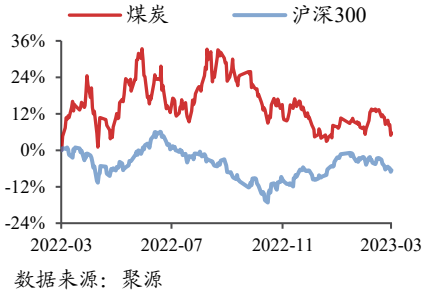


## 煤炭

2023年03月18日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



### 相关研究报告

- 《11月煤炭进口同比减少，政策利多底部布局——行业点评报告》-2022.12.25
- 《传统能源黄金时代，煤炭开启价值重估——行业投资策略》-2022.12.2
- 《传统能源黄金时代，煤炭开启价值重估》-2022.11.15

## 煤炭复盘二十年，传统能源演绎价值重估

——行业深度报告

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

### ● 双碳背景下产能周期无法顺利开启，煤炭周期属性正在弱化

复盘煤炭二十年，煤炭行业以周期逻辑为主。2003-2022年，煤炭行业可分为四个主要阶段：2003-2011年，需求带动产能扩张的“黄金十年”；2012-2015年，产量释放，产能过剩的“艰难时刻”；2016-2020年，供给侧改革淘汰落后产能，带动行业“重回正轨”。2021年-至今，疫后复苏，碳中和，俄乌冲突下的“能源危机”。除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。2022年以来煤炭周期属性弱化。2021年煤价先涨后跌，股价紧随煤价，周期属性明显。2022年以来，政策调控下，电煤长协价格的相对稳定及长协签约率的提升，导致煤企盈利趋于稳定，股价与煤价关联性减弱，煤炭行业周期属性趋于弱化。新的产能周期无法顺利开启。当前煤炭行业本应处于产能扩张周期的初期，但供给侧改革成果巩固，“双碳”政策限制煤炭消费预期，新批产能明显减少，煤企新建产能意愿转弱，传统能源亦向新能源转型，煤企倾向于高盈利高分红，难以开启新的产能周期。

### ● 煤炭板块估值处于历史低位，具有很高的安全边际

当前煤炭板块 PE、PB 都处于极低水平。当前煤炭板块 PE、PB 都处于极低水平。截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块市盈率 PE（TTM）为 6.70 倍，处于 2001 年至今的历史谷底。从历史估值低点看，煤炭板块当前基本面更接近于 2005 年的盈利向好时期，但当时 PE 仍比当前高 24.6%。煤炭板块 PB 为 1.38 倍，2005 年低点比当前仍高 2.9%。从 PB-ROE 角度看，煤炭估值明显折价。截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块实际市净率仅 1.38，相比其他行业，市净率估值折价 64%。对煤炭板块历史 PB-ROE 拟合，均衡线对应 PB 应为 3.16，实际 PB 折价 56%。与公用事业相比，煤炭市净率平均值折价 66%。

### ● 确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能

煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑。2022 年以来，煤炭行业受政策管控明显，政策明确了动力煤价格合理区间，中长期合同成为煤市稳定器，长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显，估值重构逻辑已在中国神华开始演绎。“中特估值”促央国企价值重估，煤炭行业充分受益。政策高度重视国央企价值实现与估值提升，净资产收益率考核指标促进国企高分红，煤炭行业是典型的国央企集中行业，具备高盈利、高分红、低估值特点，具有很强的提估值逻辑。能源转型提供拔估值可能。碳中和背景下，煤企能源转型已经开启，煤企四种能源转型途径均有提估值可能。

### ● 投资建议：短期底部，中长期提估值，底部布局正当时

我们认为当前煤价已经完成了底部验证，煤价不具备再大幅下行基础，供需紧增的基本面有望继续抬升煤价。煤炭股价自 2022 年 9 月底以来已调整充分，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处底部（PB 要用 PB-ROE 体系分析），具有足够高的安全边际；在前述供需基本面的判断下，碳中和政策将致使煤价长期维持高位，煤炭企业的高盈利高分红高股息率也有望持续，且煤企年报披露时间临近，高分红可期；煤炭板块基金持仓低位、其他板块已获资金轮动，导致当下煤炭股更具性价比。下半年需求恢复及供给受限，煤价有超预期上涨的可能，或将再创全年高点。此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块也存在利多因素，上市煤企多为央国企，且持续高盈利高分红低估值，煤炭股具备提估值基础，国务院国资委将 ROE 纳入国企考核指标，也将进一步促进央国企高分红。冶金煤受益标的：山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源（煤化工标的且有拿煤矿意愿）；海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、山煤国际；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

### ● 风险提示：经济增速下行风险；供需错配风险；可再生能源加速替代风险。

### 目 录

1、复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化.....	4
1.1、复盘煤炭二十年，煤炭行业经历四个主要阶段.....	4
1.2、复盘煤炭二十年，煤炭股价以周期逻辑为主.....	5
1.3、从 2021 年的典型周期到 2022 年周期属性的弱化.....	6
1.4、煤炭行业新的产能周期或将无法顺利开启.....	7
2、煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际.....	11
2.1、从 PE 看，当前煤炭板块 PE 处于极低水平.....	11
2.2、从 PB 看，当前煤炭板块 PB 仍处于较低水平.....	12
2.3、从 PB-ROE 看，煤炭行业估值明显折价.....	13
2.4、煤炭板块低估值原因分析.....	14
3、确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能.....	16
3.1、2022 年，煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑.....	16
3.2、中国神华估值提升带来的启示.....	17
3.3、“中特估值”促央企国企价值重估，煤炭行业充分受益.....	18
3.4、能源转型提供拔估值可能.....	21
4、投资建议：多主线布局，底部配置正当时.....	23
5、风险提示.....	24

### 图表目录

图 1：复盘煤炭二十年：煤炭行业经历四个主要阶段.....	5
图 2：复盘煤炭二十年：煤炭股价以周期逻辑为主.....	6
图 3：经历 2021 年典型周期后，2022 年煤价维持高位震荡.....	7
图 4：2022 年，股价与煤价关联性不如 2021 年.....	7
图 5：“十三五”期间煤炭行业去产能超过 10 亿吨.....	8
图 6：2021 年晋陕蒙新原煤产量占全国总产量的 81%.....	8
图 7：2020 年以来国内新批产能数量明显减少.....	9
图 8：煤炭行业资本开支增速不等于产能增速.....	9
图 9：我国煤矿智能化采掘工作面快速增加.....	9
图 10：2019 年以来，煤炭单吨产能投资额明显增长.....	9
图 11：预计 2060 年非化石能源消费占比将达 80%.....	10
图 12：碳中和预期致远期煤炭消费下降.....	10
图 13：当前煤炭板块 PE 处于历史极低水平.....	12
图 14：当前煤炭板块 PE 位列 A 股全行业倒数第二位.....	12
图 15：当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%分位以下.....	12
图 16：当前煤炭板块 PB 处于 A 股全行业倒数第六位.....	12
图 17：相比其他行业，煤炭板块位于 PB-ROE 均衡线下.....	13
图 18：相比其他年份，煤炭板块 PB-ROE 位于均衡线下.....	13
图 19：煤炭与油气公司 PB-ROE 分析：煤炭估值折价.....	14
图 20：煤炭与防御性公司 PB-ROE 分析：煤炭估值折价.....	14
图 21：2021 年至今，煤炭行业股价上涨幅度有限.....	15
图 22：2021 年以来煤炭上市公司归母净利大幅增长.....	15
图 23：与公共事业相比，煤炭板块 ROE 波动更大.....	15
图 24：电煤年度长协价格高位稳定.....	17
图 25：港口煤炭现货价格远高于电煤年度长协价格.....	17
图 26：晋控电力年度长协比例提升.....	17
图 27：四大电力集团年度长协比例逐渐提升.....	17
图 28：2020 年以前中国神华 PE 始终低于煤炭板块.....	18
图 29：2022 年以来中国神华 PE 逐渐高于板块.....	18
图 30：中国神华盈利稳定性高于煤炭板块.....	18
图 31：2019 年以来，中国神华分红比例逐渐提高.....	18
图 32：煤企四种能源转型途径均有提估值可能.....	22
图 33：煤炭板块 PE 明显低于其他转型板块.....	22

图 34: 煤炭板块 PB 明显低于其他转型板块.....	22
表 1: 重点煤炭公司倾向于高盈利高分红, 股息率高企.....	10
表 2: 政策高度重视央国企价值实现与估值提升.....	19
表 3: 五家煤炭央企处于低估值高盈利状态 (亿元) .....	21
表 4: 受益标的盈利预测 .....	23

用户702857424于2024-02-06日下载, 仅供本人内部使用, 不可传播与转载

## 1、复盘煤炭二十年，煤炭行业周期属性正在变化

从宏观角度来看，每一个经济体均具备周期属性，总需求与总供给之间总是在寻求动态的平衡，在经济运行过程中会循环往复地出现繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段。煤炭行业位于第二产业的最上游，与实体经济的发展密不可分，其周期性也较为典型，复盘煤炭二十年，煤炭行业以周期属性为主。但我们也看到，2021年至今，煤炭行业的周期属性正在发生变化，从供给侧改革到“碳达峰”、“碳中和”，从曾经的“夕阳行业”到奠定能源安全的基石，从动力煤“保价”到电煤“稳价”，煤炭行业受政策影响越发明显，“保供稳价”成为煤炭行业关键词。从产量区域分布看，煤炭产量向晋陕蒙新等主产区聚集，煤炭资源进一步向大型央企国企整合，煤炭更像是中国的能源基础设施，从而服务国家的能源安全战略。从供给侧改革到“双碳”政策，煤炭产能周期受到政策的多方抑制，无法完全遵从市场规律顺利开启，煤炭行业周期属性也在逐渐弱化。

### 1.1、复盘煤炭二十年，煤炭行业经历四个主要阶段

根据煤炭行业景气度特征，2003-2022年，煤炭行业可分为四个主要阶段：2003-2011年，需求带动产能扩张的“黄金十年”；2012-2015年，产量释放，需求增速放缓，供给严重过剩行业进入“艰难时刻”；2016-2020年，供给侧改革淘汰落后产能，带动行业“重回正轨”。2021年-至今，疫情常态化后需求恢复，碳中和背景下，化石能源资本开支不足，俄乌冲突加速全球“能源危机”，煤炭“保供稳价”持续推进。

**黄金十年（2003-2011）：**中国加入WTO以后，经济实现高速增长，GDP年均增速达10.7%，全社会固定资产投资平均同比增速达21.2%，总需求持续增长。2002年煤价实现市场化，煤炭整体供不应求，在需求增长刺激下持续产能扩张，产量年均增速超过10%，同时煤价中枢一路高涨。

**艰难时刻（2012-2015）：**经济增速放缓，GDP增速降至8%以下且逐渐下台阶，总需求增长承压。前期“四万亿计划”刺激下，煤炭产能扩张，而下游需求增速放缓，煤炭供给严重过剩，产能结构问题逐渐凸显，煤价中枢大幅下跌。

**重回正轨（2016-2020）：**“十三五”以来，中国经济发展进入新常态，优化升级经济结构成为重心。2016年开始，煤炭行业大力开展供给侧改革，去产能力度持续加大，产能结构不断优化，供需格局得到显著改善，煤炭行业进入稳定期，产量平稳增长，煤价回升且趋于稳定。

**能源危机（2021-至今）：**疫情突发与疫后经济恢复致煤价波动较大，需求复苏下，保供进一步强化，产地及进口端收紧，煤价进入上行通道。俄乌冲突以来，全球能源供需错配，能源危机持续演绎，海外煤价高涨，国内煤价持续高涨。



图1：复盘煤炭二十年：煤炭行业经历四个主要阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、复盘煤炭二十年，煤炭股价以周期逻辑为主

从 2003 年到 2022 年的二十年间，煤炭行业指数可以分为 6 个主要阶段，除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤价驱动股价，股价跟随煤价，而总需求和总供给决定煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。

2003-2006 年：我国 GDP 快速增长，能源消费快速提升，煤炭需求增长，煤炭市场化改革进一步提升煤价，煤价由 2003 年均价 264 元/吨上涨到 2006 年均价 427 元/吨，煤价中枢逐步抬高。煤炭指数由 2002 年年末的 876 点逐渐上涨到 2006 年年末的 1263 点。

2007-2008 年：经济增长，需求继续抬升，受流动性宽裕影响，资产价格大幅提升，资产泡沫后发生金融危机，股市出现大幅波动。煤价由 2007 年初的 460 元/吨，上涨到 2008 年 7 月的 995 元/吨，后又在 12 月回调到 510 元/吨。煤炭指数亦由 2007 年初的 1263 点，上涨到 2007 年 10 月的 6062 点，后又大幅回调到 2008 年 10 月的 1375 点。

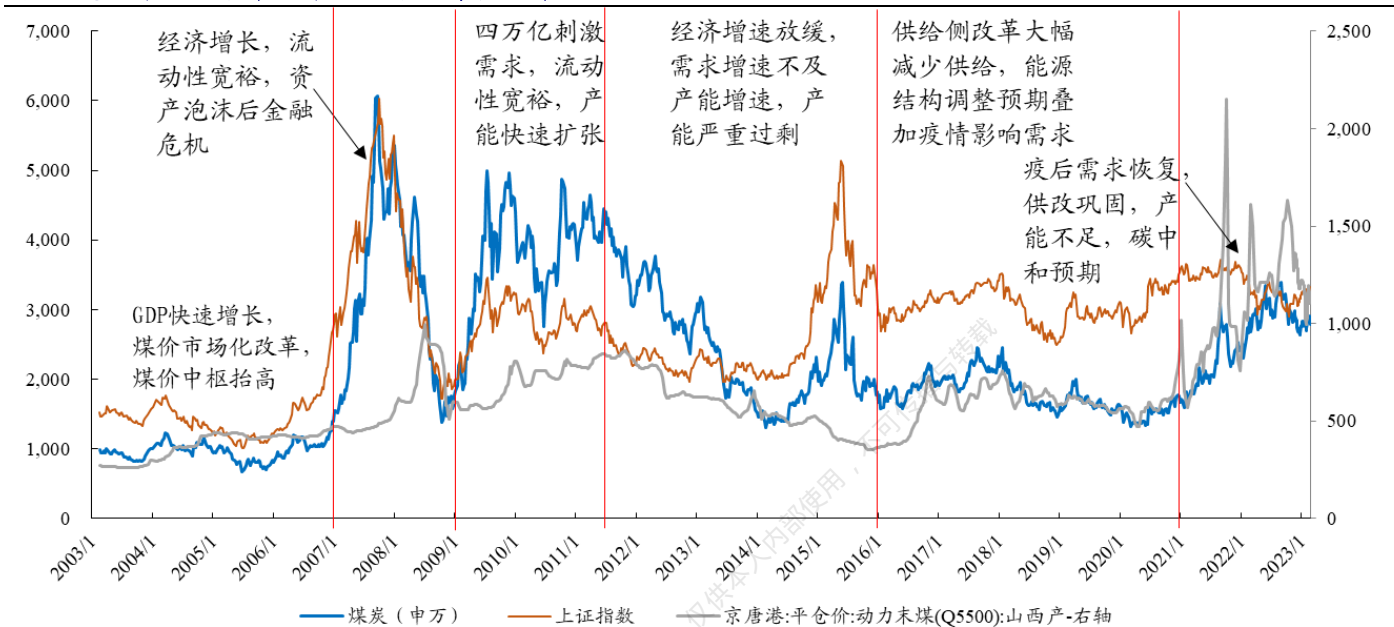
2009-2010 年：经济危机后，国内四万亿刺激需求，流动性宽裕，煤价中枢继续抬高，2009 年煤炭均价 600 元/吨左右，2010 年均价 746 元/吨左右。同时，煤炭产能亦持续扩张，股价随煤价上涨，煤炭指数由 2009 年初的 1627 点上涨到 2010 年 12 月的 4200 点左右。

2011-2015 年：国内经济增速放缓，GDP 增速由 2010 年前的 10% 左右下降至 2015 年的 7% 左右，煤炭需求减弱，同时，前期产能扩张，产量释放，煤炭供给严重过剩，煤价下跌，股价下跌。煤价由 2011 年初的 785 元/吨，下跌到 2015 年末的 350 元/吨左右。股价从 2011 年初的 4200 点下跌到 2015 年末的 1900 点附近。

2016-2020：2015 年 11 月，中央财经领导小组会议首次提出“供给侧改革”，着力提高供给体系质量和效率，煤炭行业大量落后产能被淘汰。2020 年以来，能源结构调整预期叠加疫情亦影响煤炭需求。煤价回归区间震荡，煤价维持在 500-700 元/吨左右，股价亦在 1500-2000 点的区间震荡。

2021-2022: 2021 年疫后需求恢复, GDP 增速提升至 8.4%, “十三五”期间去产能致供给不足, 煤炭价格持续上涨, 股价持续上涨。煤价由 2021 年初的 600 元/吨左右, 到 2021 年 10 月的 2000 元/吨以上, 股价亦由年初的 1600 点左右上涨到年末的 2500 点左右。2022 年, 俄乌冲突加速海外能源危机, 碳中和预期影响未来煤炭新批产能及煤企新建产能意愿, 煤价高位震荡, 股价总体上涨。2022 年煤价在 1200 元/吨高位震荡, 股价波动上涨, 由年初的 2400 点上涨到 10 月的 3200 点左右。

图2: 复盘煤炭二十年: 煤炭股价以周期逻辑为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、从 2021 年的典型周期到 2022 年周期属性的弱化

**2021 年, 煤炭行业经历一轮典型的周期。**2021 年煤价先涨后跌, 股价紧随煤价波动, 周期属性明显。1-9 月, 疫后需求恢复, 经济快速增长, 煤炭供不应求——煤价持续上涨, 股价一路上行; 10-12 月, 政策限价, 需求季节性转弱, 产能核增, 供给释放, 预期走弱——煤价下跌, 股价回调。2021 年股价与煤价关联性很强, 股价基本提前反应煤价变化, 股价走势与煤价走势基本一致。从疫后需求恢复, 煤价上涨, 到产能释放, 政策限价, 煤炭行业经历一轮典型周期, 股价亦先涨后跌。

**2022 年, 煤炭行业周期属性弱化。**2022 年 2 月底, 国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》, 明确了电煤中长期合同价格合理区间, 确立了电煤中长期合同价格形成机制, 通知自 2022 年 5 月 1 日起执行。2022 年 7 月, 国家发改委进一步要求电煤中长期合同严格落实三个 100% (签约率、履约率、价格政策执行), 同时, 对电煤现货交易价格设置价格上限。2022 年, 电煤长协价格维持在 720 元/吨附近, 电煤港口限价 1155 元/吨。2022 年, 在限价政策下, 能源需求仍具韧性, 俄乌冲突加速全球能源供需错配, 煤价高位震荡。随着电煤中长期合同的签约执行, 长协签约率不断提升, 现货煤价波动性明显减弱, 股价与煤价关联性亦减弱。从 2022 年股价与煤价走势图看, 2021 年 12 月-2022 年 3 月, 煤价走势呈现“V”字型, 而股价波动上涨, 2022 年 4-9 月, 煤价平缓波动, 股价波动上行并创年内新高, 2022 年股价与煤价关联性明显不如 2021 年。电煤长协价格的相对稳定以及长协签约率的提升, 必将导致煤企盈利趋于稳定, 煤炭行业周期属性趋于

图3: 经历 2021 年典型周期后, 2022 年煤价维持高位震荡

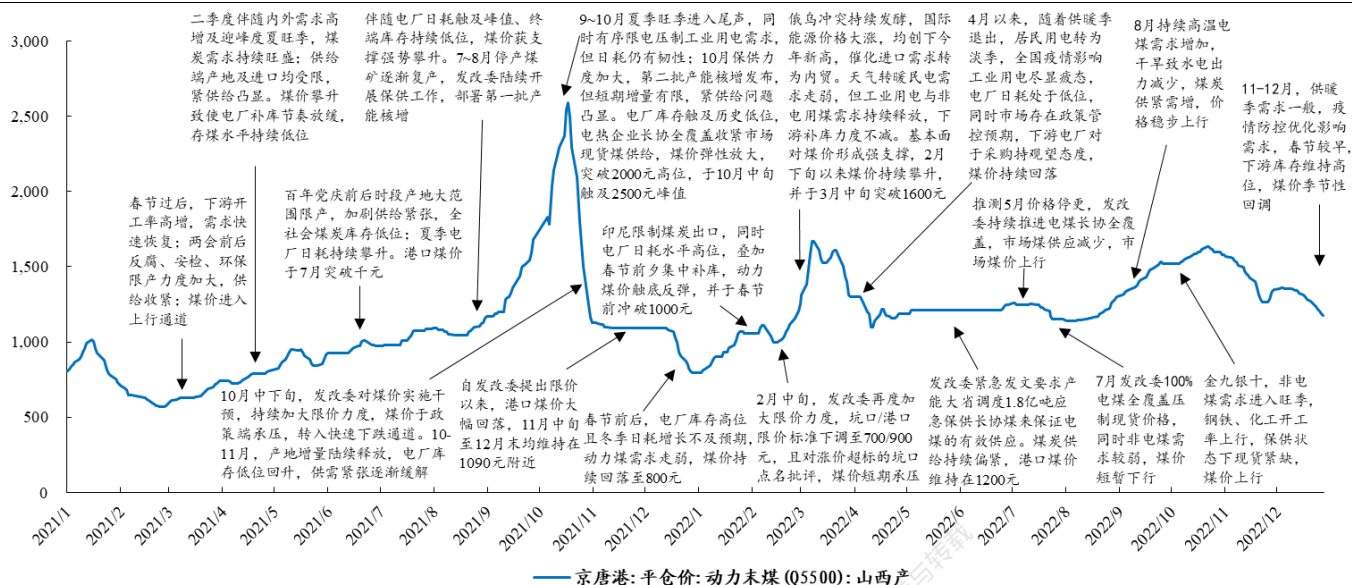
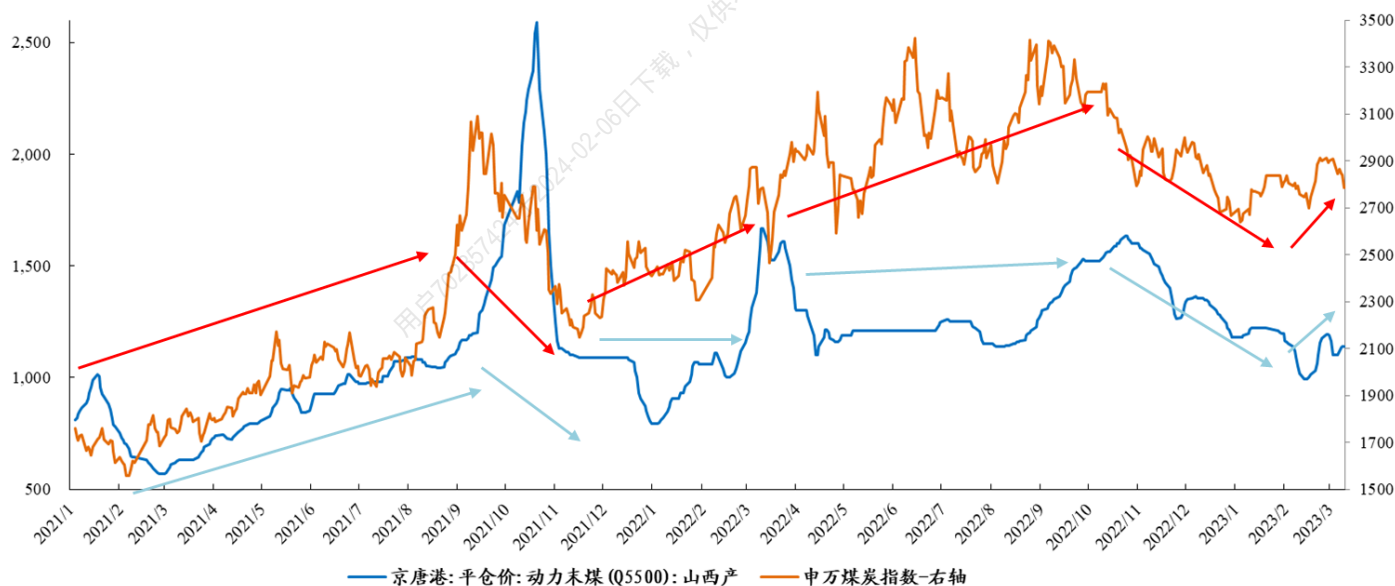


图4: 2022 年, 股价与煤价关联性不如 2021 年



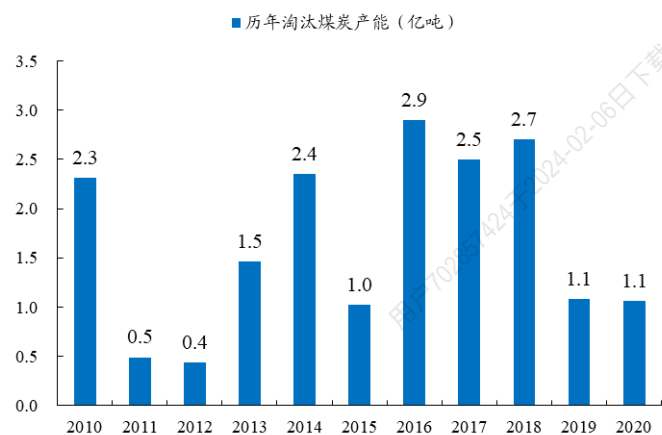
#### 1.4、煤炭行业新的产能周期或将无法顺利开启

**产能周期可分为四个阶段。**第一个阶段，在经济繁荣时候，需求快速增长，企业过度乐观，产能快速扩张导致随后的产能过剩。第二个阶段，由于产能过剩，供大于求，供需格局恶化，引发通缩。在漫长的通缩过程中，中小企业退出，大企业淘汰落后产能，这是一个供给出清的过程。第三个阶段，产能出清尾声，行业集中度大幅提升，剩者为王，企业利润改善，资产负债表开始被修复，为新一轮产能扩张蓄积力量。第四个阶段，随着企业盈利持续改善和资产负债表的修复，我们会看

到新的产能扩张周期来临，一开始带动需求，后期增加供给。从前述复盘煤炭二十年来看，煤炭行业经历第一阶段的“黄金十年”，第二阶段的“产能过剩”，第三阶段的“供给侧改革，利润改善”。当前煤炭行业处于第四阶段的初期，企业盈利改善，资产负债表已修复，但在“碳中和”大背景下，煤炭行业新的产能周期或将无法顺利开启。

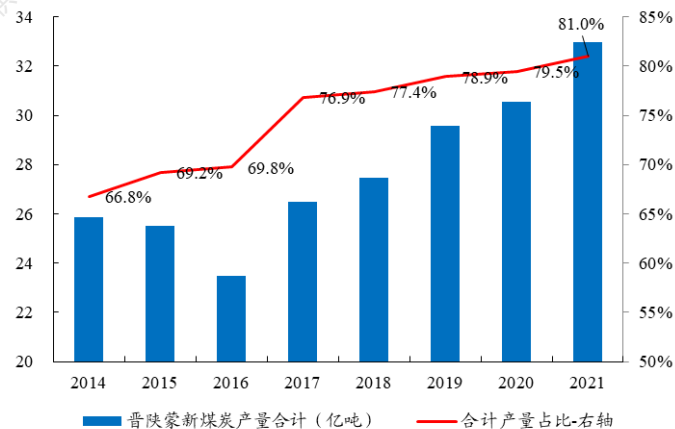
**供给侧改革步伐不会倒退。**当前煤炭行业高景气，与“十三五”期间煤炭供给侧改革密切相关。2015年11月10日，中央财经领导小组召开会议，习近平总书记在会上首次提出“供给侧改革”，显示高层的经济判断和治理思路出现调整，“供给侧改革”成为“十三五”时期的重点。煤炭行业是供给侧改革的主要领域之一，“十三五”期间煤炭行业供给侧改革成效明显，五年内累计淘汰落后煤炭产能超过10亿吨，淘汰煤矿数量一半以上，超额完成2016年提出的化解过剩产能目标。国务院在2014年发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》中确定，将重点建设晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、宁东、鲁西、两淮、云贵、冀中、河南、内蒙古东部、新疆等14个亿吨级大型煤炭基地。2021年，晋陕蒙新四个省煤炭产量占全国总产量的81%，国内煤炭产能进一步向晋陕蒙新地区集中，煤炭行业大型化、集约化趋势明显。煤炭行业供给侧改革成效显著，并得到认可，当期煤炭行业享受供给侧改革红利，供给侧改革步伐不会倒退，这决定了煤炭行业新建产能或无法大规模释放，煤炭行业新的产能周期将无法顺利开启。

图5：“十三五”期间煤炭行业去产能超过10亿吨



数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

图6：2021年晋陕蒙新原煤产量占全国总产量的81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

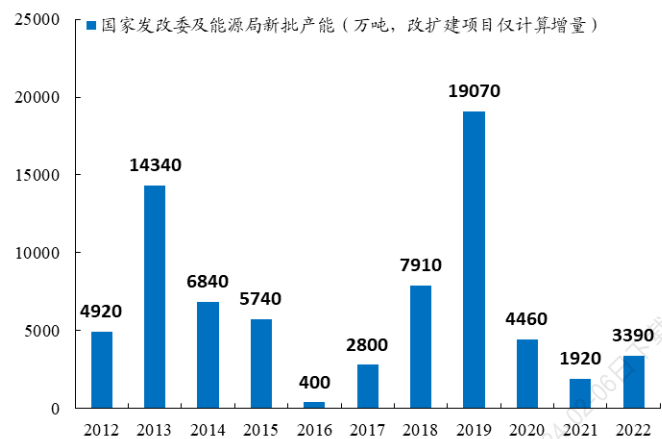
**新批产能明显减少，未来无大量新建产能释放。**“十三五”期间，煤炭淘汰落后产能超过10亿吨，而新批建产能仅3.5亿吨，2020-2022年，煤炭年均新批产能仅3260万吨，新批产能明显减少。2019年，煤炭新批产能达1.9亿吨，出现小高峰，但我们认为该部分产能对应的产量大部分已经释放，不会对2023年及以后煤炭产量产生明显影响。主要原因为：一是部分产能未批先建，2017年，全国煤炭未批先建产能占在建产能接近50%，2016-2018年部分在建矿井在2019年得到集中审批；二是区域上内蒙新疆占比49.7%，内蒙新疆地区露天矿较多，露天矿建设周期为1-3年，相对较短。2019年后，随着新批产能的大幅下降，未来将无大量新建产能释放。

**资本开支增速不等于煤炭新建产能增速。**“十三五”期间，煤炭行业固定资产投资



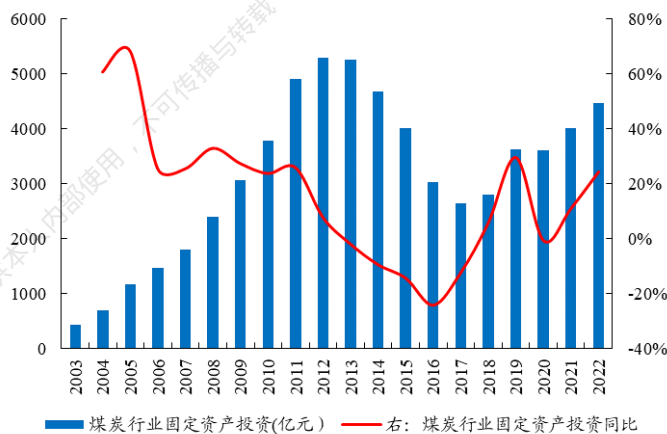
资明显下滑，2021-2022 年回升较为明显，但远不及煤炭行业盈利回升速度。2022 年，煤炭行业固定资产投资 4461 亿元，增速 24.4%，2022 年前三季度，煤炭行业主要上市公司盈利增速达 71.3%。且固定资产投资增速不等于煤炭产能增速，从新批产能情况看，煤炭新建产能增速不明显。主要原因为：**一是煤矿智能化建设明显加速**。2018 年我国煤矿智能化采掘工作面为 80 个，2021 年达 813 个，2022 年预计将超过 1000 个。根据《智慧赋能煤炭产业新万亿市场》预计，单个矿井智能化改造费用平均约 2.1 亿元，我们预计“十四五”期间约有 1500 座矿井进行智能化改造，则每年智能化改造费用约 630 亿元，占 2021 年煤炭行业固定资产投资的 15.7%，智慧矿山建设及配套设备更新使煤炭行业固定资产投资增加。**二是煤炭单吨产能投资额明显增长**。随着建设标准提高，原材料、人工工资上涨，煤炭单吨产能投资额亦明显增长。以陕西省新批产能为例，2019 年煤炭单吨产能投资额为 925 元，2021-2022 年分别为 1243/1458 元，同比分别+34.5%/17.2%。

图7：2020 年以来国内新批产能数量明显减少



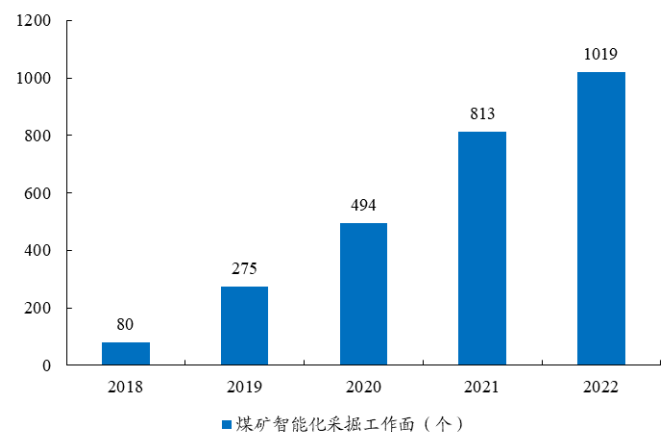
数据来源：煤炭工业协会、开源证券研究所

图8：煤炭行业资本开支增速不等于产能增速



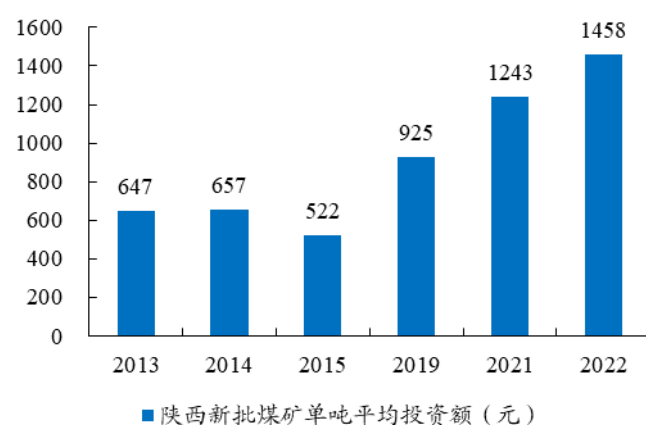
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：我国煤矿智能化采掘工作面快速增加



数据来源：煤炭工业协会、开源证券研究所

图10：2019 年以来，煤炭单吨产能投资额明显增长

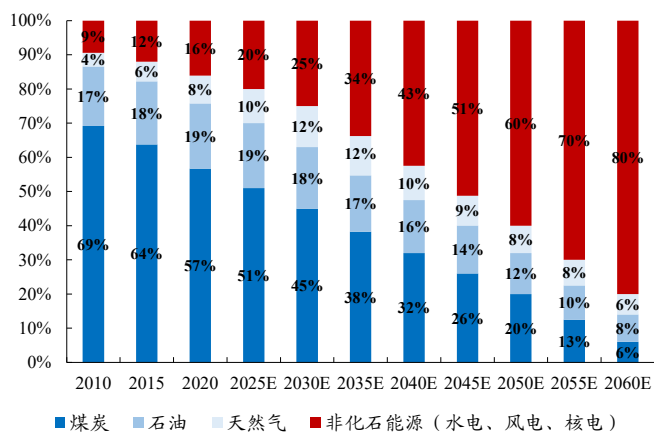


数据来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

**双碳政策限制煤炭消费预期，新建产能意愿受约束。**2020 年 9 月，双碳政策提出，2021 年 10 月，《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意

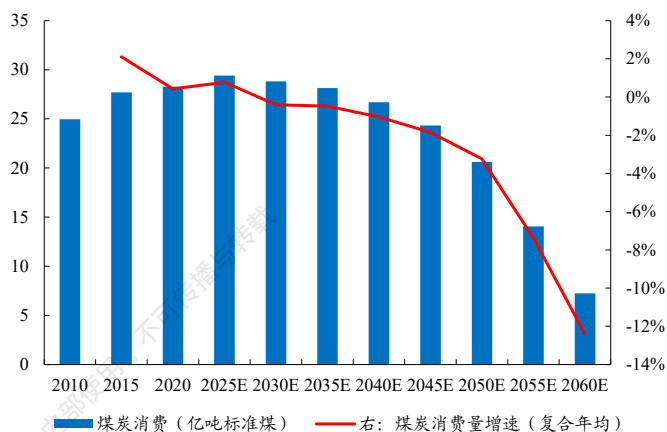
见》、《2030 年前碳达峰行动方案》两份纲领文件发布，明确“十四五”时期将严控煤炭消费增长，2025 年非化石能源消费比重达到 20%左右，2030 年非化石能源消费比重达到 25%左右，2060 年非化石能源消费比重达到 80%以上。双碳政策对煤炭行业产生了深远影响，远期煤炭需求的大幅下降比较限制煤炭新批产能及煤企新建产能意愿。一般煤矿开采期限为 50 年以上，远期煤炭消费将大幅下降，新建煤矿已不是煤企的最优选择。2021-2022 年，煤企能源转型已经开启，验证煤企资本开支已经转向新能源新材料等成长性赛道。

图11：预计 2060 年非化石能源消费占比将达 80%



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

图12：碳中和预期致远期煤炭消费下降



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

**煤企倾向于高盈利高分红，难开启新的产能周期。**随着煤价中枢抬高，煤企盈利大幅提升，煤炭行业固定资产投资增速远不及煤企盈利增速，煤企未来没有太多新建矿的资本开支，越来越多的煤炭企业加入高分红行列，并提高三年或五年的最低分红承诺，如中国神华 2022-2024 年度现金分红比例由 2019-2021 年的不低于 50%提高至不低于 60%，陕西煤业分红比例承诺从不低于 40%提升到不低于 60%。煤企高盈利高分红致股息率高企，众多公司股息率在 10%以上，甚至接近 20%。煤企高分红表明煤炭企业未来新建矿资本开支有限，煤炭企业不再开启新的产能周期。

表1：重点煤炭公司倾向于高盈利高分红，股息率高企

主要煤炭上市公司股息率								
证券代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	PB	2022/2023 年分红比例	2022 股息率
		2023/3/17	2022E	2023E	2022E	2023/3/17	(假设同 2021 年)	2023 股息率
000983.SZ	山西焦煤	571	112.1	119.2	5.1	1.7	78.7%	15.4%
601666.SH	平煤股份	238	57.2	63.7	4.2	1.1	60.2%	14.5%
600546.SH	山煤国际	290	65.9	69.1	4.4	2.1	62.9%	14.3%
601088.SH	中国神华	5,676	698.0	730.0	8.1	1.5	100.4%	12.3%
600188.SH	兖矿能源	1,548	308.0	364.3	5.0	1.9	60.9%	12.1%
601225.SH	陕西煤业	1,838	351.5	352.6	5.2	1.8	61.9%	11.8%
600395.SH	盘江股份	155	22.7	25.5	6.8	1.4	73.2%	10.7%
600256.SH	广汇能源	617	114.9	167.9	5.4	2.3	52.5%	9.8%
000552.SZ	靖远煤电	154	31.4	36.4	4.9	0.9	47.1%	9.6%
601101.SH	昊华能源	93	26.0	29.9	3.6	0.9	32.8%	9.2%
600123.SH	兰花科创	148	32.0	38.4	4.6	1.0	36.4%	7.9%

主要煤炭上市公司股息率

600985.SH	淮北矿业	325	68.7	73.2	4.7	1.0	36.3%	7.7%	8.2%
601699.SH	潞安环能	592	140.3	149.3	4.2	1.2	30.0%	7.1%	7.6%
600348.SH	华阳股份	324	65.1	69.1	5.0	1.3	34.0%	6.8%	7.2%
601898.SH	中煤能源	1,154	234.1	275.0	4.9	0.9	30.0%	6.1%	7.2%
000933.SZ	神火股份	390	74.2	80.9	5.3	2.7	31.3%	6.0%	6.5%
002128.SZ	电投能源	251	47.9	49.6	5.2	1.1	27.0%	5.2%	5.3%
601001.SH	晋控煤业	191	48.6	51.3	3.9	1.3	14.4%	3.7%	3.9%
600157.SH	永泰能源	342	19.5	20.9	17.5	0.78	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：陕西煤业盈利预测来自 Wind 一致预期，其他为开源证券研究所预测）

## 2、煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际

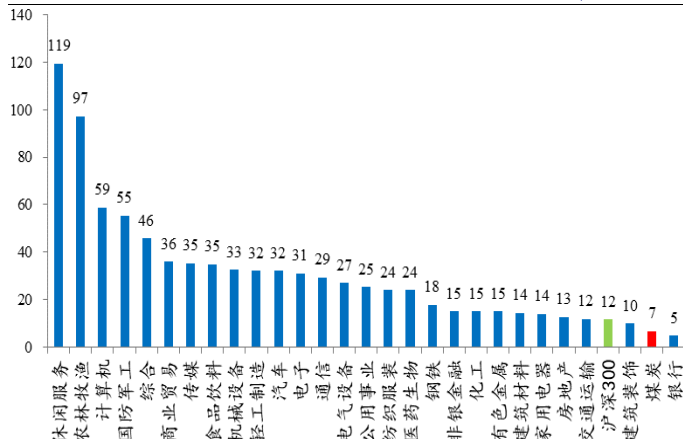
### 2.1、从 PE 看，当前煤炭板块 PE 处于极低水平

**煤炭板块 PE 处于历史极低位。**截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块市盈率 PE（TTM）为 6.70 倍，远低于历史估值 10%分位。历史上，煤炭板块 PE 低位出现在 2005 年，2008 年，2014 年及 2020 年。2005 年 12 月，煤炭板块 PE 阶段性低点为 8.35 倍，比当前 PE 高 24.6%。2008 年 10 月，煤炭板块 PE 阶段性低点为 9.41 倍，比当期 PE 高 40.4%。2014 年 3 月，煤炭板块 PE 阶段性低点为 9.07 倍，比当期 PE 高 35.4%。2020 年 3 月 23 日，煤炭板块 PE 阶段性低点为 7.09 倍，比当期 PE 高 5.8%。从基本面看，2005 年煤炭行业盈利向好，煤价经历 2004 年的上涨后维持高位，PE 低位主因股市整体低迷；2014 年煤炭供给严重过剩，煤企利润大幅下滑，亏损面扩大，盈利下降导致 PE 低位；2020 年疫情突发，股市大幅波动，煤炭板块出现 PE 低点。从历史 PE 看，2005 年、2008 年、2013-2014 年、2020 年，煤炭板块 PE 都出现相对低点，2008 年主因金融危机，股市出现大幅波动，2013 年-2014 年煤炭行业进入低谷，低盈利导致低 PE，2020 年主因突发疫情，能源价格出现大跌。但相比于行业低谷于突发事件期间，当前煤炭板块高盈利、低 PE，基本面更接近于 2005 年的高盈利时期，但 PE 仍远低于当时低点。当前煤炭板块 PE 已处于历史区间谷底，主因 2021 年以来煤炭板块业绩持续增长，而煤炭板块价值被严重低估。

**煤炭板块 PE 在全行业中处于低位。**当前煤炭板块 PE 位列 A 股全行业倒数第二位，仅高于银行板块。截至 2023 年 3 月 10 日，银行板块 PE 为 4.81 倍，煤炭板块 PE 比银行板块高 39.3%。银行板块主要特点是估值低、分红高、安全稳健，但从股息率看，表 1 中 18 家重点煤炭上市公司 2022 年股息率平均值预计为 9.1%，多家上市公司股息率在 10%以上，而银行股息率一般在 3-4%，部分达 5-6%。煤炭板块股息率大幅高于银行板块，而 PE 仅高 39.3%，煤炭板块 PE 在全行业中均处低位，估值存在折价。

**图13：当前煤炭板块 PE 处于历史极低水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：当前煤炭板块 PE 位列 A 股全行业倒数第二位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

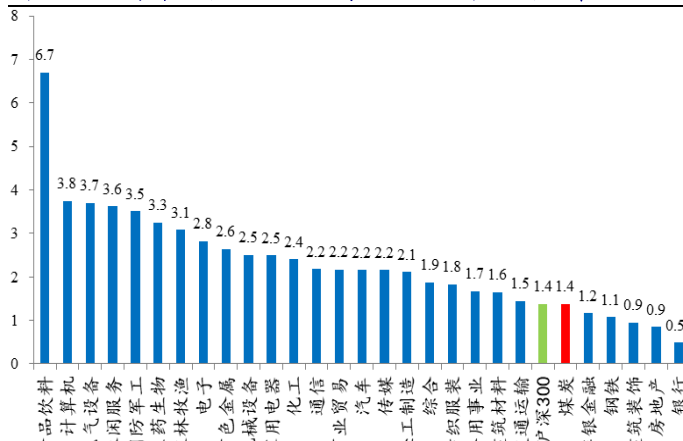
## 2.2、从 PB 看，当前煤炭板块 PB 仍处于较低水平

煤炭板块 PB 亦低于 2005 年低点。截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块市净率 PB（LF）为 1.38 倍，历史估值 25%分位数为 1.39 倍，当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%分位以下。历史上，煤炭板块 PB 低位出现在 2005 年，2014 年及 2020 年，2005 年 12 月，煤炭板块阶段性 PB 低点为 1.42 倍，2014 年 4 月，煤炭板块阶段性 PB 低点为 0.95，2020 年 3 月，煤炭板块阶段性低点为 0.88。2014 年煤炭行业处于低谷，2019-2020 年，煤炭行业处于供给侧改革下行期，同时受 2020 年疫情影响，股市出现大幅波动，与 PE 低点相似，当前煤炭板块 PB 更接近于 2005 年，但 2005 年阶段性低点仍比当前行业 PB 高 2.9%。从 PB 估值角度看，当前煤炭板块仍处于较低水平。

煤炭板块 PB 在全行业中处于低位。当前煤炭板块 PB 位列 A 股全行业倒数第六位，仅高于非银金融、钢铁、建筑装饰、房地产和银行。2021-2022 年，随着煤炭行业供需格局改善，煤炭板块高景气，板块 PB 逐渐修复，但 2022 年 9 月以来，随着股价回调，煤炭板块 PB 下行，在全行业中仍处于低位。

**图15：当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%分位以下**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：当前煤炭板块 PB 处于 A 股全行业倒数第六位**


数据来源：Wind、开源证券研究所



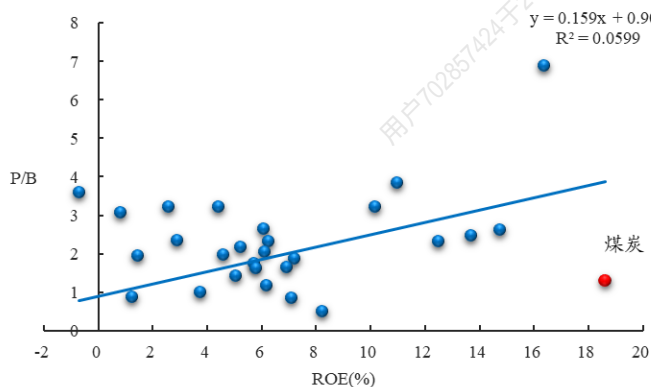
### 2.3、从 PB-ROE 看，煤炭行业估值明显折价

**PB-ROE 模型是衡量煤炭行业估值高低的有效方法。**净资产收益率（ROE）体现企业的盈利能力，净资产收益率越高，企业盈利能力越强。市净率（PB）体现企业净资产的溢价倍数。根据公式  $PB = (ROE - g) / (R - g)$ ，ROE 越大，PB 估值就越高，所以 PB-ROE 模型可以帮助投资者迅速发现市场中相对盈利能力强，但净资产溢价少的上市公司。对于周期性行业，净利润波动剧烈，甚至出现负值，而净资产相比波动幅度较小，当煤炭行业处于景气期时，净资产增加，煤炭处于萧条期时，净资产会相应减少但不会变为负值，市净率适用范围比市盈率更广。在国内外资本市场上，PB-ROE 是煤炭行业最有效的估值指标之一。通过历史 PB-ROE 均衡线对比，可以判断煤炭行业估值所处历史水平，通过 PB-ROE 均衡线对比不同行业，可以判断煤炭行业估值是否被低估。

**PB-ROE 角度，煤炭行业明显处于其他行业 PB-ROE 均衡线以下。**考虑到煤炭的周期属性，从 PB-ROE 角度分析，对包括煤炭在内 28 个行业现阶段市净率（PB-LF）和 ROE-TTM 进行回归分析，发现煤炭行业位于 PB-ROE 均衡线下方，且距离均衡线比较远，表现出高 ROE，低 PB 的特点，估值折价明显。通过回归分析，当前煤炭行业 18.6% 的 ROE 对应市净率应为 3.82，截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块实际市净率仅 1.38，市净率估值折价 64%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。

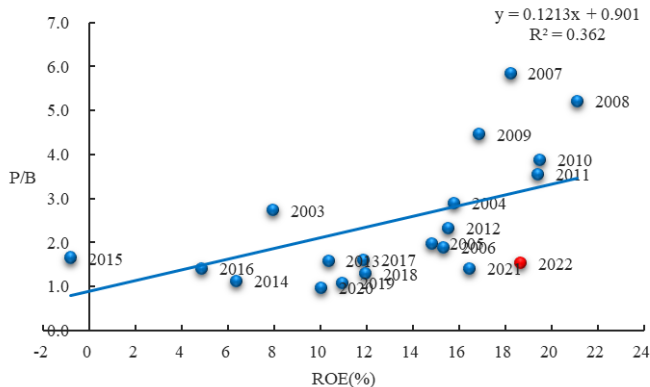
**煤炭行业 ROE 接近历史高位，但市净率仍处于低位。**从 2010-2022 年煤炭行业平均 PB-ROE 回归分析得出，2017-2022 连续六年 PB-ROE 都位于均衡线以下，当前仍处于高“ROE、低 PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，存在估值折价现象。当前 ROE 接近 2007-2011 的历史高位，但 PB 仍处低位，均衡线对应 PB 应为 3.16，实际 PB 折价 56%。

图17：相比其他行业，煤炭板块位于 PB-ROE 均衡线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：相比其他年份，煤炭板块 PB-ROE 位于均衡线以下



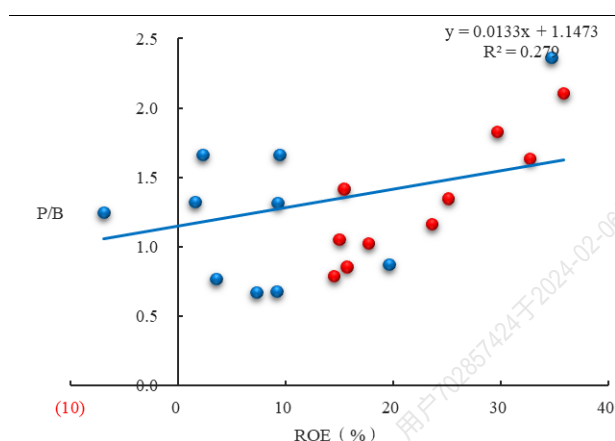
数据来源：Wind、开源证券研究所

**与油气行业相比，煤炭板块仍存在估值折价。**2021 年煤炭消费占一次能源消费总量的比重为 56.0%，石油占 18.5%，天然气占 8.9%，煤炭板块和石油天然气板块同属能源行业，均具有周期属性，随经济波动不断变化，两个行业净利润和 ROE 增减具有相同的趋势。选取油气和煤炭行业各 10 家具有代表性的公司，以当前市净率和 2022 年前三季度 ROE 进行回归分析，除陕西煤业和兖矿能源外，其他 8 家基本位于 PB-ROE 均衡线或以下，说明相比较于石油天然气板块，煤炭板块上市公

司仍存在估值折价现象。

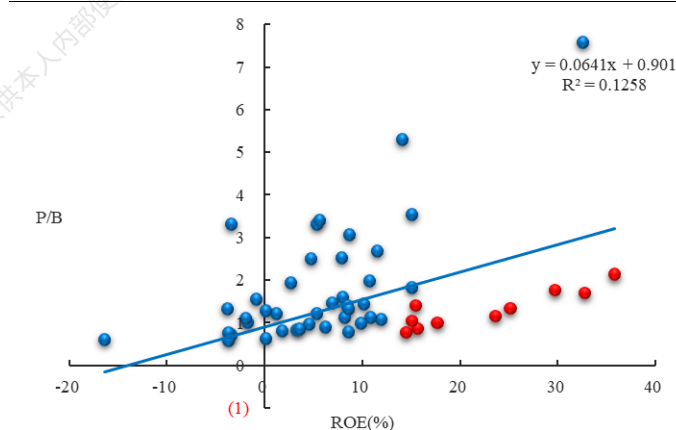
与公用事业行业相比，煤炭行业盈利趋于稳定但估值折价非常明显。公用事业行业产品需求相对稳定，经营和业绩波动受宏观经济影响较小，不会随经济周期大起大落，公用事业行业一般具有较多的固定资产，这与煤炭行业有相似之处。随着供给侧改革完成和“双碳”政策的推进，煤炭产能得到有效控制，电煤长协比例逐渐提高，长协价格趋于稳定，煤炭行业逐渐表现出公用事业的特点，通过对比当前煤炭行业 and 公用事业行业，我们可以发现如果将煤炭行业公用事业化后，估值是否会有变化。通过选择 10 家具有代表性的煤炭上市公司与 40 家公用事业类上市公司进行 PB-ROE 回归分析，发现 10 家煤炭板块公司（红色点）全部位于 50 家上市公司构成的 PB-ROE 均衡线以下，且都距离均衡线较远，都是“低 PB、高 ROE”组合，煤炭板块相比较公用事业行业估值明显偏低。对 40 家公用事业公司 PB-ROE 进行直线回归，得到公用事业公司的回归方程为  $y=0.1383x+0.901$ ，再将煤炭公司的 ROE 代入回归方程中，得到煤炭企业公用事业化后理论市净率值，通过对比 10 家煤炭公司的理论市净率平均值和当前实际市净率的平均值，发现当前实际市净率平均值折价 66%。

图19：煤炭与油气公司 PB-ROE 分析：煤炭估值折价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：煤炭与防御性公司 PB-ROE 分析：煤炭估值折价



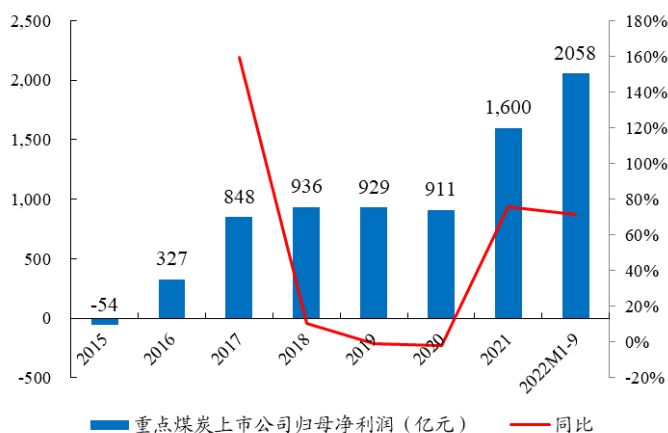
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、煤炭板块低估值原因分析

股价仅限盈利驱动，且市场认为高盈利不可持续。2021-2022 年，煤炭板块较年初分别上涨 10.9%和 43.6%，2022 年 12 月 31 日，煤炭板块较 2021 年 1 月 4 日上涨 51.8%。2021 年，煤炭上市公司归母净利 1600 亿元，同比增长 75.6%，2022 年前三季度，煤炭上市公司归母净利 2058 亿元，同比增长 71.3%。煤炭板块上涨仅限盈利驱动，估值尚未提升，且煤炭板块股价上涨幅度远不及煤企利润增长幅度，市场认为煤企高盈利不可持续。2021-2022 年，煤炭板块股价上涨主要来自煤企业绩增长，且股价上涨幅度远不及业绩增长幅度，这使煤炭板块估值持续低位。但我们也应该看到，经过多年的发展，煤炭行业已不再是高污染的产能过剩行业，能源安全背景下，煤炭作为我国主体能源在短期内不会改变。而“双碳”政策也限制了煤炭的产能周期，正因为煤炭具有较高的碳排放，未来产能将变的更为稀缺，煤炭盈利有望维持在高水平，煤炭价值或将被逐步发现。

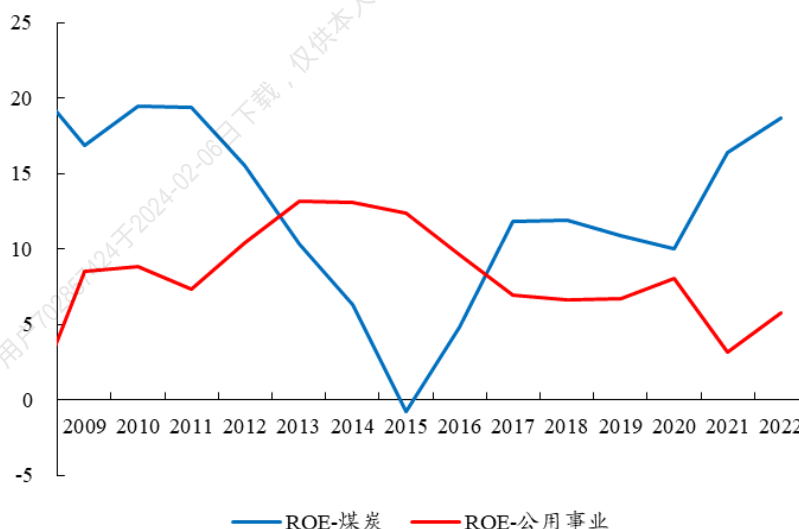
**图21：2021年至今，煤炭行业股价上涨幅度有限**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：2021年以来煤炭上市公司归母净利润大幅增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**周期属性抑制了板块的高估值，市场需要更高的风险溢价。**煤炭行业和公用事业等防御性行业最大的不同就是煤炭行业的强周期性，针对周期板块，市场给的估值明显偏低，市场需要更高的风险溢价。分析 2001-2022 年煤炭板块和公用事业板块 ROE，尽管大部分年份，煤炭板块 ROE 高于公用事业板块，但煤炭行业在 2014-2016 年存在明显的行业低谷，而公用事业板块 ROE 仅在 2008 年金融危机等特殊情况下出现负值。市场仍普遍认为煤炭板块为周期板块，煤炭估值折价非常明显。

**图23：与公共事业相比，煤炭板块 ROE 波动更大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**传统夕阳行业的烙印挥之不去。**2012-2015 年，煤炭行业供给严重过剩，煤炭清洁高效利用尚未大力发展，煤炭因产能过剩、污染严重、不可再生等因素，被许多人视为夕阳产业。我们认为，煤炭是传统产业，但并不是夕阳产业。判断一个产业是否属于夕阳产业的标准之一，是有无完全被替代的可能性，市场需求是否会急剧萎缩。煤炭高效清洁利用方面，“十三五”期间，在淘汰落后产能的同时，煤炭清洁高效利用提上日程。2015 年 5 月，国家能源局对外发布《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020 年)》，指出要构建清洁、高效、低碳、安全、可持续的现代煤炭清洁利用体系；《2016 年政府工作报告》强调要加强煤炭清洁高效利用，减少散煤使用。《“十三五”规划纲要》提出，将煤炭清洁高效利用列为 100 项国家重大工程项目之一。近年来，我国煤炭开采机械化、智能化水平大幅提升，煤炭行业产能过剩、污

染严重的问题已得到根本性解决。煤炭需求方面，虽然我国一直大力提倡发展清洁能源，但不可否认的是，我国“富煤、贫油、少气”能源结构没有改变，国家资源禀赋决定了以煤为主的能源结构短期内不会改变。中国原油、天然气对外依存度已由 2011 年的 57.5%、21% 上升到 2021 年的 72% 和 46%。2022 年，“能源安全”成为能源领域关键词，积极稳妥推进碳中和，煤炭对于保障能源安全供应的意义更显重大，煤炭绿色开发与清洁高效利用已经加速，煤炭有望从传统的“夕阳行业”转向“黑金行业”。

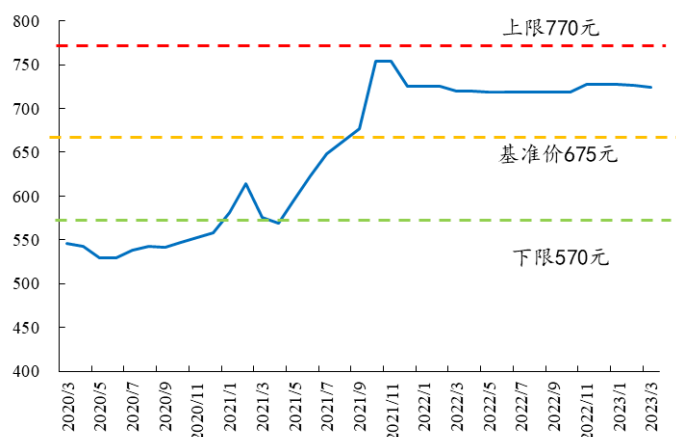
### 3、确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能

#### 3.1、2022 年，煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑

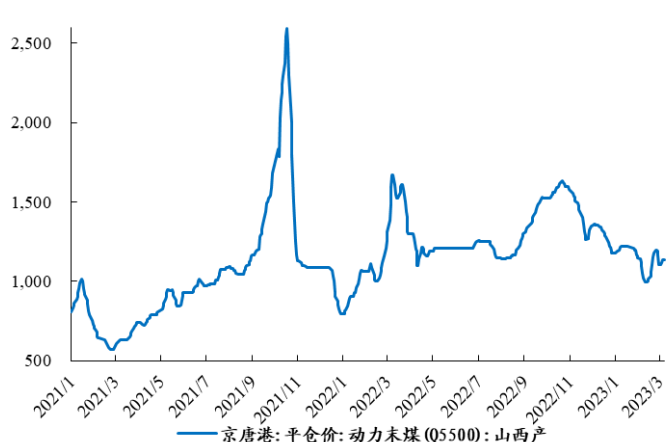
**煤炭行业受政策管控明显。**2022 年 2 月 24 日，国家发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，于 5 月 1 日起正式实施。《通知》实现了“两个明确”：一是明确了煤价合理区间，二是明确了合理区间内煤、电价格可以有效传导，目的是实现有效市场和有为政府的更好结合，防止煤价大起大落。2022 年 7 月，国家发改委进一步提出“三个 100%”要求：各地需按照《煤炭安全保供责任书》确定的电煤供应任务 100% 签约，所有电煤中长期合同 100% 履约，所有电煤中长期合同 100% 按价格政策执行。2022 年，发改委对煤炭行业执行了严格的政策管控，煤价波动性明显减弱，中长期合同成为煤市稳定器，保供稳价成为 2022 年以来煤炭行业的工作重点。

**长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显。**价格方面，2022 年，下水动力煤年度长协基准价按 675 元/吨执行，较 2020-2021 年的 535 元/吨大幅提升，2022 年，动力煤年度长协价格维持在 720 元/吨附近，动力煤年度长协价格高位稳定。同时，电煤现货限价执行 1.5 倍长协，港口限价 1155 元/吨。2022 年，京唐港动力煤均价 1273 元/吨，全年均价超过电煤现货限价 10.3%，且大幅高于电煤年度长协价格。即使现货价格下跌，年度长协价格远低于现货价格，我们预计未来几年长协价格亦难有下跌空间，当前年度长协价格 724 元/吨，离上限 770 元/吨，仍有上涨空间。**比例方面：**随着发改委对煤炭中长期合同监管工作的重视，2022 年电煤中长期合同比例逐渐提升。晋控电力煤炭年度长协比例从 2022 年 Q1 的 61% 提升到 2022 年 Q1-Q3 的 80%。我们测算，国电、华能、华电、大唐四大电力集团符合价格的长协比例预计从 2021 年 Q4 的 23% 提升至 2022 年 Q4 的 72%。2022 年 10 月 31 日，发改委印发《2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案》的通知，要求原则上每个煤炭企业电煤中长期合同任务量不应低于自有资源量的 80%，不低于动力煤资源量的 75%，其中，2021 年 9 月份以来核增产能的保工煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同。2023 年，电煤长协价格有望维持高位，长协比例预计维持 2022 年 Q4 水平。考虑到煤炭行业新的产能周期无法顺利开启，未来相当长一段时间内，煤炭将处于保供稳价状态，煤炭行业确定性逻辑从 2022 年开始演绎。长协价格高位稳定、比例较高—煤企盈利稳定—煤炭股估值重构的逻辑非常明显。

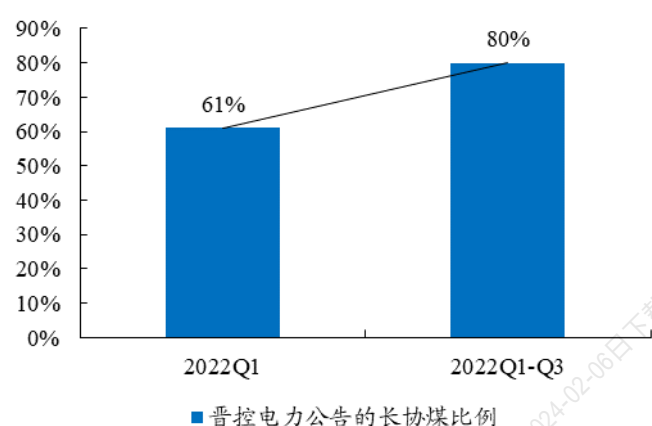


**图24：电煤年度长协价格高位稳定**


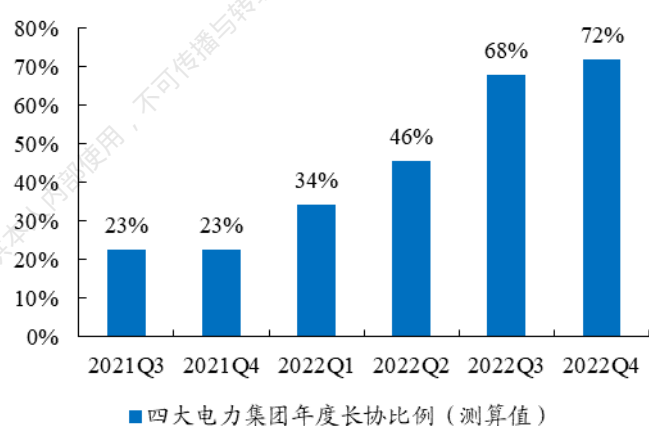
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图25：港口煤炭现货价格远高于电煤年度长协价格**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图26：晋控电力年度长协比例提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图27：四大电力集团年度长协比例逐渐提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

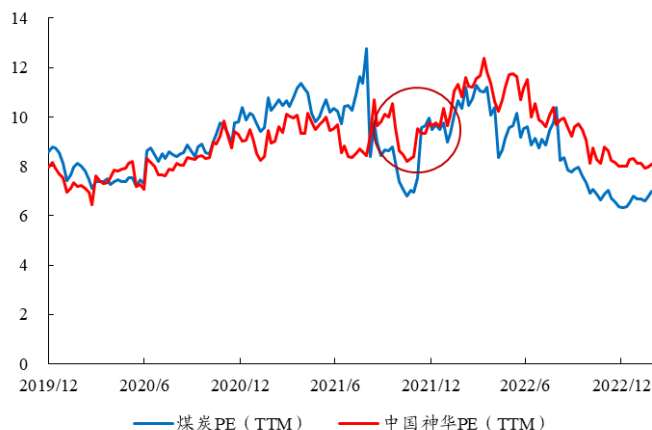
### 3.2、中国神华估值提升带来的启示

2020 年以前，中国神华估值始终低于煤炭板块。中国神华以煤炭产品为基础，形成了煤炭“生产——运输（铁路、港口、航运）——转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，具有链条完整、协同高效、安全稳定、低成本运营优势。中国神华体量较大，受益于“煤电路港航化”一体化经营模式，中国神华经营稳健性高于行业，业绩相对稳定。从 2010-2020 年煤炭行业和中国神华的估值对比中可以看出，中国神华 PE 始终低于整个煤炭板块，部分年份弹性远不及整个板块，盈利相对稳定反而不具有强周期性，几轮周期中，中国神华弹性较弱，并不是煤炭板块优选标的。

2021 年下半年，中国神华估值偏低的逻辑发生了反转。2020-2021 年上半年，中国神华 PE 基本都低于板块 PE，2021 年 11 月，中国神华 PE 超过板块 PE，2022 年全年，中国神华 PE 基本都高于板块 PE。2018-2020 年，中国神华平均 PE 为 8.6 倍，比煤炭板块平均 PE 低 10.8%，而 2022 年中国神华平均 PE 为 10.1 倍，比煤炭板块平均 PE 高 13.4%。2023 年 3 月 10 日，中国神华 PE 为 8.1 倍，煤炭板块平均 PE 为 6.7 倍，中国神华高 21.5%，PE 差距进一步拉大。

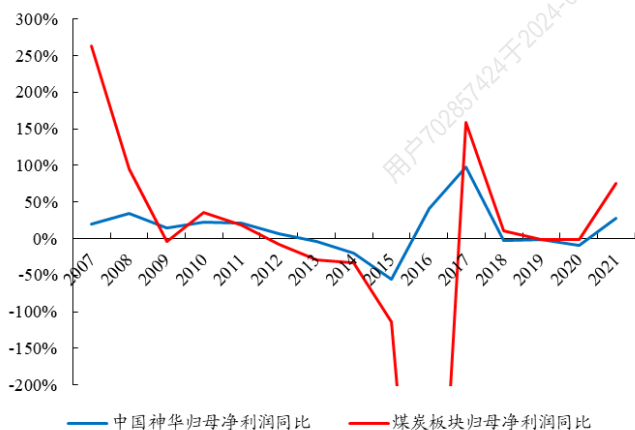
**图28：2020 年以前中国神华 PE 始终低于煤炭板块**


数据来源：Wind、开源证券研究所

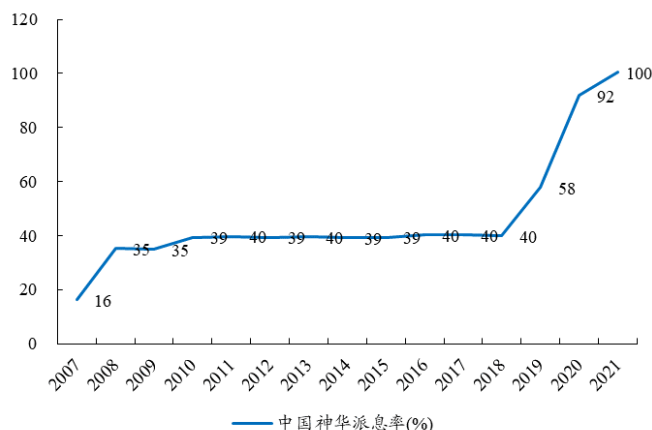
**图29：2022 年以来中国神华 PE 逐渐高于板块**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**中国神华周期属性弱化&高分红带来估值重构。**从归母净利润同比增速看，2007-2021 年，中国神华盈利增速波动性远低于煤炭板块。2021 年，中国神华归母净利润同比增长 28.3%，煤炭板块上市公司归母净利润同比增长 75.6%。从分红比例看，2008-2018 年，中国神华分红比例维持在 40%左右，2019-2021 年公司承诺分红比例不低于 50%，实际分红比例分别为 58%、92%、100%，2022-2024 神华承诺分红比例不低于 60%。稳定高分红带来高股息率，中国神华的投资价值逐步被市场认可。2019 年以来，公司估值与行业差距明显收敛，2022 年以来，煤炭行业高景气，煤企盈利普遍提升，长协政策使中国神华盈利更趋于稳定，中国神华的估值由明显低于行业平均到明显高于行业平均转变。

**图30：中国神华盈利稳定性高于煤炭板块**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图31：2019 年以来，中国神华分红比例逐渐提高**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、“中特估值”促央企国企价值重估，煤炭行业充分受益

**政策频发，高度重视央企国企价值实现与估值提升。**“中国特色估值体系”简称“中特估值”，该概念最早在2022年11月受到A股市场广泛关注。2022年11月21日，证监会主席易会满在金融街论坛年会上表示，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。2022年12月2日，上交所制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》

和《中央企业综合服务三年行动计划》，将服务推动央企估值回归合理水平，推动打造一批旗舰型央企上市公司。2023年以来，有关国企价值实现与估值提升的政策频发，加强国企改革，提升国企效率，完善国企治理，提高国企估值等得到高度重视，2023年3月5日，政府工作报告亦指出，“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理”。2022年以来，关于央企价值实现与估值提升的政策文件频发，央企有望实现高质量发展，估值有望实现提升。

**表2：政策高度重视央企价值实现与估值提升**

日期	部门/机构	事件	主要内容
2020/10/5	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	发挥证券市场价格、估值、资产评估结果在国有资产交易定价中的作用， <b>支持国有企业依托资本市场开展混合所有制改革</b> 。科学界定国有控股上市公司治理相关方的权责， <b>健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制</b> 。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	促进上市平台完善产业布局、提升资产质量和运营效率；稳步做精增量，继续孵化和推动更多优质资产对接多层次资本市场；推动上市平台布局优化和功能发挥， <b>完善中国特色现代企业制度，健全国有控股上市公司治理机制</b> 。
2022/11/21	证监会	2022年金融街论坛年会	证监会主席易会满提出要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑， <b>探索建立具有中国特色的估值体系</b> ，促进市场资源配置功能更好发挥。
2022/12/2	上交所	制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》	制定新一轮央企综合服务相关安排，服务推动央企估值回归合理水平，服务助推央企进行专业化整合，服务完善中国特色现代企业制。 <b>将服务推动央企估值回归合理水平，推动打造一批旗舰型央企上市公司</b> 。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动， <b>着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能</b> ；切实加大科技创新工作力度，着力打造一批创新型国有企业，着力锻造国家战略科技力量；着眼加快实现产业体系升级发展，深入推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快打造现代产业链链长，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。
2023/2/2	证监会	2023年证监会系统工作会议	深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用， <b>逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系</b> ，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023/2/28	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	<b>统筹推进中央企业高质量上市</b> ，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场， <b>为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量</b> 。
2023/3/3	国资委	国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动	国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式， <b>聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标</b> ，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。
2023/3/5	国务院	《政府工作报告》	切实落实“两个毫不动摇”， <b>深化国资国企改革</b> ，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系， <b>完善中国特色国有企业现代公司治理</b> 。

资料来源：国务院、证监会、国资委、上交所、开源证券研究所

**净资产收益率替换净利润指标，考核指标促进国企高分红。**国企改革考核指标历经三个阶段，考核指标从“两利四率”到“一利五率”转变，强调了国企盈利质量的重要性。2020年提出“两利三率”，引导企业关注提高经营效率、加大科技创新产业布局，两利即企业利润总额和净利润，三率即资产负债率、营收利润率、研发投入强度。2021年指标体系变更为“两利四率”，新增全员劳动力生产率指标，

引导企业提高劳动力配置效率和人力资本水平。2022 年，“两利四率”细化为“两增一控三提高”。“两利四率”，“两利”即利润总额、净利润，“四率”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率。“一利五率”即利润总额、净资产收益率、营业现金比率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率。净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率，有利于引导中央企业更加注重投入产出效率，提高资产使用效率，对净资产收益率的考核也将加大国企分红率。

**央国企价值重估，煤炭行业充分受益。**我国煤炭企业拥有上市公司 28 家（包含神火股份、广汇能源，不含焦化企业），其中 5 家为央企体系，19 家为省属国企体系，2 家为市属国企体系，2 家为民营企业，煤炭行业是典型的国央企集中行业。煤炭行业目前具备高盈利、高分红、低估值特点，具有很强提估值逻辑。**基本面：煤价有望维持高位，高分红带来高股息率。**2022 年动力煤 Q5500 港口均价 1281.3 元/吨，同比+49.6%，相比 2020 年同期均价+127.2%。2023 年年度长协基准价维持不变仍为 675 元/吨，远高于 2021 年长协基准价 535 元/吨，预示着 2023 年煤价仍将得到有力支撑，煤价高位支撑煤企高盈利。当前我国 28 家煤炭企业平均分红率为 64.5%，远高于 A 股平均分红率 35.2%。碳中和背景下，煤炭企业主业资本开支较少，企业现金流充沛，众多煤企承诺式高分红，股息率多家在 10%以上，明显高于银行长存利率。**政策面：央国企估值有望回归带动煤炭企业估值提升。**“中特估值”体系将提升国企现代公司治理体系，实现国企价值实现，国企效率提升带动估值提升。当前煤炭股有 21 家国企 5 家央企，建立中国特色估值体系，国央企估值有望整体提升。能源安全背景下，煤炭是我国能源安全的“压舱石”，行业高盈利低估值非常契合央国企估值提升的逻辑，煤炭行业将迎来基本面与政策面共振，估值将具备大幅提升空间。

**五家煤炭央企具备提估值基础。**煤炭行业共有五家央企，分别为中国神华（隶属国家能源投资集团）、中煤能源（隶属中煤能源集团）、电投能源（隶属国家电力投资集团）、新集能源（隶属中煤能源集团）和上海能源（隶属中煤能源集团）。五家煤炭央企中，除中国神华估值相对更高外，其他估值普遍较低，中煤能源集团旗下三家上市公司市净率均处于破净状态。从净资产收益率看，五家煤炭央企 2022 年前三季度 ROE 均超过 15%，均处于高盈利状态。从货币资金和未分配利润看，中国神华、中煤能源、电投能源均有较多未分配利润，具备高分红基础。截至 2022 年三季度，中国神华未分配利润/2022E 净利润、货币资金/2022E 净利润分别为 3.9 和 2.6，未分配利润和货币资金均远超 2022 年净利润，2022 年或将维持 2021 年的 100%分红比例，对应当前股价，股息率超过 12%，高股息率下，中国神华仍具备提估值基础。截至 2022 年三季度，中煤能源未分配利润/2022E 净利润、货币资金/2022E 净利润分别为 2.8 和 3.9，中煤能源在手货币资金充裕，2021 年分红比例为 30%，2022 年存在提高分红比例的可能，若 2022 年分红比例达到 60%，对应当前股价，股息率与中国神华相当，而其 PE/PB 估值明显偏低，且 PB 已低于 1 倍，存在大幅提估值可能。截至 2022 年三季度，电投能源未分配利润/2022E 净利润、货币资金/2022E 净利润分别为 3.5 和 0.7，电投能源未分配利润较多，但货币资金相对偏少，主因公司在建绿电项目较多，绿电转型理应为公司带来更高的估值。



表3：五家煤炭央企处于低估值高盈利状态（亿元）

上市公司	归母净利 2022E	归母净利 2023E	PE 2023E	PB (LF)	资产负债率 2022Q3	ROE 2022Q3	2021年 分红比例	货币资金 2022Q3	未分配利润 2022Q3	未分配 利润 /2022 净 利润	货币资 金/2022 净利润
中国神华	698	730	7.8	1.5	25.5%	15.4%	100%	1,831	2,690	3.9	2.6
中煤能源	234	275	4.2	0.9	51.0%	15.7%	30%	908	664	2.8	3.9
电投能源	48	50	5.1	1.1	35.1%	15.0%	27%	32	170	3.5	0.7
新集能源	28	30	3.6	0.9	61.4%	17.9%	7%	13	46	1.7	0.5
上海能源	27	29	3.6	0.8	36.6%	18.4%	30%	29	102	3.7	1.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：上海能源盈利预测来自 Wind 一致预期，其他为开源证券研究所预测）

### 3.4、能源转型提供拔估值可能

积极稳妥推进碳中和，能源转型是大势所趋。党的二十大报告提出，要积极稳妥推进碳达峰碳中和，立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加快规划建设新型能源体系，积极参与应对气候变化全球治理。实现碳达峰碳中和，是我国统筹国内国际两个大局作出的重大战略决策，“双碳”政策必将对煤炭行业产生长远的影响。“双碳”政策严控煤炭消费增长，我们预计煤炭消费量将于 2030 年前后达峰，远期煤炭需求下降必将对现在煤企新建产能产生负面影响。一般煤矿开采期限超过 50 年，新建煤矿已不是煤企的最优选择。2021 年以来，煤炭行业景气上行，煤企盈利稳步提升，碳中和背景下，煤企煤炭主业资本开支意愿减弱，行业高盈利持续支撑传统能源转型，为确保未来市场地位与竞争优势，能源转型已成煤企共识。2022 年以来，众多煤企开启能源转型，煤企能源转型是大势所趋。

#### 煤企能源转型已经开启——四种能源转型路径。

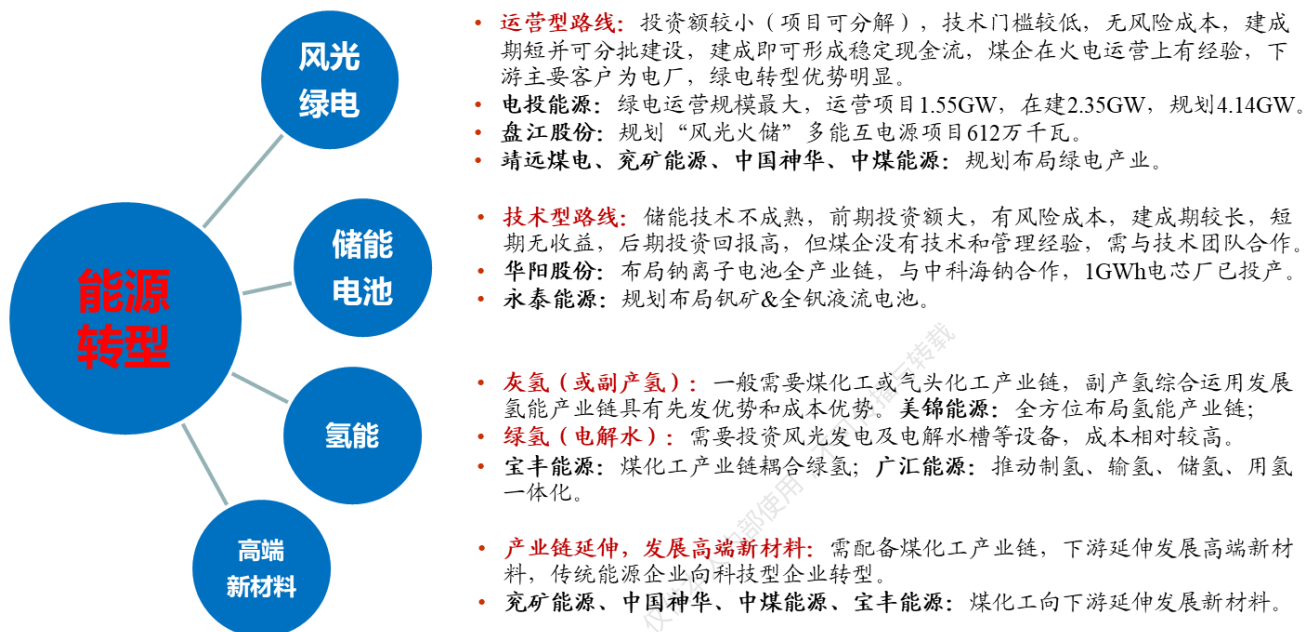
**（1）风光绿电。**风光绿电转型为运营型转型路线，是煤企能源转型的主要路径之一，该路径具有投资额较小、项目可分解、技术门槛相对较低、风险成本低等特点。风光绿电建成期短并可分批建设，建成即能形成稳定的现金流。由于大部分煤企具有坑口火电厂，煤炭下游客户主要为电厂，煤企具有一定的电力运营能力，风光绿电转型具有明显优势，是煤企转型初期的主要路径。**电投能源：**上市煤企中风光绿电运营规模最大，运营项目 1.55GW，在建 2.35GW，规划 4.14GW。**盘江股份：**规划发展风电、光伏、火电、抽水蓄能项目 612 万千瓦，“风光火储”多能互补，前景广阔。**靖远煤电、兖矿能源、中国神华、中煤能源：**规划布局绿电产业。

**（2）储能电池。**储能电池转型为技术型转型路线，储能技术目前尚处于发展初期，具有前期投资额大、风险成本较高、建成周期较长、短期无收益、后期投资回报率高等特点。由于煤企没有储能技术和管理经验，通常需要与技术团队合作，需要持续的技术创新投入。**华阳股份：**布局钠离子电池全产业链，与中科海钠合作，1GWh 电芯厂已投产，万吨级正负极材料已开展厂房建设。**永泰能源：**规划布局上游钒矿&全钒液流电池。

**（3）氢能。**灰氢（或副产氢）转型一般需要煤化工或气头化工产业链，副产氢综合运用发展氢能产业链具有先发优势和成本优势。**美锦能源：**全方位布局氢能产业链。绿氢（绿电的电解水制氢）转型需要投资风光发电及电解水槽等设备，成本相对较高，但绿氢是氢能发展的最终目标。**宝丰能源：**煤化工产业链耦合绿氢，低碳减排契合碳中和。**广汇能源：**推动制氢、输氢、储氢、用氢一体化。

(4) **高端新材料**。高端新材料转型为化工产业链延伸路线，煤企需配备煤化工产业链，具备煤化工运营能力，下游延伸发展高端新材料，从传统能源企业向科技型企业转型。**兖矿能源、中国神华、中煤能源、宝丰能源**：煤化工向下游延伸发展新材料。

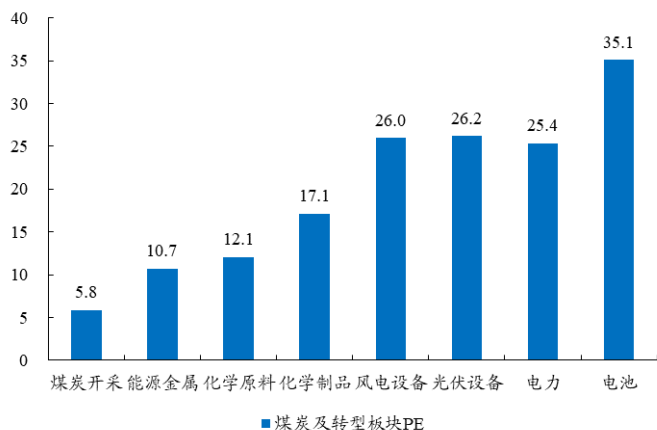
图32：煤企四种能源转型途径均有提估值可能



资料来源：Wind、开源证券研究所

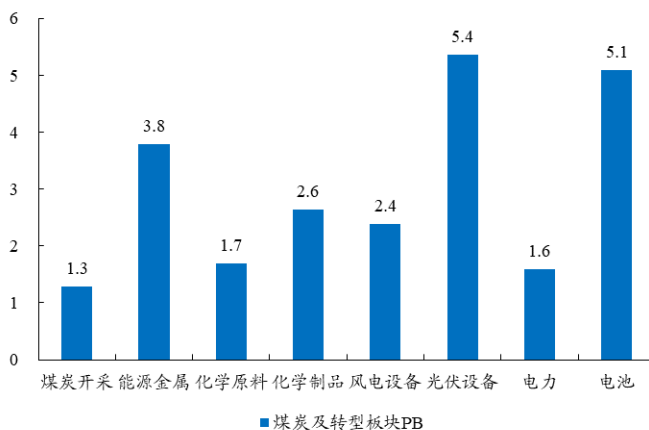
**四种能源转型路径均提供提估值可能**。煤企能源转型方向主要有风光绿电、储能电池、氢能、高端新材料四种路径。相关细分领域涉及的二级行业包括能源金属、化学原料、化学制品、风电设备、光伏设备、电力、电池等，选取这些细分领域的PE、PB与煤炭开采行业对比，可以明显看出，不管是PE还是PB，煤炭开采行业估值均远低于其他行业。以煤企主要转型路线的风光绿电为例，电力行业对应PE为25.4倍，远高于煤炭开采行业的5.8倍。四种能源转型路径，为煤企提供了第二增长曲线，同时均提供提估值的可能。当前煤企盈利能力强，现金流充沛，传统能源转型有望为煤企带来业绩+估值双提升。

图33：煤炭板块PE明显低于其他转型板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：煤炭板块PB明显低于其他转型板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4、投资建议：多主线布局，底部配置正当时

我们认为当前煤价已经完成了底部验证，煤价不具备再大幅下行的基础，供需增增的基本面有望继续抬升煤价。对于股票而言，我们认为煤炭股价自 2022 年 9 月底以来已调整充分，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处底部（PB 要用 PB-ROE 体系分析），具有足够高的安全边际；在前述供需基本面的判断下，碳中和政策将致使煤价长期维持高位，煤炭企业的高盈利高分红高股息率也有望持续，且煤企年报披露时间临近，高分红可期；煤炭板块基金持仓低位、其他板块已获资金轮动，导致当下煤炭股更具性价比。此外，对下半年我们仍认为需求恢复及供给受限，将使煤价有超预期上涨的可能，或将再创全年高点，此时也即将迎来第二波投资机会。动力煤股票需更多关注经济恢复带来的火电增量，炼焦煤股票需更多关注政策对基建落地及地产新开工政策的支持。此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块也存在利多因素，上市煤企多为央企国企，且持续高盈利高分红低估值，煤炭股具备提估值基础，国务院国资委将 ROE 纳入国企考核指标，也将进一步促进央企高分红。冶金煤受益标的：山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源（煤化工标的且有拿煤矿意愿）；海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、山煤国际；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

表4：受益标的盈利预测

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB	评级
		2023/3/17	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023/3/17	
601101.SH	昊华能源	93	26.0	29.9	32.9	3.6	3.1	2.8	0.88	买入
601666.SH	平煤股份	238	60.5	63.7	67.5	3.9	3.7	3.5	1.15	买入
601001.SH	晋控煤业	191	48.6	51.3	54.2	3.9	3.7	3.5	1.27	买入
600123.SH	兰花科创	148	35.2	40.4	44.2	4.2	3.7	3.4	0.98	买入
601699.SH	潞安环能	592	140.3	149.3	151.7	4.2	4.0	3.9	1.35	买入
600546.SH	山煤国际	290	65.9	69.1	71.4	4.4	4.2	4.1	2.14	买入
000983.SZ	山西焦煤	571	112.1	119.2	103.4	5.1	4.8	5.5	2.03	买入
600985.SH	淮北矿业	325	68.7	73.2	78.3	4.7	4.4	4.2	1.03	买入
601898.SH	中煤能源	1,154	234.1	275.0	302.8	4.9	4.2	3.8	0.88	买入
000933.SZ	神火股份	390	74.2	80.9	84.4	5.3	4.8	4.6	2.70	买入
002128.SZ	电投能源	251	47.9	49.6	51.3	5.2	5.1	4.9	1.09	买入
601225.SH	陕西煤业	1,838	351.5	316.8	326.5	5.2	5.8	5.6	1.81	未评级
600188.SH	兖矿能源	1,548	360.8	389.3	403.9	4.3	4.0	3.8	1.99	买入
600256.SH	广汇能源	617	114.9	167.9	213.2	5.4	3.7	2.9	2.33	买入
600348.SH	华阳股份	324	65.1	69.1	76.2	5.0	4.7	4.3	1.37	买入
603113.SH	金能科技	84	13.0	16.0	21.2	6.4	5.2	3.9	0.99	买入
600395.SH	盘江股份	155	22.7	25.5	31.0	6.8	6.1	5.0	1.37	买入
601088.SH	中国神华	5,676	698.0	730.1	762.4	8.1	7.8	7.4	1.46	买入
000552.SZ	靖远煤电	154	10.0	15.4	17.9	15.4	10.1	8.6	1.69	买入
600989.SH	宝丰能源	1,087	75.3	92.7	130.3	14.4	11.7	8.3	3.21	买入
000723.SZ	美锦能源	383	23.5	27.0	29.1	16.3	14.2	13.2	2.87	买入
600157.SH	永泰能源	342	19.5	20.9	22.6	17.5	16.4	15.1	0.78	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级标的盈利数据来自于开源证券研究所预测，未评级标的盈利数据来自于 Wind 一致预期）

## 5、风险提示

**经济增速下行风险。**新冠疫情反复，中国经济存在下行压力，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。

**供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。

**可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧为主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn