

煤炭

煤炭专题报告

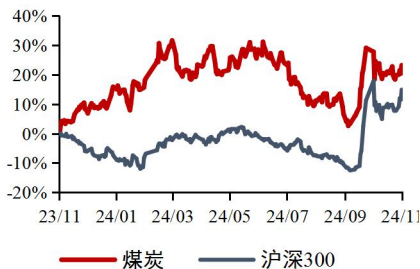
领先大市-A(维持)

煤炭红利价值演绎与套息交易

2024年11月8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】9月进口量增长，分煤种结构性分化-煤炭进口数据拆解 2024.11.7

【山证煤炭】迎峰度冬煤炭需求在即，关注煤价表现-【山证煤炭】行业周报 (20241028-20241103)： 2024.11.4

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

➤ **煤炭红利价值演绎与再展望：**存款利率调整，煤炭红利价值凸显。存款利率下降引导资金转向红利股。煤炭股近年曾表现出强防御属性。捕捉煤炭高股息交易轨迹的必要性。低利率环境下，市场逐步认可煤炭红利价值，煤炭股息率水平有所下降。但考虑到煤炭股息率仍然处于较高水平，相关公司仍存在套息交易空间。

➤ **煤炭内生套息机制：**煤炭内生套息机制的形成源于股息率持续高于外部融资成本。煤炭行业股息率常年维持全行业第一。低利率环境下，煤炭行业外部融资成本整体较低。套息空间不仅要关注息差，煤炭公司的决策流程、股权结构和杠杆空间也同样重要。煤炭国企决策更稳健，同时上市公司股权变化空间并非无限大，但煤炭公司具备“深筹”优势。

➤ **套息方式增多，煤炭红利价值提升：**股票回购增持再贷款落地，煤炭公司具备巨大套息空间。央行创设股票回购增持再贷款和证券、基金、保险公司互换便利工具提振信心。“增持贷”强化煤炭公司“增持-分红”的套息模式，套息路径相对清晰，间接利好上市公司股价。“回购贷”拓宽煤炭公司回购路径的同时还优化了煤炭公司回购套息成本，回购注销后直接利好股价，此外高分红承诺的煤炭公司还可适时使用“红利盾”。SFISF的套息空间取决于股息率、招标费率以及质押式回购利率之间的关系，互换机制下非银机构更有动力做多被质押品价格，因此兼具稳定高股息和多指数成分股特征的煤炭上市公司更受益。

➤ **投资建议：**随着回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具的不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。弹性高股息品种方面，相对更看好【广汇能源】、【平煤股份】、【兖矿能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【淮北矿业】、【晋控煤业】。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。

风险提示：矿业权投资影响相关公司分红意愿，煤炭价格大幅下跌减弱上市公司分红能力，央行货币工具落地不及预期，国内利率环境巨变。



目录

1. 煤炭红利价值演绎与再展望.....	5
1.1 存款利率调整，煤炭红利价值凸显.....	5
1.2 捕捉煤炭高股息交易轨迹.....	7
1.3 煤炭红利价值再展望：一鸟在手胜二鸟在林.....	9
2. 煤炭内生套息机制.....	10
2.1 煤炭内生套息机制的形成.....	10
2.2 套息空间关注公司决策流程、股权结构和杠杆空间.....	13
3. 套息方式增多，煤炭红利价值提升.....	16
3.1 股票回购增持再贷款落地，煤炭公司具备巨大套息空间.....	16
3.1.1 “增持贷”优化煤炭增持套息，间接利好股价.....	18
3.1.2 “回购贷”助力煤炭公司回购，以广汇能源回购案为例.....	21
3.2 央行创设 SFISF 工具，兼具“高股息和多指数成分股”特征的煤炭公司更为受益.....	26
4. 投资建议.....	30
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 商业银行 2023 年中开始加速调降存款利息.....	5
图 2： 煤炭指数 2023 年来 2 次表现出强防御属性.....	6
图 3： 2023 年中煤炭指数显著跑赢煤炭价格.....	6
图 4： 2023 年中煤炭行情主要由估值驱动.....	6
图 5： 2020 至 2024 年间中国神华股息率两度大降.....	8
图 6： 2023 年 Q3 后市场交易中国神华的红利价值.....	8
图 7： 2020 至 2024 年间中煤能源股息率先升后降.....	9

图 8: 2023 年 Q3 后市场交易中煤能源的红利价值.....	9
图 9: 内生套息提升公司增持意愿并间接利好股价.....	10
图 10: 2023 年煤炭静态股息率领跑全行业.....	11
图 11: 煤炭行业经历多年去杠杆.....	11
图 12: 煤炭信用利差水平较低.....	11
图 13: 煤炭上市公司股权结构分布.....	14
图 14: 冀中能源与实控人之间的产权及控制关系图.....	14
图 15: 华阳股份大股东股东结构较为分散.....	14
图 16: 煤炭上市公司杠杆率与筹码深度测算.....	15
图 17: 增持贷强化煤炭增持套息模式并间接利好股价.....	19
图 18: 煤炭上市公司增持套息空间测算.....	20
图 19: 回购股份对分红和每股收益的影响.....	23
图 20: 回购贷强化煤炭回购套息模式.....	24
图 21: 近 2 年 7 天银行间质押式回购利率年均低于 2.3%.....	27
图 22: SFISF 价值传导链条构想.....	28
图 23: 煤炭股主要指数成分股分布.....	29
表 1: 中国神华 2020-2023 年实际分红比例与 2024 年预期分红比例.....	7
表 2: 中煤能源 2020-2023 年实际分红比例与 2024 年预期分红比例.....	8
表 3: 2024 年煤炭上市公司发行债券票面利率水平普遍低于 2023 年.....	12
表 4: 煤炭上市公司实控人以国资委为主.....	13
表 5: 国资委对各类煤炭企业资产负债率评价标准.....	15
表 6: 部分煤炭公司 PB 水平偏低.....	16



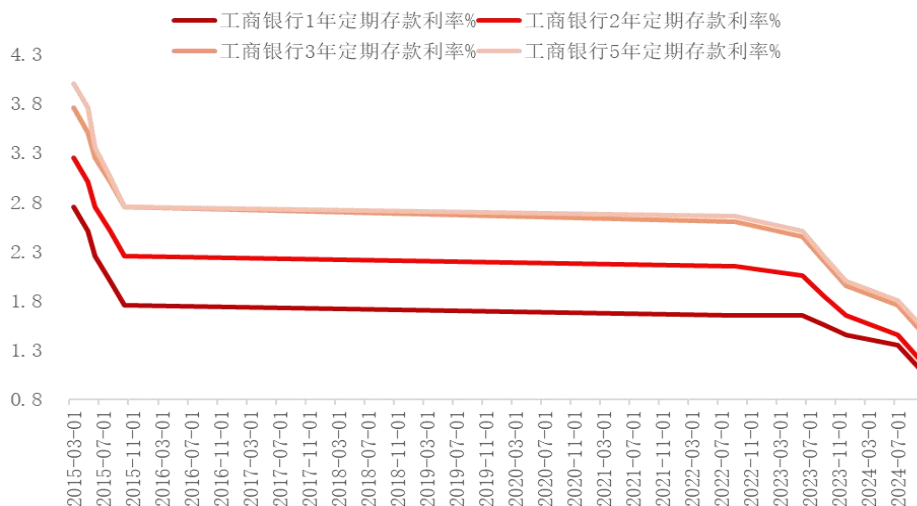
表 7: 股票回购增持再贷款细则.....	17
表 8: 2023-2024 年煤炭上市公司控股股东增持.....	18
表 9: 上市公司股份回购目的与需满足条件.....	21
表 10: 2020-2024 年煤炭上市公司回购.....	21
表 11: 回购之后投资者博弈上市公司分红政策.....	23
表 12: 广汇能源 2022 年、2023 年与 2024 年预期归母净利.....	25
表 13: 广汇能源 2024 年分红方案推算.....	25
表 14: SFISF 细则梳理.....	26
表 15: “增持贷”、“回购贷”与 SFISF 套息路径与价值传导比较.....	29

1. 煤炭红利价值演绎与再展望

1.1 存款利率调整，煤炭红利价值凸显

存款利率下降引导资金转向红利股。随着贷款利率连续多年下行，商业银行息差压力不断增加，倒逼存款利率下调。2022年三季度，商业银行6年内首次下调存款利率。2023年中后，商业银行多次下调存款利率。存款出逃后，红利资产成为重要配置方向，增量资金有望不断加码红利股。我们曾在2023年11月13日发布的专题报告《煤炭股息率估值方法论》中讨论过存款体系或临重塑与红利资产传导逻辑。

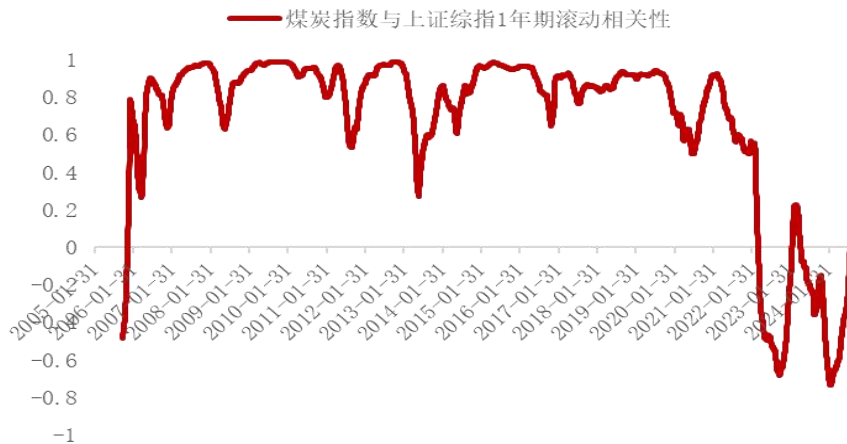
图1：商业银行2023年中开始加速调降存款利息



资料来源：中国工商银行，山西证券研究所

煤炭股近年曾表现出强防御属性。煤炭红利价值持续获得市场关注，但一直以来煤炭股顺周期属性较强，不同资金属性配置需求和节奏存在差异。煤炭股在获得大量红利资金青睐后，股性产生变化。将煤炭指数与上证综指的相关性系数平滑处理，我们观察到通常年份中煤炭指数与上证综指相关性趋近于1，代表煤炭顺周期属性。但自2022年一季度开始，煤炭指数与上证综指的相关性开始降低并一度转负，其相关性分别在2022年10月和2024年2月达到低点。

图 2：煤炭指数 2023 年来 2 次表现出强防御属性



资料来源：上海证券交易所，中信证券股份有限公司，山西证券研究所

2023 年中以来煤炭指数大幅跑赢煤炭价格。2022 年期间，煤炭价格呈现 2 波上涨行情，其中动力煤变动幅度更大，煤炭指数的变动幅度介于动力煤价格和炼焦煤价格之间。2023 年之后不同煤种的价格表现存在差异，动力煤相对平稳，炼焦煤波动较大，但煤炭指数受估值修复影响，呈现出持续抬升趋势，与煤炭价格走势形成明显背离。

图 3：2023 年中煤炭指数显著跑赢煤炭价格



资料来源：Wind，中信证券股份有限公司，山西证券研究所

图 4：2023 年中煤炭行情主要由估值驱动



资料来源：上海申银万国证券研究所，山西证券研究所

1.2 捕捉煤炭高股息交易轨迹

捕捉煤炭高股息交易轨迹的必要性。考虑到煤炭板块已形成多重股性的特点，不同类型资金交错之下，交易节奏明显调整。为了更好地观察和评估煤炭个股的红利价值，区分煤炭顺周期交易和高股息交易节奏则显得尤为必要。

如何区分煤炭个股的高股息交易？股息率=EPS*分红比例/股价，因此股息率交易的影响因素可分为公司业绩、分红意愿和股价。股价=EPS*PE，股息率与股价影响因素存在重叠。我们尝试分辨出几类典型的高股息交易类型和顺周期交易类型。

首先，**稳定高股息容易受到市场青睐**，即市场在预期EPS和分红比例稳定，公司股价上涨，导致股息率下降。

以中国神华为例，**2023年三季度后市场持续交易公司红利价值**。按公司市值、净利润的wind一致预期以及2020-2023年的实际分红比例（2024年按2023年的分红比例假设）测算动态股息率，我们观察到中国神华的股息率曾经在2020年至2024年期间出现过两次较为明显下降，其中第一次下降时长相对较短，第二次下降过程较长。在第二次股息率交易中，以2023年1月1日为原点，我们观察到虽然公司股息率在2023年初之后一直处于下降位置，但在2023年上半年市场对公司业绩预期也出现过几次明显调整。而公司在2023年9月之后股息率呈现不断下降趋势，但市场对公司净利润的预期相对平稳。同时，公司2022年和2023年的实际分红比例较为相近，因此我们推测2023年三季度后的行情即为高股息交易。

表 1：中国神华 2020-2023 年实际分红比例与 2024 年预期分红比例

项目	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
分红比例	92%	100%	73%	75%	75%

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2020 至 2024 年间中国神华股息率两度大降



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：2023 年 Q3 后市场交易中国神华的红利价值



资料来源：Wind，山西证券研究所

第二，分红潜力释放后存在价值修复预期，即市场预期公司分红额度($EPS \times$ 分红比例)提升，公司股价以更大幅度上涨，导致股息率下降。

以中煤能源为例，市场逐步确认公司红利价值提升逻辑。按公司市值、净利润的 wind 一致预期以及 2020-2023 年的实际分红比例（2024 年按 2023 年的分红比例假设）测算动态股息率，我们观察到中煤能源的股息率在 2020 年至 2024 年期间主要呈先升后降。考虑公司 2020 年-2022 年分红比例一直维持 30%，我们推断前期公司股息率提升主要与市场预期公司业绩改善有关，即股息率与业绩预期同向变动。2023 年后，市场对公司业绩预期逐步修正，但公司于 2023 年 5 月 30 日发布《中国中煤能源股份有限公司关于收到控股股东提议公司实施特别分红和 2024 年度中期分红的公告》，释放分红潜力。由于煤炭 2024 年半年报业绩出现较大幅度分化，市场对高股息逻辑存疑，后续中煤能源业绩预期较为稳定，市场逐步确认公司红利成长价值，股息率与业绩预期分化。

表 2：中煤能源 2020-2023 年实际分红比例与 2024 年预期分红比例

项目	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
分红比例	30%	30%	30%	38%	38%

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：2020 至 2024 年间中煤能源股息率先升后降



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2023 年 Q3 后市场交易中煤能源的红利价值



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 煤炭红利价值再展望：一鸟在手胜二鸟在林

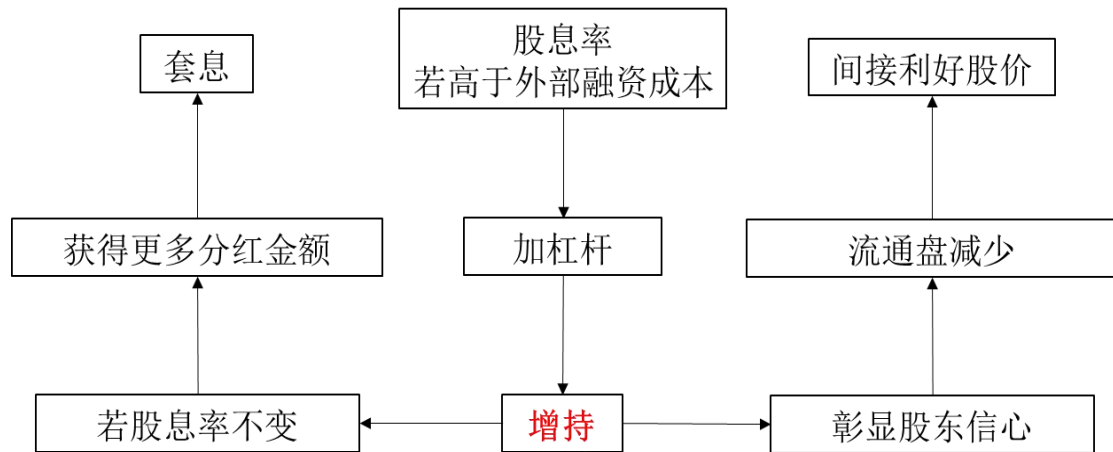
煤炭红利价值仍未完全释放，后续相关公司仍存在套息交易空间。所谓“一鸟在手”理论，即投资者倾向于认为公司在经营过程中不确定性较大，短期的现金红利比远期的资本利得更为可靠，因此会更偏好高确定性的股利收益。这一理论适时的迎合了当下部分投资者的风险偏好，而煤炭股又具备高股息特征。低利率环境下，市场逐步认可煤炭红利价值，煤炭股息率水平有所下降。但考虑到煤炭股息率依然处于较高水平，相关公司仍存在套息交易空间。

2. 煤炭内生套息机制

2.1 煤炭内生套息机制的形成

煤炭内生套息机制的形成源于股息率持续高于外部融资成本。实操层面存在多种方式套息，以增持为例，若套息空间长期存续则会提升主要股东增持意愿。若上市公司股息率持续高于外部融资成本，理论上主要股东在加杠杆的同时进行增持，即可获得高于融资成本的分红金额。假设 A 公司股息率 5%，1 年期借款利率 2%，若长期法人股东借 1 亿元增持股份，每年多分 500 万，每年利息 200 万，套息空间 300 万。同时，增持减少流通盘，间接利好公司股价。

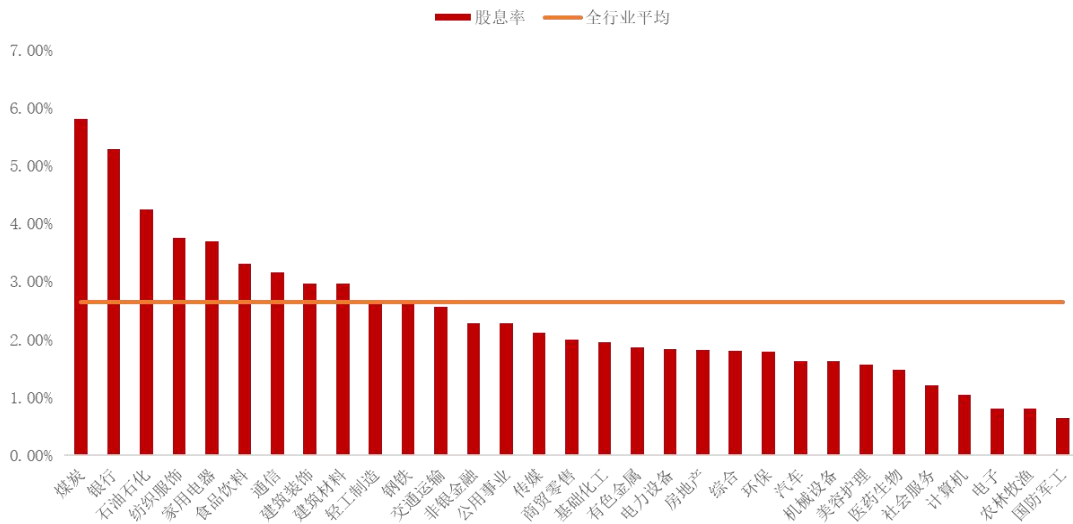
图 9：内生套息提升公司增持意愿并间接利好股价



资料来源：山西证券研究所

煤炭行业股息率常年维持全行业第一。由于行业进入成熟期，煤炭企业资本开支意愿降低，供给弹性降低后价格持续高位运作。同时煤炭上市公司分红能力和分红意愿都较强，加之煤炭股估值偏低，因此股息率常年居高不下。从静态股息来看，煤炭行业至少保持连续 5 年全行业第一水平。截至 2024 年 7 月底，测算煤炭静态股息率 5.81%，远高于市场平均的 2.65%。煤炭高股息形成原因以及过往全行业股息率比较可参考 2023 年 11 月 13 日发布的专题报告《煤炭股息率估值方法论》。

图 10：2023 年煤炭静态股息率领跑全行业

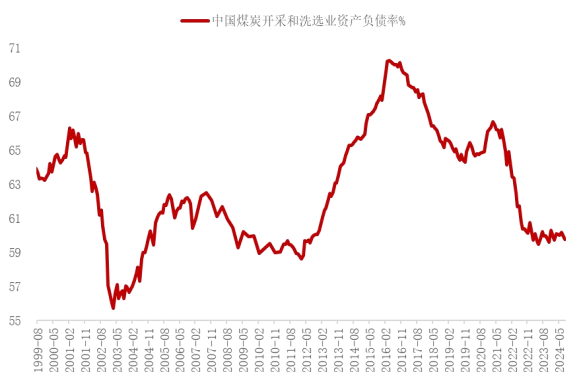


资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：行业按申万一级；市值截取时间按 2024 年 7 月 31 日测算。

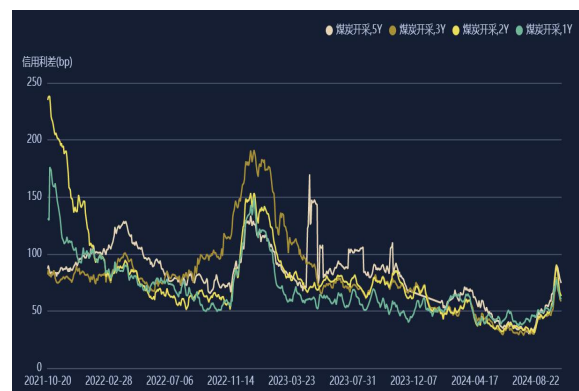
低利率环境下，煤炭行业外部融资成本整体较低。供给侧改革之后，煤炭经历多年去杠杆阶段，行业资产负债率持续下行。随着煤炭价格多年高位运作，大型煤炭企业偿债能力不断增强。同时，国内广谱利率持续下行，煤炭行业外部融资成本不断降低。当前煤炭外部融资成本普遍低于当期股息率。

图 11：煤炭行业经历多年去杠杆



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：煤炭信用利差水平较低



资料来源：DM，山西证券研究所

表 3：2024 年煤炭上市公司发行债券票面利率水平普遍低于 2023 年

发行人	债券简称	发行日期	期限 (年)	票面利率
平煤股份	23 平煤 01	2023-02-17	5.00	20230221-20250220,票面利率:4.98%; 20250221-20270220,票面利率:4.98%+调整基点; 20270221-20280220,票面利率:4.98%+调整基点
平煤股份	23 平煤 02	2023-03-21	5.00	20230323-20250322,票面利率:4.48%; 20250323-20270322,票面利率:4.48%+调整基点; 20270323-20280322,票面利率:4.48%+调整基点
平煤股份	23 天安煤业 MTN001(科创票据)	2023-03-23	2.00	6.28%
平煤股份	23 天安煤业 MTN002(科创票据)	2023-05-17	2.00	6.48%
平煤股份	23 平煤 04	2023-06-19	5.00	20230621-20250620,票面利率:4.13%; 20250621-20270620,票面利率:4.13%+调整基点; 20270621-20280620,票面利率:4.13%+调整基点
平煤股份	23 天安煤业 MTN003(科创票据)	2023-11-15	2.00	4.45%
兰花科创	23 兰创 01	2023-02-22	5.00	20230224-20260223,票面利率:4.2%; 20260224-20280223,票面利率:4.2%+调整基点
兰花科创	23 兰创 02	2023-04-18	5.00	20230420-20250419,票面利率:3.61%; 20250420-20270419,票面利率:3.61%+调整基点; 20270420-20280419,票面利率:3.61%+调整基点
兖矿能源	23 兖矿 01	2023-05-24	5.00	3.34%
兖矿能源	23 兖矿 02	2023-05-24	10.00	3.80%
兖矿能源	23 兖矿 04	2023-06-14	10.00	3.75%
兖矿能源	23 兖矿能源 MTN001	2023-10-19	2.00	3.40%
兖矿能源	23 兖矿能源 MTN002(科创票据)	2023-11-21	2.00	3.16%
兖矿能源	24 兖矿能源 MTN001(科创票据)	2024-01-31	3.00	2.85%
兖矿能源	24 兖矿 K1	2024-03-12	10.00	3.03%
兖矿能源	兖矿 KY01	2024-06-14	3.00	2.28%
冀中能源	23 冀能股份 MTN002	2023-08-02	3.00	20230804-20240803,票面利率:4.8000%; 20240804-20250803,票面利率:1.80%; 20250804-20260803,票面利率:1.80%+调整基点
冀中能源	24 冀能股份 MTN001A	2024-02-28	2.00	2.88%
冀中能源	24 冀能股份 MTN001B	2024-02-28	3.00	3.15%
冀中能源	24 冀能股份 SCP001	2024-04-09	0.74	2.45%
开滦股份	23 开滦股 MTN001	2023-09-06	3.00	20230908-20240907,票面利率:3.31%; 20240908-20250907,票面利率:3.31%+调整基点; 20250908-20260907,票面利率:3.31%+调整基点
华阳股份	华阳 YK01	2024-03-25	2.00	2.88%
华阳股份	华阳 YK02	2024-04-18	2.00	2.57%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 套息空间关注公司决策流程、股权结构和杠杆空间

套息空间不仅要关注息差，煤炭公司的决策流程、股权结构和杠杆空间也同样重要。

国企决策更为稳健。公司内部决策流程角度看，大部分煤炭企业均为国企，若要改变股权比例，需要跟国资委或者地方国运公司报备，论证过程需要时间。此外，国资委实控人若要改变上市公司股权结构也需要考虑国资体系运行效率和风险等问题。

表 4：煤炭上市公司实控人以国资委为主

上市公司	实际控制人
中国神华	国务院国有资产监督管理委员会
中煤能源	国务院国有资产监督管理委员会
电投能源	国务院国有资产监督管理委员会
新集能源	国务院国有资产监督管理委员会
上海能源	国务院国有资产监督管理委员会
淮北矿业	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
恒源煤电	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
昊华能源	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
甘肃能化	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会
盘江股份	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
平煤股份	河南省人民政府国有资产监督管理委员会
兰花科创	晋城市人民政府国有资产监督管理委员会
兖矿能源	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
山煤国际	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
晋控煤业	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
山西焦煤	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
华阳股份	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
潞安环能	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
陕西煤业	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会
神火股份	商丘市人民政府国有资产监督管理委员会
广汇能源	孙广信

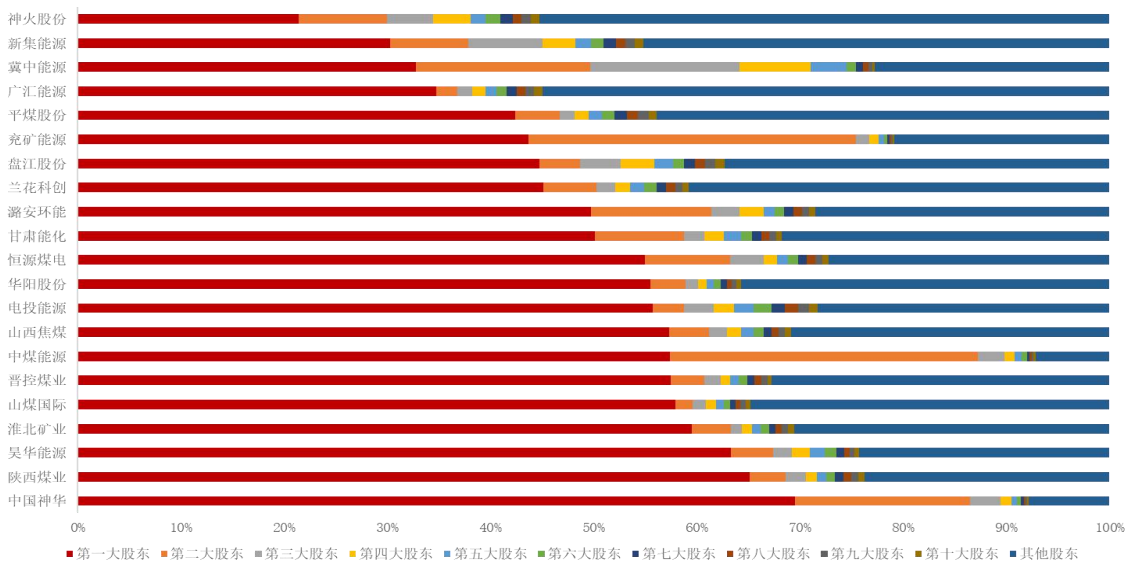
资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：截至 2024 年 9 月 30 日。

煤炭公司股权变化空间并非无限大。通常来说，大股东持股比例越低，股权变化空间越大。股权结构角度看，25%的 A 股流通盘限制以及部分战略股东的持股意愿等因素也会影响公司的股权变化空间。根据《深圳证券交易所股票上市规则（2024 年修订）》和《上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）》，社会公众持有的股份低于公司股份总数的 25%；公司股本

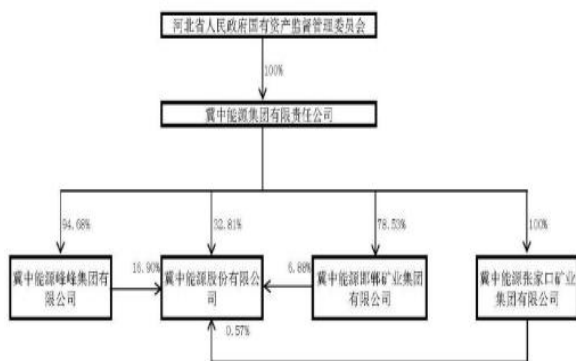
总额超过 4 亿元的，社会公众持有的股份低于公司股份总数的 10%，则股权分布不再具备上市条件。港股虽然没有明确流通盘限制要求，但多地上市的公司也需要考虑给离岸市场保留一部分流通盘比例。此外，部分公司因历史原因，股权结构复杂，包含大股东间接持股、长期战略股东等情况，股权结构变化空间较小。

图 13：煤炭上市公司股权结构分布



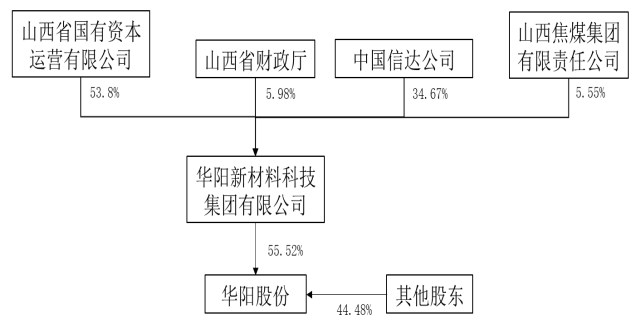
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：冀中能源与实控人之间的产权及控制关系图



资料来源：《24 冀能股份 MTN001A-冀中能源股份有限公司 2024 年跟踪评级报告》，山西证券研究所

图 15：华阳股份大股东股东结构较为分散



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：截至 2023 年底。

备注：截至 2023 年底。

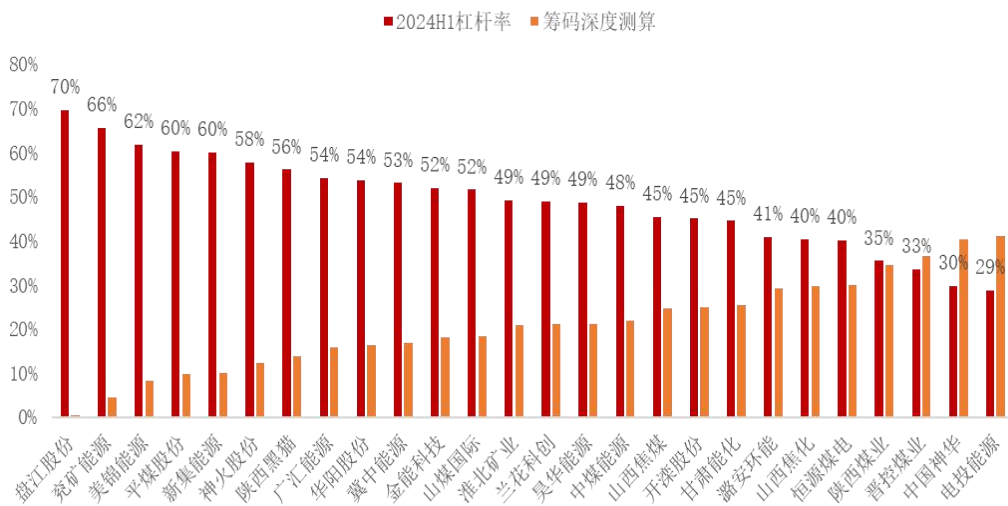
煤炭公司具备“深筹”优势。杠杆空间方面，因为煤炭公司经历供给侧改革，资产负债率普遍较低，因此大部分具备“深筹”优势。考虑公司 70%杠杆率对财务融资、绩效考核等或产生影响，按 70%减去当前杠杆率推算增持的理论财务上限。

表 5：国资委对各类煤炭企业资产负债率评价标准

企业类型	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
全行业煤炭企业	48.60%	53.60%	58.60%	68.60%	83.60%
大型煤炭企业	48.60%	53.60%	58.60%	68.60%	83.60%
中型煤炭企业	48.60%	53.60%	58.60%	68.60%	83.60%
小型煤炭企业	48.60%	53.60%	58.60%	68.60%	83.60%

资料来源：《企业绩效评价标准值 2023》，山西证券研究所

图 16：煤炭上市公司杠杆率与筹码深度测算



资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 套息方式增多，煤炭红利价值提升

3.1 股票回购增持再贷款落地，煤炭公司具备巨大套息空间

证监会指引上市公司市值管理工作。根据 2024 年 9 月 24 日证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》，上市公司可运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升上市公司投资价值，并明确了董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务，并对主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。长期破净公司应制定并披露明确、具体、可执行的估值提升计划。

表 6：部分煤炭公司 PB 水平偏低

子行业	公司代码	名称	PB (LF)	PB (MRQ)	PB (预测-2024)
动力煤	601088.SH	中国神华	1.97	1.97	1.89
	601001.SH	晋控煤业	1.42	1.42	1.36
	601225.SH	陕西煤业	2.60	2.57	2.42
	600188.SH	兖矿能源	2.56	2.56	1.82
	601898.SH	中煤能源	1.19	1.17	1.11
	601918.SH	新集能源	1.40	1.40	1.39
	601101.SH	昊华能源	1.03	1.03	1.00
	600971.SH	恒源煤电	0.90	0.90	0.87
	600546.SH	山煤国际	1.60	1.60	1.55
	002128.SZ	电投能源	1.40	1.39	1.36
	000552.SZ	甘肃能化	0.88	0.88	0.87
600256.SH	广汇能源	1.96	1.96	1.75	
炼焦煤	000983.SZ	山西焦煤	1.28	1.28	1.24
	000937.SZ	冀中能源	0.99	0.96	0.95
	601666.SH	平煤股份	1.02	1.02	0.93
	601699.SH	潞安环能	0.93	0.93	0.91
	600395.SH	盘江股份	1.07	1.07	1.04
	600985.SH	淮北矿业	1.01	1.01	1.03
	600508.SH	上海能源	0.73	0.73	0.71
焦炭	000723.SZ	美锦能源	1.60	1.61	1.60
	600740.SH	山西焦化	0.69	0.69	0.69
	601015.SH	陕西黑猫	1.01	1.01	-

	603113.SH	金能科技	0.58	0.58	0.56
	600997.SH	开滦股份	0.76	0.76	-
无烟煤	600123.SH	兰花科创	0.77	0.77	0.73
	600348.SH	华阳股份	0.99	0.99	0.93
	000933.SZ	神火股份	1.89	1.89	1.80

资料来源：wind，山西证券研究所

备注：数据截至 2024 年 11 月 1 日。

央行创设股票回购增持再贷款工具提振信心。2024 年 9 月 24 日，人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布了多项增量货币政策，其中包括创设股票回购增持专项再贷款（简称再贷款），引导银行提供贷款，支持上市公司和股东回购和增持股票。2024 年 10 月 18 日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。新工具创设有利于维护资本市场稳定运行，提振市场信心，巩固和增强经济回升向好态势。根据再贷款细则，贷款若与“信贷资金不得流入股市”等相关监管规定不符的，豁免执行相关监管规定；确保贷款资金“专款专用，封闭运行”等也表现出对前期《贷款通则》中部分条款有所突破，表现出了央行对权益市场积极的政策态度。同时，要求持股 5%以上股东通过集中竞价方式买入上市公司股票对相关公司股价也将形成较强支撑。

表 7：股票回购增持再贷款细则

一、上市公司回购股票和主要股东增持股票	
(一)上市公司和主要股东的条件和范围。	①回购要符合《上市公司股份回购规则》； ②增持要求持股 5%以上股东通过 集中竞价 方式买入上市公司股票； ③对不同所有制上市公司一视同仁， 鼓励中央企业 发挥带头作用。
(二)开立单独专用证券账户。	①该专用证券账户只允许开立一个资金账户，且应当选择贷款机构为第三方存管银行。
二、金融机构发放股票回购增持贷款	
(一) 21 家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款。	①21 家金融机构指 国家开发银行，各政策性银行、国有商业银行，中国邮政储蓄银行，各股份制商业银行 等。 ②贷款若与“信贷资金不得流入股市”等相关监管规定不符的， 豁免执行相关监管规定 。
(二)严格确定贷款条件。	①发放贷款应当以上市公司已正式披露的回购方案或股东增持计划为前提， 纳入对其的统一授信，贷款金额不得高于回购增持资金的一定比例 。 ②按照利率优惠原则，合理确定贷款利率， 原则上不超过 2.25% ，豁免执行利率自律约定。
(三)严格管理贷款资金。	①确保贷款资金“专款专用，封闭运行”。在贷款全部清偿前， 资金账户不允许支取现金或对外转账 。

一、上市公司回购股票和主要股东增持股票

(四)完善内部控制措施。	①21家金融机构应制定股票回购增持贷款的政策、标准和程序，设立专门的贷款产品和统计科目，明确还款来源和合格质押品等发放条件。
(五)建立信息沟通联动机制。	①21家金融机构与央行、金融监管局、证监会及时同步相关信息。 ②21家金融机构发放贷款前，应及时将贷款对象、金额、期限、利率、用途等有关信息抄送央行、金融监管局、证监会。

三、中国人民银行发放股票回购增持再贷款

(一)再贷款基本要素。	21家金融机构已发放股票回购增持贷款的，可向央行申请再贷款。再贷款首期总额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。
(二)再贷款发放流程。	再贷款按季度发放。21家金融机构于每季度第一个月10日（遇节假日顺延）前以正式文件向央行申请再贷款，并报送上一季度发放的相关贷款台账及相关材料。央行会同证监会对申请材料进行审核，对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%向21家金融机构发放再贷款。
(三)再贷款质押品要求。	21家金融机构需向央行提供合格债券或经央行内部评级达标的信贷资产作为质押品。

四、加强监督管理

- ①央行会同国资委、金融监管局、证监会对21家金融机构、上市公司和主要股东做好监管。
- ②未在本政策支持范围内的金融机构严格执行现行监管规定。

资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

3.1.1 “增持贷”优化煤炭增持套息，间接利好股价

煤炭央企带头增持。再贷款细则鼓励中央企业发挥带头作用。在股票增持再贷款工具创设前，很多煤炭公司就已经进行了多轮的增持，包括但不限于中煤能源、中国神华、陕西煤业、兖矿能源、平煤股份等，不乏央企身影。

表 8：2023-2024 年煤炭上市公司控股股东增持

时间	上市公司	增持
2023年8月31日	平煤股份	6个月内，以不高于12元/股的价格，累计增持金额人民币10,000万元-20,000万元。
2023年10月17日	中煤能源	12个月内通过上海证券交易所采用集中竞价、大宗交易等方式增持公司A股股份，累计增持数量不超过5,000万股。
2023年10月20日	中国神华	12个月内，通过其全资子公司国家能源集团资本控股有限公司，以上海证券交易所允许的方式增持本公司A股股份，增持金额不低于人民币5亿元、不超过人民币6亿元，增持价格不超过人民币33.10元/股，资金来源为自有资金。
2023年10月27日	陕西煤业	12个月内以上海证券交易所允许的方式增持公司A股股份，增持金额不低于人民币2亿元、不超过人民币3亿元，拟增持价格不超过25元/股，资金来源为陕煤集团自有资金。
2023年11月30日	兖矿能源	12个月内，通过上海证券交易所交易系统及香港联合交易所有限公司交易系统，以集中竞价、大宗交易或场内交易等方式增持公司A股和H股股份，累计增持金额不低于人民币3亿元，不超过人民币6亿元，其中A股股份累计增持金额不低于人民币1亿元，不超过人民币2亿元；H股股份累计增持金额不低于人民币2亿元，不超过人民币4亿元。

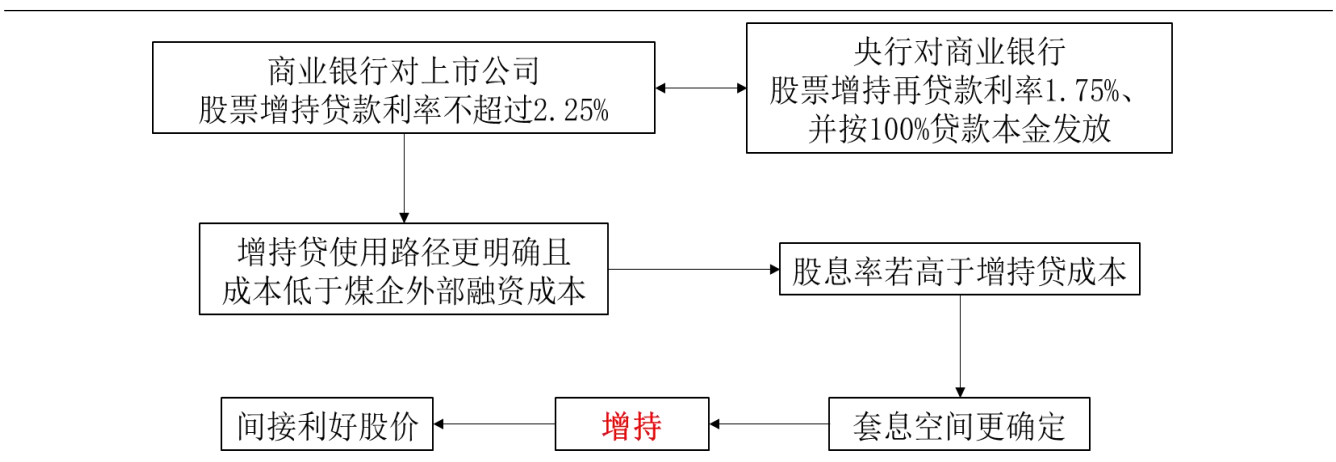
时间	上市公司	增持
2024年7月30日	平煤股份	未来6个月内,通过集中竞价的方式,以不高于12元/股的价格增持公司股票,累计增持金额不低于人民币3亿元,不超过人民币6亿元,累计增持比例不超过公司总股本的2%。

资料来源:《平顶山天安煤业股份有限公司关于公司控股股东增持股份计划的公告》,《中国中煤能源股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》,《中国神华能源股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》,《陕西煤业股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》,《兖矿能源集团股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》,《平顶山天安煤业股份有限公司关于公司控股股东增持股份计划的公告》,山西证券研究所

增持贷成本较低且恒定。根据再贷款细则,按照利率优惠原则,合理确定贷款利率,原则上不超过2.25%,豁免执行利率自律约定;再贷款首期总额度3000亿元,年利率1.75%,期限1年,可视情况展期。值得注意的是,目前煤炭公司外部融资成本普遍高于或接近增持贷利率,同时再贷款细则并没有设定利率浮动机制,因此增持贷利率水平相对恒定。因此,即使未来广谱利率上行,再贷款利率仍将维持低位。

增持贷优化煤炭增持套息模式,间接利好股价。由于央行《贷款通则》对信贷资金流向把控较为严格,煤炭企业内生的套息机制更多存在于理论层面。而增持贷工具创设后,套息模式更具实操意义。此外,由于增持贷利息水平较低且恒定,对具备高股息特征的煤炭上市公司而言,运作风险也较为可控。若前期增持案尚未完成,不排除可替换为成本更低的增持贷工具;有潜在增持意愿的煤炭公司也可直接使用增持贷工具。增持套息空间更为确定,间接利好股价提升。

图 17: 增持贷强化煤炭增持套息模式并间接利好股价



资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

- 假设 2024 年分红比例与 2023 年一致。其中山煤国际因有分红承诺，按承诺比例假设；广汇能源因有分红承诺，按就高原原则假设。
- 上市公司 2024 年归母净利按 Wind 一致预期假设。
- 市值取 2024 年 11 月 1 日盘后数据。
- 增持贷利率按 2.25%（实际执行或更低）。

基于“动态股息率/增持贷利率-1”测算煤炭板块平均增持套息空间 138.9%，最大套息空间达到 346.12%，大部分套息空间在 100%以上，仅个别公司套息空间较小。

图 18：煤炭上市公司增持套息空间测算

公司代码	名称	分红比例		市值 (亿元)	归母净利(亿元) 2024E-wind一致预期	动态市盈率	动态股息率	套息空间测算
		2023	2024E					
601088.SH	中国神华	75%	75%	7833	603.18	12.99	5.78%	156.69%
601001.SH	晋控煤业	40%	40%	258	30.07	8.57	4.67%	107.50%
601225.SH	陕西煤业	60%	60%	2440	217.83	11.20	5.36%	138.04%
600188.SH	兖矿能源	55%	55%	1313	164.00	8.01	6.87%	205.21%
601898.SH	中煤能源	38%	38%	1574	192.80	8.17	4.65%	106.81%
601918.SH	新集能源	18%	18%	211	22.77	9.28	1.94%	-13.84%
601101.SH	昊华能源	48%	48%	124	15.31	8.09	5.93%	163.70%
600971.SH	恒源煤电	50%	50%	113	15.17	7.48	6.69%	197.26%
600546.SH	山煤国际	30%	60%	266	29.68	8.96	6.69%	197.52%
002128.SZ	电投能源	33%	33%	473	55.02	8.60	3.84%	70.62%
000552.SZ	甘肃能化	31%	31%	146	15.87	9.21	3.37%	49.63%
600256.SH	广汇能源	88%	120%	516	43.17	11.95	10.04%	346.12%
000983.SZ	山西焦煤	67%	67%	468	40.97	11.43	5.86%	160.50%
000937.SZ	冀中能源	43%	43%	208	15.03	13.87	3.10%	37.78%
601666.SH	平煤股份	61%	61%	251	28.50	8.80	6.93%	208.17%
601699.SH	潞安环能	60%	60%	439	42.89	10.22	5.87%	160.82%
600395.SH	盘江股份	-	-	119	2.52	47.05	-	-
600985.SH	淮北矿业	43%	43%	422	54.35	7.76	5.54%	146.27%
600508.SH	上海能源	30%	31%	94	8.02	11.72	2.61%	15.93%
600123.SH	兰花科创	53%	53%	124	11.88	10.47	5.06%	125.03%
600348.SH	华阳股份	50%	50%	272	26.96	10.09	4.96%	120.25%
000933.SZ	神火股份	30%	30%	408	48.79	8.37	3.58%	59.24%

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：数据截至 2024 年 11 月 1 日。

3.1.2 “回购贷”助力煤炭公司回购，以广汇能源回购案为例

上市公司出于不同目的回购股份。根据《上市公司股份回购规则》，上市公司回购股份通常出于缩股、员工持股计划或者股权激励、发行可转债或维护公司价值及股东权益等目的。其中若出于维护公司价值及股东权益则要满足公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产、连续二十个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%或连续二十个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%等条件。

表 9：上市公司股份回购目的与需满足条件

回购目的	需满足条件（任一）
减少公司注册资本	-
将股份用于员工持股计划或者股权激励	-
将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；	-
为维护公司价值及股东权益所必需	公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产
	连续二十个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%
	公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%
	中国证监会规定的其他条件

资料来源：《上市公司股份回购规则》，山西证券研究所

低估值煤炭上市公司倾向于选择回购股份。煤炭板块中，近年选择回购股份的上市公司也不在少数，包括广汇能源、甘肃能化、平煤股份、神火股份和兰花科创等。其中回购方式、回购目的、回购资金来源等相对多样。结合上市公司回购股份时间点以及横向对比同板块估值，煤炭上市公司回购股份时点往往是估值低点或者同期明显低于同行业的阶段。

表 10：2020-2024 年煤炭上市公司回购

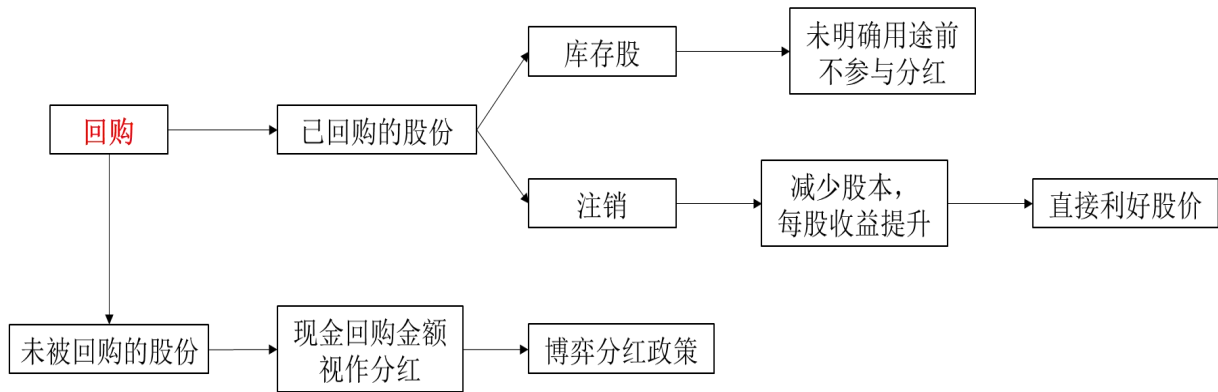
代码	上市公司	预案日	资金来源	股份类型	回购方式	回购目的
600256.SH	广汇能源	2020-04-25	自有资金	股权激励限售股	定向回购	股权激励注销
000552.SZ	甘肃能化	2020-11-25	自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	其他
600256.SH	广汇能源	2022-09-03	自筹资金,自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	实施股权激励或员工持股计划

代码	上市公司	预案日	资金来源	股份类型	回购方式	回购目的
601666.SH	平煤股份	2023-07-08	自有资金	股权激励限售股	定向回购	股权激励注销
000933.SZ	神火股份	2023-07-15	自有资金	股权激励限售股	定向回购	股权激励注销
601666.SH	平煤股份	2023-09-08	自筹资金,自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	员工持股计划
600123.SH	兰花科创	2024-05-18	自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	市值管理
601666.SH	平煤股份	2024-06-19	自有资金	股权激励限售股	定向回购	股权激励注销
600256.SH	广汇能源	2024-07-23	自筹资金,自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	市值管理
000933.SZ	神火股份	2024-07-24	自有资金	股权激励限售股	定向回购	股权激励注销
601666.SH	平煤股份	2024-10-09	自筹资金,自有资金	非股权激励流通股	集中竞价交易	实施股权激励或员工持股计划

资料来源：Wind，山西证券研究所

回购股份形成“红利盾”，投资者需要博弈公司分红政策。首先，回购之后的库存股阶段，被回购的股份不参与分红。其次，若上市公司注销已回购股份，则会提升每股收益。第三，根据《上市公司股份回购规则》，现金回购金额可视为分红，形成“红利盾”，因此上市公司当期的分红政策存在一定博弈空间。假设 B 公司原分红计划为现金分红 1 亿元，总股本 10 亿股，分红 0.1 元/股，对应股息率 5%（市值 20 亿元）。公司当期公布回购 1000 万股计划，回购价 2 元/股，回购金额合计 2000 万元。由于现金回购金额可视为分红，则理论上公司当期现金分红 8000 万元即可与原计划相当。若公司选择现金分红 8000 万+现金回购 2000 万，则股息率降至 4%、每股分红 0.081 元，同时股价或有上升可能。若公司选择现金分红 1 亿元+现金回购 2000 万，则股息率维持 5%，每股分红提升至 0.101 元，同时如果上市公司选择注销股份，则股价还具备上升预期。

图 19：回购股份对分红和每股收益的影响



资料来源：山西证券研究所

表 11：回购之后投资者博弈上市公司分红政策

B 公司	回购前	回购方案	回购后分红计划 1	回购后分红计划 2
分红金额（亿元）	1.0		1.0	0.8
总股本（亿股）	10.0		9.9	9.9
每股分红（元/股）	0.100		0.101	0.081
对应股息率	5.00%		5.00%	4.00%
回购价（元/股）		2		
回购数量（亿股）		0.1		
回购金额（亿元）		0.2		

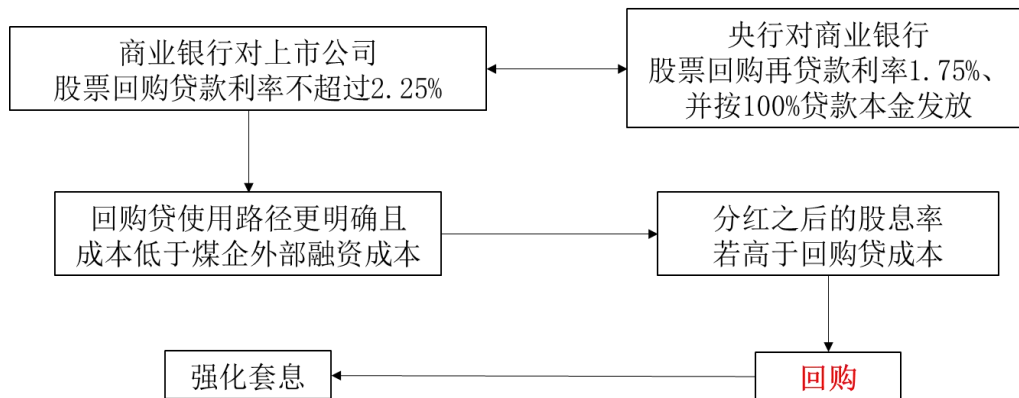
资料来源：山西证券研究所

回购贷优化回购套息模式。若上市公司回购之后的分红方案与分红前的方案一致，套息空间=股息率-外部融资成本；若上市公司回购之后的降低每股红利，则只要股息率高于外部融资成本，则仍有内生套息空间。根据再贷款细则，回购贷款原则上不超过 2.25%，豁免执行利率自律约定；再贷款年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期。因此，对于煤炭公司而言，只要回购之后的股息率高于回购贷利率，则套息基础一直存在。同时，因回购贷使用路径更明确，上市公司可用“回购贷”替代自有资金回购，拓宽回购路径。

煤炭公司已经开始使用“回购贷”工具。根据平煤股份 2024 年 10 月 30 日《关于以集中

竞价交易方式回购股份方案的公告》，回购资金来源为中国工商银行平顶山分行提供的专项贷款及公司自有资金，该回购也是煤炭板块首例通过“回购贷”工具回购。

图 20：回购贷强化煤炭回购套息模式



资料来源：山西证券研究所

以广汇能源 2024 年 8 月回购案为例。根据公司 2024 年 7 月 23 日发布的《广汇能源股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》，公司计划使用不低于人民币 4 亿元（含），不超过人民币 8 亿元（含）的自有资金或符合相关法律、法规规定的自筹资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，并全部予以注销用于减少公司注册资本。

此次回购具备“红利盾”使用条件。根据公司 2022 年 4 月 25 日发布的《广汇能源股份有限公司关于提高公司未来三年（2022-2024）年度现金分红比例的公告》，公司将 2022-2024 年度的现金分红比例调整至“连续三年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%，且每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股（含税）”。根据 wind 数据，截至 2024 年 7 月 23 日，公司总股本为 65.66 亿股，每年实际分配现金红利不低于 0.70 元/股（含税），对应 2024 年分红方案约为 45.96 亿元。公司 2022 年和 2023 年的归母净利分别为 113.38 亿元和 51.73 亿元。2024 年中期归母净利为 14.55 亿元，简单年化测算全年归母净利为 29.10 亿元；截至 2024 年 7 月 23 日，wind 一致预期公司 2024 年归母净利为 60.80 亿元。若按“不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的 90%”以及半

年报假设和 wind 一致预期的盈利预期，推算对应 2024 年分红方案应为 58.26 亿元-67.77 亿元。因此，广汇能源 2024 年分红方案或在 58.26 亿元-67.77 亿元之间，并且较大概率高于当年归母净利润。若公司计划 4-8 亿元回购股份同时注销股份，则回购金额形成“红利盾”，抵消部分分红承诺，即公司只需分红 54.26 亿元-59.77 亿元则可完成承诺。同时，若注销股份，每股分红也有望较 2023 年提升。（若按季报数据和当期 wind 一致预期净利润测算，并不改变以上结论。）

表 12：广汇能源 2022 年、2023 年与 2024 年预期归母净利润

单位：亿元	2022A	2023A	2024E (wind 一致预期)	2024H1	2024 年化
归母净利润	113.38	51.73	60.80	14.55	29.10

资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：wind 一致预期公司 2024 年度归母净利润为截至 2024 年 7 月 23 日。

表 13：广汇能源 2024 年分红方案推算

单位：亿元 2024 年分红方案推算	不低于 0.70 元/股（含税）	不少于近 3 年利润的 90%	
		中报业绩年化	wind 一致预期
	45.96	58.26	67.77

资料来源：Wind，山西证券研究所

公司“回购贷替代现金回购”操作空间较大。根据公司 2024 年 10 月 9 日发布的《广汇能源股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购股份的进展公告》，截至 2024 年 9 月 30 日，公司通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 16,935,900 股，占公司总股本的比例为 0.2579%；最高成交价为 6.04 元/股，最低成交价为 5.73 元/股，支付总金额为人民币 1.00 亿元（不含印花税、佣金等交易费用）。考虑到此次公司回购计划为 4-8 亿元，而回购贷落地前，公司仅使用 1 亿元额度，未来仍有 3-7 亿回购空间。此外，即使按“不低于 0.70 元/股（含税）”分红方案测算，广汇能源 2024 年 11 月 8 日动态股息率仍有 8.89%，远高于回购贷利率，因此公司具备回购套息空间。

3.2 央行创设 SFISF 工具，兼具“高股息和多指数成分股”特征的煤炭公司更为受益

央行创设证券、基金、保险公司互换便利工具。2024 年 10 月 10 日，央行公告决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”（简称互换便利或 SFISF），支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，从中国人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。10 月 18 日，中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。

表 14：SFISF 细则梳理

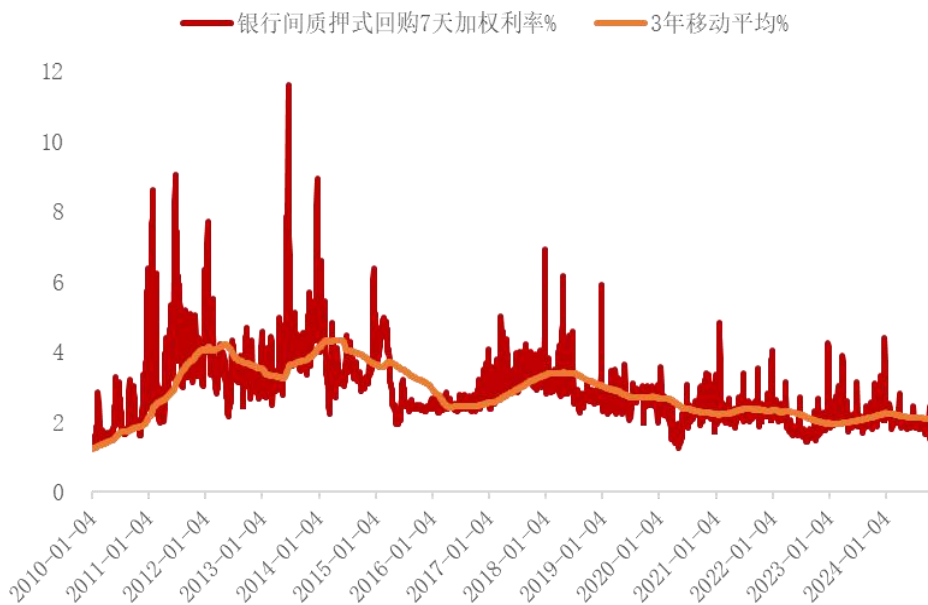
项目	细则梳理
首批参与机构	中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金
参与情况	申请额度超过 2000 亿，占首期操作额度 5000 亿的 40%。
质押品	① 质押品包括 AAA 债券、ETF、股票及公募 REITS。 ② 质押率原则上不超过 90%，中债增进行盯市管理，补仓线设置不低于 75%。
期限及费率	① 为期 1 年，可提前到期可申请展期。 ② 通过单一价格（荷兰式）招标确定。
互换资产用途	① 互换操作获得的利率债只能质押，即在银行间市场回购融资，不得卖出。 ② 对在 SFISF 操作中借出的国债或互换央票，利息仍归央行所有。 ③ 互换便利换入国债或央票的融资行为不占用银行间市场借贷规模，不计入债券交易正回购余额。 ④ 通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 的投资和做市。 ⑤ 买入的股票可以对冲，但对冲规模不能超过融资金额的 10%。
会计处理	① 换入的国债或央票不计入“固收自营/净资本”指标，换入的股票不计入“权益自营/净资本”。 ② 换入后交易的股票不计入表内资产，市场风险、所需稳定资金指标减半计算。

资料来源：中国人民银行，券商中国，证券时报网，山西证券研究所

SFISF 投资煤炭股存在套息空间。根据 SFISF 细则，质押品包括 AAA 债券、ETF、股票及公募 REITS 等资产，通过荷兰式招标，按不超过 90% 的质押率换央行的国债和央票；之后非银机构换取的国债只能质押，利息仍归央行所有；通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 的投资和做市。因此，SFISF 套息空间存在的前提即为非银机构所投资股票的股息率高于招标费率和质押式回购利率。根据 2024 年 10 月 21 日央行证券、基金、

保险公司互换便利（SFISF）操作结果公告，SFISF 首次操作金额 500 亿元，采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率 50bp，最低投标费率 10bp，中标费率为 20bp。同时，近 2 年 7 天银行间质押式回购利率年均低于 2.3%。因此，若股息率高于 2.5%，则存在套息空间，煤炭股作为全行业最高股息率行业，套息空间较大。

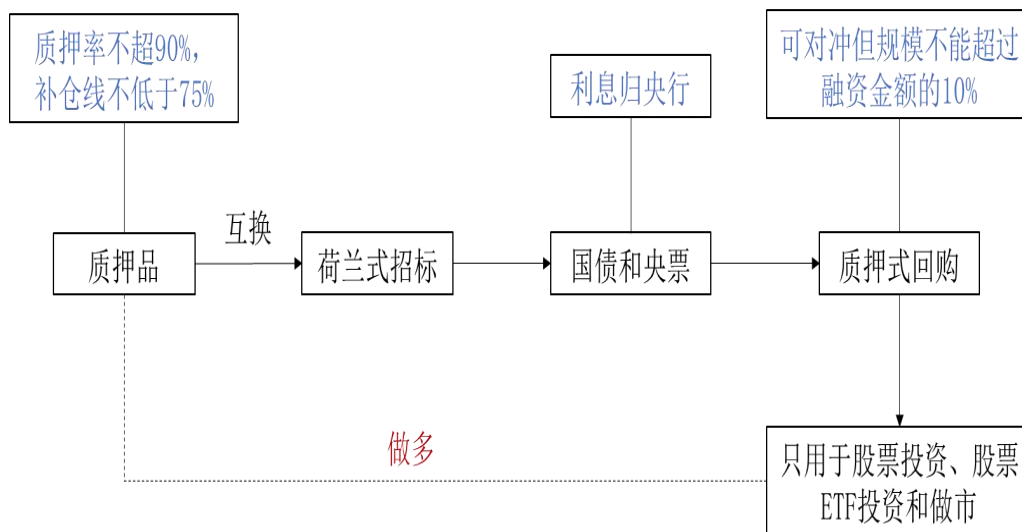
图 21：近 2 年 7 天银行间质押式回购利率年均低于 2.3%



资料来源：Wind，中国货币网，山西证券研究所

SFISF 隐含做多机制。根据 SFISF 细则，“买入的股票可以对冲，但对冲规模不能超过融资金额的 10%”，也在一定程度抑制做空。此外，同时，互换便利为期 1 年，可提前到期也可申请展期。考虑到质押品在未来某个时间点仍要被换回，若被质押的资产为股票或者 ETF，则非银机构则具备潜在做多被质押品的动机。因此，被质押的股票或者 ETF 基金以及其成分股则有望获得更多增量资金进入。

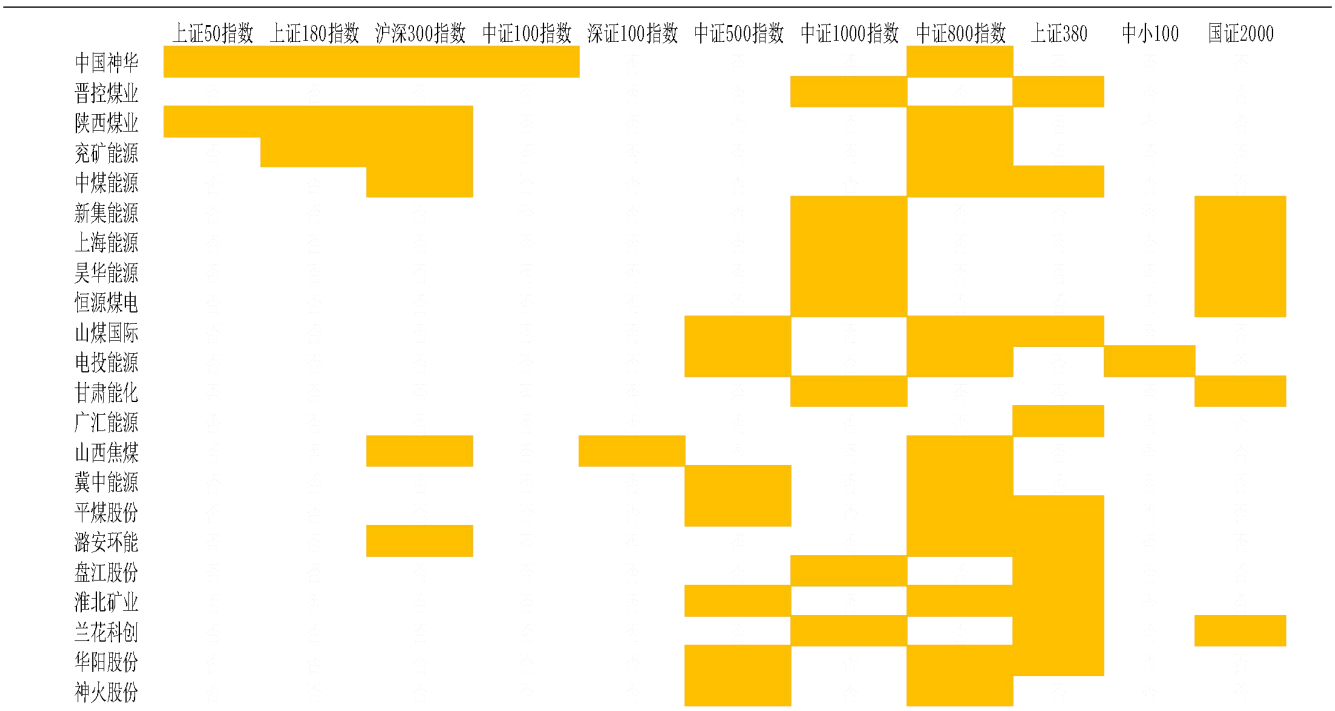
图 22：SFISF 价值传导链条构想



资料来源：山西证券研究所

多指数成分股的煤炭上市公司或更加受益。根据央行公告，质押品包含沪深 300ETF 等。截至 2024 年 10 月底，通过梳理包括但不限于上证 50 指数、上证 180 指数、沪深 300 指数等 11 个重要指数成分股，其中中国神华为 5 个重要指数的成分股；陕西煤业为 4 个重要指数的成分股；兖矿能源、中煤能源、山煤国际、电投能源、山西焦煤、平煤股份、潞安环能、淮北矿业、兰花科创、华阳股份为 3 个重要指数的成分股；晋控煤业、新集能源、上海能源、昊华能源、恒源煤电、甘肃能化、冀中能源、盘江股份、神火股份为 2 个重要指数的成分股；广汇能源为 1 个重要指数的成分股。

图 23：煤炭股主要指数成分股分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

备注：数据截至 2024 年 10 月底。

SFISF 套息模式和价值传导与“增持贷”和“回购贷”不同。“增持贷”强化煤炭公司“增持-分红”的套息模式，套息路径相对清晰，间接利好上市公司股价。“回购贷”拓宽煤炭公司回购路径的同时还优化了煤炭公司回购套息成本，回购注销后直接利好股价，此外高分红承诺的煤炭公司还可适时使用“红利盾”。SFISF 的套息空间取决于股息率、招标费率以及质押式回购利率之间的关系，互换机制下非银机构更有动力做多被质押品价格，因此兼具稳定高股息和多指数成分股特征的煤炭上市公司更受益。

表 15：“增持贷”、“回购贷”与 SFISF 套息路径与价值传导比较

方式	套息路径	价值传导
增持贷	股息率-增持贷利率	彰显大股东信心，间接利好股价。
回购贷	股息率-回购贷利率	若回购注销，则提升 EPS，直接利好股价。但需博弈对分红的影响。
SFISF	股息率-招标费率-质押式回购利率	潜在利好被质押品价格。

资料来源：山西证券研究所

4. 投资建议

随着回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具的不断落地, 套息交易有望不断深化煤炭红利价值, 建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。弹性高股息品种方面, 相对更看好【广汇能源】、【平煤股份】、【兖矿能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【淮北矿业】、【晋控煤业】。稳定高股息品种方面, 相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。

5. 风险提示

矿业权投资影响相关公司分红意愿，煤炭价格大幅下跌减弱上市公司分红能力，央行货币工具落地不及预期，国内利率环境巨变。

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

