

# 高股息板块领涨 煤炭行情是否可持续？

本报记者 顾梦轩 夏欣 广州  
北京报道

随着上证指数在“八连阳”中收

## 高盈利+高分红

高股息策略虽然包含了煤炭、银行、石油石化等众多行业，但煤炭贡献了高股息策略最主要的涨幅。

从个股表现来看，根据Wind数据，36只中信煤炭成份股有21只年内涨幅为正，其中，涨幅前三名分别为新集能源(601918.SH)、兖矿能源(600188.SH)和中煤能源(601898.SH)，这三个个股年内涨幅分别为34.16%、30.64%和28.38%。包括上述三个个股在内，年内涨幅超过10%的煤炭个股有13只。

中信保诚基金基金经理孙惠成表示，煤炭板块反弹的原因，一是行业基本面相对较好，企业盈利较高且盈利稳定性好，现金流充沛；二是板块整体估值较低，分红率相对较高，有利于吸引中长期资金配置。从目前的板块估值和股息率来看，在行业基本面持续稳定、企业维持高分红的预期下，估值仍有提升空间。

与煤炭板块上涨最相关的话题就是“高股息策略”。创金合信稳健增利6个月持有期基金经理龚超在接受记者采访时表示，自

复3000点，多个行业迎来了久违的反弹，其中，最耀眼的无疑是曾在2022年大放异彩的传统能源煤炭行业。Wind数据显示，申万31个一级行业中，煤炭指数以2024年年内14.74%的涨幅位居榜首。

大成基金煤炭研究员杜廷芳在接受《中国经营报》记者采访时表示，今年以来煤炭表现较好的原因主要有两点。第一，煤炭行业在经历供给侧改革以后，价格高位运行，煤炭企业积累了良好的现金流，注重股东回报，股息率较高；第二，市场风格偏好变化，之前市场风格偏成长股，现在则转为选择业绩稳定性较强的红利防御股。

“从2021年开始，煤炭行业实际上已经进入了一轮新的产能周期。”龚超指出，煤炭行业的产能周期，会经历煤价长期上涨—煤炭企业资本开支增加—新增产能大规模投产—煤价下跌等阶段，时间维度长达十年左右，当前处于新一轮产能周期早期阶段。股价本质上是对公司未来长期的盈利和现金流进行折现，当投资人逐步认识到煤炭板块的高盈利、高分红是可以持续很多年的时候，市场选择了快速提升煤炭板块的估值水平。

星图金融研究员黄大智在其分析文章中指出，高股息策略虽然包含了煤炭、银行、石油石化等众多行业，但煤炭贡献了高股息策略最主要的涨幅。在高股息成为目前市场交易的核心策略下，煤炭能否继续上涨成为

市场最关心的话题。

“从目前的板块估值和股息率来看，在行业基本面持续稳定、



截止日期：2024年2月29日

数据来源：Wind

企业维持高分红的预期下，估值仍有提升空间。”孙惠成判断。黄大智认为，当下市场交易煤炭的

最主要逻辑在于，低风险偏好下，煤炭的高股息会吸引如国家队、险资等中长期资金入市。

## 煤价回落拖累部分煤企

煤炭作为一种战略资源，市场逐渐认可煤价中枢是稳中有升的，对应煤企的盈利底部是相对夯实的。

黄大智在上述文章中指出，股息率取决于三个条件，分别是公司盈利、分红率、PE估值。这三个条件共同决定了股息率的水平。

分红率方面，黄大智认为，煤炭板块煤炭是一个成熟的周期性行业，在价格受到政策性限制的情况下，其分红是吸引投资者重要的指标之一。对于煤炭行业而言，因为多数数为央、国企的属性，过去几年都维持了较高的分红率，特别是在目前资本市场强调企业分红的政策下，央、国企未来的分红率会只高不低。

从估值来看，黄大智认为，市场对煤炭的估值并不高，在过去的五年间，中证煤炭指数PETTM(滚动市盈率)估值大多数维持在7—10倍之间，这也是煤炭能够保持高股息率的最重要的原因之一，稳定的盈利、较高的分红率、较低的估值，这三者共同维持了煤炭近

几年持续走高的股息率。但经过过去半年多的上涨后，煤炭如今的PETTM估值已经超过11倍。不仅PETTM估值处于历史高位，中证煤炭指数的PB估值同样处于近五年内的历史最高位附近，截至2024年2月22日，中证煤炭指数PB估值已经达到1.83，处于近五年历史的最高位置。

就盈利方面看，黄大智指出，以市场对煤炭行业的预测来看，根据Wind一致市场预期，中证煤炭指数在2024年及2025年或将仅仅取得微弱的增长。当然，考虑到市场预测与实际值的偏差，这种数据并不能作为完全的盈利增长依据，但这也说明当前市场对煤炭未来的盈利增长并不看好。

而随着2023年的业绩预告结束，煤炭价格在2023年的回落也“拖累”了部分煤炭企业利润。

其中，宝泰隆(601011.SH)出

现上市后首次亏损，安源煤业(600397.SH)和新大洲A(000571.SZ)也出现业绩预亏。

同时，根据国家统计局数据，2023年煤炭开采和洗选业实现营业收入34958.7亿元，比上年下降13.1%；实现利润总额7628.9亿元，比上年下降25.3%。公开数据显示，5500大卡秦皇岛港年度长协价格为713.83元/吨，同比下降1.09%；秦皇岛5500大卡动力煤平仓价格为965.34元/吨，同比下降约两成(23.99%)。

孙惠成指出，申万煤炭指数在2023年收益率为3.41%，2023年煤炭价格高位回落或低位企稳，会导致一些现货占比高，成本高的公司的盈利和股价出现较大波动，但是板块中盈利稳定的优质公司，普遍实现了20%以上的涨幅。展望2024年，孙惠成预计，煤价的波动可能会相对更稳定，有利于板块中优质公司的价值重估。

万家基金认为，煤炭在经历2023年的煤价短暂探底后，2023年下半年以来动力煤现货价格快速回升并稳定在每吨900元以上的较高水平，煤炭作为一种战略资源，市场逐渐认可煤价中枢是稳中有升的，对应煤企的盈利底部是相对夯实的。

龚超指出，2023年上半年，在国内高煤价的引导下，海外煤炭大量出口到中国，港口库存快速累积，5500大卡动力煤港口价快速下跌到800元/吨以下。煤炭企业业绩下滑压力较大。下半年随着电力需求旺季到来，行业库存快速去化，国内供给端产地安监力度大幅度升级，煤炭供需形势好转，5500大卡动力煤港口价快速回升至900—1000元/吨。

展望后市，万家基金认为，从股息率的角度，长端国债利率仍在不断下行，龙头煤炭企业与其他行业红利龙头相比，仍有20%

左右的估值修复空间。从资源股的角度，市场尚未定价为产能收缩带来的煤炭供给刚性，以及煤价可能超预期上行带来周期弹性，未来煤炭的投资机会还远没有到结束的时候。

从“2024年开始，预计市场将重新对煤炭板块进行定价和估值。”龚超分析，2021—2023年，市场对于煤炭行业的认知尚不充分。市场普遍担心在全球碳减排背景下，煤炭行业未来的消费量将持续下滑。实际上，在目前的技术水平下，火电是唯一的绝对可控电源，煤电是成本最低的发电方式之一。考虑到印度、东南亚等新兴市场需求，即使从10—20年的维度来看，全球煤炭行业的消费量都没有见顶。此外，市场将逐步认识到，2021年开始的煤价上涨，是一轮可以类比2001—2011年的产能周期，而不是简单的库存周期。

## 盈利稳定性未知

今年2月山西省发布文件进一步严格限制超产，可能导致煤炭供给进一步收缩，煤价上涨的预期逐渐增强，周期上行空间有望打开。

2022年，煤炭板块出现较为罕见的火爆行情。2023年，煤炭板块表现虽然不错，但远不及2022年的势头。2024年，煤炭板块又将会有怎样的表现，能否达到2022年的巅峰状态？

孙惠成指出，2022年的煤炭行情主要是由于地缘冲突导致的全球能源价格大幅上涨所致，是周期股的逻辑，2024年再重现这种极端情况的概率或许较低，因此从周期的角度看，2024年煤炭板块的表现可能较难超过2022年。当前煤炭板块的投资逻辑在于高分红，不过度追求高的收益率回报，更看重回报的确定性。

万家基金指出，煤炭板块不仅有高股息的防御属性，同时具备资源股的进攻属性。煤炭作为国家的基础能源，自2023年下半年以来安监趋严导致供给明显收紧，今年2月山西省发布文件进一步严格限制超产，可能导致煤炭供给进一步收缩，煤价上涨的预期逐渐增强，周期上行空间有望打开。

龚超指出，2024年，从供给角度看，煤炭产地安监趋严常态化，过去两年的高强度生产不可持续；全球煤炭贸易量增长有限，印度、东南亚等新兴市场对煤炭的需求十分强劲，国内煤炭进口量继续增长的难度比较大。

从需求角度看，龚超认为，国内煤炭需求量预计仍小幅增长，煤价易涨难跌，仍有不小的上行压力，全年煤价中枢有望再上一个台阶。

自2021年以来，高煤价已经持续了两年以上的时间，市场逐步认识到高煤价不是短期现象，煤炭行业的估值水平有望得到修复。2024年，煤炭板块大概率仍然会有比较好的表现。

“未来行情是否可持续较难判断，这一方面取决于煤炭股盈利是否可持续，另一方面在于市场风格变化。个人认为‘十四五’期间煤炭供需需平衡，有利于支撑高盈利，但市场风格变化难以预测。”杜廷芳说。

黄大智则认为，从长期来看，在“双碳”目标下，动力煤用来火力发电的长期需求是下降的，房地产业下行对焦煤的需求也是下降的。而供给侧在政府“保供稳价”的基调下，煤炭产量是不减反增的，煤炭价格的支撑并不稳固。煤炭企业盈利的稳定性需要打一个大大问号。

# 防范利差损风险 保险资金优化资产负债匹配

本报记者 陈晶晶 广州报道

受利率下行、资本市场波动等因素影响，保险资金面临较大投资压力，投资收益整体处于较低水平。

近日，国家金融监督管理总局公布的保险资金2023年整体投资业绩显示，截至2023年年末，保险资金运用余额为28.16万亿元，同比

增长11.05%；2023年，保险资金的年化财务收益率为2.23%，年化综合收益率为3.22%。

《中国经营报》记者注意到，2023年保险资金财务投资收益率罕见降到了3%以下，和2022年相比，2023年保险资金的年化财务收益率同比下降1.53个百分点，处于十多年来的低位。记者梳理133家非上市险企的财务投资收益率、综合投资收益率两项指标发现，整体来看，有四成险企2023年的综合投资收益率不足3%，甚至有个别寿险公司综合投资收益率和财务投资收益率均为负数。

2024年，保险资金将如何调整资产配置提高投资收益、防范利差损风险？

2024年工作会议要求“做精资产负债管理、防范利差损风险，做细风险控制、守牢安全发展底线”，明确提出防范利差损风险问题。

业内人士对记者分析表示：“前几年行业投资端表现较好时，尚能支撑相对较高的结算利率，但近几年增量资产的收益率已经无法达到先前水平，有的甚至无法覆盖支付给客户的保单收益，因此万能险结算利率下降可以缓解利差损，有利于产品长期发展。”

华西证券研报分析认为，随着万能险结算利率的下调、银保“报行合一”的强化，险企负债端的利差损风险和费差损风险将进一步降低，进而将缓解险企资产负债匹配压力。

## 投资收益持续下行

监管披露数据显示，2023年人身险公司年化财务收益率为2.29%，年化综合收益率为3.37%，财产险公司年化财务收益率为2.93%，年化综合收益率为2.87%。

投资收益率的下滑，在一定程度上拖累保险净利润。据记者不完全统计，2023年，除去未披露净利润的险企，60家非上市人身险公司在2023年共计亏损142.36亿元。其中，6家寿险公司亏损金额均超10亿元。

需要关注的是，利率持续走低，保险资金面临“资产荒”和再投资的双重压力。公开数据显示，2020—2022年，中国寿险行业险资投资三年平均收益率为3.7%，显著低于5%（多数寿险公司的长期投资收

## 强化资产负债匹配

有不少市场人士分析认为，根据海外经验，保险业应对利差损的方法除了下调产品预定利率降低保险负债端成本，还应该从资产端发力，并做好资产和负债联动。在资产端，需要进一步完善资产配置，夯实投资能力；在负债端，寿险公司需要调低产品预定利率，多元化利源结构，优化负债成本。提高产品创新能力，开拓新的业务增长点。

不过，在低利率环境下，保险公司的利润留存空间和资金配置难度正在进一步加大。

东吴证券非银研究团队研报分析认为，一是保险公司准备金计提压力增大。保险未到期责任准备金计提的折现率由中债国债10年期到期收益率的75日移动平均为基础，加风险溢价构成，在低利率环境中，会导致折现率下降，从而使得需要计提的准备金增多。二是保险资金投资收益率难以覆盖资金成本。保险资金大部分用于配置固定收益类资产，在低利率环境下，传统固收类资产和存款收益率难以覆盖保险资金的负债成本，此外，久期缺口的存在加剧利率变动的风险。三是保险资金再配置面临风险。保险公司在高利率时期配置的债券、存款等资产临近到期，在低利率环境下面临再配置风险。

一家寿险公司投资部人士对



截止日期：2023年12月31日

数据来源：监管公开数据

记者表示，权益市场是大类资产配置的关键组成部分，高股息资产将持续成为保险资金权益配置的重要投向，保险公司应积极把握机会。

值得一提的是，2023年9月10日，国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率50%监管标准不变的条件下，对保险公司偿付能力监管标准进行优化。通过调低部分风险因子的措施，鼓励保险公司将资金更多地用于长期投资，为增量险资入市释放了更大空间。

市场人士分析称，整体而言，随着A股上市公司盈利水平继续修复，重要股指正在度过低迷期，2024年寻求中长期稳健回报的

长期资金入市配置的需求明确。不过，需要看到的是，目前保险资金配置权益类资产的占比相对较低，保险资金进行资产配置时难以有效利用监管政策给予的自主配置权益类资产的空间，未能充分享受权益类资产的长期配置优势。展望未来，保险机构应该进一步建立健全长周期考核机制，充分利用监管政策给予的配置权益类资产的空间，发挥保险资金长期配置优势。

“当前低利率环境下，寿险公司应发挥保险资金的长期优势，结合国家战略，在科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，布局相关的产业和企业，提高资金的长期收益。”上述寿险公司投资部人士强调。