：矿业权出让市场化大势所趋

时间	矿业权出让制度	对应制度文件
2017-2022 年	全面推进矿业权竞争性出让： 该阶段中申请在先出让方式基本已退出历史舞台，协议出让范围已得到严格限制，全面推进矿业权竞争性出让基本形成。提出了矿业权出让收益，矿业权出让收益市场基准价、出让收益率概念，采用基准价和评估价就高原则来综合确定出让收益，保障国家矿产资源所有者权益。	2017 年《矿业权出让制度改革方案》(厅字〔2017〕12 号)； 2017 年《矿产资源权益金制度改革方案》(国发〔2017〕29 号)； 2017 年《国土资源部关于做好矿业权价款评估备案核准取消后有关工作的通知》(国土资规〔2017〕5 号)； 2017 年《矿业权出让收益征收管理暂行办法》(财综〔2017〕35 号)； 2020 年《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》(自然资规〔2019〕7 号)
2023 年	收益率形式征收占主导，市场化起决定性作用： 该阶段协议出让范围已得到严格限制并进一步收窄，体现国家所有者权益的出让收益征收方式由按金额征收调整为按收益率征收占主导，逐步完善收益率征收方式的出让路径，体现市场在矿产资源配置的决定性作用。	2023 年《矿业权出让收益征收办法》的通知(财综〔2023〕10 号)； 2023 年《自然资源部关于深化矿产资源管理改革若干事项的意见》(自然资规〔2023〕6 号)； 2023 年《自然资源部财政部关于制定矿业权出让收益起始价标准的指导意见》(自然资发〔2023〕166 号)； 2023 年《自然资源部办公厅关于印发《矿业权出让收益市场基准价制定指南》的通知》(自然资办函〔2023〕1905 号)；
2024 年	招拍挂方式成为法律： 新《矿产资源法》中将多年来实践中行之有效的招标拍卖挂牌出让矿业权的制度上升为法律，矿业权出让纳入统一的公共资源交易平台体系。	2024 年《中华人民共和国矿产资源法（2024 年修订）》

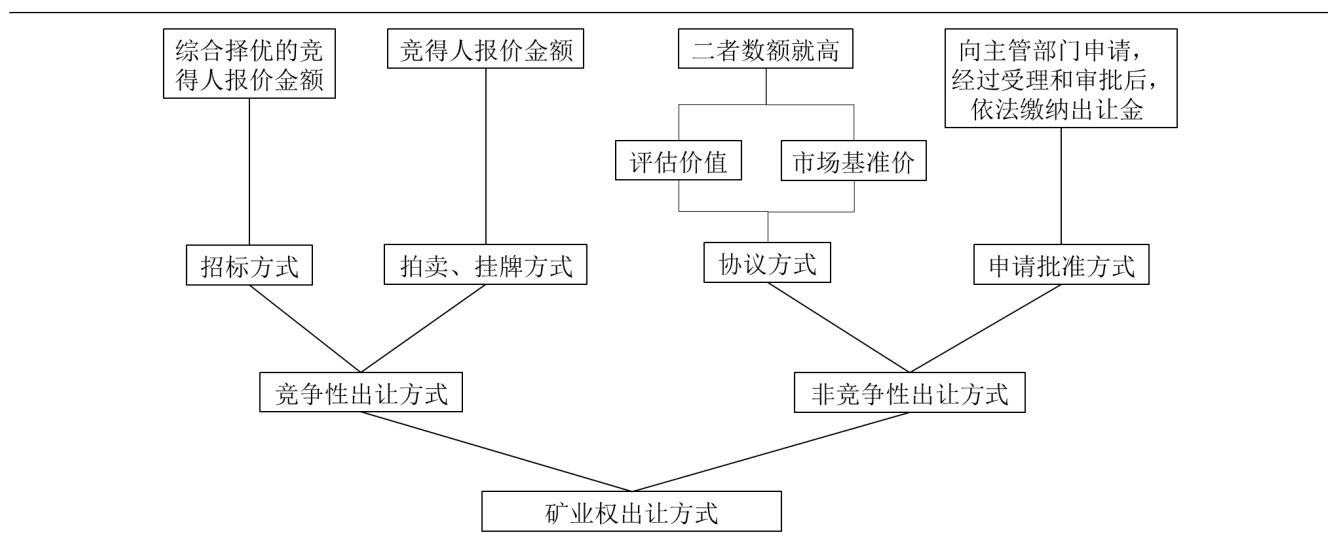
资料来源：中国政府网，中国自然资源报、新华社、国土资源部，自然资源部，财政部，山西证券研究所

2.2 矿业权出让制度变迁的两条隐含线索

2.2.1 矿业权主要出让方式比较

竞争性出让符合发展趋势。我国在不同阶段中一共出现过 5 种矿业权出让方式，即申请批准方式、协议方式、招标方式、拍卖方式和挂牌方式。其中申请批准方式和协议方式属于非竞争性出让方式，两者本质上均属于行政审批，由管理部门自主确定矿业权受让主体。两者定价机制存在差异，协议方式要比较评估价值和市场基准价孰高。根据自然资源部 2023 年发布的《矿业权出让收益市场基准价制定指南》，市场基准价原则上每三年更新一次。在非竞争性出让方式中，受让主体与管理部门就用矿事宜进行一对一协商，达成矿业权出让合意并签订合同。两者不同的地方在于定价方式存在差异。受计划经济体制影响，在相当长的阶段下，非竞争性出让一直为矿业权最主要的出让方式。虽然非竞争性出让在历史发展阶段中发挥了很多积极作用，但随着我国经济体制不断转变发展，非竞争性出让方式也暴露出诸如矿业权出让价格经常与实际价值偏离、符合条件的矿业企业的资源获取诉求难以得到满足、对资源管理部门管理难度较大进而增加国有资产流失风险等弊端。因此竞争性出让方式的全面发展也是顺应趋势。竞争性出让方式包括招标方式、拍卖方式和挂牌方式。其中招标方式与其他两种方式的定价机制存在差异，拍卖和挂牌方式在交易形式上有所不同。整体来看，竞争性出让机制可以更好地调配资源，提升效率。

图 1：矿业权出让方式比较



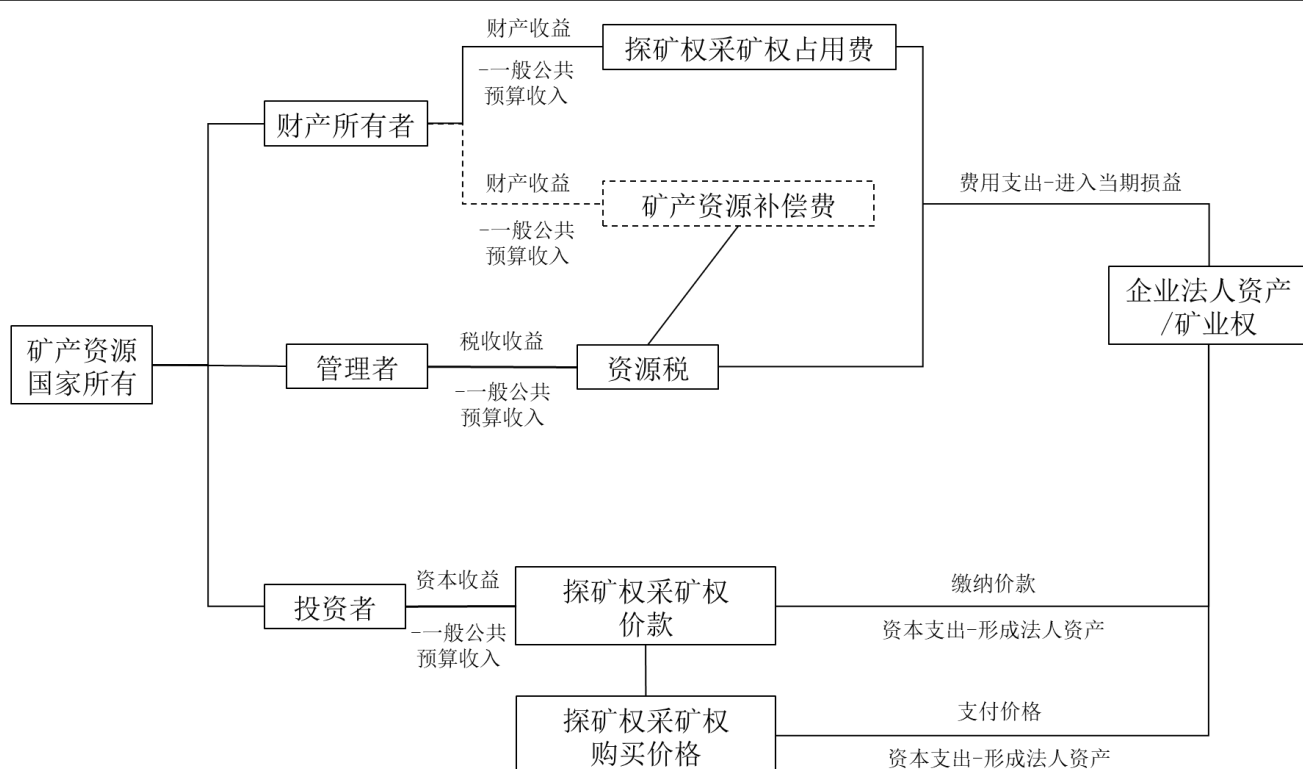
资料来源：《矿业企业价值评估》，山西证券根据实际情况梳理

2.2.2 现阶段矿业权有偿使用制度解构

矿业权背后的三种身份。在我国现行矿产资源法律制度框架下的矿业权市场体系中，政府实际上同时拥有三种身份：第一是矿产资源所有者的特殊主体，第二是矿业权市场管理者的行政主体，第三是矿产地/勘查地勘查投资者的投资主体。2015 年《生态文明体制改革总体方案》完善了矿产资源有偿使用制度。要求建立符合市场经济要求和矿业规律的探矿权采矿权出让方式，原则上实行市场化出让，国有矿产资源出让收支纳入预算管理。理清有偿取得、占用和开采中**所有者、投资者、使用者**的产权关系，研究建立矿产资源国家权益金制度。调整探矿权采矿权使用费标准、矿产资源最低勘查投入标准。推进实现全国统一的矿业权交易平台建设，加大矿业权出让转让信息公开力度。2020 年《中华人民共和国资源税法》规定，在中华人民共和国领域和中华人民共和国管辖的其他海域开发应税资源的单位和个人，为资源税的纳税人，应当依照本法规定缴纳资源税。该法律明确资源**管理者和使用者**的税务关系。

三种身份内在的利益传导机制。三种身份均凭借相应的经济手段实现其经济权利，尽管在实践中曾经存在一些争议。从财产所有者角度来看，资源使用者在获得探矿权或采矿权时需向所有者支付使用费，同时在采矿过程中消耗国家矿产资源需要也支付一定费用，因此企业需要向所有者缴纳探矿权、采矿权使用费和矿产资源补偿费。这部分费用计入企业的当期损益。从行政管理者角度来看，征收资源税可调节资源级差收入并体现国有资源有偿使用原则。根据 2017 年《矿产资源权益金制度改革方案》（国发〔2017〕29 号），按清费立税原则，将矿产资源补偿费并入资源税。从地勘投资者角度来看，前期地质勘探活动经费均由政府承担，因此地勘成果资产的出让和未来回报也需要通过购买价格和价款的形式进行回收。整体来看，**矿业权有偿使用制度是市场化配置资源的基础。**

图 2：现行矿产资源勘查开发税费体制示意



资料来源：《矿业企业价值评估》，山西证券根据实际情况梳理

财产所有者视角下的收益构成。根据《矿产资源开采登记管理办法（2014 修订）》，国家实行采矿权有偿取得的制度。采矿权使用费，按照矿区范围的面积逐年缴纳，**标准为每平方公里每年 1000 元**。根据《矿产资源权益金制度改革方案的通知（国发〔2017〕29 号）》，在矿业权占有环节，将探矿权采矿权使用费整合为矿业权占用费。

行政管理者视角下的收益构成。根据 2020 年《中华人民共和国资源税法》所附《资源税税目税率表》，煤炭的征税对象为原矿和选矿，计征方式为从价计征，对应税率范围为 2%-10%。具体适用税率由省、自治区、直辖市人民政府统筹考虑该应税资源的品位、开采条件以及对生态环境的影响等情况，在《税目税率表》规定的税率幅度内提出。因此原煤应纳税额=原煤销售额×适用税率；洗选煤应纳税额=洗选煤销售额×折算率×适用税率。

表 4：资源税征收税率范围与主产区税率分布

省份/法律	税目	征税对象	税率
中华人民共和国资源税法-税率表	煤	原矿或者选矿	2-10%

资料来源：《中华人民共和国资源税法》，于都县人民政府，山西证券研究所

地勘投资者视角下的收益构成。根据 2023 年《矿业权出让收益征收办法》，矿业权出让收益=探矿权（采矿权）成交价+逐年征收的采矿权出让收益。其中，逐年征收的采矿权出让收益=年度矿产品销售收入×矿业权出让收益率。矿产品销售收入为按照矿业权人销售矿产品向购买方收取的全部收入确定，不包括增值税税款。《矿业权出让收益征收办法》附录中明确给出煤炭矿业权出让收益率为 2.4%。

表 5：煤炭相关矿种矿业权出让收益率

矿种	计征对象	矿业权出让收益率（%）
煤炭、石煤	原矿产品	2.4

资料来源：《矿业权出让收益征收办法》，山西证券研究所

3. 煤炭地勘投入与生产投入反差鲜明

3.1 煤炭地勘投入常年低位

煤炭地勘投资在“十二五”期间横向大幅领先其他矿种。地质勘查的主体是矿产勘查，矿产勘查的热点是煤炭、金、铜、铁、铅锌等矿种。根据《“十二五”全国地质勘查成果通报》，2011—2015 年期间，前五大矿种勘查投入实现 1282.61 亿元，占全部投入的 87.3%，前五大矿种钻探工作量实现 8085 万米，占全部工作量的 86.08%；其中煤炭勘查投入实现 416.2 亿元，占全部投入的 28%，煤炭钻探工作量实现 3172 万米，占全部工作量的 34%。

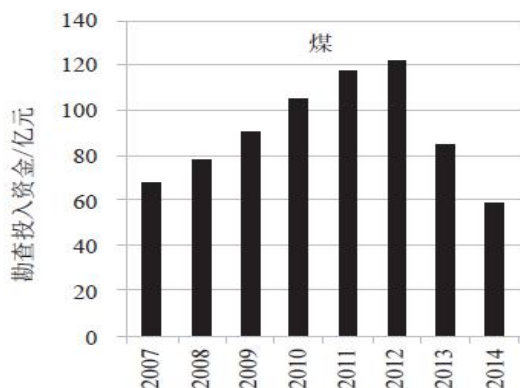
表 6：“十二五”（2011—2015 年）煤炭勘查投入与钻探工作量稳居前列

矿种	勘查投入		钻探工作量	
	资金(亿元)	同比增长 (%)	进尺 (万米)	同比增长 (%)
煤炭	416.20	0.50	3172.00	12.20
金矿	293.69	135.00	1727.00	167.80
铜矿	259.75	140.50	1176.00	120.70
铁矿	168.16	75.20	1171.00	89.20
铅锌矿	144.81	40.60	839.00	123.00
钼矿	38.94	44.20	288.00	56.40
银矿	30.17	93.90	185.00	42.10
铝土矿	25.23	94.10	229.00	124.30
磷矿	23.54	295.70	180.00	239.10
锰矿	18.46	111.70	108.00	156.60
钨矿	18.35	83.50	139.00	91.10
镍矿	11.39	80.50	63.00	103.00
锡矿	8.94	11.80	50.00	-7.70
三稀矿种	6.67	30.00	34.00	133.30
石墨	4.87	289.10	31.00	377.20

资料来源：中国自然资源部《“十二五”全国地质勘查成果通报》，山西证券研究所

煤炭地勘投资重要拐点出现在 2013 年。在 2013 年之前，煤炭因投资风险小、见效快，是矿产勘查中最受投资者青睐的矿种之一，也是投资最多的矿种。其中 2006-2012 年，煤炭投资增长迅速，尤其在 2010 年至 2012 年 3 年间，年均投入屡创新高，在 2012 年达到 122 亿元顶峰。2012 年之后，2013 年受产能过剩影响断崖式下降，2014 年降至不及 2012 年顶峰时的一半。

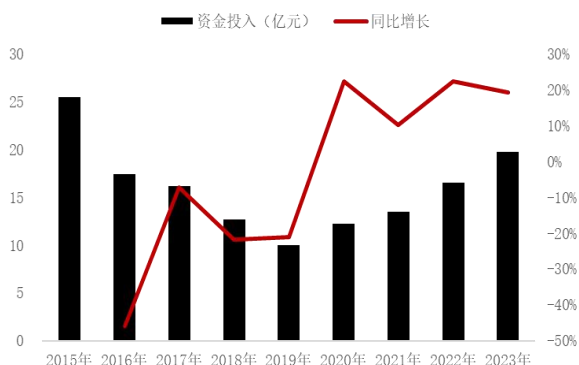
图 3：2007-2014 年中国煤炭勘查投入



资料来源：《2015 年中国地质勘查进展与趋势》，山西证券研究所

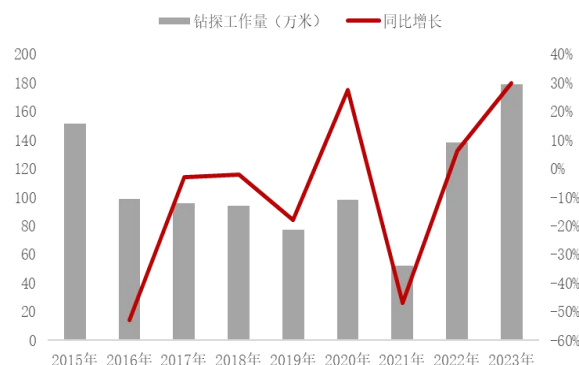
煤炭投资退潮一直延续至 2019 年，之后煤炭地勘投资长期维持低位。2015 年-2019 年，煤炭地勘投资受供给侧改革影响深远，期间尽管煤炭价格明显回暖，但煤炭勘查投入仍呈现逐年下降趋势，最低点 2019 年投资额度甚至不及最高点的 10%，期间煤炭钻探工作量也维持较低水平。随着各省 2021-2025 年矿产资源规划逐步落地以及推进新一轮找矿突破战略行动，煤炭勘查投入告别负增长时代，但从绝对值上看仍旧偏低，2023 年的煤炭勘查投入并没有超过供给侧改革前的水平。期间钻探工作量虽然也有恢复趋势，但绝对量也远低于“十二五”期间每年平均 634.4 万米进尺的水平。

图 4：2015-2023 年中国煤炭勘查投入&增速



资料来源：中国自然资源部，《2016 年全国非油气地质勘查统计年报》，《2017 年全国地质勘查成果通

图 5：2015-2023 年中国煤炭钻探工作量&增速



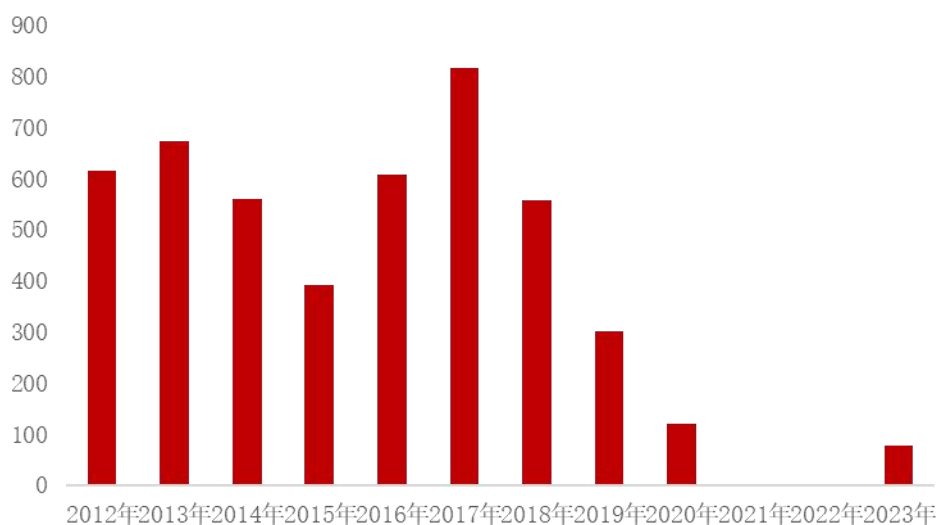
资料来源：中国自然资源部，《2016 年全国非油气地质勘查统计年报》，《2017 年全国地质勘查成果通

报》，《2018 年全国地质勘查成果通报》，《2019 年全国地质勘查成果通报》，《2020 年全国地质勘查成果通报》，《2020 年全国地质勘查成果通报》，《2021 年全国地质勘查通报》，《2022 年全国非油气地质勘查统计年报》，《2023 年全国非油气地质勘查统计年报》，山西证券研究所

报》，《2018 年全国地质勘查成果通报》，《2019 年全国地质勘查成果通报》，《2020 年全国地质勘查成果通报》，《2020 年全国地质勘查成果通报》，《2021 年全国地质勘查通报》，《2022 年全国非油气地质勘查统计年报》，《2023 年全国非油气地质勘查统计年报》，山西证券研究所

近年中国煤炭新增资源量微乎其微。从全国角度来看，2017 年之后中国新增煤炭资源量明显大幅下滑。其中 2020 年中国新增煤炭资源 120 亿吨，仅为 2017 年新增资源量的 14.67%。2021 年和 2022 年未披露相关数据，但 2023 年中国新增煤炭资源 76 亿吨，较 2020 年下降 36.48%，并且再次创下新低。整体来看，煤炭资源稀缺性凸显，利好存量煤炭价值和新出让煤炭资源价值提升。

图 6：2017 年后中国新增煤炭资源量快速下降（亿吨）



资料来源：2014-2024 年《中国矿产资源报告》，山西证券研究所

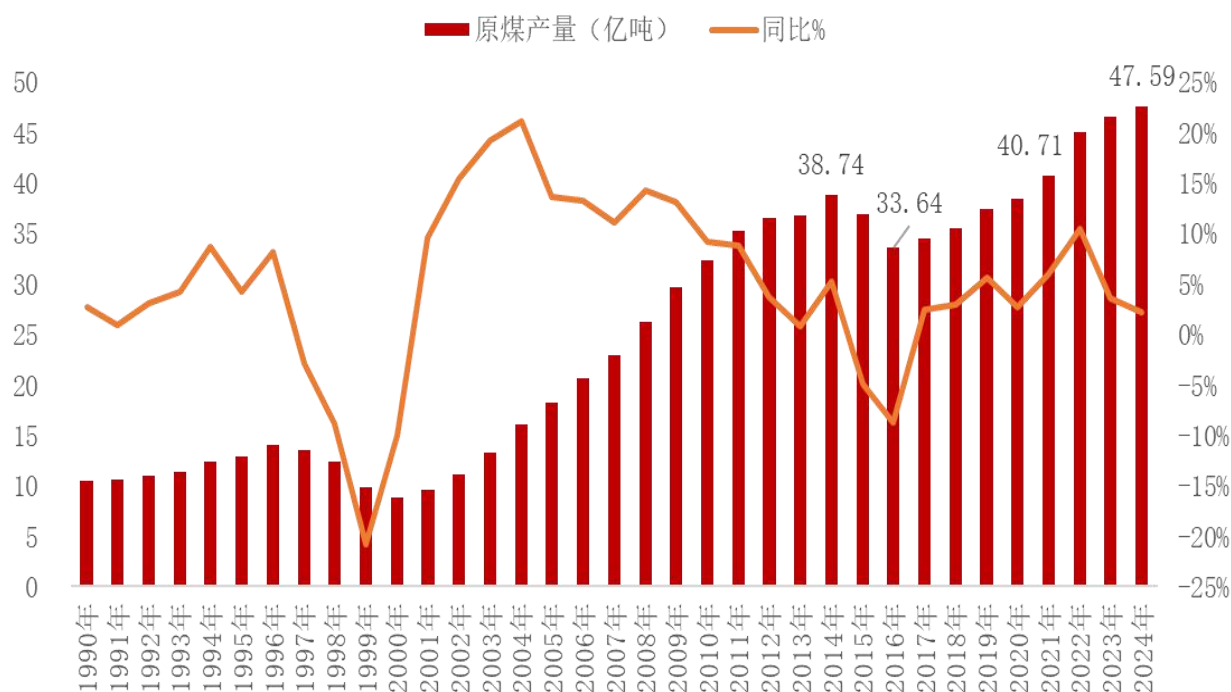
备注：2021 年和 2022 年未披露相关信息。

3.2 地质成果与生产投入背离强化资源接续意愿

长周期视角下，煤炭产量波动式增长。尽管供给侧改革对煤炭产量造成了阶段性的影响，但之后随着国内需求转好，煤炭作为基础能源依旧发挥着不可替代的作用，2016-2020 年维持

平稳增长的速度。2021 后，国内煤炭价格受海外缺口出清、国内运动式降碳、俄乌战争、夏季枯水等等因素影响，先后出现多轮大幅度上涨，保供压力空前。国内先后发动了多轮保供潮，期间主要通过现有产能核增的方式，期间煤炭产量不仅超越了供给侧改革前 2013 年的产量高点，在 2022-2024 年更是逐年刷新产量新高。2024 年煤炭产量实现 47.59 亿吨，较 2016 年增长 41.5%。

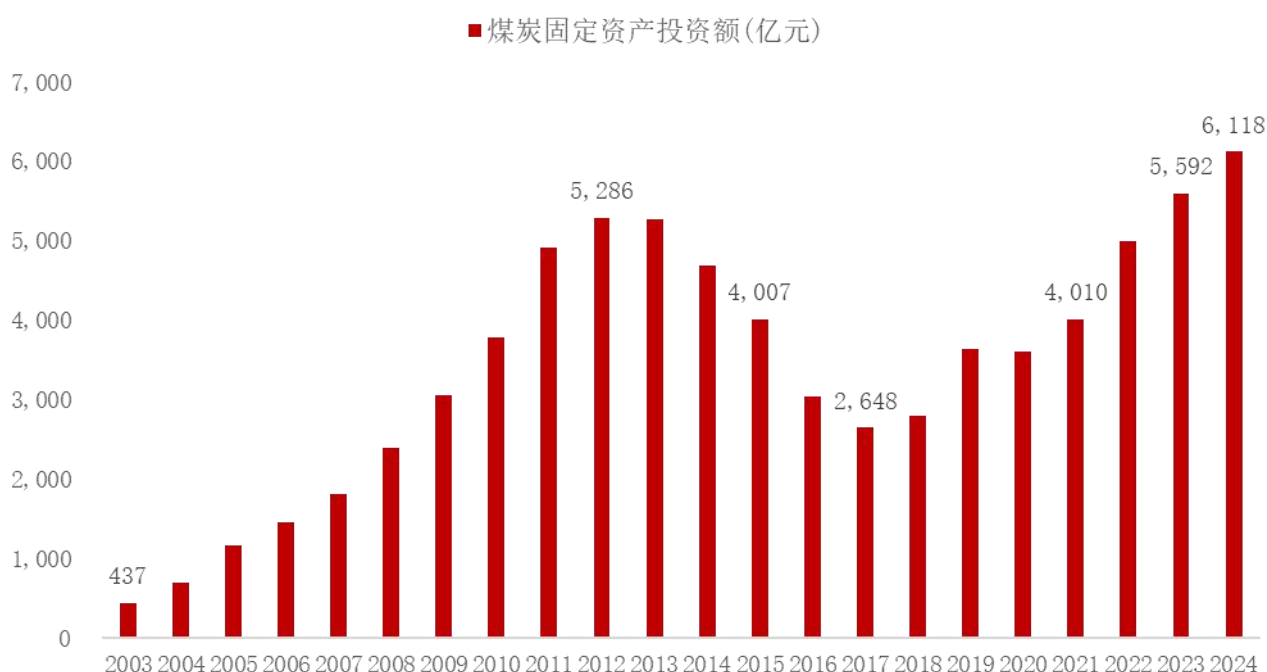
图 7：供给侧改革后煤炭产量不断提升



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

多轮“保供潮”助推煤炭固定资产投资。供给侧改革后，一方面产能去化明显，另一方面市场对于煤炭的投资意愿出现了较为明显的下降。因此煤炭固定资产投资额触底较产量晚一年，同时之后多年均低于供给侧改革前水平。而 2021 年之后保供压力推动现有煤矿提升产能，扩产的同时也积累了安全隐患。但不管是扩产还是安监要求均有效地促进了煤矿固定资产投资意愿。2021 年煤炭固定资产投资额超过供给侧改革前 2015 年的水平，2023 年更是超过 2012 年的历史前高，2024 年继续创下新高。

图 8：2018 年煤炭固定资产投资不断回升



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

地质成果与生产投入反差巨大，强化资源接续诉求。无论是煤炭产量表现还是生产投入额度均与地质勘查投入及相关成果呈现明显背离。需要注意的是，2021 年之后国内的多轮保供潮实质上加速消耗了煤炭企业的资源储备，也在很大程度上提升了企业资源接续的意愿。

4. 聚焦“矿王”

尽管市场预期煤炭价格变化会在一定程度上影响矿业权定价，但“矿王”已经成为现阶段煤炭市场不可忽视的存在。一方面矿业权出让市场化改革呈现不可逆的趋势，另一方面煤炭地质勘探投入又常年低位，新增资源微乎其微。在产量不断突破和煤炭企业资源接续诉求强烈的背景下，“矿王”现象屡见不鲜。纵观最新的交易数据，各区域煤炭矿业权交易如火如荼，“矿王”层出不穷。横向比较，以晋陕蒙为代表的主产区矿业权溢价和交易量相对更高，以甘肃和新疆为代表的后备产区交易热度持续提升。

4.1 山西：煤炭探矿权交易引发市场高度关注

4.1.1 24 年实现多宗百亿级探矿权成交

各类企业参与山西煤炭探矿权定价，对资本市场影响深远。2024 年以来，山西省自然资源厅通过网上拍卖的方式，挂出 8 宗煤炭探矿权资源，吸引了诸多投资者。其中达成了 7 宗煤炭探矿权交易，还有 1 宗流拍。从买家信息来看，山西 2024 年以来煤炭矿权拍卖主要的买家为省内地方国企和民企，除省内企业参与交易之外，也不乏省外企业参与竞拍，多种投资者参与交易展现出更为市场化的定价结果。同时大部分探矿权成交均涉及上市公司和发债主体，对资本市场影响深远。其中涉及的上市公司包括潞安环能、华阳股份、山西焦煤、兰花科创等；涉及的发债主体包括晋能控股装备制造集团有限公司、山西潞安环保能源开发股份有限公司、山西潞安矿业(集团)有限责任公司、山西华阳集团新能股份有限公司、华阳新材料科技集团有限公司、山西焦煤能源集团股份有限公司、山西焦煤集团有限责任公司、山西兰花科技创业股份有限公司等。

表 7：山西省 2024 年煤炭探矿权拍卖买家信息

成交日期	矿权名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
2024 年 3 月 14 日	沁水煤田安泽县白村煤炭探矿权	山西教场坪能源产业集团有限公司	民企	否	否
2024 年 3 月 13 日	沁水煤田沁水县胡底南煤炭探矿权	晋城蓝焰煤业股份有限公司	央企	否	是
2024 年 6 月	翼城县隆化北区块煤炭探矿权	流拍			

成交日期	矿权名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
18 日					
2024 年 8 月 21 日	襄垣县上马区块煤炭探矿权	山西潞安环保能源开发股份有限公司	地方国企	是	是
2024 年 8 月 22 日	寿阳县于家庄区块煤炭探矿权	山西华阳集团新能股份有限公司	地方国企	是	是
2024 年 10 月 23 日	吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权	山西焦煤能源集团股份有限公司	地方国企	是	是
2024 年 11 月 14 日	保德县化树塔区块煤炭探矿权	山西忻州神达能源集团有限公司	地方国企	否	否
2025 年 3 月 26 日	阳城县寺头区块煤炭探矿权	山西兰花科技创业股份有限公司	地方国企	是	是

资料来源：山西省自然资源厅，山西省自然资源网上交易平台，企业预警通，世界晋商圈，山西证券研究所

表 8：山西省煤炭资源拍卖也持续吸引省内和省外上市公司

时间	公司	参与竞拍
2024 年 3 月 13 日-14 日	恒源煤电	山西省沁水煤田县胡底南炭探矿权和安泽县白村煤炭探矿权
2024 年 3 月 13 日-14 日	兰花科创	山西省沁水煤田县胡底南炭探矿权和安泽县白村煤炭探矿权
2024 年 11 月 14 日	恒源煤电	山西省保德县化树塔区块煤炭探矿权

资料来源：《安徽恒源煤电股份有限公司关于参与竞拍山西省沁水煤田两宗探矿权竞拍结果的公告》，《山西兰花科技创业股份有限公司关于参与竞拍沁水煤田两宗探矿权竞拍结果公告》，《安徽恒源煤电股份有限公司关于参与竞拍山西省保德县化树塔区块煤炭探矿权竞拍结果的公告》，山西证券研究所

山西 2024 年以来所拍卖的煤炭探矿权均为整装资源。所成交的探矿权中 4 宗交易金额超过百亿元，交易总金额达 868.49 亿元，平均单宗交易额为 124.07 亿元。山西省起拍价普遍较低，因此每宗成交均为超高溢价率。每宗资源保有储量分布在 4-10 亿吨之间，单位面积资源量分布在 600-1800 万吨/平方公里。按保有量测算单位资源价款区间在 11-32 元/吨。其中成交总价最高的吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权有较多伴生资源，因此需要单独测算煤炭定价。

表 9：山西省 24 年拍卖探矿权成交价格与相对指标横向对比

矿权名称	起拍价格（亿元）	成交价格（亿元）	溢价率（%）	资源量（万吨）	矿区面积（平方公里）	单位面积资源量（万吨/平方公里）	单价-保有量口径（元/吨）
沁水煤田安泽县白村煤炭探矿权	0.15	140	93233%	?	69		
沁水煤田沁水县胡底南煤炭探矿权	0.05	63	125900%	?	25		
翼城县隆化北区块煤炭探矿权	0.22	流拍		?	102		
襄垣县上马区块煤炭探矿权	0.15	121	80567%	81958	72	1132	15
寿阳县于家庄区块煤炭探矿权	0.16	68	42400%	62991	73	860	11
吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权	0.11	247	224445%	95278	52	1832	?
保德县化树塔区块煤炭探矿权	0.1	160	159900%	56000	46	1217	29
阳城县寺头区块煤炭探矿权	0.034	69.49	204282%	21670	15	1399	32

资料来源：山西省自然资源厅，山西省自然资源网上交易平台，山西资本圈，《潞安环能关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，《山西华阳集团新能股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，《山西焦煤能源集团股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，《山西兰花科技创业股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，世界晋商圈，山西证券研究所

4.1.2 24 年总价最高的探矿权，单价合理

山西焦煤高总价成交探矿权资源，超出市场预期。根据《山西焦煤能源集团股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，2024 年 10 月 23 日，山西焦煤以 247.05 亿元竞得山西省吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权（简称山西焦煤-兴县区块资源）。成交总价角度看，山西焦煤公司此宗矿权竞拍额度为 2024 年山西煤炭矿业权拍卖最高价。考虑到该宗资源成交金额占当日山西焦煤公司市值一半并超过山西焦煤 2024 年上半年营收总额，因此超出市场预期。

分拆估价，测算山西焦煤-兴县区块资源煤炭单价约为 12.63 元/吨。根据《山西焦煤能源集团股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，山西焦煤-兴县区块资源勘查面积 52.1821 平方千米，煤炭资源储量 95,277.5 万吨，铝土矿资源储量 5,561.23 万吨，镓矿资源储量 3,431.28 吨，煤种主要为 1/3 焦煤、气煤，规划产能 800 万吨/年。因为该资源包含多类矿种，分拆估价更为合适。对于铝土矿和镓矿而言，10 月 24 日，宁波焜焜贸易有限公司以 45.57 亿元竞得山西省中阳县下枣林区块铝土矿采矿权。该资源铝土矿资源量约为 1834.6 万吨，硬质粘土矿资源量 2821.4 万吨，山西式铁矿资源量 673 万吨，金属镓资源量 1357.6 吨。对比两块

资源的铝土矿和金属镓资源体量，下枣林区块铝土矿资源是兴县区块的 3.03 倍，下枣林区块金属镓资源是兴县区块的 2.53 倍。考虑硬质粘土矿价格较低，铁矿资源较少，按下枣林区块成交价的 2.78 倍(平均倍数)对兴县区块的铝土矿和金属镓资源估价，即 45.57 亿元*2.78=126.68 亿元。推算兴县区块煤炭资源价格约为 247.05-126.68=120.37 亿元，对应吨煤资源价款约为 12.63 元/吨。对比前四宗成交的单吨价款（18 元/吨、19 元/吨、10 元/吨、14.8 元/吨），山西焦煤所竞得的煤炭资源单价相对合理。

表 10：山西焦煤兴县区块资源分拆估价

资源类型与成交总价	山西省吕梁市兴县区块煤炭及共生铝土矿探矿权	山西省中阳县下枣林区块铝土矿采矿权	比值
煤炭（万吨）	95,277.50		
铝土矿（万吨）	5,561.23	1,834.60	3.03
镓矿（万吨）	3,431.28	1,357.60	2.53
山西式铁矿（万吨）		673.00	
硬质粘土矿（万吨）		2,821.40	
成交总价（亿元）	247.05	45.57	

资料来源：《山西焦煤能源集团股份有限公司关于参与探矿权竞拍及其结果的公告》，晋融社，山西证券研究所

4.1.3 24 年煤炭探矿权交易单价高于上调后的出让基准价

山西省曾在 2022 年上调煤炭矿业权出让收益市场基准价，最高涨幅达 220.83%。根据自然资源部信息，2018 年 5 月山西省国土资源厅首次制定并公布煤炭矿业权出让收益市场基准价，自 2017 年 7 月 1 日起执行，有效期三年。基准价按不同煤种分别定价，其中焦煤基准价为 7.2 元/吨、炼焦配煤基准价为 5.8 元/吨、无烟煤基准价为 6.2 元/吨、贫煤基准价为 5.1 元/吨、优质动力煤基准价为 2.8 元/吨、其他煤种基准价为 2.4 元/吨。根据山西省自然资源厅信息，2022 年 5 月山西省上调煤炭矿业权出让收益市场基准价，同时调整了分类煤种，新基准价 2022 年 5 月 25 日起实施，有效期三年。按可比煤种，焦煤、1/3 焦煤和肥煤基准价为 9.4 元/吨，同比增加 30.56%；瘦煤、贫瘦煤和气肥煤为 7.7 元/吨，同比增加 32.76%；气煤和 1/2 中黏煤为 7.7 元/吨，同比分别增加 175%和 220.83%；无烟煤为 7.2 元/吨，同比增加 16.13%；贫煤为 7.3 元/吨，同比增加 43.14%；弱黏煤为 4.7 元/吨，同比增加 67.86%；其他煤种为 4 元/吨，同

比增加 66.67%。整体来看，全煤种实现普涨，广义炼焦煤平均涨幅 30%以上，个别煤种涨幅高达 175%。

表 11：山西省 2018 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价

矿种	资源储量计算单位	基准价（元）
煤	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	吨 7.2
	炼焦配煤（瘦煤、贫瘦煤、肥气煤）	吨 5.8
	无烟煤	吨 6.2
	贫煤	吨 5.1
	优质动力煤（弱粘煤）、气煤	吨 2.8
	其它煤种	吨 2.4

资料来源：山西省自然资源厅，中国自然资源报，山西证券研究所

表 12：山西省 2022 年上调煤炭矿业权出让收益市场基准价

矿种	资源储量计算单位	基准价（元）
煤	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	吨 9.4
	瘦煤、贫瘦煤、气煤、气肥煤、1/2 中黏煤	吨 7.7
	无烟煤	吨 7.2
	贫煤	吨 7.3
	弱黏煤	吨 4.7
	其它煤种	吨 4

资料来源：山西省自然资源厅，山西证券研究所

山西拍卖方式出让资源存在明显溢价。尽管山西煤炭矿业权出让收益市场基准价已经大幅上涨，但 2024 年以来的拍卖方式交易的均价仍大幅超过基准价水平，且最低成交单价高于最贵煤种的基准价。一方面山西区域以拍卖形式出让的煤炭探矿权均为整装煤田，另一方面最优质的资源往往通过拍卖形式出让，因此资源价格存在合理性。我们也关注到晋能控股集团曾在 2021 年以招标的方式获取煤炭探矿权，价格相对较低。根据山西省自然资源厅 2021 年《山西省自然资源厅山西省大同煤田左云县潘家窑井田煤炭探矿权公开招标出让结果公示》文件，潘家窑探矿权由晋能控股集团于 2021 年 8 月 18 日中标取得，中标价 475300 万元，潘家窑探矿

权面积 90.136km²，出让年限 5 年。另外，根据电力资讯网《晋能控股集团有限公司潘家窑矿井及选煤厂项目环境影响评价报告招标公告》，潘家窑探矿权资源量 182586.5 万吨，据此计算，吨煤探矿权价格 2.60 元/吨。

4.2 陕西：煤炭矿业权高溢价成交已成常态

4.2.1 23 年煤炭矿业权普遍高溢价出让

陕西 22-23 年通过挂牌和拍卖出让多宗煤炭矿业权。根据陕西省公共资源交易中心数据，24 年陕西没有通过挂牌或者拍卖的方式出让煤炭矿业权，因此主要参考 22-23 年交易数据。陕西 22-23 年期间，煤炭矿业权成交以采矿权为主，其中竞得者主要为民企和地方国企，涉及部分发债主体，包括陕西煤业化工集团有限责任公司、神木市国有资本投资运营集团有限公司等。

表 13：陕西省 2022-2023 年煤炭矿业权出让买家信息

成交时间	项目名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
2022 年 5 月 19 日	府谷县金泰煤矿扩大区采矿权	府谷县金泰煤业有限公司	民企	否	否
2022 年 5 月 19 日	蒲城县金联煤矿扩大区采矿权	蒲城金联煤业有限公司	民企	否	否
2022 年 5 月 19 日	延安市车村煤矿一号井采矿权	延安市车村煤矿有限公司	民企	否	否
2022 年 5 月 19 日	永寿县平遥毛家山兴发煤矿扩大区采矿权	永寿县平遥毛家山煤矿	民企	否	否
2022 年 5 月 19 日	白水县北关煤矿扩大区采矿权	白水县城关镇北关煤业有限公司	民企	否	否
2022 年 6 月 30 日	韩城象山煤矿扩大区探矿权	陕西陕煤韩城矿业有限责任公司	地方国企	否	是
2023 年 3 月 21 日	神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权	陕西黑龙沟矿业有限责任公司	民企	否	否
2023 年 3 月 21 日	神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权	神木能源集团牛定壕矿业有限责任公司	地方国企	否	是
2023 年 3 月 21 日	神木市降庄则村区块采矿权	神木县新圪崂煤矿有限责任公司	民企	否	否
2023 年 3 月 21 日	神木市板墩焉区块采矿权	鄂尔多斯市宏润洗煤有限公司	民企	否	否
2023 年	神木市王庄子区块采矿权	神木县兴杨金属镁公司	民企	否	否

成交时间	项目名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
3月21日					
2023年 3月21日	府谷县郭家湾区块采矿权	黄陵县南川二号煤炭实业公司	民企	否	否
2023年 3月21日	府谷县石籽焉区块采矿权	黄陵县太贤乡石牛沟煤矿	民企	否	否

资料来源：陕西省公共资源交易中心，企业预警通，山西证券研究所

23年全年交易普遍呈现高溢价现象。陕西省23年所出让煤炭资源起始价相对较高，因此溢价率低于山西24年的多宗探矿权交易。陕西22-23年所出让的煤炭矿业权总价合计430.38亿元，其中22年实现33.87亿元，23年实现396.52亿元，交易总额同比增长超10倍。22-23年平均单宗交易额为33.11亿元，其中22年平均单宗交易额为5.65亿元，23年平均单宗交易额为56.65亿元，平均单宗交易额同比涨幅超9倍。对陕西23年煤炭矿业权出让交易贡献最大的分别是神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权和神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权，但关于资源量信息并未公布，因此其单吨资源价款被蒙上神秘面纱。除以上两宗资源外，陕西22年和23年所出让的煤炭矿业权单吨资源价款呈现巨大差异，推测23年所出让的采矿权资源量相对较少，因此存在一定估值偏离。综合5宗采矿权，平均价款为202元/吨，单吨价款仍然较高。

表 14：陕西省 2022-2023 年煤炭矿业权成交价格与相对指标横向对比

项目名称	起始价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率	资源储量 (万吨)	吨煤资源 价款 (元/吨)	面积 (km ²)	单位面积资源量 (万吨/平方公里)
府谷县金泰煤矿扩大区采矿权	9462	9562	1.06%	930	10.28	11.04	84.24
蒲城县金联煤矿扩大区采矿权	8642	8742	1.16%	960	9.10	5.97	160.83
延安市车村煤矿一号井采矿权	161009	161509	0.31%	17870	9.04	121.07	147.60
永寿县平遥毛家山兴发煤矿扩大区采矿权	7554	7654	1.32%	936	8.18	3.72	251.91
白水县北关煤矿扩大区采矿权	11672	11872	1.71%	1315	9.03	8.19	160.47
韩城象山煤矿扩大区探矿权	138343	139343	0.72%	17218	8.09	33.22	518.36
神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权	220809	1252809	467.37%	?	?	7.45	?

项目名称	起始价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率	资源储量 (万吨)	吨煤资源 价款 (元/吨)	面积 (km ²)	单位面积资源量 (万吨/平方公里)
神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权	376098	2338098	521.67%	?	?	14.25	?
神木市降庄则村区块采矿权	3767	19767	424.74%	264	74.96	3.29	80.07
神木市板墩焉区块采矿权	5577	110277	1877.35%	403	273.57	1.63	247.95
神木市王庄子区块采矿权	2013	74413	3596.62%	171	435.93	3.25	52.57
府谷县郭家湾区块采矿权	6144	77144	1155.60%	779	99.02	0.98	795.00
府谷县石籽焉区块采矿权	6156	92656	1405.13%	713	129.90	0.98	725.64

资料来源：陕西省公共资源交易中心，山西证券研究所

4.2.2 揭开 23 年两宗“矿王”神秘面纱

陕西 22-23 年所拍卖煤炭矿业权吨煤起始价为 9.96 元/吨。与山西不同，陕西 22-23 年期间所出让的煤炭资源起始价相对较高，结合除神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权和神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权之外所出让矿业权的资源量信息，测算吨煤起始价分布在 7.89 元/吨-14.29 元/吨，平均吨煤起始价为 9.96 元/吨。

表 15：陕西省 22-23 年煤炭矿业权出让吨煤起始价与平均吨煤起始价

项目名称	吨煤起始价（元/吨）
府谷县金泰煤矿扩大区采矿权	10.17
蒲城县金联煤矿扩大区采矿权	9.00
延安市车村煤矿一号井采矿权	9.01
永寿县平遥毛家山兴发煤矿扩大区采矿权	8.07
白水县北关煤矿扩大区采矿权	8.88
韩城象山煤矿扩大区探矿权	8.03
神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权	?
神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权	?
神木市降庄则村区块采矿权	14.27
神木市板墩焉区块采矿权	13.84
神木市王庄子区块采矿权	11.77
府谷县郭家湾区块采矿权	7.89
府谷县石籽焉区块采矿权	8.63
平均吨煤起始价	9.96

资料来源：陕西省公共资源交易中心，山西证券研究所

陕西 22-23 年所拍卖煤炭矿业权吨煤起始价或参考煤炭矿业权出让收益市场基准价。2019 年陕西省自然资源厅和陕西省财政厅公布《陕西省首批（30 个矿种）矿业权出让收益市场基准价及部分矿种收益基准率》，其中煤炭矿业权基准价主要按地质时代和区域区分，基准价分布区间为 6-10 元/吨，绝大部分区域基准价大于等于 8 元/吨。考虑吨煤起始价与基准价较为接近，因此我们倾向于认为陕西省在制定出让起始价会在一定程度上参考基准价，这一点与山西存在明显差异。

表 16：陕西省 2019 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价

矿种	区域		基准价（元/吨）
煤	陕北侏罗纪煤田	神府矿区	10.0
		榆神矿区	
		榆横矿区	9.5
	黄陇侏罗纪煤田	黄陵矿区	9.0
		焦坪矿区	
		彬长矿区	
		旬耀矿区	8.5
		永陇矿区	8.0
	陕北三叠纪煤田	子长矿区	8.5
	陕北石炭一二叠纪煤田	府谷矿区	9.0
		吴堡矿区	8.5
	渭北石炭一二叠纪煤田	铜川矿区	8.0
		韩城矿区	
		澄合矿区	
		蒲白矿区	
	陕南煤产地	商洛二叠纪煤产地	6.0
		镇巴三叠纪一侏罗纪煤产地	

资料来源：陕西省自然资源厅，陕西省财政厅，粉体技术网，山西证券研究所

揭开“矿王”神秘面纱。因为神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权和神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权均处于神府矿区，对应基准价为 10 元/吨。按“起始总价/神府矿区基准价=推算资源量”、“成交总价/推算资源量=推算吨煤资源成交价款”和“推算资源量/总面积=推算单位面积资源”的思路，得出：神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权的资源量约为 22080.9 万吨，对应吨煤资源成交价款 56.74 元/吨，对应单位面积资源为 2963.88 万吨/平方公里；神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权的资源量约为 37609.8 万吨，

对应吨煤资源成交价款 62.17 元/吨，对应单位面积资源为 2639.84 万吨/平方公里。两“矿王”的单位面积资源显著高于山西 24 年所出让的 7 宗探矿权资源，这在一定程度上反映出价格与资源质量正相关。

表 17：推算陕西两“矿王”关键信息

项目名称	推算资源量 (万吨)	推算吨煤资源成交价款 (元/吨)	推算单位面积资源 (万吨/平方公里)
神木市大保当-黑龙沟区块煤炭详查探矿权	22080.90	56.74	2963.88
神木市木独石犁南-牛定壕区块煤炭勘探探矿权	37609.80	62.17	2639.84

资料来源：陕西省公共资源交易中心，山西证券研究所

4.3 内蒙古：煤炭矿业权出让普遍高总价，单价接近基准价

4.3.1 23-24 年高总价成交是常态

内蒙古近年煤炭矿业权竞争性出让数量有限但普遍涉及资本市场。24 年内蒙古仅一宗煤炭矿业权成交，23 年 3 宗。买家包括央企、民企和地方国企，普遍涉及资本市场。其中涉及的上市公司包括中国石化、兖矿能源等；涉及的发债主体包括中国石油化工股份有限公司、兖矿能源集团股份有限公司、山东能源集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司等。

表 18：内蒙古自治区 2023-2024 年煤炭矿业权出让买家信息

时间	项目名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
2023 年 3 月 24 日	内蒙古自治区纳林河巴彦柴达木井田煤炭资源详查	中石化长城能源化工（内蒙古）有限公司	央企	是	是
2023 年 12 月 8 日	内蒙古自治区霍林河矿区一号井田煤炭资源详查	兖矿能源集团股份有限公司	地方国企	是	是
2023 年 12 月 28 日	内蒙古自治区准格尔煤田罐子沟一矿北侧 11 号边角煤炭资源探矿权	内蒙古满世久泰能源有限公司	民企	否	否
2024 年 9 月 23 日	内蒙古自治区准格尔中部矿区哈达图井田煤炭资源勘探	荣盛能源科技(内蒙古)有限公司	民企	否	是

资料来源：内蒙古自治区公共资源交易网，企业预警通，山西证券研究所

内蒙古近年煤炭矿业权竞争性出让成交总价普遍较高。内蒙古 23-24 年所出让的煤炭矿业权总价合计 484.50 亿元，平均单宗交易额为 121.13 亿元，与山西 24 年平均单宗交易额较为接近。4 宗成交资源中，仅 23 年 3 月的内蒙古自治区纳林河巴彦柴达木井田煤炭资源详查为高起始价。值得关注的是，虽然该宗资源起始价已达到 100 亿元，但最后仍以 201.5% 的高溢价率成交。

表 19：内蒙古自治区 2023-2024 年煤炭矿业权成交价格与相对指标横向对比

项目名称	挂牌起始价 (万元)	成交价 (万元)	拍卖 溢价率	资源储量 (万吨)	吨资源单价 (元/吨)	面 积 (km ²)	单位面积资源 (万吨/平方公里)
内蒙古自治区纳林河巴彦柴达木井田煤炭资源详查	1000000	3015000	201.50%	213120.2	14.1	115.4	1846.80
内蒙古自治区霍林河矿区一号井田煤炭资源详查	671	371671	55290.61%	104096.0	3.6	33.5	3107.34
内蒙古自治区准格尔煤田罐子沟一矿北侧 11 号边角煤炭资源探矿权	62	72162	116290.32%	7792.0	9.3	3.1	2513.55
内蒙古自治区准格尔中部矿区哈达图井田煤炭资源勘探	1200	1386200	115416.67%	200000.0	6.9	59.4	3367.00

资料来源：内蒙古自治区公共资源交易网，《兖矿能源集团股份有限公司关于竞拍煤炭资源详查探矿权成交确认的公告》，鄂尔多斯市人民政府，山西证券研究所

4.3.2 23-24 年成交单价接近基准价

内蒙古近年 4 宗煤炭资源出让成交单价与基准价接近。尽管内蒙古 23-24 年 4 宗成交资源的单位面积资源水平普遍高于山西，但吨资源价格确相对偏低。2018 年内蒙古自然资源厅发布《内蒙古自治区煤炭矿业权出让收益市场基准价》，该区煤炭主要按煤种和煤质区分定价，基准价分布区间为 2.5-14 元/吨。与山西省相比，内蒙古煤炭基准价对于煤质定价区分更为详尽，上限相对更高，同时给予无烟煤更高的定价；与陕西省相比，内蒙古煤炭基准价定价分类标准不同，基准价极差更大且上限明显高于陕西省、下限也较大幅度低于陕西省。考虑探矿权调整系数，23-24 年 4 宗成交资源单价与基准价较为接近。

表 20：内蒙古自治区 2018 年公布煤炭矿业权出让收益市场基准价（采矿权）

矿种			分类标准	单位	基准价（元）	备注
煤（可采资源量占资源资源量比重不低于 60%）	无烟煤		31.36~36.17MJ/kg	元/吨	14.0	
	焦煤（焦煤、1/3焦煤）、肥煤、气肥煤、气煤	灰分(Ad)范围/%	≤8.00	元/吨	12.0	按灰分含量划分为 3 个等级
			8.01~12.50	元/吨	11.0	
			> 12.50	元/吨	10.0	
	贫煤（贫煤、贫瘦煤）、瘦煤	灰分(Ad)范围/%	≤18.00	元/吨	9.0	按灰分含量划分为 3 个等级
			18.01~35.00	元/吨	8.0	
			>35.00	元/吨	7.0	
	1/2 中黏煤、弱黏煤、不黏煤、长焰煤	发 热 量(Qgr.d) 范围/(MJ/Kg)	>30.91	元/吨	6.5	按发热量划分为 4 个等级。
			24.31~30.90	元/吨	6.0	
			16.71~24.30	元/吨	5.5	
			≤16.70	元/吨	5.0	
	褐煤	发 热 量(Qgr.d) 范围/(MJ/Kg)	>24.30	元/吨	3.5	按发热量划分为 3 个等级
			16.71~24.30	元/吨	3.0	
			≤16.70	元/吨	2.5	

资料来源：内蒙古自治区自然资源厅，山西证券研究所

备注：探矿权调整系数方面，有预测资源量的，出让普查探矿权，在采矿权市场基准价基础上乘系数 0.85；勘查工作程度达到普查的，出让详查探矿权，在采矿权市场基准价基础上乘系数 0.90；勘查工作程度达到详查的，出让勘探探矿权，在采矿权市场基准价基础上乘系数 0.95。

4.4 甘肃：上调基准价，关注矿业权交易隐含成本

4.4.1 22 年曾上调采矿权基准价，多因子支撑探矿权定价

甘肃 2022 年上调煤炭采矿权基准价。2018 年甘肃省首次公布《甘肃省煤炭矿业权出让收益市场基准价（率）》，根据不同煤种划分，单位可采资源量基准价区间为 2.5-7 元/吨。2022 年甘肃省公布《甘肃省煤炭矿业权出让收益市场基准价（2022 年调整方案）》，整体上调采矿权单位可采资源量基准价。其中无烟煤上涨 67.14%、炼焦煤上涨 67.31%、动力煤上涨 66.67%、褐煤上涨 40%。甘肃煤炭基准价定价方式与内蒙古相似，按可比煤种来看，内蒙古无烟煤和炼

焦煤定价相对甘肃更高，但动力煤和褐煤相对甘肃偏低。但需要注意，与内蒙古不同，甘肃最终的基准价仍需通过一系列系数进行换算，即采矿权出让收益市场基准价=单位可采资源储量基准价×可采资源储量×地区调整系数×发热量调整系数(动力煤)×开采难易程度调整系数；而内蒙古制定的基准价则是包含发热量、灰分的分类、地区、煤质、销售价格等综合因素之后的换算价格。

表 21：甘肃省 2018 年首次公布煤炭矿业权出让收益市场基准价

煤炭类别	单位可采资源储量基准价（元/吨）
无烟煤	7
主焦煤、炼焦配煤 （焦煤，肥煤，1/3 焦煤，气肥煤，气煤）	5.2
动力煤 （贫煤，贫瘦煤，瘦煤，1/2 中黏煤，弱黏煤，不黏煤，长焰煤）	4.8
褐煤	2.5

资料来源：甘肃省自然资源厅，甘肃财政厅，天水市自然资源局，山西证券研究所

表 22：甘肃省 2022 年上调煤炭矿业权出让收益市场基准价（采矿权）

煤炭类别	单位可采资源 储量基准价 （元/吨）	地区调整系数	技术调整系数	
			动力煤煤炭发热量（Q _{gr.d} ）	开采难易程度
无烟煤	11.7	1. 兰州市为 1.1； 2. 白银市为 1.0； 3. 庆阳市为 0.8； 4. 其他市州为 0.9。	1. 特高、高发热量煤（Q _{gr.d} ≥ 27.21MJ/Kg）为 1.1； 2. 中高-中发热量煤（Q _{gr.d} 21.31-27.2MJ/Kg）为 1.0； 3. 中低-低发热量煤（Q _{gr.d} ≤ 21.31MJ/Kg）为 0.9；	1. 埋深（垂深）小于等于 600 米的煤层为 1.0； 2. 埋深（垂深）大于 600 米且小于等于 800 米的煤层为 0.7； 3. 埋深（垂深）大于 800 米且小于等于 1000 米的煤层为 0.45； 4. 埋深（垂深）大于 1000 米的煤层为 0.3。
主焦煤、炼焦配煤 （焦煤，肥煤，1/3 焦煤，气肥煤，气煤）	8.7			
动力煤 （贫煤，贫瘦煤，瘦煤，1/2 中黏煤，弱黏煤，不黏煤，长焰煤）	8			
褐煤	3.5			

资料来源：甘肃省自然资源厅，甘肃财政厅，山西证券研究所

多因子支撑探矿权定价。甘肃探矿权定价方式与内蒙古相似，即需要考虑储量等定价因子。其中甘肃省普查、详查和勘探系数分别为 0.5、0.6、1，而内蒙古则为 0.85、0.90、0.95。但需要注意的是，与内蒙古不同，甘肃基准价定价除考虑储量因素外仍需考虑面积因素，因此即使储量调整系数偏低，对应探矿权定价仍有支撑。

表 23：甘肃省 2022 年煤炭探矿权出让收益市场基准价计算方法

勘查阶段	单位面积基准价 (元/平方千米)	资源储量可信度 调整系数	基准价计算方法
普查探矿权	100000	0.5	普查探矿权出让收益市场基准价=探矿权面积×单位面积基准价+潜在矿产资源×资源量可信度调整系数×采矿权单位可采资源量基准价标准*
详查探矿权		0.5, 0.6	详查探矿权出让收益基准价=(推断资源量×0.6+潜在矿产资源×0.5)×采矿权单位可采资源量基准价标准*
勘探探矿权		0.5, 0.6, 1	勘探探矿权出让收益基准价=(探明资源量×1+控制资源量×0.6+推断资源量×0.6+潜在矿产资源×0.5)×采矿权单位可采资源量基准价标准*

资料来源：甘肃省自然资源厅，甘肃财政厅，山西证券研究所

备注：*采矿权单位可采资源储量基准价标准=采矿权单位可采资源储量基准价×调整系数。

4.4.2 关注矿业权交易隐含成本

甘肃近年煤炭矿业权竞争性出让普遍涉及资本市场。买家包括民企和地方国企，普遍涉及资本市场。其中涉及的上市公司包括甘肃能化、陕西能源等；涉及的发债主体包括甘肃能化股份有限公司、甘肃能源化工投资集团、陕西投资集团有限公司等。

表 24：甘肃省 2024-2025 年煤炭矿业权出让买家信息

成交日期	类型	矿权名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
2024 年 1 月 24 日	探矿权	甘肃省环县沙井子南部煤炭资源勘探探矿权	陕西西海矿业有限公司	民企	否	否
2024 年 1 月 24 日	探矿权	甘肃省白银市土红湾-李家沟	甘肃靖煤能源	地方	是	是

成交日期	类型	矿权名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
		煤炭资源勘探	有限公司	国企		
2024 年 1 月 25 日	探矿权	甘肃省崇信县周寨北煤炭资源勘探探矿权	甘肃新东鑫矿业有限责任公司	民企	否	否
2024 年 1 月 5 日	采矿权	甘肃省肃北蒙古族自治县公婆泉煤矿采矿权	甘肃耀美能源有限公司	民企	否	否
2024 年 1 月 5 日	采矿权	甘肃省肃北县牛圈子四号煤矿北矿区采矿权	肃北县谦和能源投资有限责任公司	民企	否	否
2024 年 1 月 5 日	采矿权	甘肃省永登县大有煤矿采矿权	甘肃省德源宝矿业投资发展有限公司	民企	否	否
2024 年 5 月 24 日	采矿权	甘肃省崇信县周寨南勘查区东北部煤矿采矿权	甘肃崇兴华盛矿业有限责任公司	民企	否	否
2024 年 5 月 24 日	采矿权	甘肃省白银市坤元盛外围扩大区煤矿采矿权	白银市坤元盛煤炭有限责任公司	民企	否	否
2024 年 5 月 24 日	采矿权	甘肃省兰州市红古区窑街矿区深部扩大区外围煤矿采矿权	窑街煤电集团有限公司	地方国企	是	是
2024 年 5 月 24 日	采矿权	甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权	陕西能源投资股份有限公司	地方国企	是	是
2024 年 7 月 1 日	采矿权	甘肃省山丹县花草滩煤矿北部区块采矿权	张掖市宏能煤业有限公司	民企	否	否
2024 年 7 月 1 日	采矿权	甘肃省武威市凉州区砂泉沟北煤矿采矿权	甘肃九条岭砂泉沟煤业有限公司	民企	否	否
2025 年 1 月 20 日	采矿权	甘肃靖煤能源有限公司红会第一煤矿北区区块采矿权	甘肃靖煤能源有限公司	地方国企	是	是

资料来源：甘肃省公共资源交易中心，甘肃省自然资源厅，自然资源部，企业预警通，山西证券研究所

甘肃近年煤炭矿业权竞争性出让成交总价相对偏低。甘肃 24 年以来所出让的煤炭矿业权总额 36.58 亿元，平均单宗交易额为 2.81 亿元，总交易金额和单宗交易额均相对较低，或与转让方式有关。

表 25：甘肃省 2024-2025 年煤炭探矿权成交价格与相对指标横向对比

矿权名称	起始价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率	资源储量 (万吨)	吨煤资源价款 (元/吨)	面积 (km ²)	单位面积资源量 (万吨/km ²)
------	-------------	-------------	-----	--------------	-----------------	--------------------------	----------------------------------

矿权名称	起始价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率	资源储量 (万吨)	吨煤资源价款 (元/吨)	面积 (km ²)	单位面积资源量 (万吨/km ²)
甘肃省环县沙井子南部煤炭资源勘探探矿权	4650	5350	15.05%	241100	0.022	232.52	1036.90
甘肃省白银市土红湾-李家沟煤炭资源勘探	160	160	0.00%			8	
甘肃省崇信县周寨北煤炭资源勘探探矿权	92	70002	75989.13%	20000	3.500	4.62	4329.00

资料来源：甘肃省公共资源交易中心，庆阳融媒，崇信招商，山西证券研究所

关注隐含交易成本。值得关注的是，2024年5月由陕西能源投资股份有限公司获取的甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权资源储量为10.20亿吨、单位面积资源量为841.79万吨/平方千米，但其成交价款仅为3735万元，溢价率也只有2.75%。据搜狐网新闻《才3735万就能买10亿吨储量矿！是“捡漏”还是“踩坑”？矿权买卖转让悄然走热！》，该资源原受让主体甘肃金远煤业有限公司（甘肃省国资委实控）曾以2.2元/吨的价格，支付了30.12亿元的协议价款，已缴纳15亿元。由于未知原因，甘肃金远煤业放弃了这一项目，留下了12.17亿元的前期费用待补缴。因此对于陕西能源，真实获取成本构成=3735万元（拍卖价格）+121720.98万元（前期费用）+8197.46万元（勘查投入）=133653.44万元，折算吨煤资源价款为1.31元/吨，显著高于0.04元/吨的账面价格。

表 26：甘肃省 2024-2025 年煤炭采矿权成交价格与相对指标横向对比

矿权名称	起始价 (万元)	成交价 (万元)	溢价率	资源储量 (万吨)	吨煤资源价款 (元/吨)	面积 (km ²)	单位面积资源量 (万吨/km ²)
甘肃省肃北蒙古族自治县公婆泉煤矿采矿权	467	130017	27740.90%	7868.00	16.52	15.58	505.11
甘肃省肃北县牛圈子四号煤矿北矿区采矿权	11	11	0.00%	154.94	0.07	0.38	407.74
甘肃省永登县大有煤矿采矿权	312	156097	49931.09%	10900.00	14.32	10.41	1047.07
甘肃省崇信县周寨南勘查区东北部煤矿采矿权	18	18	0.00%	815.64	0.02	0.58	1406.28

甘肃省白银市坤元盛外围 扩大区煤矿采矿权	46	46	0.00%	223.20	0.21	1.52	146.84
甘肃省兰州市红古区窑街矿区 深部扩大区外围煤矿采矿权	37	37	0.00%	5363.89	0.01	1.22	4396.63
甘肃省环县钱阳山 煤矿采矿权	3635	3735	2.75%	101983.98	0.04	121.15	841.80
甘肃省山丹县花草滩煤矿 北部区块采矿权	35	35	0.00%			0.82	
甘肃省武威市凉州区砂泉沟北 煤矿采矿权	298	298	0.00%	1814.9	0.16	9.93	182.77
甘肃靖煤能源有限公司 红会第一煤矿北区区块采矿权	1	1	0.00%			0.01	

资料来源：自然资源部，甘肃省自然资源厅，甘肃省公共资源交易中心，甘肃经济信息网，山丹县人民政府，山西证券研究所

4.5 新疆：煤炭资源定价受区位影响，煤炭矿业权交易逐步活跃

4.5.1 新疆煤炭基准价较晋陕蒙偏低

新疆煤炭基准价较晋陕蒙偏低，探矿权和采矿权区分定价。2019 年新疆自然资源厅发布《新疆维吾尔自治区探矿权采矿权出让收益市场基准价》，该区煤炭将探矿权和采矿权分开定价，主要按煤种区分，探矿权增加按面积计算的基准价，采矿权增加区分不同开采方式的基准价。基准价分布区间为 3-7.5 元/吨。考虑到新疆的市场区位和战略定位，其煤炭基准价整体低于山西和陕西，并且普遍低于内蒙古。

表 27：新疆自治区 2019 年公布煤炭矿业权出让收益市场基准价

类型	矿种	开采方式	按资源储量计		按面积计*	
			基准价	单位	基准价	单位
探矿权	动力用煤		3	元/吨	1700	万元/平方千米
	炼焦用煤		6.5	元/吨	1700	万元/平方千米
采矿权	动力用煤	地下开采	3	元/吨		
		露天开采	3.5	元/吨		
	炼焦用煤	地下开采	6.5	元/吨		
		露天开采	7.5	元/吨		

资料来源：新疆自然资源厅，山西证券研究所

备注：*未提交资源储量探矿权按面积计算。

4.5.2 24 年煤炭矿业权交易逐步活跃

新疆 24 年煤炭矿业权竞争性出让普遍涉及资本市场。24 年新疆一共成交 7 宗煤炭矿业权。买家包括央企、民企和地方国企，普遍涉及资本市场。其中涉及的上市公司包括平煤股份和华电能源等；涉及的发债主体包括平顶山天安煤业股份有限公司、中国平煤神马控股集团有限公司、华电煤业集团有限公司、华电能源股份有限公司、中国华电集团有限公司等。

表 28：新疆自治区 2024 年煤炭矿业权出让买家信息

时间	项目名称	买家	属性	是否涉及上市公司	是否涉及发债主体
2024 年 7 月 8 日	新疆伊宁市伊北矿区铁厂沟煤矿空白一区普查	新疆铁厂沟煤矿有限责任公司	民企	否	否
2024 年 7 月 8 日	新疆伊宁市伊北矿区铁厂沟煤矿空白二区普查	新疆铁厂沟煤矿有限责任公司	民企	否	否
2024 年 9 月 6 日	新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查	新疆平煤天安电投能源有限公司	地方国企	是	是
2024 年 9 月 6 日	新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白一区普查	新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司	央企	是	是
2024 年 9 月 6 日	新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白二区普查	新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司	央企	是	是
2024 年 9 月 6 日	新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白三区普查	新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司	央企	是	是
2024 年 9 月 6 日	新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白四区普查	新疆哈密英格玛煤电投资有限责任公司	央企	是	是

资料来源：新疆公共资源交易网，企业预警通，山西证券研究所

部分交易呈现高溢价率，仅出让一宗详查探矿权。新疆 24 年以来煤炭矿业权出让起始价较其他区域偏低，成交总金额为 18.46 亿元，平均单宗交易额 2.64 亿元。从面积来看，除新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查（简称铁厂沟一号）以外，其余矿业权面积均小于 3 平方公里。同时，除铁厂沟一号为详查以外，其余矿业权均为普查。

表 29：新疆自治区 2024 年煤炭矿业权成交价格与溢价率

项目名称	面积(km2)	挂牌起始价 (万元)	成交价 (万元)	拍卖溢 价率
新疆伊宁市伊北矿区铁厂沟煤矿空白一区普查	1.35	40.5	40.50	0%
新疆伊宁市伊北矿区铁厂沟煤矿空白二区普查	0.06	1.8	1.80	0%
新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查	64.89	1297.80	174797.80	13369%
新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白一区普查	0.43	12.90	802.90	6124%
新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白二区普查	1.65	33.00	3053.00	9152%
新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白三区普查	0.43	8.60	1550.60	17930%
新疆伊吾县淖毛湖矿区英格玛二号煤矿空白四区普查	2.35	47.00	4357.00	9170%

资料来源：新疆公共资源交易网，山西证券研究所

铁厂沟一号吨资源单价较低，单位面积资源高于山西 24 年所出让 7 宗探矿权。根据平煤股份《平顶山天安煤业股份有限公司关于竞拍煤勘探探矿权成交确认的公告》，铁厂沟一号资源量为 16.68 亿吨，对应吨资源单价为 1.05 元/吨。铁厂沟一号单位成交价低于基准价，但若按面积计算对应单位价款为 64.89 平方公里*0.17 亿元/16.68 亿吨=0.66 元/吨。同时，铁厂沟一号单位面积资源为 2570.5 万吨/平方公里，高于山西 24 年所出让 7 宗探矿权（详查）。

表 30：铁厂沟一号吨资源单价和单位面积资源测算

探矿权	资源量（亿吨）	吨资源单价（元/吨）	单位面积资源(万吨/平方公里)
铁厂沟一号	16.68	1.05	2570.50

资料来源：《平顶山天安煤业股份有限公司关于竞拍煤勘探矿权成交结果的公告》，山西证券研究所

5. 投资建议：“矿王”映射下的低估

在矿业权有偿使用模式日臻完善的基础上，竞争性出让制度走向成熟。煤炭地勘投资和生产投资常年背离，但未来煤企资源接续的需求仍有较大空间。因此各区域矿业权交易如火如荼，实际资源价款也连续突破，引发市场关注。

各区域煤炭资源价格有所不同。近年煤炭矿业权单位成本抬升是供需因素共同影响所产生的结果，但各个区域存在差异。其中以晋陕蒙为代表的主产区实际成交的资源价格往往更高，以甘肃和新疆为代表的后备产区实际成交价格较主产区明显偏低。从各区所制定的基准价来看，主产区也高于后备产区。需要关注的是各个产区对不同煤种的定价存在差异，如山西对于无烟煤的定价为 7.2 元/吨，而甘肃和内蒙古的无烟煤价格均明显高于山西，其中甘肃在系数调整前的无烟煤基准价为 11.7 元/吨、内蒙古对于无烟煤的定价为 14 元/吨。此外，在同一区域中不仅普查探矿权和详查探矿权定价机制存在差异，采矿权的定价和探矿权也会有不同。

资源价款指引煤炭上市公司估值。协议出让会参考基准价和评估价值，并以就高原则定价，因此基准价实际上为比较保守的价格区间。可比较煤炭上市公司单位储量市值所对应各自区域的基准价，以判断煤炭公司是否被低估。

煤炭上市公司“吨储量市值”估值测算思路：

- 选择煤炭上市公司 2024 年储量数据，测算同一时点吨储量市值数据。
- 比较吨储量市值和各区域基准价。

表 31：上市公司吨储量市值测算

代码	上市公司	保有储量（亿吨）	市值（亿元）	吨储量市值（元/吨）
002128.SZ	电投能源	16.76	439.80	26.2
601088.SH	中国神华	343.60	8134.17	23.7
600925.SH	苏能股份	20.94	349.96	16.7
601699.SH	潞安环能	36.53	312.30	8.5
600997.SH	开滦股份	7.56	93.52	12.4
600546.SH	山煤国际	20.84	172.28	8.3
600971.SH	恒源煤电	10.97	78.84	7.2
000552.SZ	甘肃能化	11.58	132.19	11.4
601225.SH	陕西煤业	179.31	1866.29	10.4
601666.SH	平煤股份	29.79	183.41	6.2
600985.SH	淮北矿业	44.89	305.42	6.8

600123.SH	兰花科创	15.25	95.17	6.2
000937.SZ	冀中能源	27.49	202.47	7.4
000983.SZ	山西焦煤	65.30	359.36	5.5
600508.SH	上海能源	12.70	84.05	6.6
600256.SH	广汇能源	65.97	391.06	5.9
001286.SZ	陕西能源	51.84	326.25	6.3
601001.SH	晋控煤业	41.10	202.69	4.9
601898.SH	中煤能源	265.20	1438.56	5.4
601101.SH	昊华能源	21.14	104.40	4.9
601918.SH	新集能源	43.66	167.09	3.8
600348.SH	华阳股份	66.84	244.23	3.7
600188.SH	兖矿能源	464.30	1218.55	2.6
600395.SH	盘江股份	80.40	101.32	1.3

资料来源：《中煤能源 2024 年年度报告》，《陕西煤业 2024 年年度报告》，《兖矿能源 2024 年年度报告》，《晋控煤业 2024 年年度报告》，《山西焦煤 2024 年年度报告》，《山煤国际 2024 年年度报告》，《华阳股份 2024 年年度报告》，《潞安环能 2024 年年度报告》，《兰花科创 2024 年年度报告》，《昊华能源 2024 年年度报告》，《平煤股份 2024 年年度报告》，《冀中能源 2024 年年度报告》，《开滦股份 2024 年年度报告》，《恒源煤电 2024 年年度报告》，《淮北矿业 2024 年年度报告》，《上海能源 2024 年年度报告》，《甘肃能化 2024 年年度报告》，《广汇能源 2024 年年度报告》，《盘江股份 2024 年年度报告》，《中国神华 2024 年年度报告》，《陕西能源 2024 年年度报告》，《电投能源 2024 年年度报告》，《新集能源 2024 年年度报告》，《苏能股份 2024 年年度报告》，，山西证券研究所

备注：储量数据选择 2024 年中国标准下的资源量数据；兖矿能源按 JORC 规范原地资源量；山西焦煤按资源储量；冀中能源按地质储量；甘肃能化按保有储量；陕西能源按保有资源量；电投能源按资源储量；新集能源资源量含深部资源；市值按 2025 年 7 月 1 日。

部分公司估值显著被低估。根据比较结果，盘江股份、兖矿能源、华阳股份、新集能源、昊华能源、中煤能源、晋控煤业等公司吨储量市值较相关区域基准价明显偏低。

表 32：部分被低估公司储量分布

公司	矿区所在区域	占比	煤种分布
盘江股份	贵州省	100.00%	焦煤、肥煤、气煤、1/3 焦煤、气肥煤、无烟煤、贫煤、瘦煤、贫瘦煤、无烟煤等
新集能源	安徽省	100.00%	气煤、1/3 焦煤
兖矿能源	山东省	18.15%	动力煤、1/3 焦煤
	山西省	0.22%	动力煤
	陕西省	3.41%	动力煤
	内蒙古	19.82%	动力煤
	新疆	58.40%	动力煤
	海外	17.46%	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤

昊华能源	内蒙古	38.00%	不粘煤、长焰煤
	宁夏	61.99%	气煤
华阳股份	山西省	100.00%	无烟煤、贫煤、焦煤、气煤
中煤能源	山西	41.83%	动力煤、无烟煤、炼焦煤
	内蒙古	33.06%	动力煤
	黑龙江	1.15%	动力煤
	江苏	2.33%	炼焦煤
	陕西	19.17%	动力煤、炼焦煤
	新疆	2.45%	动力煤
晋控煤业	山西省	100.00%	不粘煤、长焰煤、QM、1/3JM、变质煤、弱粘煤

资料来源：资料来源：《中煤能源 2024 年年度报告》，《兖矿能源 2024 年年度报告》，《晋控煤业 2024 年年度报告》，《华阳股份 2024 年年度报告》，《昊华能源 2024 年年度报告》，《盘江股份 2024 年年度报告》，《新集能源 2024 年年度报告》，山西证券研究所

备注：按资源量统计，其中兖矿能源境内按资源量占比，内蒙古通辽部分未明确披露，按山东区域计算；海外按原地资源量。

表 33：相关省区煤炭矿业权基准价梳理

省区	分类	价格（元/吨）	调整系数	说明
山东省	炼焦用煤	8.6	800m ≤ 埋深 < 1000m，调整系数为	含焦煤、1/3 焦、肥煤、瘦煤等
	动力煤：发热量（Q _{net.d} ）≥ 23.0MJ/kg	7.2	0.9；埋深 ≥	含气煤、气肥
	动力煤：20.9MJ/kg ≤ 发热量（Q _{net.d} ）< 23.0MJ/kg	5.8	1000m，调整	煤、贫煤、贫
	动力煤：发热量（Q _{net.d} ）< 20.9MJ/kg	5.0	系数为 0.8。	瘦煤、无烟煤、
	长焰煤、褐煤	3.0	含气煤、气肥	天然焦等
安徽省	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	7.0	露天 1.1，地下 1.0	
	无烟煤	6.0		
	其它	5.0		
宁夏	太西煤	22.0	勘探 1.0 详查 0.9 普查 0.7	
	焦煤、1/3 焦煤	15.1		
	瘦煤、肥煤、气煤	12.1		
	不黏煤、长焰煤、无烟煤、贫煤	10.0		
	褐煤	5.0		
贵州省	烟煤 （瘦煤、焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤、气肥煤）	8.4		
	无烟煤、贫煤、贫瘦煤	4.2		
黑龙江省	褐煤	3.5		
	长焰煤、不粘煤、弱粘煤	6.0		

	贫煤、瘦煤、贫瘦煤	8.0		
	气煤、肥煤、气肥煤、1/2 中粘煤	8.6		
	1/3 焦煤	10.0		
	焦煤	12.0		
	无烟煤	8.3		
江苏省	煤（气煤、肥煤）- 4000 大卡≤发热量 < 5000 大卡	2.9		
	煤（气煤、肥煤）- 5000 大卡≤发热量 < 6000 大卡	3.9		
	煤（气煤、肥煤）- 发热量≥6000 大卡	4.9		

资料来源：山东省自然资源厅，安徽省自然资源厅，宁夏回族自治区自然资源厅，贵州省自然资源厅，黑龙江省自然资源厅，江苏省人民政府公报，山西证券研究所

对于部分非煤业务占比较高的煤炭公司的测算思路：

- 测算近期相关公司的非煤业务占比。并根据非煤业务占比测算调整市值。调整市值=当前市值*非煤毛利占比。
- 比较调整后的吨储量市值和各区域基准价。

表 34：部分公司非煤业务占比

上市公司	2023 年		2024 年	
	非煤收入占比	非煤毛利占比	非煤收入占比	非煤毛利占比
中国神华	20.34%	28.91%	20.62%	30.07%
淮北矿业	71.90%	28.01%	41.47%	85.73%
开滦股份	72.53%	65.73%	72.69%	50.69%
广汇能源	76.05%	49.17%	64.15%	75.09%
电投能源	66.03%	41.82%	65.86%	41.68%
陕西能源	79.00%	66.63%	79.09%	64.68%

资料来源：，山西证券研究所

调整后的吨储量市值水平相对合意。调整后吨储量市值水平更接近各产区基准价水平，其中如【陕西能源】、【淮北矿业】等公司吨市值储量水平较陕西和安徽煤炭矿业权基准价显著偏低。

表 35：相关公司剔除非煤业务后的吨储量市值

代码	上市公司	剔除非煤业务后的吨储量市值（元/吨）
601088.SH	中国神华	15.95
600985.SH	淮北矿业	0.96
600997.SH	开滦股份	5.91
600256.SH	广汇能源	1.48
002128.SZ	电投能源	15.10
001286.SZ	陕西能源	2.33

资料来源：，山西证券研究所

备注：按 2024 年占比，市值按 2025 年 6 月 20 日。

投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【盘江股份】、【新集能源】、【兖矿能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【淮北矿业】、【陕西能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。

6. 风险提示

煤炭矿业权竞争性出让政策大幅转向，煤炭地质勘探投入持续显著回升，企业扩储需求锐减，主产区明显下调基准价，各区域持续大量出让煤炭矿业权

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

