

煤炭开采

从估值倒挂看煤炭股估值修复空间

煤炭景气度大幅提升，但估值修复空间较小

2021-2022 年煤炭供给受到多方面冲击，景气度大幅提升，煤价、煤炭企业盈利中枢大幅提高，但是估值修复程度较为不足，导致煤矿资产出现一二级市场估值倒挂的现象。以陕西煤业和山西焦煤的收购案例为参考，我们可以看到产业资本对煤矿资产的认同度较高，且在 2020 年矿业权转让制度变革之后成交价格有上升趋势。

煤炭资源稀缺性、成本中枢抬升、矿业权制度变革提高矿业权价值

双碳政策的推行最终目的是严控煤炭消费，因此我国煤炭产能很难会再大幅提升，体现资源稀缺性。煤炭单吨开采成本有明显的趋势性提高，推动成本上行的因素分别为原材料/电力成本、人工成本、矿井修理/塌陷费用以及由于推行煤矿智能化和验收标准提高而产生的成本。矿业权转让制度变革、转让手续简化、市场化程度的提高了矿业权交易溢价。矿业权转让交易市场制度日趋完善，一系列制度修改大大减少了行政审批的流程，统一开放、竞争有序的矿业权市场体系正在发挥积极作用。

控制权溢价、股利支付率或为一二级市场估值差异的核心矛盾

我们认为收购煤矿对于煤炭企业而言可以直接获得资产的控制权，收购方则相对应能拥有该资产的利润、现金分配权。但是对于股票投资者而言，直接去参与分配利润的可能性非常低，所以相对于净利润而言，分红是最真实的收益，因此股利支付率的提升空间为煤炭估值修复提供基础。

煤炭持续紧平衡，调度面临挑战，体现供给刚性

晋陕蒙生产负荷逐渐见顶，后续增量或取决于新疆，但若后续新疆成为全国煤炭供给增量的核心，铁路运力大概率会成为新增供给的一大瓶颈。疆煤外运的核心除了经济性之外就是运力，即使运力足够的情况下，从新疆运煤至各大煤炭消费省份距离较长，运输调度或许会成为一大难题。

投资建议：我们重点推荐动力煤龙头**中国神华**、**陕西煤业**、**兖矿能源**，具备较高成长性的**广汇能源**；建议关注炼焦煤龙头**山西焦煤**、**平煤股份**、**淮北矿业**、**冀中能源**。

风险提示：煤炭供给超预期增长；煤炭进口量超预期增长；经济增长不及预期；水电发力超预期；储能技术发展速度超预期。

证券研究报告

2023 年 09 月 18 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

纪有容

联系人

jiyourong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《煤炭开采-行业深度研究:至暗时刻已过，或将黎明破晓》 2023-06-03
- 2 《煤炭开采-行业深度研究:聚焦铁水联运：透过港口看煤炭市场新格局》 2023-05-22
- 3 《煤炭开采-行业专题研究:从电价市场化及长协比例提升，看煤价中枢提升空间》 2023-02-16

内容目录

1. 煤炭景气度大幅提升，但一二级市场估值存在较大差异	3
2. 煤炭资源稀缺性、成本中枢抬升、矿井验收标准变化提高了矿业权价值	7
2.1. 煤炭供给总量、结构上均有明显瓶颈，体现高资源稀缺性	7
2.2. 煤炭开采成本的趋势性增加，提高矿井价值	9
2.3. 矿业权转让制度变化或带来溢价	12
2.4. 煤炭持续紧平衡，调度面临挑战，体现供给刚性	12
3. 投资建议	13
4. 风险提示	14

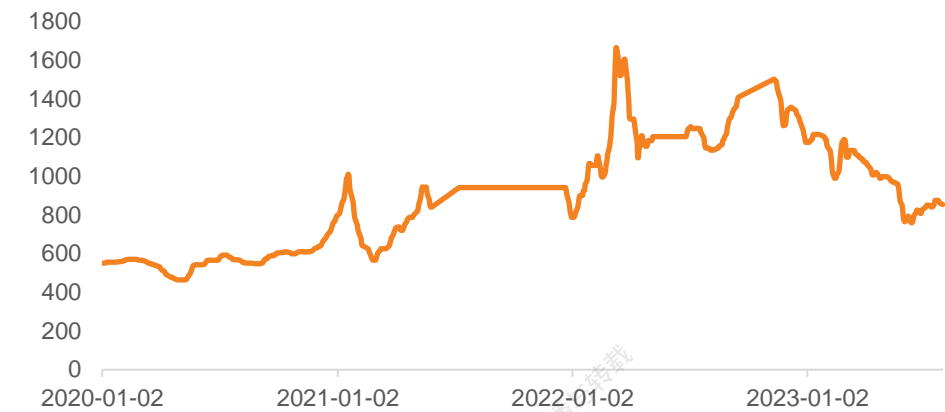
图表目录

图 1：煤炭景气度大幅提高 单位：元/吨	3
图 2：煤炭板块市盈率修复程度不足 主坐标轴单位：倍数 次坐标轴单位：%	3
图 3：多数动力煤上市公司股利支付率仍有提升空间单位：%	6
图 4：动力煤上市公司的分红在经营现金流中的占比，同样有较高提升空间 单位：%	7
图 5：炼焦煤上市公司股利支付率	7
图 6：炼焦煤上市公司 分红在经营现金流中的占比 同样有较高提升空间 单位：%	7
图 7：火电占比仍居高位 主坐标轴单位：亿千瓦时 次坐标轴单位：%	8
图 8：晋陕蒙产量占比持续提升 主坐标轴单位：万吨 次坐标轴单位：%	8
图 9：保供增产后煤矿事故和死亡人数有所反弹	9
图 10：煤炭开采成本趋势性提升 单位：元/吨	9
图 11：原材料、燃料成本持续提升 单位：元/吨	10
图 12：煤炭企业面临招工难等问题，导致人力成本提升 单位：元/吨	10
图 13：矿井修理/塌陷费用持续提高 单位：元/吨	11
图 14：矿业权转让交易市场的制度演变	12
图 15：晋陕蒙煤矿处于高负荷生产状态 单位：万吨	13
表 1：非上市公司矿业权交易情况	4
表 2：上市公司煤矿资产交易情况（规划建设）	4
表 3：上市公司煤矿资产交易情况（已建成煤矿）	5
表 4：一级市场 PE 估值明显高于二级市场	5

1. 煤炭景气度大幅提升，但一二级市场估值存在较大差异

近年来煤炭景气度大幅提高，2021 年我国煤炭供给侧面临较大冲击，主要是内蒙古煤炭行业倒查二十年、安检政策趋严、澳煤进口大幅减少的情况下，动力煤价格中枢连续两年大幅提升，2021-2022 年 5500 大卡动力煤港口价涨幅分别为 50%以及 42%。在保供增产得到落实之后，原煤产量得到一定程度提升，2021-2022 年同比增速分别为 4.7%、9%。叠加 2023 年煤炭进口量的大幅增长，煤价中枢有所回落，但仍维持高位。

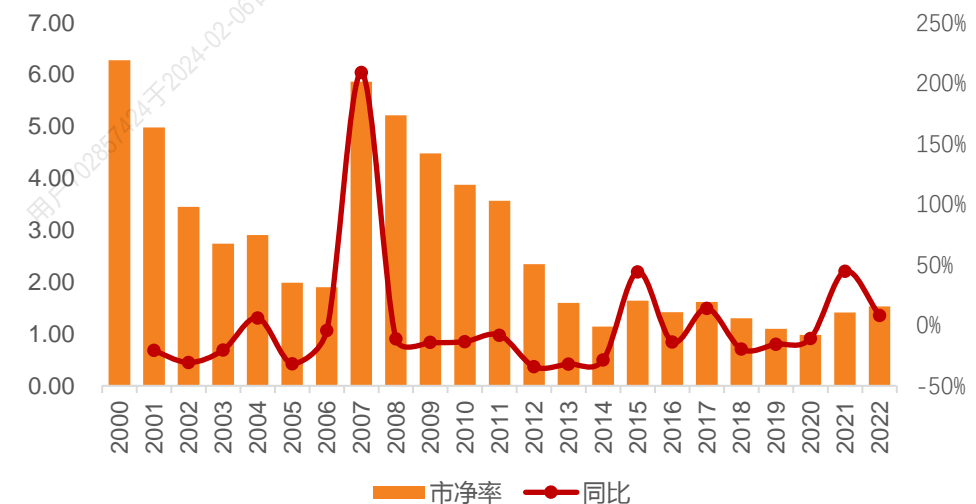
图 1：煤炭景气度大幅提高 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

估值修复程度明显不足：2021-2022 年期间煤炭板块归母净利润同比增速分别为 74%、50%，年内涨幅分别为 44.53%、60.35%，但是煤炭板块估值没有得到明显改善，PE 以及 PB 均处于历史低位。2020-2022 年煤炭板块 PE、PB 累计涨幅分别为 8%、56%，相对于归母净利润和股价涨幅，估值修复程度仍较为不足。

图 2：煤炭板块市盈率修复程度不足 主坐标轴单位：倍数 次坐标轴单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

产业资本对煤矿资产的认同度更高，一二级市场估值倒挂明显：一级市场对于煤矿的估值显著高于二级市场，为了与上市公司的资产有更高的对比性，我们主要选取了上市公司收购能产生利润的已建成煤矿做对比。煤矿的成交价格相对于煤炭股在二级市场的 PE 估值较高，且从单吨资源量或者单吨产能成交价来看，在矿业权转让制度变革之后成交价格有明显提升。已建成煤矿且产生利润的煤矿成交价格大概率较高，在建煤矿成交价格偏低。

表 1：非上市公司矿业权交易情况

省份	时间	项目	资源量 (万吨)	成交价 (万元)	单吨成交价(元)
山西	2016/12/8	大同煤业股份有限公司燕子山矿采矿权	30520	91811	3.01
	2016/12/8	大同煤业股份有限公司四老沟矿采矿权	13412	46723	3.48
	2018/10/15	山西朔州山阴金海洋高山煤业有限公司采矿权	12440	79450	6.39
	2021/5/14	山西煤炭运销集团四阳沟煤业有限公司采矿权	11419	5383	0.47
	2021/7/1	山西汾西矿业集团水峪煤矿有限责任公司采矿权	51861	633279	12.21
	2021/12/29	山西中煤潘家窑煤业有限公司采矿权	23864	288291	12.08
陕西	2013/9/5	陕西煤业化工集团有限责任公司红柳林煤矿采矿权	191277	55497	0.29
	2013/9/13	陕西煤业化工集团有限责任公司张家峁煤矿采矿权	86465	68955	0.80
	2014/1/14	陕西煤业化工集团有限责任公司柠条塔煤矿采矿权	261977	137052	0.52
	2022/5/19	延安市车村煤矿一号井	17870	161009	9.01
内蒙古	2011/1/31	内蒙古东胜煤田转龙湾井田采矿权	54801	780000	14.23
	2011/6/15	魏家峁露天煤矿采矿权	80600	322873	4.01
	2021/12/1	中国神华能源股份有限公司上湾煤矿深部煤炭资源采矿权	62400	386798	6.20
	2021/12/1	中国神华能源股份有限公司补连塔煤矿深部煤炭资源采矿权	29976	103774	3.46
宁夏	2019/2/27	宁夏回族自治区灵武市鸳鸯湖矿区石槽村煤矿采矿权	92624	365077	3.94
	2019/2/27	宁夏回族自治区红墩子矿区红二煤矿采矿权	34530	190613	5.52
	2019/2/27	宁夏回族自治区银川市红墩子矿区红四煤矿采矿权	27769	151293	5.45
	2019/3/7	宁夏回族自治区红墩子矿区红一煤矿采矿权	38476	211774	5.50
	2019/3/7	宁夏回族自治区灵武市横城矿区甜水河煤矿采矿权	15632	93370	5.97

资料来源：自然资源部，山西省自然资源厅，陕西省自然资源厅，内蒙古自然资源厅，宁夏回族自治区自然资源厅，天风证券研究所

注：表格中信息并不包含所有案例，仅选取较具备代表性交易案例

表 2：上市公司煤矿资产交易情况（规划建设）

公司	省份	时间	项目	产能 (万吨/年)	资源量(万吨)	权益产能(万吨/年)	权益资源量(万吨)	成交价(万元)	单吨成交价(元/吨)	单位产能成交价(元)
陕西煤业	陕西	2014/12/31	收购胡家河煤矿矿业权	500	39544	500	39544	226626.7	5.73	453
	陕西	2016/4/7	收购彬长矿业文家坡矿业公司 51%股权	400	34300	204	17493	44032.78	2.52	216
兖矿能源	内蒙古	2015/12/10	收购昊盛煤业 11.59%股权	/	/	/	15000	88592	5.91	/
	山东	2016/3/29	收购万福煤矿采矿权	180	29134	180.00	29134	125037.76	4.29	695
	内蒙古	2021/4/31	内蒙古矿业收购鄂尔多斯能化所持鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司 57.75%股权	800	225800	462.00	130400	290434.98	2.23	629
中煤能源	山西	2016 年	收购小回沟煤业 45%股权	300	47101	135	21195.45	84905	4.01	629

山西	2018/6/25	收购里必煤矿	400	32000	400	32000.00	171254.47	5.35	428
----	-----------	--------	-----	-------	-----	----------	-----------	------	-----

资料来源：山西省自然资源厅，陕西煤业公告，兖矿能源公告，中煤能源公告，万福煤矿公众号，天风证券研究所

注：表格中信息并不包含所有案例，仅选取较具备代表性交易案例

表 3：上市公司煤矿资产交易情况（已建成煤矿）

公司	省份	时间	项目	产能 (万吨/ 年)	资源量 (万吨)	权益 产能 (万吨/ 年)	权益资 源量 (万吨)	成交价 (万元)	单吨 成交 价(元/ 吨)	单位 产能 成交 价(元)
陕西煤业	陕西	2014/9/16	收购陕西集华柴家沟矿业有限公司 95%股权	340	15701	323	14916	12305	38.10	38
	陕西	2022/10/29	收购陕西彬长矿业集团有限公司 99.5649%股权	1200	113000	1195	112508	1431558	12.72	1198
兖矿能源	江西	2010/12/1	收购安源煤矿	120	2688	120	2688	143500	53.39	1196
	内蒙古	2011/11/4	收购内蒙古鑫泰 80%股权	300	4744	240	3795	280160	73.82	1167
	山东	2023/4/28	收购鲁西矿业 51%股权	1900	122800	969	62628	1831938	29.25	1891
中国神华	内蒙古	2010/12/10	包头矿业阿刀亥煤矿	90	2428	90	2428	17663	7.28	196
	内蒙古	2010/12/10	包头矿业水泉露煤矿	120	3969	120	3969	12049	3.04	100
	内蒙古	2010/12/10	柴家沟矿业 95%的股权	100	700	95	665	44882	67.53	472
	陕西	2022/12/15	收购锦界能源 30%股权	1800	135000	540	40500	996516	24.61	1845
中煤能源	山西	2008/7/23	收购东坡煤业 100%股权	150	15800	150	15800	133151	8.43	888
	山西	2020/4/14	收购潘家窑煤矿	90	23864	90	23864	288291	12.08	3203
山西焦煤	山西	2019/8/2	收购山西西山晋兴能源有限责任公司 10%股权	1500	224540	150	22454	128000	5.70	853
	山西	2020/12/8	收购水峪煤业 100%股权	400	51519	400	51519	633279	12.29	1583
	山西	2020/12/8	收购腾晖煤业 51%股权	120	6101	61	3111	38907	12.50	636
	山西	2022/12/30	收购华晋焦煤 51%股权	918.9	89120	469	45451	659930	14.52	1408
	山西	2022/12/30	收购明珠煤业 49%股权	90	2000	44	980	44263	45.17	1004
新奥股份	内蒙古	2023/9/12	转让新能矿业有限公司 100%股权	800	100582	800	100582	667019	6.63	833.8

资料来源：陕西煤业公告，兖矿能源公告，中国神华公告，中煤能源公告，山西焦煤公告，铜川矿业公告，陕西秦安煤矿安全评价事务有限公司，先声铜川公众号，淄矿集团，陕西省能源局，山西焦煤霍州煤电公众号 等，天风证券研究所

注：表格中信息并不包含所有案例，仅选取较具备代表性交易案例

表 4：一级市场 PE 估值明显高于二级市场

公司	年份	项目	收购项目估值		收购当年估值中枢	
			PE	PB	PE	PB
陕西煤业	2022 年	收购陕西彬长矿业集团有限公司 99.5649%股权	11.1	1.5	7.01	2.02
兖矿能源	2023 年	收购鲁西矿业 51%股权	14.2	1.9	5.22	2.9
山西焦煤	2022 年	收购华晋焦煤 51%股权	9.7	1.9	8.99	2.02

资料来源：陕西煤业公告，兖矿能源公告，山西焦煤公告，天风证券研究所

注：1）部分公告没有披露收购当年全年的利润，因此 PE 是根据年化利润计算，没有考虑资产减值，实际 PE、PB 可能比测算值更高。2）山西焦煤收购两个子公司，由于没有披露最新数据，净利润和净资产使用的是 2020 年的数据。

从陕西煤业、兖矿能源、山西焦煤的各个收购案可以看到，煤矿资产的 PE 在一级市场更高，PB 较低。根据我们的测算，陕西煤业收购彬长矿业的案例，彬长矿业的 PE 为 11.1 倍，

比陕西煤业高出约 58%，PB 约为 1.5 倍，相比陕西煤业 PB 低约 28%；兖矿能源收购鲁西矿业的案例，鲁西矿业的 PE 为 14.2 倍，比兖矿能源高出约 172%，PB 约为 1.9 倍，相比兖矿能源 PB 低约 34%；山西焦煤收购华晋焦煤的案例，华晋焦煤的 PE 为 9.7 倍，比山西焦煤高出约 7.9%，PB 约为 1.9 倍，相比山西焦煤 PB 低约 4.6%；

分煤种来看，动力煤和炼焦煤中较具备代表性的收购案例，PE 均高于煤炭板块，PB 优势相对不确定

动力煤交易中，较具备代表性的是陕西煤业对彬长矿业的收购，陕西煤业于 2022 年 10 月 29 日公告以 143.78 亿元收购彬长矿业 99.5649% 的股权，并于同年 12 月 15 日以 3600 万元的价格收购剩余的 0.4351% 股权，最终交易对价为 144.14 亿元，PE 约为 11.1 倍，PB 约为 1.5 倍。

炼焦煤交易中，比较具备代表性的是山西焦煤对华晋焦煤的收购。2022 年山西焦煤以 65.993 亿元的价格收购华晋焦煤 51% 的股权，对应 PE 约为 9.7 倍，PB 约为 1.9 倍。

2022 年，煤炭板块 PE 中枢约为 8.45 倍，PB 中枢约为 1.5 倍，陕西煤业的收购项目的 PE 高出煤炭板块约 31%，PB 低于板块约 29%，山西焦煤的收购项目的 PE、PB 分别高出煤炭板块 2022 年估值中枢约为 15%、29%。

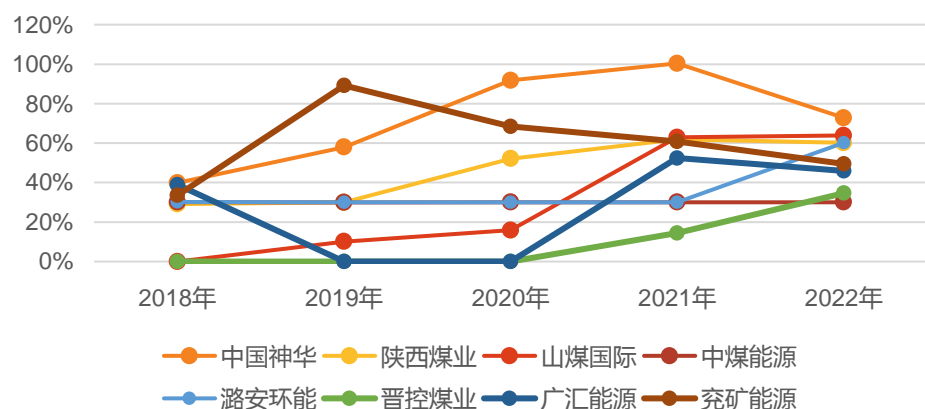
控制权溢价、股利支付率或为一二级市场估值差异的核心矛盾

我们认为，一二级市场估值倒挂的核心逻辑差异或在于控制权溢价和股利支付率的差异，收购煤矿对于煤炭企业而言可以直接获得资产的控制权，收购方则相对应能拥有该资产的利润、现金分配权。但是对于股票投资者而言，直接去参与分配利润的可能性非常低，所以相对于净利润而言，分红是最真实的收益，因此从股票投资者的角度来看，给煤炭企业多高的估值或取决于煤炭企业分配多少分红给投资者。

从单吨市值的不同也能看出估值差异，以中国神华和陕西煤业为例，截至 2023 年 9 月 12 日，两家公司单吨煤炭产量对应的市值分别约为 1800、1103 元/吨，且中国神华的 PE 同样显著高于陕西煤业。我们认为核心因素或为两家公司的股利支付率差异较为明显，过去五年两家公司的平均股利支付率分别为 72.56%、46.65%，差异为 25.91%，带给投资者收益有较明显差异，因此我们认为股利支付率的差异或为影响估值的重要因素之一。

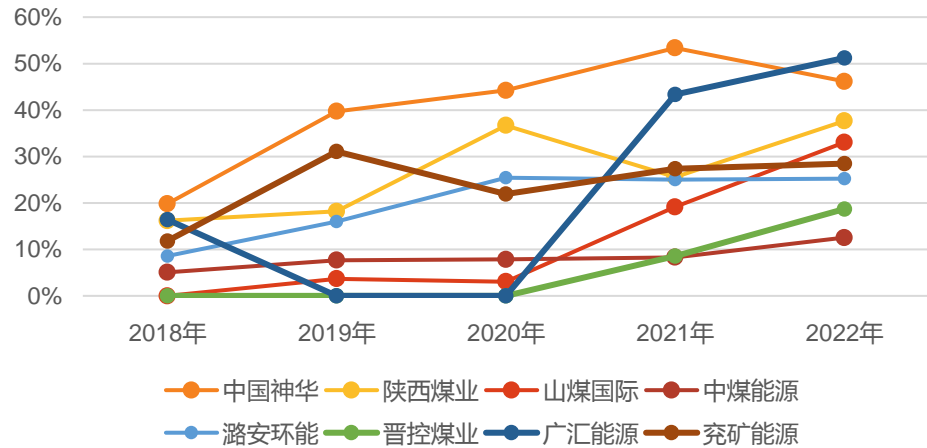
我们认为后续煤炭股估值提升仍存在较大的可能性与空间，主要体现在两方面，一方面是煤价是否能长期稳定在新中枢，这取决于当前老煤矿矿井的资源衰竭速度以及新增煤炭产能的投产难度。目前来看，新增产能的投放较为困难，资源较为丰富的新疆存在运输调度的挑战，因此煤价大概率维持在新中枢。另一方面，在煤价稳定的基础上，需要看各个公司的股利支付率的提升空间，部分煤炭公司的股利支付率维持在 60% 左右甚至更低，因此煤炭股的估值可能仍然存在一定增长空间。

图 3：多数动力煤上市公司股利支付率仍有提升空间单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

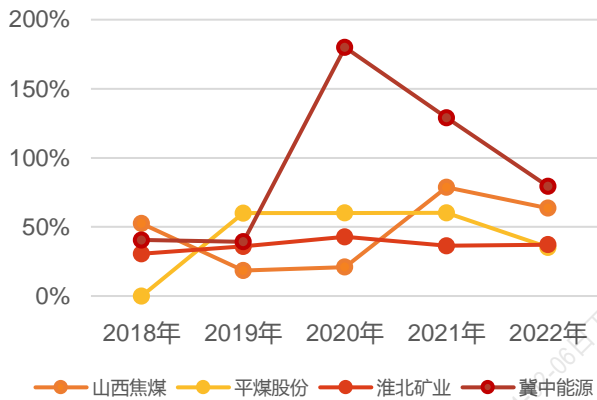
图 4：动力煤上市公司的分红在经营现金流中的占比，同样有较高提升空间 单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

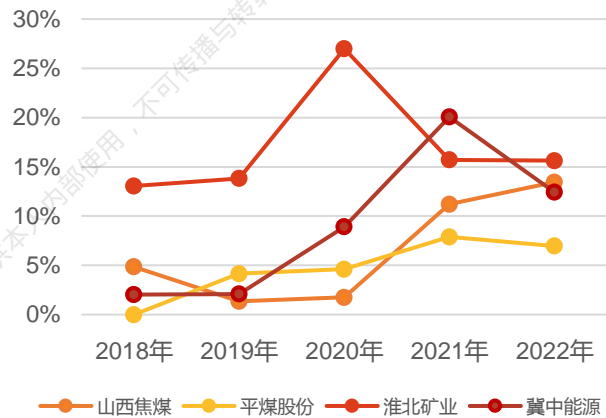
图 5：炼焦煤上市公司股利支付率

单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：炼焦煤上市公司 分红在经营现金流中的占比 同样有较高提升空间 单位：%



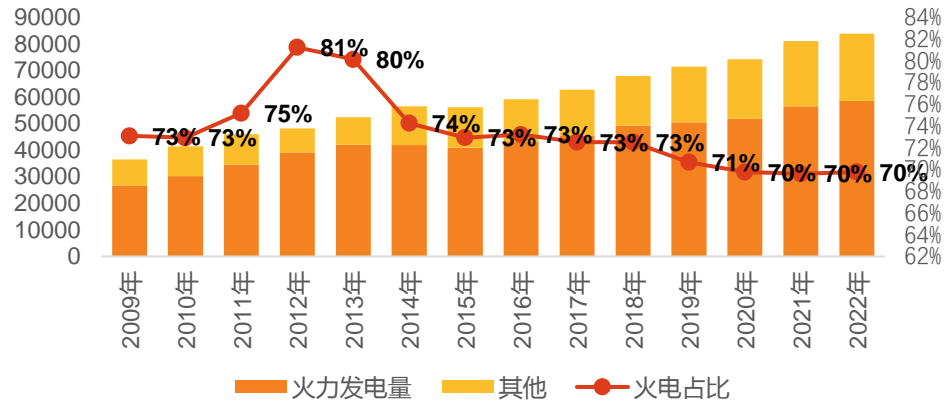
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 煤炭资源稀缺性、成本中枢抬升、矿井验收标准变化提高了矿业权价值

2.1. 煤炭供给总量、结构上均有明显瓶颈，体现高资源稀缺性

双碳政策的快速推进是我国煤炭不会再大幅扩产能的根本逻辑：2021年2月2日国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，文中强调促进燃煤清洁高效开发转化利用，继续提升大容量、高参数、低污染煤电机组占煤电装机比例，并且严控新增煤电装机容量。2021年10月24日，中国中央、国务院发布《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》，文中重点提到十四五时期要严控煤炭消费增长，后续要逐步减少煤炭消费量。截至2022年底，中国发电量结构中火电占比为70%左右，因此中国碳排放达峰很大程度上取决于煤炭消费达峰的时间，或只有通过发展可再生能源替代煤炭消费，才能控制碳排放的继续增长，这是煤炭行业不会大幅度扩产能的逻辑。

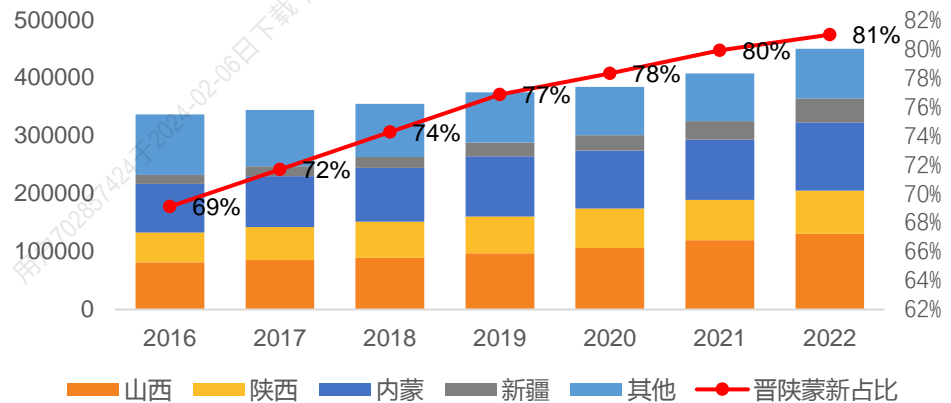
图 7：火电占比仍居高位 主坐标轴单位：亿千瓦时 次坐标轴单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

产能产量集中度的提高，运能瓶颈或是限制供给的一大因素：2016 年 2 月 5 日，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，工作目标为从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，其中重点提到加快淘汰落后产能，落后产能指的是产能小于 30 万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能 15 万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿。在化解、置换产能的期间，可以很明显的看到晋陕蒙新四省的产量占比不断提高，2016-2022 年产量占比从 69%提升到 81%。然而过去几年煤炭铁路运能除了浩吉铁路其余没有太多的新增贡献，那么产量集中度的提高带来的结果是调度面临更大的挑战，这也是过去两年电煤保供过程中面临的挑战之一。

图 8：晋陕蒙新产量占比持续提升 主坐标轴单位：万吨 次坐标轴单位：%

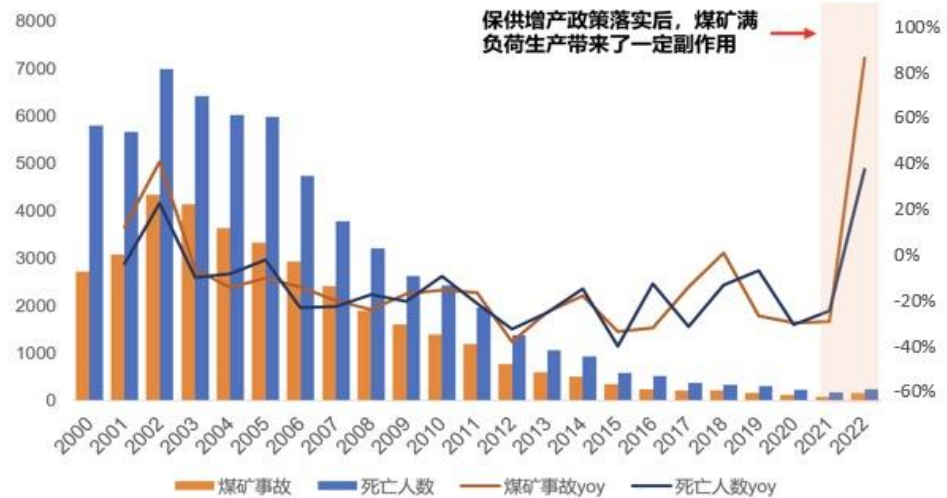


资料来源：中国煤炭资源网，天风证券研究所

“安全”或为煤炭生产接下来的主旋律，进一步强调其资源稀缺性：我国煤矿事故和死亡人数 2002 年达到了顶峰，此后都是持续减少的，因为期间我国煤炭工业加快向现代工业转变，煤矿安监体系逐步完善，所以安全生产情况逐步好转。但是 2021-2022 年，煤炭供给受到了大幅冲击，出现了“拉闸限电”的现象，对此我国出台了保供增产政策，其中包括加快产能核增、推动建设煤矿投产、签订长协等措施，但是高负荷生产带来的结果是煤矿事故数量和死亡人数的反弹，2023 年内蒙古露天煤矿大型事故的发生对这一情况进行再一次验证。从发改委等四部门联合修订印发的《煤矿安全改造中央预算内投资专项管理办法》中我们能看到中央对安全生产的具体措施，因此“安全”或为煤炭生产接下来的主旋律，同时这也提高了煤炭的资源稀缺性。

图 9：保供增产后煤矿事故和死亡人数有所反弹

主坐标轴单位：数量 次坐标轴单位：%

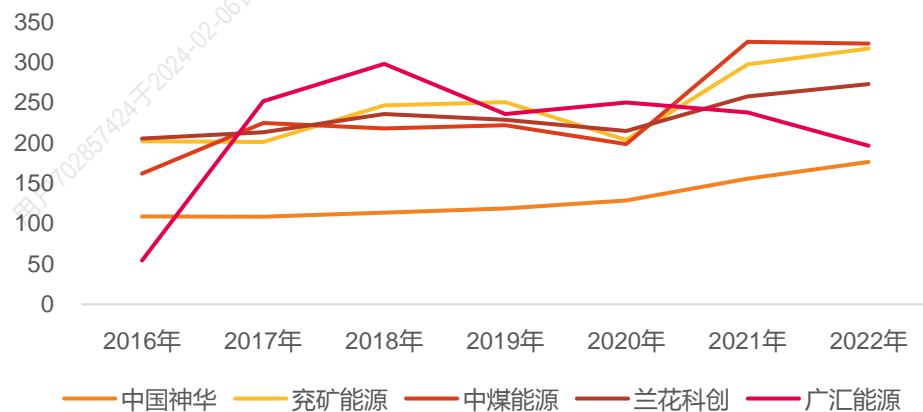


资料来源：中化地质矿山总局地质研究院，《2003—2021 年中国煤矿安全生产事故统计及研究热点分析》郝玉双，《我国煤矿顶板管理现状及防治对策》于健浩、毛德兵，天风证券研究所

2.2. 煤炭开采成本的趋势性增加，提高矿井价值

煤炭开采成本持续提升：煤炭单吨开采成本有明显的趋势性提高，我们选取的五家上市公司，2016-2022 年单吨开采成本累计增长平均约为 103%，CAGR 约为 11%。将单吨成本拆解后，我们发现推动成本上行的因素分别为原材料/电力成本、人工成本、矿井修理/塌陷费用以及由于推行煤矿智能化和验收标准提高而产生的成本。

图 10：煤炭开采成本趋势性提升 单位：元/吨

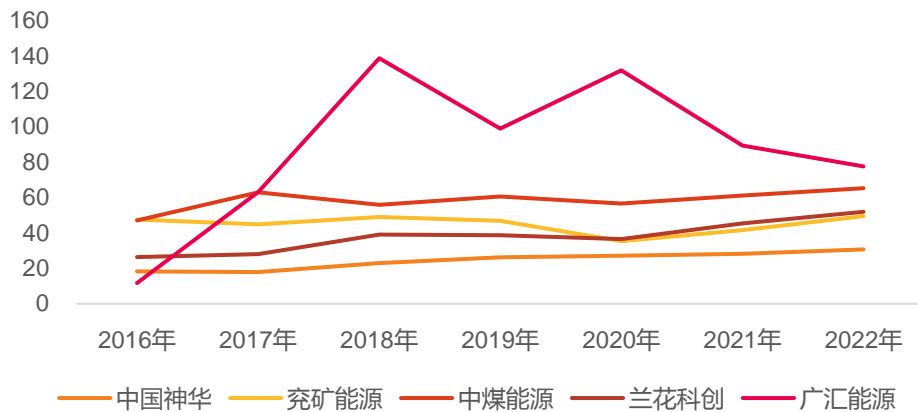


资料来源：中国神华年报，兖矿能源年报，中煤能源年报，兰花科创年报，广汇能源年报，天风证券研究所

原材料、电力成本增加：材料成本指的是煤炭生产过程中发生的材料费支出以及煤炭生产辅助单位发生的材料支出，包括木材、火工产品、支护用品、大型材料、机械配件等。动力成本指的是煤炭生产过程中耗用的电力。从数据样本上看，2016-2022 年原材料、动力成本累计增长约为 154%，CAGR 约为 13%。对原材料费用影响较大的因素主要是地质环境状况和矿井开采年限，恶劣的矿井环境会加大开采难度系数，耗费的人力、物力、财力甚至安全性均无法得到保障。另一方面，随着开采年限和深度的不断增加，也会影响煤炭的开采成本，开采的深度越深，会出现运输煤炭距离增加，通风通道要加长等一些列连锁现象。而且深度的增加，地质环境的复杂性也会提高，相应的防护措施，耗材、费用均会有所提高。电力成本的提高或跟此前发改委提高电价浮动范围有关系，我们认为其根本原因

或是煤价中枢的抬升。

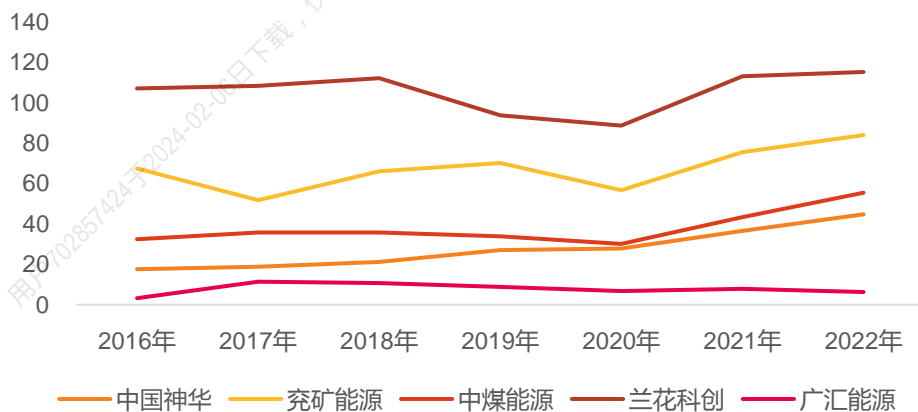
图 11：原材料、燃料成本持续提升 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，兖矿能源年报，中煤能源年报，兰花科创年报，广汇能源年报，天风证券研究所

人工成本增加：人工成本指的是企业给生产工人及矿井管理人员的工资、奖金、津贴和补贴、职工福利费等。2016-2022 年人工成本累计增长约为 70%，CAGR 约为 9%。从数据上看，成本和煤价有一定相关性，企业效益高的时候职工薪资会有所提高，2021-2022 年该规律非常明显。但我们认为其根本或是煤矿面临招工难、现有人员老龄化、后备劳动力不足的长期问题。长期以来，煤炭行业固有“脏、乱、差、苦、累、险”的印象严重影响人才引进，特别是部分煤炭企业工作环境差、待遇低、交通闭塞等问题没有得到彻底改善，在一定程度上影响行业的形象。

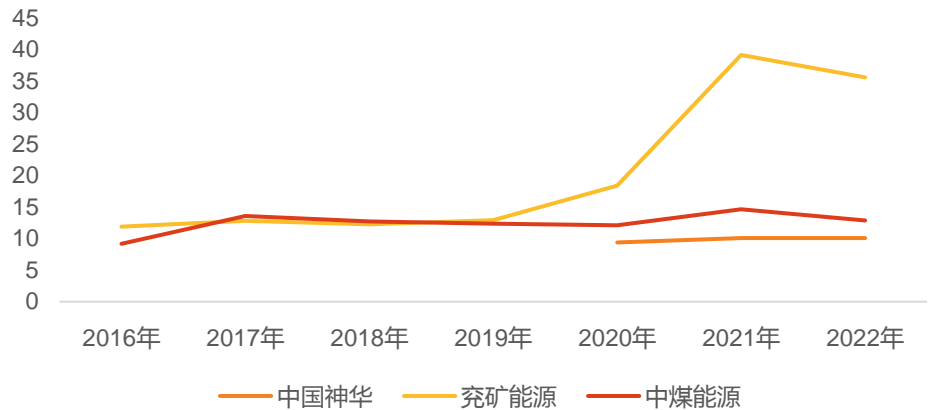
图 12：煤炭企业面临招工难等问题，导致人力成本提升 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，兖矿能源年报，中煤能源年报，兰花科创年报，广汇能源年报，天风证券研究所

矿井修理/塌陷费用：长期以来，煤炭企业为完成产量任务，对设备的过度使用、忽视对设备的维护和保养严重影响了设备的使用寿命，导致修理费用不断上涨。设备没有及时得到更新改造，导致部分设备使用时间超过了报废年限，因此需要反复修理，增加了修理费支出。另一方面，有可能因为部分煤矿企业是高产高效矿井，因此设备普遍使用大功率、大吨位、高性能类型，此类设备价值较高，维修费用也高于普通设备标准，再加上频繁使用导致经常维修，加大了维修费用。从样本数据上看，2021-2022 年设备维修费用也有所提高，保供增产的政策环境下，煤炭企业为了完成生产任务，多数矿井均处于高负荷生产，因此对设备的损耗大概率相对较高，导致产生更高的维修费用。

图 13：矿井修理/塌陷费用持续提高 单位：元/吨



资料来源：中国神华年报，兖矿能源年报，中煤能源年报，天风证券研究所

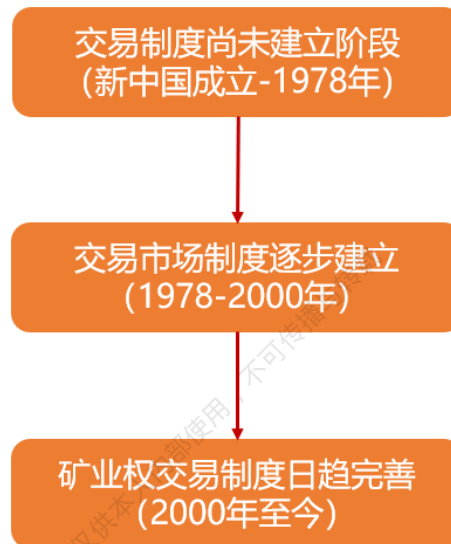
煤矿智能化的推行与验收标准提高：煤炭生产过程中存在着很多危险和安全隐患，以山西省为例，若煤矿在生产过程中出现较为严重的安全事故，停产整顿恢复的时间一般为 3 至 6 个月，同时矿井的安全等级也会被下调。推行煤矿智能化和提高验收标准，对于矿井工人来说得到了更好的安全保障，对于企业来说则可以降低出现安全事故的概率，从而避免遭受停产的损失。根据国家能源局、国家矿山安全监察局发布的《煤矿智能化建设指南（2021 年版）》，对矿井的信息基础设施、智能地质保障系统、智能掘进系统、智能采煤系统、智能主煤流运输系统、智能辅助运输系统、智能通风系统、智能供电与供排水系统、智能安全监控系统、智能综合管控平台等煤矿智能化建设内容进行了详细介绍，并且《智能化煤矿验收管理办法（试行）》中同样详细阐述了这十个方面的验收标准，多数为现场查验，不合格则按要求扣分。

另一方面，根据 2022 年住建部关于发布国家标准《煤矿井巷工程质量验收规范》局部修订的公告，除了对部分细则做了修改和新增，还明确了质量管理应严格落实各方主体的责任，强化建设单位首要责任，全面落实质量终身责任制。煤矿智能化的推行以及煤矿验收标准的提高，或导致单吨开采成本有所提高。

2.3. 矿业权转让制度变化或带来溢价

矿业权转让制度的演变至今大约分为三个阶段，分别为矿业权转让交易制度尚未建立阶段、逐步建立阶段、日趋完善阶段。在新中国成立到 1978 年的期间，矿产资源产权市场掌握在政府手中，不允许市场交易存在，矿山企业类似于国家的行政部门，管理手段以行政命令为主，因此该期间交易制度尚不完善。1978-2000 年，交易市场制度逐步建立，逐步探索建立矿业权交易市场，资源利用效率并逐步提高。2000 年至今，矿业权转让交易市场制度日趋完善，一系列制度修改大大减少了行政审批的流程，统一开放、竞争有序的矿业权市场体系正在发挥积极作用。

图 14：矿业权转让交易市场的制度演变



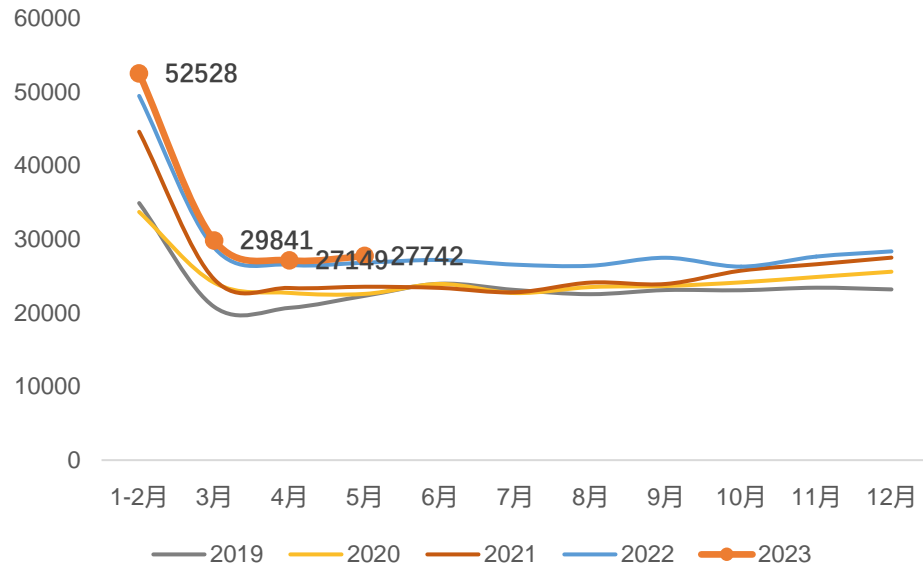
资料来源：自然资源部，天风证券研究所

转让手续简化、市场化程度的提高或提升了矿业权溢价：较具有代表性的时间为 2017 年中办国办印发《矿业权出让制度改革方案》，该方案全面推进竞争性出让，严格限制矿业权协议出让，下放审批权限，强化监管服务。2020 年自然资源部出台《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》，文中强调须摒弃“出让+审批”的矿业权出让模式，因此调整为“出让+登记”的模式，即竞得人与自然资源部签订矿业权出让合同，无需再履行行政审批程序。在矿业权转让制度改革之后，矿业权交易价格有明显提升，山西、山东、宁夏、甘肃的矿业权转让基准价尽管有所提升，但仍无法全面反映市场交易真实情况，因此我们认为市场交易中或存在溢价。

2.4. 煤炭持续紧平衡，调度面临挑战，体现供给刚性

晋陕蒙产量见顶，后续增量看新疆：前面提到，考虑到煤炭资本开支减少，不会再大幅扩产能的根本逻辑，以及煤矿严格安检的长期趋势，后续对供给端增量或形成压力。长期来看，晋陕蒙煤炭供给或已经逐渐见顶，未来供给增量的核心或逐渐转向产量增速高、露天煤矿占比较高的新疆。

图 15：晋陕蒙煤矿处于高负荷生产状态 单位：万吨



资料来源：中国煤炭资源网，天风证券研究所

铁路运能或对供给增量形成阻碍：若后续新疆成为全国煤炭供给增量的核心，铁路运力大概率会成为新增供给的一大瓶颈。近年来除了浩吉铁路的投产，铁路运能几乎没有新增。因此在过去保供的三年中，铁路运力规划成为供给的一大瓶颈，即使在晋陕蒙地区铁路运力持续处于饱和状态的情况下，长协煤签约率和兑现率仍无法大幅提高。疆煤外运的核心除了经济性之外就是运力，目前外运的三通道分别是兰新铁路、临哈铁路及敦格铁路，其中目前的主力是兰新铁路，未来运力增量最多的或为临哈铁路，目前仍在做扩能改造，但是时间和节奏上仍存在不确定性。即使运力足够的情况下，从新疆运煤至各大煤炭消费省份距离较长，运输调度或许会成为一大难题。

3. 投资建议

我们用陕西煤业收购彬长矿业以及山西焦煤收购华晋焦煤两个案例来测算上市公司的投资价值，因为这两个被收购的公司都是已建成煤矿，且能产生稳定的利润，因此其单吨资源量价格与上市公司资产具备较高的可比性。

依照上面提到的两个案例的单吨资源量价格进行测算，煤炭企业估值有较大修复空间：动力煤公司中，陕西煤业、兖矿能源、中煤能源的投资价值测算结果分别为 2336、1806、3417 亿元，与截至 2023 年 7 月 31 日的市值相比分别有 48%、37%、207% 的上升空间。炼焦煤公司中，山西焦煤、平煤股份、淮北矿业的投资价值测算结果分别为 958、430、652 亿元，与截至 2023 年 7 月 31 日的市值相比分别有 86%、132%、113% 的上升空间。较高的溢价凸显了产业资本对煤矿资产的重视程度，以及煤炭股后续存在较大的估值修复空间。

另一方面，股利支付率的提升空间为煤炭估值修复提供基础：在上文中，我们论证了煤炭股存在估值倒挂的原因或为控制权溢价所致，以及估值修复空间取决于股利支付率的提升空间。目前在煤炭供给较为紧张、煤价新中枢逐步清晰的情况下，股利支付率后续若进一步提升，煤炭股估值修复则存在坚实基础。

综上所述，煤炭生产的重点或从保供增产转移至安全生产，国内产量相比上半年或有所收紧。长期来看，晋陕蒙的煤矿生产负荷大概率难以有进一步的突破，且产量集中度的提高带来的结果是调度面临更大的挑战，这也是过去两年电煤保供过程中面临的挑战之一。

投资建议：本轮煤炭周期的属性大概率会发生明显的变化，即不再是煤炭价格的上涨驱动煤炭产能的大幅扩张，而是驱动替代化石能源的新能源产能快速增加，这也就意味着本轮煤炭行业价格周期的核心是新能源的产能周期而不是化石能源的产能周期。当市场认为新

能源发展进入快车道之时，其实也就认识到了传统化石能源的开发周期已经临近尾声，煤炭供需的持续紧平衡或许将带来煤炭价格的持续上涨与企业利润率的持续高位。

我们从分红支付率以及分红在现金流中的占比的提升空间做推荐，根据该逻辑我们建议关注提升空间较大的公司，其中包括动力煤公司**中煤能源**、**晋控煤业**、**兖矿能源**、**山煤国际**，以及炼焦煤上市公司**平煤股份**、**山西焦煤**、**淮北矿业**、**冀中能源**。

4. 风险提示

- 1) **煤炭供给超预期增长**：煤炭供需失衡下，产能可能在政策推动的情况下持续释放，并给煤价带来下行压力。
- 2) **煤炭进口量超预期增长**：今年 1-5 月进口量大幅增长，虽然进口高增速不可持续，但仍存超预期增长风险，进而导致供给有超预期增量。
- 3) **经济增长不及预期**：煤炭在中国一次能源消费中占比较高，与宏观经济增速呈现直接相关性，若今年经济恢复不及预期，煤炭需求存在不及预期风险。此外，若经济恢复不及预期对煤化工各个产品的需求均为利空。
- 4) **水电发力超预期**：今年厄尔尼诺现象导致部分地区强降水频发，相较去年的极端情况水电或有所恢复，进而影响火电需求。
- 5) **储能技术发展速度超预期**：储能技术的发展或进一步带动可再生能源的发展，进而加速新能源发电替代火力发电的进度，从而造成煤炭需求下降。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com