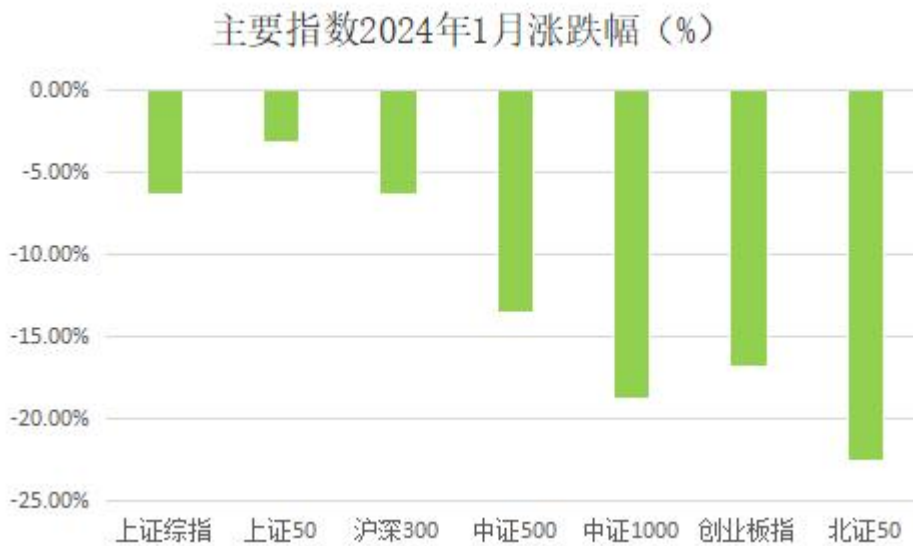


1月A股整体延续弱势回调，市场表现不尽人意，上证指数一度跌破2800点，最低跌至2724.16点；创业板指数跌幅较大，创2020年以来新低，最低跌至1573.16点。总体来看，1月金融股相对抗跌，成长股承压，截止1月31日，上证指数跌6.27%，深成指跌13.77%，创业板指数跌16.81%；沪深300指数跌6.29%，上证50指数跌3.09%，中证1000指数跌18.72%。

图1：A股主要指数1月份涨跌幅

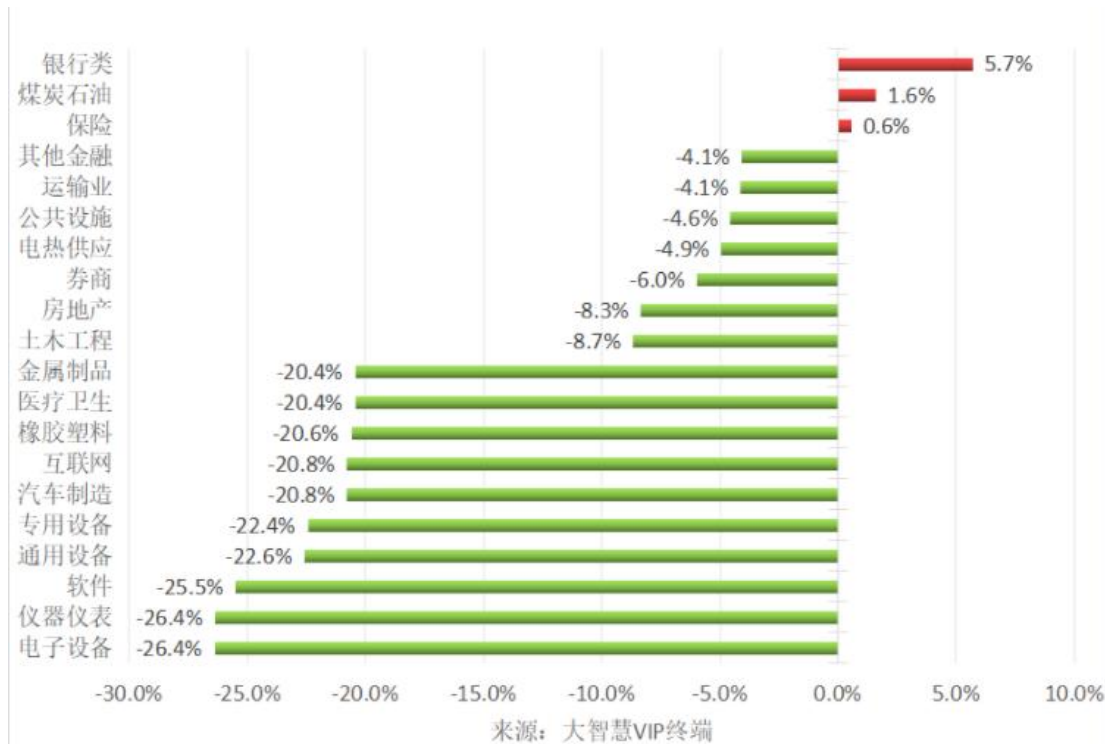


来源：大智慧

据统计，1月份大智慧48个行业板块仅3个行业实现上涨，其中银河、煤炭石油、保险涨幅居前，涨幅分别为5.7%、1.6%、0.6%。主要源于市场高股息策略偏好，以及政策端稳信心措施引导市场预期转变。

受成长风格切换环境以及行业增量资金影响，1月份下跌的行业板块比较多，37个行业跌幅超过10%，其中跌幅居前的行业是电子设备、仪器仪表、软件、通用设备、专用设备，跌幅分别为26.39%、26.37%、25.5%、22.6%、22.4%。

图2：1月份行业板块涨跌情况



来源：大智慧

基本面：国内经济延续弱修复

12月国内经济数据延续弱修复：出口延续好转、消费弱复苏、地产投资继续下行、物价低位运行。第一，出口延续好转。12月出口当月同比增速录得2.3%，进口当月同比由负转正为0.2%。第二，消费弱复苏，可选消费相对疲弱。12月社零当月同比增速录得7.4%，增速较11月回落2.7pct。其中商品零售/餐饮收入同比分别增长4.8%/30%。12月社零两年符合增速录得2.7%，较前值1.79%提升0.91个百分点。第三，地产投资继续下行。12月固定资产投资增速录得3%，较上月2.9%小幅增长。制造业投资增速录得6.5%延续回升，基建投资增速升至8.24%，房地产开发投资增速为-9.6%仍为主要拖累，地产销售、新开工仍在下行。第四，总需求弱修复之下，物价低位运行，12月CPI同比下降0.3%，环比上涨0.1%；PPI同比下降2.7%。

流动性：

1、海外降息预期反复

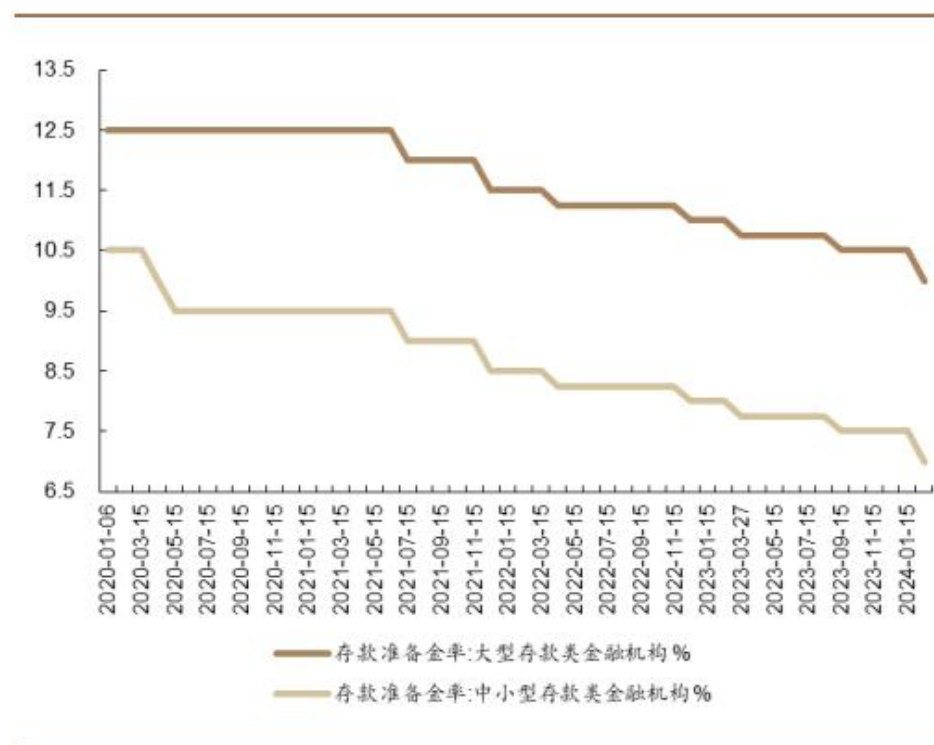
美国经济韧性和通胀超预期反弹之下，市场对美联储2024年降息预期博弈增强，美债收益率回升。截至1月26日，10Y美债收益率回升至4.15%，较月初回升20BP，美元指数同步提高至103.47，美元兑人民币汇率反弹至7.18。平安证券认为，本轮长端美债收益率结束下探趋势并有所回升，海外高利率强美元环境有所抬头，市场对于后续2024年美联储降息预期博弈增强，伴随12月美国非农就业数据改善、通胀超预期反弹，短期看美联储货币政策取向具有一定不确定性。

2、国内货币政策再宽松

12月社融和人民币贷款分别新增1.94万亿元和1.17万亿元，略低于市场预期，结构上政府债支撑特征仍明显，企业端中长贷低增长，居民端中长贷偏弱，短贷高增。国内经济弱修复之下，降准落地释放流动性。1月24日，央行决定自2024年2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；自2024年1月25日起分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。

此次降准力度偏大，上次降准0.5pct在2021年12月，而2023年两次降准均为0.25pct，时隔2年降准0.5pct体现出稳定预期提振信心的信号，在资本市场及实体经济复苏不够稳定的当下强化稳增长与政策前置预期。23年年末流动性投放主要以短期为主，例如7天、14天逆回购和MLF续作（12月超量续作8000亿元MLF），而长期方面1月LPR未作调整，PSL的投放叠加此次降准补充中长期流动性，同时也能满足春节现金需求及年初政府债发行需求。降准进一步缓解资金面压力。资金面来看，在年初超量续作MLF、发行PSL补充基础货币之后，资金面的紧张（尤其是短端利率）已得到缓解，经过20天平滑处理的DR007已接近7天逆回购利率，且R007(MA30)较3个月SHIBOR下行幅度更大，期待降准后资金面进一步宽松，利率中枢更加稳定。

图3：时隔两年降准0.5pct

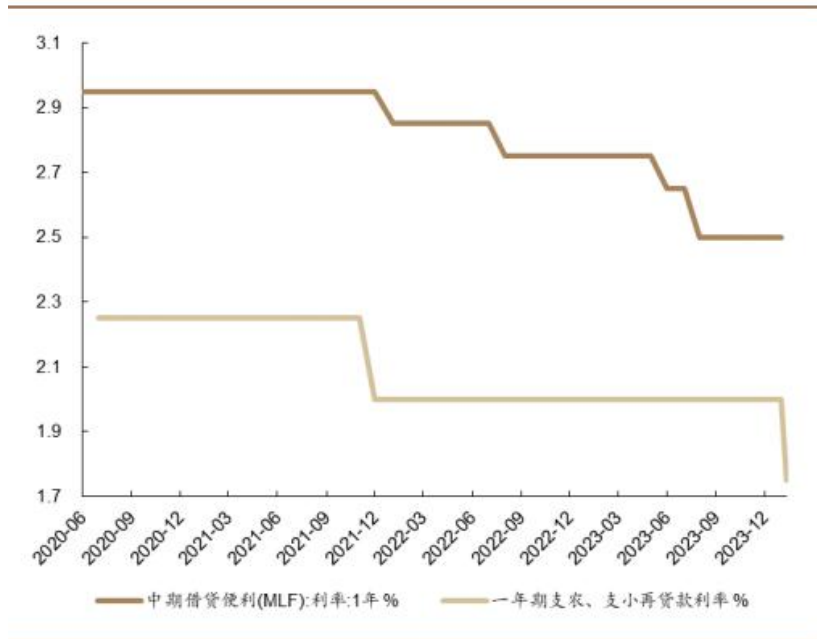


来源：德邦证券

货币政策总量和结构同时发力，此次除降准以外，央行还进行了定向降息，自2021年12月后首次下调支农、支小再贷款和再贴现利率0.25pct，减轻“三农”及小微企业融资压力。德邦证券认为后续降息可期，但要注意净息差对时点及空间的制约。央行行长表示“提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由2%下调到1.75%，有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行”，未来降息仍然值得期待，而目前长期LPR仍然有较大下行空间，但净息差方面

仍然需要注意，2023 年年末各大银行均密集下调存款利率，但整体看经济修复受阻之下净息差仍然承压，或将在降息时点及空间方面形成制约。

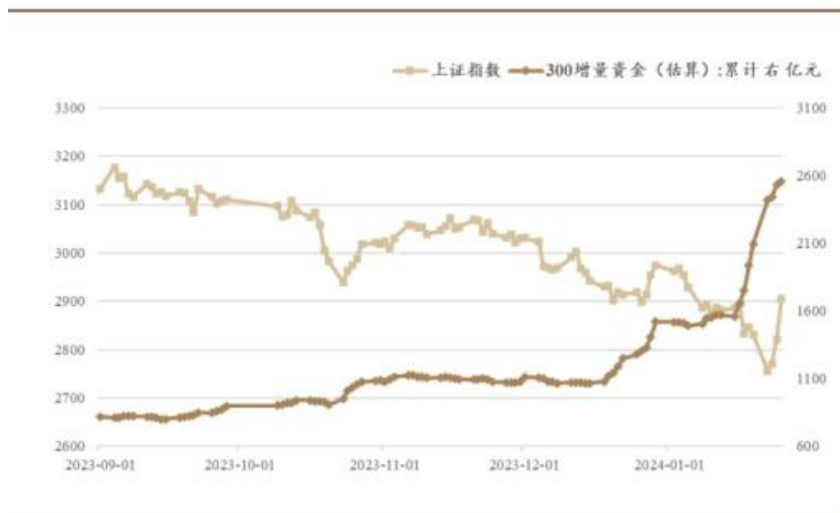
图 4：定向降息减轻“三农”及小微企业融资压力



来源：德邦证券

德邦证券表示，近期 50、300 相关 ETF 处于增长，表明有逆行者托起 A 股市场。2023 年 10 月 23 日汇金曾经公告今日买入 ETF，并将在未来继续增持。根据跟踪沪深 300 与上证 50 的相关 ETF 份额变化估算其流入的规模，在（1.15-1.19、1.22-1.25）50ETF 分别流入 69.2、47.8 亿元，而 300ETF 则分别流入 524.5、461.4 亿元，合计流入超过 1100 亿。尽管近期 ETF 背后流入的资金无从知晓，但这也一定程度上表明仍然有逆势资金托起 A 股市场。

图 5：300ETF 出现资金净流入



来源：德邦证券

3、北上资金延续净流出，市场活跃度下行

供给端，截至1月30日，1月融资余额较上月略有回落，录得1.52万亿元，新成立偏股型基金约95.9亿份。需求端，1月IPO+增发累计规模较上月回落，大股东减持规模略有提升至57.2亿元。交易端，1月市场换手率延续下降至2.9%。

北上资金1月份净流出145.06亿元，较上月净流出规模上升。近20个交易日，北向资金净流入靠前的板块是银行、电子设备、运输业、软件、土木工程；净流出居前的板块是电器机械、有色金属、专用设备、汽车制造、券商。

图6：1月北向资金净流向情况



来源：大智慧

政策面：资本市场暖风频吹

1月22日，国常会定调稳市场、稳信心。提出进一步健全完善资本市场基础制度，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度；加强资本市场监管，打造规范透明的市场环境；采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心。

1月22日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027年）》。在重点领域和关键环节改革上赋予浦东新区更大自主权，支持推进更深层次改革、更高水平开放，为浦东新区打造社会主义现代化建设引领区提供支撑。

1月24日证监会副主席王建军接受媒体采访，提出“建设以投资者为本的资本市场”、“要在制度机制设计上更加体现投资者优先，让广大投资者有回报、有获得感。”对于“资本市场‘重融资轻投资’的争论”则表示“保护投资者特别是中小投资者的合法权益是证监会的法定职责，也是我们工作的重中之重”、“股市已经成为居民配置资产的重要渠道，市场波动直接关系到老百姓的‘钱袋子’”。此次监管在股票市场探底时发声“以投资者为本”，有效稳定市场预期。

1月24日，国新办发布会上国务院国资委表态央企改革。表示将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。

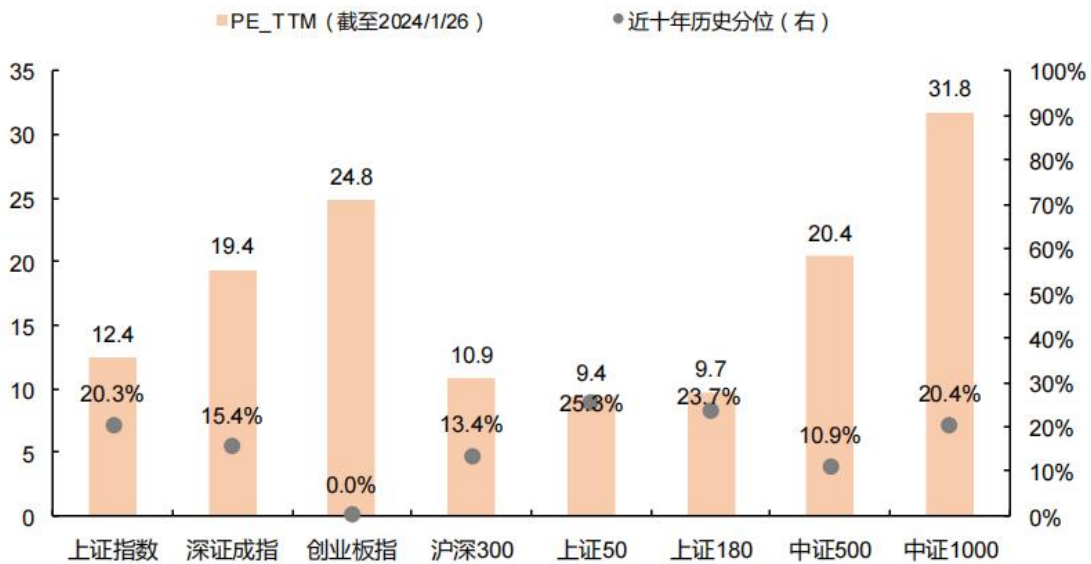
1月24日，央行、金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》。要求做好经营性物业贷款管理，满足房地产企业合理融资需求。通知细化商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求。

1月25日，国家金融监督管理总局副局长肖远企在国新办举行新闻发布会上表示，取消了银行保险机构的外资股份比例限制，包括取消外资参股、收购、增资金融机构的股权比例限制。现在外国资本可以持有银行保险机构100%的股权，实现完全控股。

估值面：市场指数估值延续回落

目前市场主要指数估值在历史均值分位以下继续下降，截至1月26日，上证指数PE估值为12.4x，位于历史20.3%分位；创业板指PE估值为24.8x，处于历史0.04%极低分位水平。分行业看，TMT板块PE估值延续分化，电子和传媒PE在历史69%-76%分位区间，计算机、通信PE估值分别位于历史40%、11%分位；电力设备及新能源PE估值处于历史极低；综合金融、商贸零售、农林牧渔PE估值分位在91%-98%分位区间。

图7：主要指数估值多数普遍处于历史均值分位以下水平



来源：平安证券

展望后市

华安证券认为市场还将面临诸多考验，在投资者关键信心并未显著扭转或者改善之前，市场反弹的时间和空间都面临较大不确定性，因此整体倾向于认为市场仍将继续呈现震荡走势，等待基本面改善验证或者宏观政策力度加码确认。当下市场需要考虑的影响因素在于：一方面此前市场担忧的核心在于经济预期和宏观政策力度预期都较悲观，这种悲观的预期仍然需要更多更大政策力度的提振；二方面具体到2月份，市场还将面临较多的考验，如美联储降息表态、1月金融数据能否超预期、宏观流动性能否继续加码宽松、春节消费数据能否快速修复、节后两会政策目标的博弈等。

中航证券认为“春季萌动”行情或已开启，降准有助于平滑资金面波动，降准后有望迎来降息，利好预期有利于市场信心企稳。在宽货币向宽信用传导的需求背景下，2024年Q1降息概率仍较大。历史上美联储货币政策转向宽松叠加国内也采取宽货币政策时期成长风格表现较强。此轮科技产业浪潮背景下，重点看好成长风格中的电子及航天方向。

财信证券表示，在当前时点，央行适时降准、降息，能够对权益市场带来一定的提振，有利于提升投资者信心，同时也表明了管理层对实现经济复苏目的的积极态度，权益市场短期或可探底企稳，但持续性仍有待进一步观察。对债券市场而言，当前无风险利率和信用债收益率均处于历史较低位置，降准、降息可以进一步打开利率下行空间，10年期国债利率中枢水平可能从当年的2.5%进一步下行至2.4%左右，短端利率下行幅度可能更加明显；同时，信用债收益率亦将进一步下行，能够降低企业的融资成本和偿债负担，有助于防范地方债务风险暴露。

平安证券表示，当前权益市场整体机会仍大于风险。1月24日证监会提出从多方面保护中小投资者合法权益。伴随新一轮降准落地，中美货币政策周期差趋于收敛，中国货币政策操作自主性增强，有利于拓宽货币政策空间，着力稳市场、稳信心。市场有望在政策信心下走出短期困扰。结构方面一是直接利好于政策受益的红利策略（煤炭/银行/石油石化），二是利好同样受益于央企强调投资者回报的央国企公司；三是利好于业绩经营稳健及信息披露规范的大盘白马。

（一）央企改革

2024年1月24日，国新办召开发布会：国务院国资委将重点围绕三个方面提高上市公司质量：

（1）继续构建定位清晰、梯次发展的上市格局。推动央企按照“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”总体思路。（2）持续发力提高上市公司规范运作水平。国务院将跟证券监管部门加强合作、加强沟通，合力推动央企上市公司的规范运作水平，进一步提高信息披露质量。同时，妥善化解上市公司风险。（3）进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。

国资委将聚焦“五个着力”引导央企提升核心竞争力。（1）着力提高质量效益，全力推动我国经济持续回升向好。加强精益化管理，发挥央企有效投资关键作用，着力提高央企控股上市公司质量，强化投资者回报。（2）着力以科技创新推动产业创新，加快发展新质生产力、推动新型工业化。国资委鼓励企业积极布局新产业新赛道，加快传统产业强基转型，切实提升产业链供应链韧性和安全水平，更好支撑现代化产业体系建设。（3）着力深化国资国企改革，加快建设现代新国企。（4）着力增强战略支撑托底能力，更好服务经济社会发展大局。（5）着力加强党的领导党的建设，以高质量党建引领保障企业高质量发展。去年国务院国资委围绕央企做大做强、提高核心竞争力等目标，持续优化目标考核管理体系，提出了“一利五率”的考核体系，一利即：对利润的考核，体现央企对社会创造价值能力；五率即：净资产收益率、全员劳动生产率、研发投入强度、营业收入比率、资产负债率。

近年来国资委不断加强经营指标引领，探索建立了中央企业经营指标体系，而且一直在动态调整。2019年国资委提出“两利一率”（净利润、利润总额、资产负债率）。2020年增加营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标，形成“两利三率”指标体系。2021年，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022年针对“两利四率”提出了“两增一控三提高”。2023年年初，国资委提出最新的“一利五率”考核指标体系，要求“利润总额增速高于全国GDP增速；

资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标，进一步提升新体系兼顾企业经营效率与安全。”

中信证券认为，从直接手段来看，未来央企或可通过鼓励回购、提升现金分红比例、加强股权激励等方式进一步加强市值优化管理：

鼓励回购：一方面，上市公司回购股票的行为往往意味着公司管理层认为回购价格低于公司的内在价值，因此上市公司回购股票有利于提振投资者情绪，提升市场风险偏好，起到稳定股价的作用。另一方面，股票回购通过减少流通在外的普通股股数，有利于提高每股盈利和净资产收益率水平，这使得投资者对公司盈利预期也会相应提升，股价上涨的动力也将进一步提高。

提升现金分红比例：长期以来，A 股上市公司存在明显的“重融资轻回报”的问题，提升现金分红比例有助于资本市场“蓄水池”实现动态收支平衡，提升投资者投资意愿，实现估值重构。与 A 股整体水平相比，国企整体未来提升空间充足。同时，国央企在优势行业相较于民营企业保有较强的盈利能力和较为稳定的现金水平，这为现金分红比例提升提供了可能。

加强股权激励：当前国企股权激励政策尚存突破空间，未来或可加强股权激励机制以提升效率。目前国企股权激励政策以第一类限制性股票和员工持股计划为主，渐进式激励措施应当更多关注。期权和具备“渐进式激励”特征的第二类限制性股票对于企业来讲具备激励缓冲空间，受激励者需要分批次满足激励协议所提出条件，从而使得激励效果的达成更为稳健扎实。目前国企则较少地采取第二类限制性股票和股票增值权激励这类相对温和的措施。

中信证券表示，从政策目标来看，未来央企负责人考核或将既对市值的相对变化做考核，同时也将对估值的绝对水平提要求。从市值的相对变化来看，未来央企每年的市值总量增长及增长率将成为央企负责人考核的重要指标。从估值的绝对水平来看，市净率（PB）或是央企市值管理目标的重要工具，因为 PB 能较公允的反应市场对于企业经营效率的认可，所以对于 PB 较低尤其是小于 1 的企业，央企负责人考核或对其加强估值方面的考核。

未来市值管理纳入中央企业负责人业绩考核将有助于提高央企对公司市值管理的重视程度，提升上市央企的可投资性。国资委早在 2014 年就已经提及“市值管理”，态度上以鼓励为主。从后续几年国资委的表述来看，市值管理主要包括增强股东回报、依托上市公司平台整合优质资产、强化上市企业资本运作以及加强投资者沟通交流。此次国资委明确表示将研究把市值管理纳入央企负责人业绩考核，能够提升央企上市公司对市值管理的重视程度，有利于提振投资者情绪，增加对上市央企配置，有助于资本市场稳定发展。

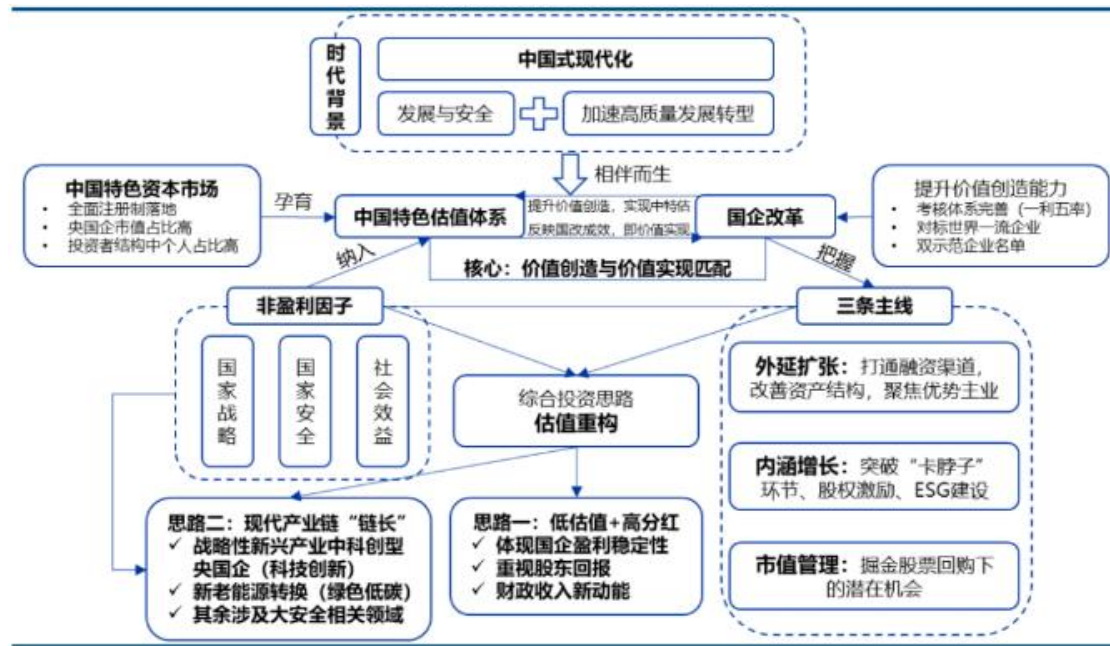
中信建投指出，央企是稳经济，稳资本市场的领头羊。市值管理纳入央企负责人业绩考核，是继“一利五率”后央企吸引资本市场的重要举措，有望开启新一轮行情。这要求及时通过市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。同时央行降准 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元。多重政策催化下，建议重点关注“中特估”新一轮机会，策略上关注分红、股票回购、并购重组等思路。

1) **业绩考核体系再度完善，加速央企价值重估：**日前，国务院新闻发布会上国资委发言人表示，2024 年将继续坚持“一利五率”目标体系，明确“一利稳定增长，五率持续优化”。相较 2023 年的考核要求，强调了净利润与归母净利润也需协同利润总额增长。本次市值管理是对健全央企

考核体系的一大举措，有助于倒逼央企加速专业化经营，央企市值管理的能动性将进一步强化，现金分红、回购和资产重组等举措将进一步加强。

从二级市场上看，央企上市公司有望受到资金的更多青睐，央企进而能通过提高杠杆效应和增加投资者回报实现自身净利润总额的增长和“五率”中净资产收益率、净利润与归母净利润的优化，基本面改善的同时，更加完善且更与二级市场估值体系更契合的业绩考核体系将逐步形成，“业绩改善-二级市场回报增加-资金流入-业绩改善”的资本市场投资正向循环有望推动央企实现盈利端和估值端的向好演绎，助推央企快步进入价值兑现阶段。

图 8：央企价值重估传导路径与投资逻辑



来源：中信建投证券

2) 进一步研究将市值管理纳入央企负责人考核标准：本次特殊点在于，首次将市值管理成效纳入央企负责人考核而非之前三次提到的企业考核，更加强调整央企市值管理对市场情绪的引导作用，明确提出要加大现金分红力度，将央企负责人的利益与央企市值深度挂钩，迫使负责人高效地治理企业，逐步形成“高效治理-业绩改善-市值管理有效-负责人利益增加-高效治理”的良性循环，提升中特估央企的核心竞争力。

图 9：我国市值管理纳入考核标准历程

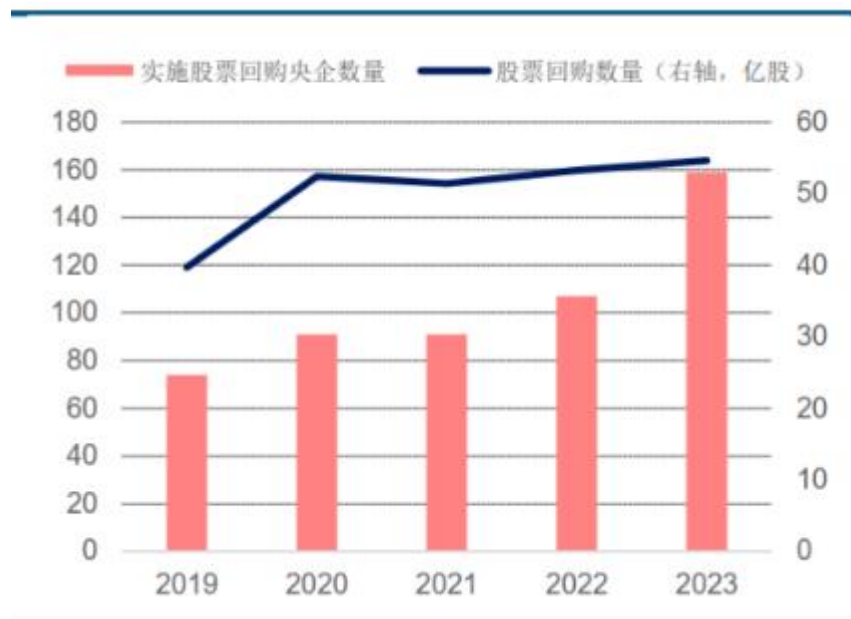
日期	相关事件	重要内容
2005年9月	《关于在上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》	对上市公司国有控股股东进行业绩考核时，要考虑设置其控股的上市公司市值指标
2014年5月8日	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	鼓励上市公司建立市值管理制度，鼓励市场化并购重组
2022年5月27日	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段，引导上市公司价值合理回归； 鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报
2024年1月24日	市值管理成效纳入央企负责人考核	将市值管理纳入央企负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者

来源：中信建投证券

3) 现金分红规模提升空间充裕：2023年以来A股低位震荡下高股息策略占优的背后是投资者对相对稳定收益的偏好，2023年中证央企指数股息率为5.38%，明显优于其余各主要指数。央企作为低估值、高股息股票的主力军，分红比例仍有充盈的提升空间。此外，国企分红进一步扩大还受到资本市场价值重估和财政端需求缺口的双驱动，一是央企扩大分红有望加快市场充分认知央企盈利的稳定性，进而稳定市场预期，二是由于国企分红流向财政“四本帐”的过程有特别的二次分配制度，优质国企分红率系统性抬升有望部分解决现收现付的统筹账户形成的基本养老金缺口。

4) 增持、回购手段传递信心，稳定预期：股票回购的核心目的是稳定股价，大多数与股权激励、员工持股相结合，且作为上市公司维稳股价的手段之一，回购增持有利于想市场传递积极向好的情绪，彰显市场对于经济复苏的信心。此番将市值管理纳入中央负责人业绩考核，是国家对稳定央企股价的有力手段，进一步维稳市场走势，有立竿见影的护盘效果。而通过增持、回购等市场化手段，不仅可以维稳股价走势，更预示着中央负责人对企业的信心，而央企的市值占比较高，其股价的企稳可以熨平股市情绪，具备一定的带头作用。回购后的股权激励/员工持股更可以进一步将员工利益与企业挂钩，激励企业盈利能力走高，稳定了企业预期。

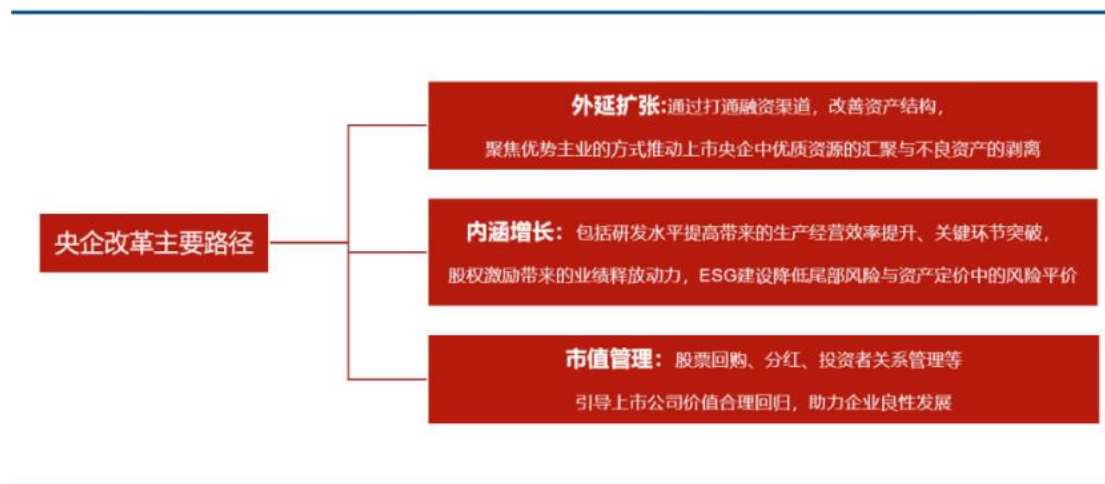
图 10：央企股票回购参与度提升



来源：中信建投证券

5) 做优做大，加大并购重组力度，发挥央企“顶梁柱”作用：2023年国资委进一步加大中央企业重组整合工作力度，并表示将以做优做大国有企业为目的，进一步推动重组整合工作。央企经过有效重组整合，对资源配置效率有着直接的提升，聚集并创新了资源力量，未来将更好地服务国家战略。对股市而言，央企的有效重组整合将带头推动产业集群发展，形成规模效应，资源的高效分配有望增厚企业盈利，进而助推市场上行。同时，重组整合有利于“去其所短，取其所长”，构成协同优势。且我国国情的优势在于集中力量办大事，重组整合力度的加大将进一步增强央企在股市中作为“国家队”的力量，无论是推动产业发展，还是稳定助推股市行情，“国家队”力量的壮大无疑都是国家“金融强国”战略中不可或缺的一环。并购重组有望成为后续央企深化改革的重要抓手之一，助力提高央企核心竞争力，扮演好“压舱石”的重要角色。

图 11：央企改革三条主线



来源：中信建投证券

（二）煤炭

开源证券表示，2023 年高股息策略相对收益较好，其中 2023 年四季度以来表现尤为突出，站在 2024 年初时点，高股息提估值的投资逻辑仍将演绎，当前煤炭板块股息率仍旧是全社会最高板块，是配置价值最为凸显的板块。

根据国家统计局数据显示，2023 年国内生产总值为 126.1 万亿，按不变价格计算同比增长 5.2%，顺利达成 2023 年全年增速目标。从用电量来看，2023 年全社会用电量为 9.2 万亿千瓦时，同比增长 6.7%。2023 年作为三年公共卫生事件影响退去后经济恢复发展的第一年，复苏正在进行。

图 12：用电量增速呈现修复态势



来源：开源证券

开源证券认为，复苏过程面临不确定性，高股息防御价值凸显。2023 年中央经济工作会议指出，经济回升面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等问题，反映当前复苏过程仍面临较多不确定性。从宏观经济数据也能反映当前经济复苏动能偏弱，工业方面，国内制造业 PMI 自 4 月以来逐步回升，9 月份短暂站上荣枯线后再度回落至 50 以下，工业企业利润总额累计同比逐月修复但截至 11 月仍为-4.4%；消费方面，2023 年多个月份社会消费品零售总额当月值同比实现高个位数增长，但考虑到 2022 年疫情影响下的低基数，2023 年增速与 2021 年增速相差较大（2020 年同为低基数），消费复苏的力度有限；从消费者信心指数来看，当前仍处于 2022 年以来的偏低水平，复苏过程仍面临不确定性。在较低预期下，业绩稳定且分红较多的高股息方向成为资金配置的重点方向。

开源证券认为，煤炭 PE 与 PB 仍处于较低水平。2023 年下半年以来煤炭指数表现亮眼，取得了颇为不错的相对收益，但相比于 2021 年以来高盈利水平，煤炭板块涨幅有限，估值仍处于较低

水平。截至 2024 年 1 月 5 日，煤炭指数 PE (TTM) 为 9.25 倍，略高于历史分位数 (2001 年以来) 10%的水平，但仍处于历史底部区域；煤炭指数 PB (LF) 为 1.44 倍，仍处于历史分位数 (2001 年以来) 25%附近。

图 13: 当前煤炭板块 PE 处于历史底部区域



来源：开源证券

图 14: 当前煤炭板块 PB 处于历史估值 25%位附近

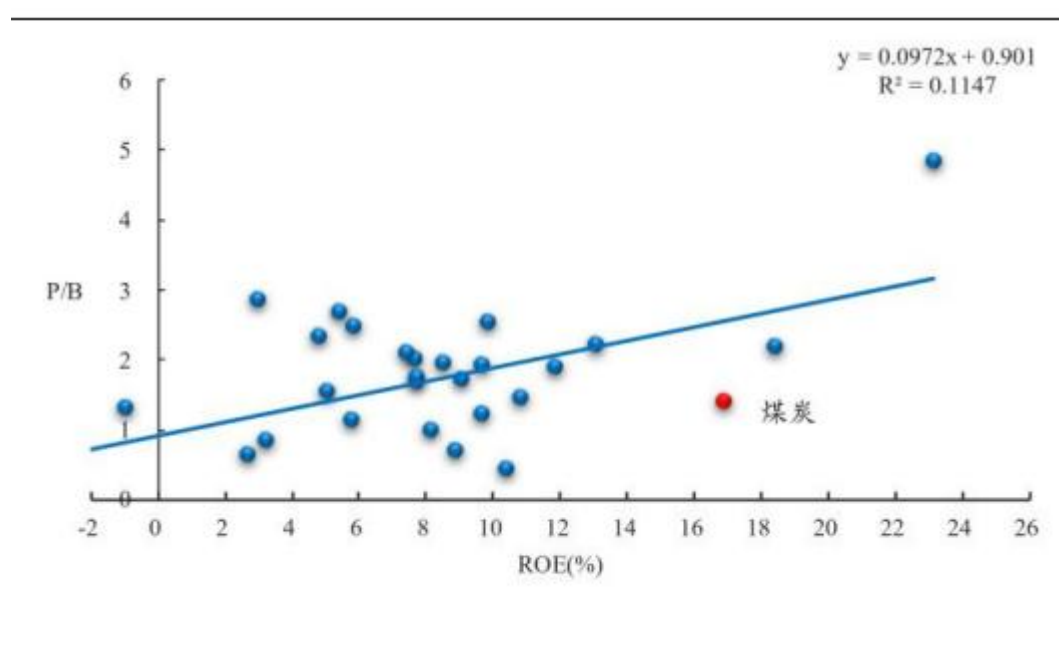


来源：开源证券

开源证券从市净率角度出发，对煤炭行业等 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 均衡线的下方，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，当前煤炭行业年化 16.9%（基于 2023 年三季报）的 ROE 对应市净率应为 4.52，截至 2024 年 1 月 17 日，煤炭板块实际市净率仅 1.41，市净率估值折价 68.8%，相比其他行业存在明显的估值修复机会。

煤炭行业 ROE 处于历史高位，但市净率仍处于低位。对 2003-2023 年煤炭行业 PB-ROE 进行回归分析，2017-2023 连续七年 PB-ROE 都位于均衡线以下，当前板块处于“高 ROE、低 PB”组合阶段，盈利估值性价比突出，估值存在明显折价。当前 ROE 虽相较于 2022 年有所下滑，但 PB 仍处低位，当前 ROE 对应的 PB 应为 4.27，实际 PB 折价 67.0%。

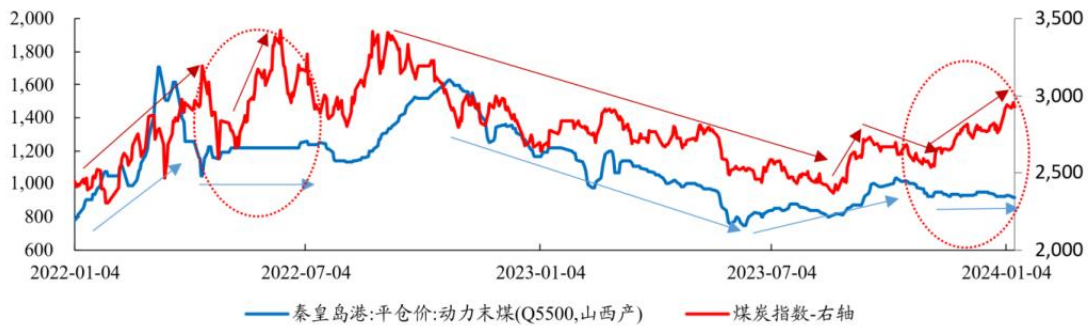
图 15：煤炭相比与 A 股其他行业处于 PB-ROE 均衡线以下



来源：开源证券

2022 年以来，煤炭行业周期属性弱化。复盘煤价与股价，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 9 月-2023 年上半年，煤价与股价双双震荡式回落，由于 2023 年 5 月下旬煤价下行较快引发市场悲观情绪，股价在煤价见底后仍有所回落，迎峰度夏期间股价表现比较疲软。9 月传统电煤淡季来临煤价不跌反涨，超预期下股价迎来显著反弹。进入四季度，煤价自千元以上高位逐步回落，但仍旧稳定在 900 元/吨以上位置震荡，此阶段股价不跌反涨，2024 年第一周交易日表现尤为突出。开源证券认为，煤企估值提升或已开启。电煤长协价格的相对稳定以及长协签约率的提升，或使煤企盈利趋于稳定，煤炭行业周期属性趋于弱化，股价不再随现货煤价大幅波动，煤企估值提升或已开启。

图 16：煤价&股价复盘：周期属性弱化，估值提升或已开启



来源：开源证券

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求信息的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本信息为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本信息可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本信息不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本信息中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本信息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。

投资者在使用研究信息时，应注意甄别、慎重、正确使用研究信息，独立进行投资决策，防止被误导。