开源证券

采掘/煤炭开采

靖远煤电（000552.SZ）

2022 年 01 月 11 日

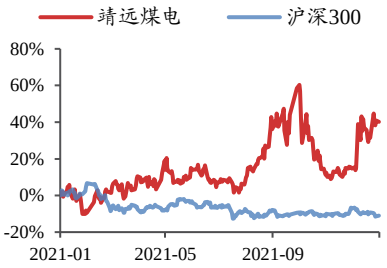
甘肃国有龙头煤企，多渠道布局增量打开成长空间

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/1/10
当前股价(元)	3.68
一年最高最低(元)	4.58/2.45
总市值(亿元)	86.51
流通市值(亿元)	86.39
总股本(亿股)	23.51
流通股本(亿股)	23.48
近 3 个月换手率(%)	233.52

股价走势图



数据来源：聚源

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● 甘肃国有龙头煤企，多渠道布局增量打开成长空间

靖远煤电是甘肃省属国有煤企背景上市公司，煤电一体化经营。煤炭主业在高比例长协加持下业绩稳健，在建的白岩子矿及集团旗下窑街煤电资产注入有望在未来贡献产能增量；同时布局以尿素为主的煤化工项目，延长煤炭产业链，打开多元化经营格局。我们预计 2021-2023 年归母净利润 6.88/7.55/13.33 亿元，同比增长 54.7%/9.6%/76.6%；EPS 分别为 0.29/0.32/0.57 元，对应当前股价，PE 分别为 12.6/11.5/6.5 倍。考虑到在建矿井、资产注入、煤化工项目将贡献未来业绩增量，布局新能源项目具备远期转型潜力，理应获得估值溢价，我们看好公司未来业绩增长前景。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

● 煤炭业务：高比例长协稳价，白岩子焦煤矿贡献增量

公司在产煤矿核定产能共计 1054 万吨，煤炭资源丰富，系甘肃省第二大煤企。煤炭产品主要为动力煤，公司生产的“晶虹煤”是甘肃省著名的煤炭品牌，在省内享有较好声誉。公司煤炭长协比例约 64%，定价机制为“基准价+浮动价”，煤价保持稳定，利好业绩平稳释放。公司在建矿井白岩子矿主产炼焦煤品种，产能 90 万吨，预计 2022 年内可建成投产，有望拓宽公司煤炭产品品类，提高盈利水平；存量产能方面，王家山煤矿产能利用率较低，有望通过技改升级提升产量。

● 多渠道布局增量，未来成长看点十足

煤化工项目：公司于 2020 年发行可转债募集资金投建煤化工项目，一期项目规划产能包括合成氨 30 万吨、尿素 35 万吨、甲醇 4 万吨以及其他副产品。该项目承接集团旗下尿素项目，可充分利用现有的市场销售网络和品牌优势；原料煤采用自产煤，具备煤化一体的协同效应。甘肃省尿素供给因天然气限制供应常年存在缺口，公司采用煤头路线，可保障尿素稳定供应弥补省内尿素缺口，同时在成本及价格方面均有较高市场竞争力。预计项目投产后可贡献年化业绩 3.9 亿元。

集团资产注入：公司二级大股东能化集团或将于 2023 年前将旗下窑街煤电资产注入上市公司。窑街煤电系甘肃省第三大煤企，产能规模 570 万吨，煤质优于公司所产煤炭，盈利性较好，未来若完成资产注入将为公司贡献 54%产能增量。

新能源项目：公司组建合资公司晶虹新能源并投资建设靖远煤电 28MW 光伏自发自用工程项目，选址位于公司矿区，有助于节能降本，提升公司资源综合利用。另外，公司远期规划靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目。项目当前仍处于前期规划阶段，或在远期为公司提供新能源转型增长潜力。

● 风险提示：经济增长放缓；煤价下跌超预期；在建项目及资产注入不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,056	3,687	4,640	4,691	7,915
YOY(%)	-0.9	-9.1	25.8	1.1	68.7
归母净利润(百万元)	525	445	688	755	1,333
YOY(%)	-8.4	-15.2	54.7	9.6	76.6
毛利率(%)	28.0	30.3	31.9	33.4	35.2
净利率(%)	12.9	12.1	14.8	16.1	16.8
ROE(%)	6.8	5.2	7.7	7.7	12.8
EPS(摊薄/元)	0.22	0.19	0.29	0.32	0.57
P/E(倍)	16.5	19.4	12.6	11.5	6.5
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 甘肃国有煤企背景，立足煤炭打造煤电一体化 3
2、 煤炭业务：甘肃第二大煤企，高比例长协稳价 5
3、 多渠道布局增量，未来成长看点十足 8
3.1、 布局煤化工项目，促进煤炭多元化利用 8
3.2、 集团煤炭资产有望注入，产能扩张仍有潜力 11
3.3、 布局光伏发电项目，探索新能源转型 12
4、 盈利预测及投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 13
5、 风险提示 14
附：财务预测摘要 15

图表目录

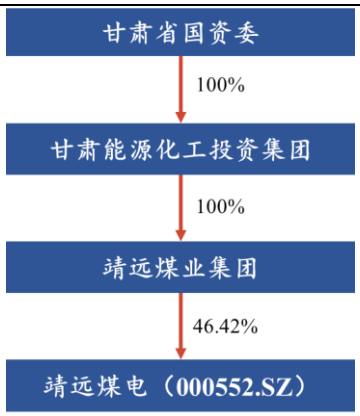
图 1: 公司控股股东为靖煤集团，拥有甘肃省属国企股东背景 3
图 2: 公司营收结构：煤电两大主业贡献主要营收 3
图 3: 公司毛利结构：煤电两大主业贡献主要毛利 3
图 4: 2021 年前三季度实现总营收 35.2 亿元 4
图 5: 2021 年前三季度实现归母净利润 4.64 亿元 4
图 6: 2021 年上半年煤炭业务收入及毛利同比高增 4
图 7: 2017 年后公司毛利率在 30%水平保持稳定 4
图 8: 截至 2019 年末，公司煤炭产能在甘肃全省合计产能中占比 23%，位居第二 5
图 9: 2021 年上半年原煤产量 431 万吨，同比下降 1.6% 6
图 10: 2020 年王家山煤矿产能利用率为 67% 6
图 11: 2021 年上半年公司吨煤价格为 338 元/吨 7
图 12: 公司所在产地煤价波动性弱于港口煤价（元/吨） 7
图 13: 2021 年上半年公司吨煤成本为 217 元/吨 7
图 14: 2021 年上半年吨煤毛利 121 元/吨，毛利率 36% 7
图 15: 项目通过对原料煤加压气化生产合成氨、尿素及其他副产品 9
图 16: 甘肃省尿素开工率整体较低且不稳定 10
图 17: 公司与窑街煤电在甘肃能化集团体内构成同业竞争 11

表 1: 公司在产煤矿核定产能共计 1054 万吨，另有在建矿井产能 90 万吨 5
表 2: 预计煤炭板块业绩贡献将持续增长 8
表 3: 公司煤化工一期项目产能包含合成氨 30 万吨、尿素 35 万吨 8
表 4: 公司煤化工一期项目预计可贡献 3.9 亿元业绩 10
表 5: 窑街煤电核定产能合计 570 万吨 11
表 6: 1GW 光伏项目若顺利建成投产或将贡献年化业绩约 1 亿元 12
表 7: 公司煤炭业务关键假设 13
表 8: 可比公司盈利预测及估值 13

1、 甘肃国有煤企背景，立足煤炭打造煤电一体化

甘肃省属国企背景，西北首家煤炭上市公司。甘肃靖远煤电股份有限公司（以下简称“靖远煤电”或“公司”）前身为甘肃长风特种电子股份有限公司，2005 年 6 月公司整合控股股东靖远煤业集团（以下简称“靖煤集团”或“集团”）所拥有的王家山煤矿资产，并通过借壳长风特电实现深圳证券交易所上市。公司是西北地区首家煤炭上市公司，拥有甘肃省属国有大型煤企集团背景，控股股东为靖煤集团，持股比例 46.42%（截至 2021 年 6 月），而靖煤集团是甘肃省属国企甘肃能源化工投资集团（以下简称“甘肃能化集团”）的全资子公司。公司实际控制人为甘肃省国资委。

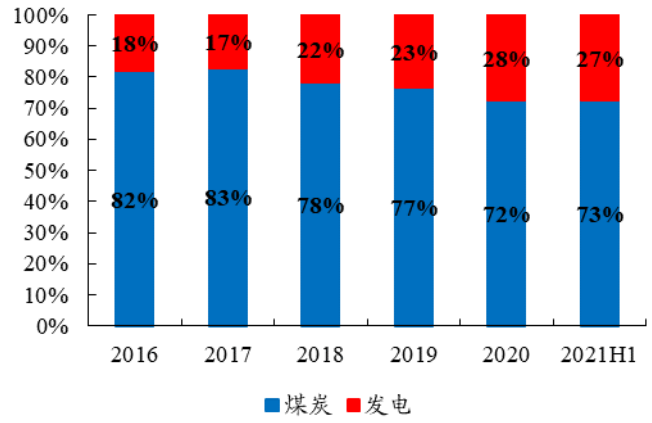
图1：公司控股股东为靖煤集团，拥有甘肃省属国企股东背景



资料来源：公司公告、开源证券研究所

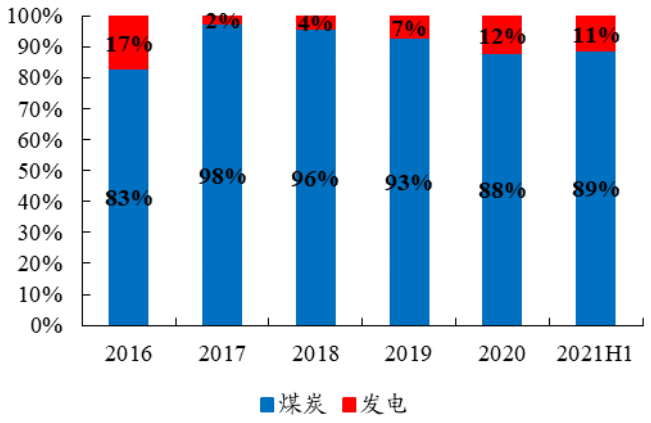
公司立足煤炭主业，打造煤电一体化经营。自公司成立以来，核心主业均为煤炭生产与销售，并具备煤炭地质勘查与测绘服务、热电联产、瓦斯发电以及煤炭储运等业务能力，具备完整的煤炭产、供、销业务体系和煤电一体化产业链条。煤炭主业方面，公司先后通过 2005 年王家山煤矿资产注入与 2012 年 8 月定增收购集团下属五个煤矿资产，实现煤炭业务版图扩张以及集团主业整体上市。从经营数据来看，煤电两大主业贡献了公司最主要的营业收入与毛利，2021 年上半年公司实现总营业收入 22.5 亿元，其中煤炭业务贡献 16.3 亿元，占比 73%，电力业务贡献 6.2 亿元，占比 27%；2021 年上半年总毛利为 6.6 亿元，其中煤炭贡献 5.9 亿元，占比 89%，电力贡献 0.7 亿元，占比 11%。

图2：公司营收结构：煤电两大主业贡献主要营收



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司毛利结构：煤电两大主业贡献主要毛利

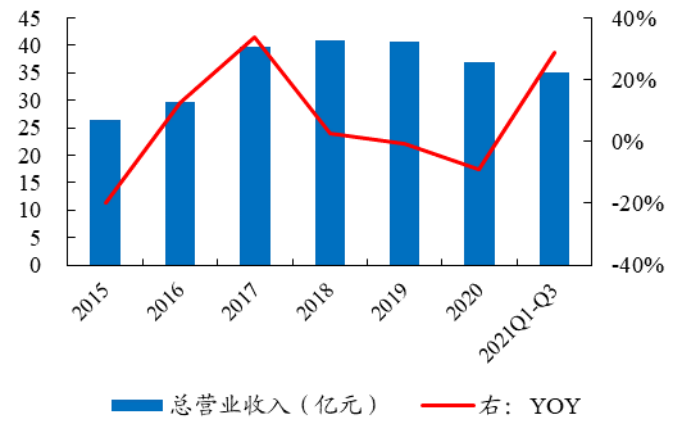


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2016 年后业绩站上新平台，毛利率整体稳定。2016 年后，受益于煤炭行业供给侧改革持续深化，煤炭价格得到提振，公司收入规模以及归母净利润于 2017 年开始得到大幅提升，并在新平台维持相对稳定。2018 年后由于红会四矿及宝积山矿的产能退出，公司煤炭产量规模有所下滑，对总营收及业绩有所影响。2020 年受疫情影响煤价偏低，公司收入及业绩同比下滑 9.1%、15.2%。但得益于优秀的成本控制，公司毛利率在 30%水平保持整体稳定，2020 年实现毛利率 30.3%，同比提升 2.3pct。

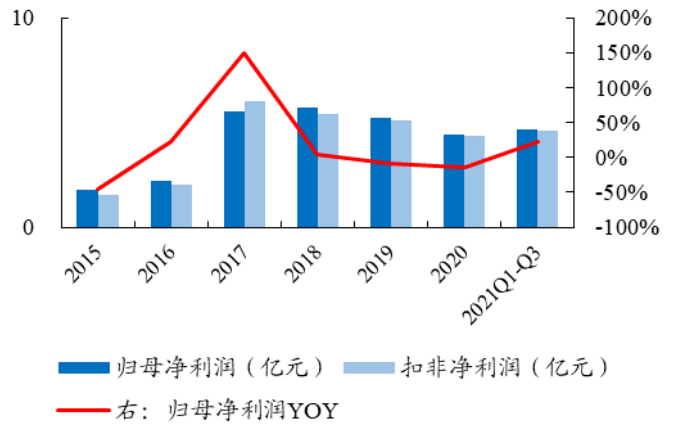
2021 年煤价上涨带动前三季度业绩高增。2021 年煤炭市场紧供给基本面支撑下，煤炭价格大幅上涨，公司业绩在煤炭产量略有下滑的背景下仍实现大幅增长。2021 年前三季度公司实现总营业收入 35.2 亿元，同比增长 28.8%；实现归母净利润 4.64 亿元，同比增长 21.6%。其中 2021 年上半年煤炭业务收入及毛利同比增长 21.8%、39%。

图4：2021 年前三季度实现总营收 35.2 亿元



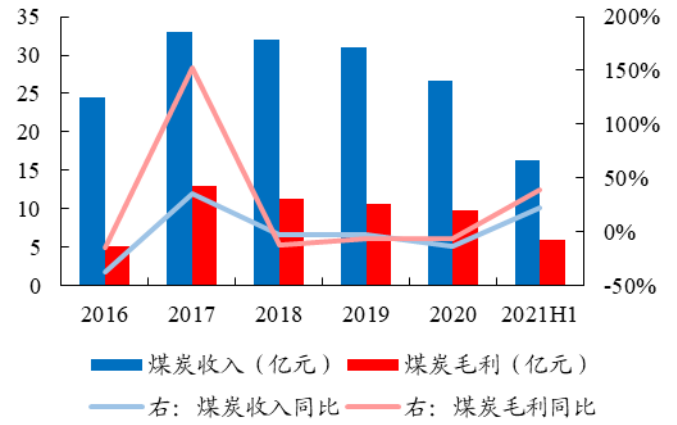
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年前三季度实现归母净利润 4.64 亿元



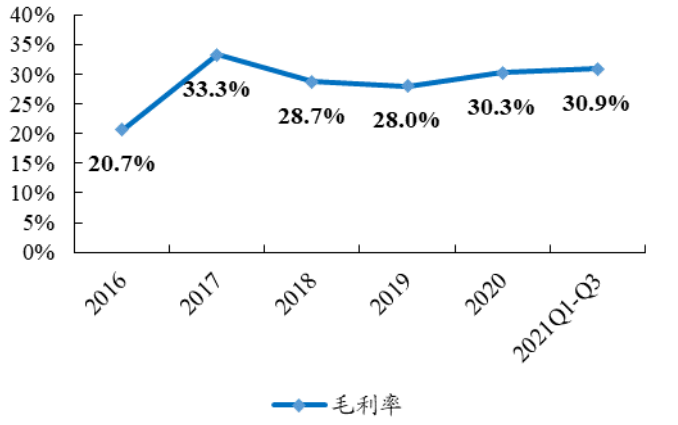
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年上半年煤炭业务收入及毛利同比高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2017 年后公司毛利率在 30%水平保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 煤炭业务：甘肃第二大煤企，高比例长协稳价

公司在产煤矿核定产能共计 1054 万吨，煤炭资源丰富，系甘肃省第二大煤企。公司煤矿主要位于甘肃省白银市境内，截至 2020 年末煤炭可采储量合计达 38527 万吨，在产矿井包括大水头矿（220 万吨）、魏家地矿（300 万吨）、红会一矿（204 万吨）、王家山矿（330 万吨，一矿 90 万吨、四矿 240 万吨）等四处煤矿，在产产能合计 1054 万吨，且权益比例均为 100%。其中王家山一矿于 2020 年由 45 万吨产能通过技改核增至 90 万吨从产能规模来看，公司系甘肃省第二大煤企，仅次于华亭煤业（1980 万吨）。公司煤炭产品主要为动力煤，煤种以不粘煤为主，伴有少量的弱粘煤和长焰煤，具有低硫、低灰、低磷、高发热量特点，2021 年上半年公司各矿平均热值在 3300-5400 大卡之间，主导煤炭产品“晶虹煤”是甘肃省著名的煤炭品牌，在省内享有较好声誉。

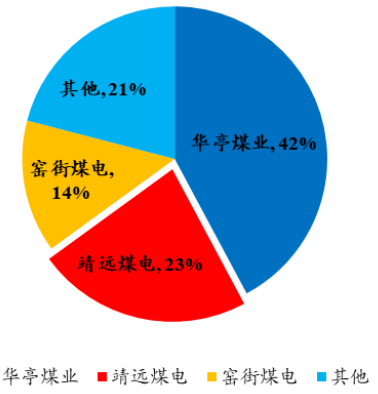
景泰煤业白岩子矿未来将贡献 90 万吨焦煤产能增量。公司于 2019 年 5 月通过股权收购的方式将景泰煤业及其拥有的白岩子煤矿项目纳入合并范围，白岩子矿属焦煤矿井，主产气煤、1/3 焦煤等炼焦煤品种，是甘肃省迄今为止发现的储量最大的焦煤资源项目。白岩子矿可采储量 5098 万吨（截至 2020 年末），设计产能 90 万吨，预计服务年限 44.2 年。该项目于 2020 年正式开工建设，预计 2022 年内可建成投产。公司对白岩子矿权益比例为 60%，权益产能为 54 万吨。白岩子矿位于甘肃省白银市景泰县区域内，公司未来有望以白岩子矿项目为切入点对景泰矿区煤炭资源做进一步开发。

表1：公司在产煤矿核定产能共计 1054 万吨，另有在建矿井产能 90 万吨

煤矿	可采储量（万吨）	权益比例	核定产能（万吨）	权益产量（万吨）	煤种	状态
大水头煤矿	5531	100%	220	220	不粘煤	在产
魏家地煤矿	15516	100%	300	300	不粘煤	在产
红会第一煤矿	3201	100%	204	204	不粘煤	在产
王家山煤矿	14279	100%	330	330	不粘煤	在产
在产合计	**38527**	**100%**	**1054**	**1054**		
白岩子矿	5098	60%	90	54	气煤、1/3 焦煤	在建
合计	**43625**	**97%**	**1144**	**1108**		

资料来源：公司公告、公司募债说明书、开源证券研究所

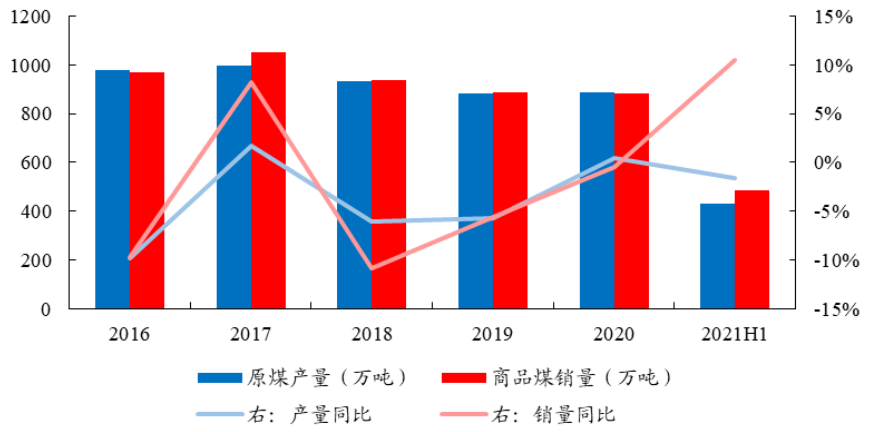
图8：截至 2019 年末，公司煤炭产能在甘肃全省合计产能中占比 23%，位居第二



数据来源：国家能源局、开源证券研究所

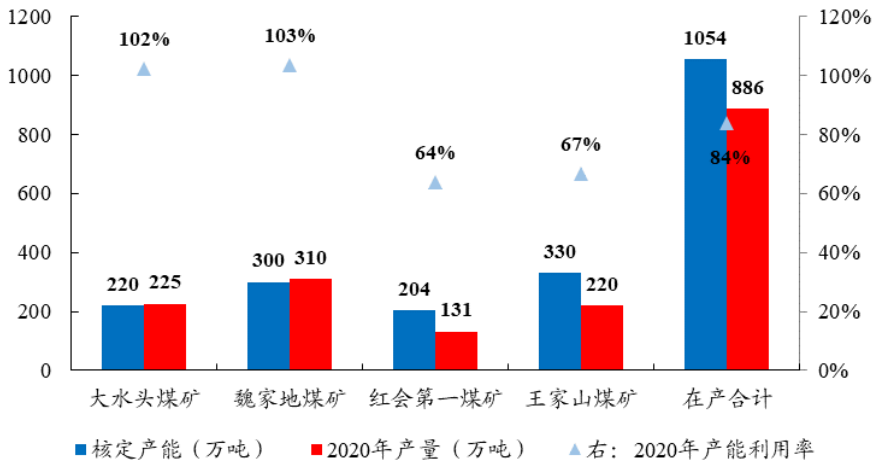
产能利用率仍有提升空间。公司 2017-2018 年陆续退出了红会四矿与宝积山矿两座矿井，对煤炭产销量形成一定影响。2017 年及以前年份，公司原煤产量基本保持 1000 万吨左右水平，2017 年后产量出现下滑，并于 2019-2020 年基本企稳，2020 年共实现原煤产量 886 万吨，同比增加 0.5%。除落后产能淘汰影响之外，公司主力矿井王家山矿产能利用率偏低也致使产能未能充分释放，2020 年王家山煤矿实现产量 220 万吨，产能利用率仅约 67%。针对王家山煤矿存在的欠产问题，公司近年内对王家山煤矿陆续开展系统优化及技术改造，并建设配套洗煤厂，有望进一步提升煤矿产能利用率，促进产能充分释放并提升煤质。另外，魏家地矿与大水头矿当前已达到满产状态，产量释放整体稳定，2020 年产能利用率分别达到 103%、102%。

图9：2021 年上半年原煤产量 431 万吨，同比下降 1.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2020 年王家山煤矿产能利用率为 67%

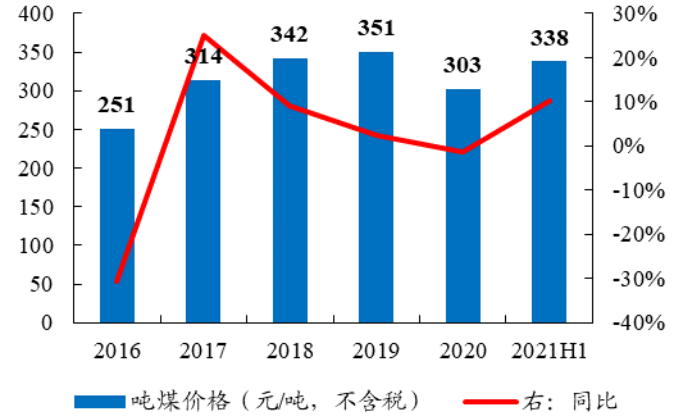


数据来源：公司公告、开源证券研究所

部分煤矿具备切换煤种潜力，产品结构有望优化。公司积极开拓下游市场空间，根据客户需求对产品销售进行灵活调整，产品不局限于电煤用途。针对客户对于冶金煤的需求，公司魏家地煤矿煤炭市场重新调整，计划将魏家地矿的煤炭由动力煤向配焦煤转变。魏家地矿 300 万吨产量可通过洗选生产 200 万吨配焦煤，有望进一步优化公司煤炭产品结构，提升整体煤炭售价。

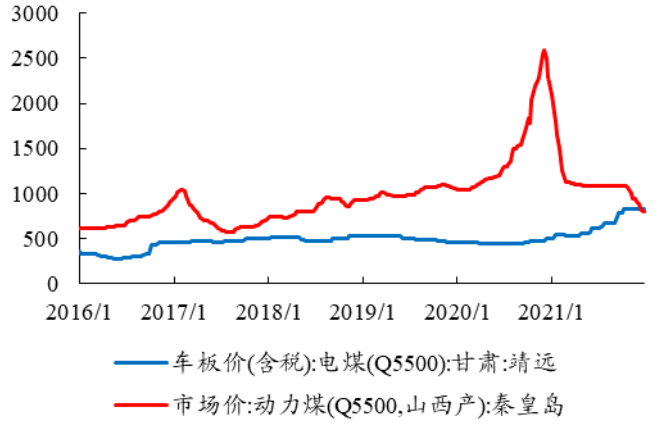
公司煤炭销售长协比例较高，煤价相对稳定。公司煤炭销售采用长协模式，长协煤占比约 64%，定价机制为“基准价+浮动价”，长协基准价参照产地周边市场煤价以及全国综合性煤价指数（如环渤海动力煤价格指数）并通过煤电双方协商进行确定，基准价年度调整。在基准价基础上，针对市场价格浮动，公司仍可通过与下游客户协商对煤价进行调节，调价周期并不固定。整体来看，公司煤炭价格波动性弱于产地市场价以及港口煤价，高比例长协有助于公司煤炭售价稳定。同时，考虑到甘肃煤炭市场相对较为独立，产地煤价并不完全跟随港口煤价，整体波动性较小，进一步巩固了公司煤价的稳定性。2017 年后，公司吨煤价格（不含税）基本稳定在 300 元/吨以上，2021 年上半年公司实现吨煤售价 338 元/吨，同比增长 10.2%。

图11：2021 年上半年公司吨煤价格为 338 元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

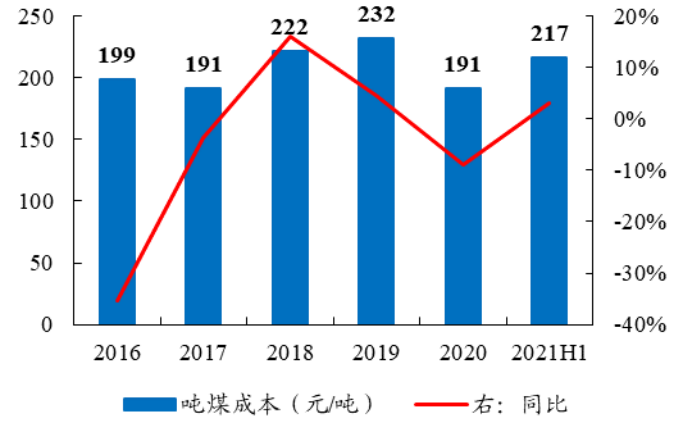
图12：公司所在产地煤价波动性弱于港口煤价（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

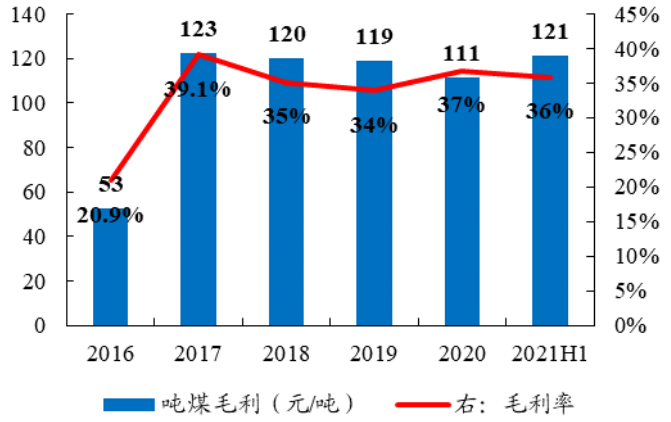
成本控制得当，煤炭毛利率稳定。公司近年内吨煤成本整体保持在 200 元/吨左右，2021 年上半年实现吨煤成本 217 元/吨，同比微增 3.1%，考虑到 2020 年存在社保减半征收等优惠政策拉低成本，2021 年上半年公司煤炭生产成本得到合理控制。煤炭业务吨煤毛利整体稳定在 120 元/吨左右，2021 年上半年由于煤价上涨带动吨煤毛利同比回升 3.1%。煤炭业务毛利率基本保持在 35%~40%，2021 年上半年毛利率为 36%，维持基本稳定。

图13：2021 年上半年公司吨煤成本为 217 元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2021 年上半年吨煤毛利 121 元/吨，毛利率 36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们对煤炭业务进行业绩测算：煤炭产销量方面，基于前文分析，我们认为公司未来煤炭业务产销量仍有增长空间，主要来自于王家山矿产能利用率提升及白岩子矿建成投产（假设白岩子矿 2023 年全年产能利用率达到 50%）。因此我们假设 2021-2023 年煤炭产销量保持增长趋势。价格方面，我们认为在全国年度长协基准价提升背景下，公司依靠高比例长协仍有望在 2022 年获得煤价提升，同时 2023 年白岩子矿焦煤贡献收入后将对综合吨煤价有所抬升。成本方面，我们假设公司成本控制得当，吨煤成本保持稳定，2023 年白岩子矿焦煤投产或将使吨煤成本有所增高。经测算，我们预计 2021-2023 年煤炭板块贡献归母净利润 6.7/7.7/9.2 亿元。

表2：预计煤炭板块业绩贡献将持续增长

	2021E	2022E	2023E
原煤产量（万吨）	890	920	995
商品煤销量（万吨）	943	920	995
吨煤价格（元/吨，不含税）	361	379	442
吨煤成本（元/吨）	220	220	251
吨煤毛利（元/吨）	141	159	192
收入（亿元）	34.1	34.9	44.0
成本（亿元）	20.8	20.2	25.0
毛利（亿元）	13.3	14.7	19.1
归母净利润（亿元）	**6.7**	**7.7**	**9.2**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 多渠道布局增量，未来成长看点十足

3.1、 布局煤化工项目，促进煤炭多元化利用

公司于 2020 年发行可转债募集资金用于投资建设清洁高效气化气综合利用项目，正式启动布局煤化工业务。该项目以公司本地煤为原料，采用粉煤加压气化技术，生产合成氨及尿素。项目分两期建设，其中一期项目规划产能包括合成氨 30 万吨、尿素 35 万吨、甲醇 4 万吨以及其他副产品。项目涉及的尿素产能指标来自于刘化集团（甘肃刘化（集团）有限责任公司，公司控股股东靖煤集团的全资子公司）产能指标置换，公司与刘化集团签订《产能置换协议》收购其 70 万吨尿素产能指标。一期项目预计投资额为 33.85 亿元，其中建设投资共计 32.29 亿元。项目建设工期预计为 3 年，其中为期一年的前期准备工作已于 2020 年基本完成，基础设施建设工作正在开展，预计 2022 年-2023 年上半年可建成投产。

表3：公司煤化工一期项目产能包含合成氨 30 万吨、尿素 35 万吨

产品及副产品	单位	产能
合成氨	万吨/年	30
尿素	万吨/年	35
甲醇	万吨/年	4
H_2+CO	Nm^3/h	2
液体 CO2	万吨/年	5
三聚氰胺	万吨/年	6
尿素硝铵溶液	万吨/年	5

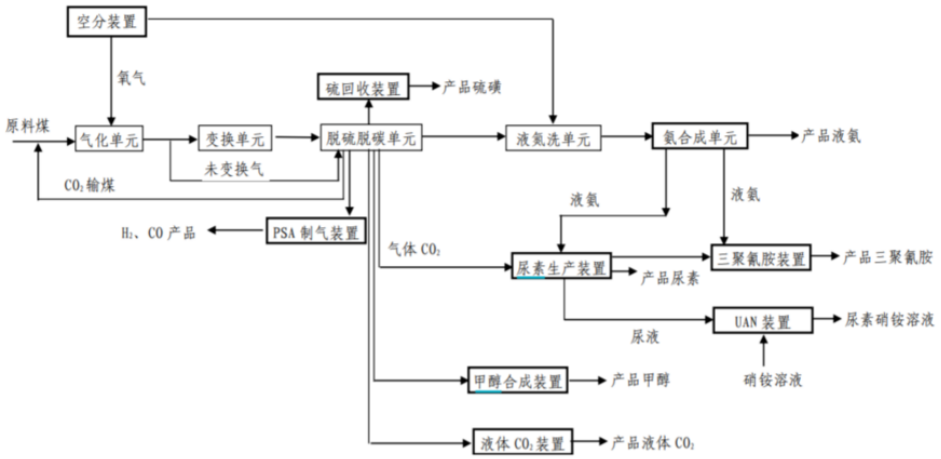
产品及副产品	单位	产能
硫磺	吨/年	1924
催化剂	吨/年	2500
液氧	万吨/年	2.052
液氮	万吨/年	1.3464
液氩	万吨/年	1.4832

数据来源：公司募债说明书、开源证券研究所

承接刘化集团尿素项目，原料煤采用自产煤，具备现成资源优势。刘化集团是甘肃唯一尿素生产商，考虑到尿素化肥市场区域性较强，刘化集团生产的“黄河牌”尿素是甘肃省著名尿素品牌，在省内具备较强的品牌认知度。公司尿素项目作为刘化集团尿素的承接，可充分利用现有的市场销售网络和品牌优势，保障项目投产后公司尿素产品的销售与利润兑现。同时，原材料方面，项目采用煤头路线，且原料煤或将主要来自于王家山煤矿所产的较低品质煤炭，一方面具备成本优势，另一方面也有效解决了王家山矿低质煤的市场消化。

项目技术水平先进，属现代煤化工项目。按照国家对氮肥行业进行结构调整、转型升级的要求，公司依据以煤制合成气为原料的化工产品规划，完成公司煤化工发展以化肥生产为主、多产品共同开发的结构调整，进一步实现煤炭资源的就地转化，提高企业的抗风险能力及市场竞争力，生产符合农业科学用肥发展趋势的新型肥料。项目为以煤为原料的综合利用项目，煤耗及蒸汽耗量低，氧耗低，同时副产蒸汽及硫磺，对工艺冷凝液进行回收利用，有效降低了氨、尿素及甲醇的吨产品综合能耗，清洁生产水平能够达到国内先进水平，为现代煤化工产业，属于鼓励类项目。

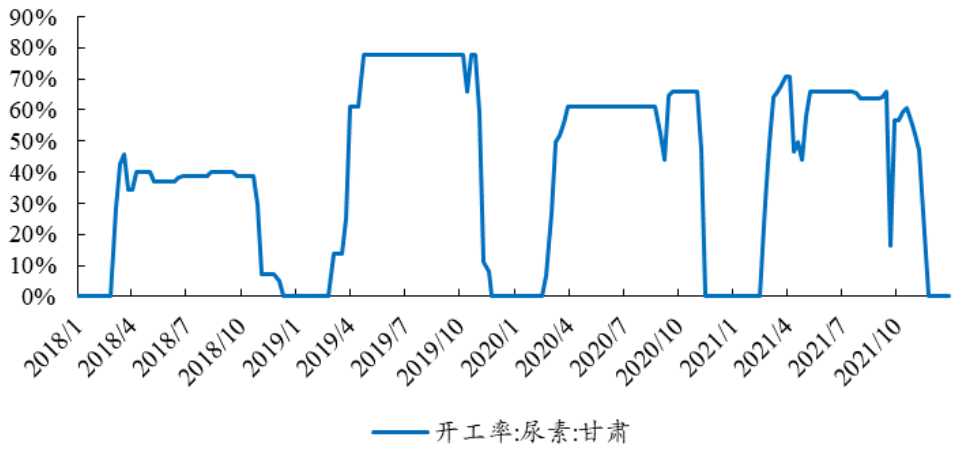
图15：项目通过对原料煤加压气化生产合成氨、尿素及其他副产品



资料来源：公司募债说明书

甘肃省尿素供给偏紧，项目发展顺应基本面。根据公司公告，甘肃省每年尿素需求量约为 85 万吨，省内仅有刘化集团一家尿素生产企业。而刘化集团尿素产线主要以天然气作为原材料，由于省内天然气供应相对短缺，冬季优先保障民用，工业用气存在季节性限气，致使刘化集团项目产能利用率较低，每年尿素产量不足 40 万吨，缺口接近 50 万吨。因此，甘肃省内尿素供应主要依赖省外跨区域调运，主要来源于新疆、宁夏、陕西、内蒙等地，运距较远，经济性相对不足。因此，公司顺应省内尿素市场基本面，采用自产煤炭作为尿素生产原材料，实现路线转型升级，可保障尿素稳定供应，弥补省内尿素缺口，同时在成本及价格方面均有较高的市场竞争力。

图16：甘肃省尿素开工率整体较低且不稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

项目实现园区化布局，区位条件优异。公司煤化工项目位于白银高新区银东工业园，紧邻白银市中心城区，是白银国家级高新技术产业开发区的重要组成部分。园区位置在公司所属煤矿 70 公里以内，交通运输便利，从资源储量、产量和煤质分析来看，公司能够满足气化用煤的要求。项目副产品氢气、一氧化碳可外供园区银光集团公司 TDI 产业，且生产规模与下游产业配套，供气目标明确且有发展预期，可为项目提供稳定的市场保障。

项目投产预计可贡献年化业绩 3.9 亿元。公司煤化工项目主要盈利产品为合成氨、尿素、三聚氰胺，我们对这三项主要产品进行业绩测算。预计项目投产后全年可贡献业绩 3.9 亿元。

表4：公司煤化工一期项目预计可贡献 3.9 亿元业绩

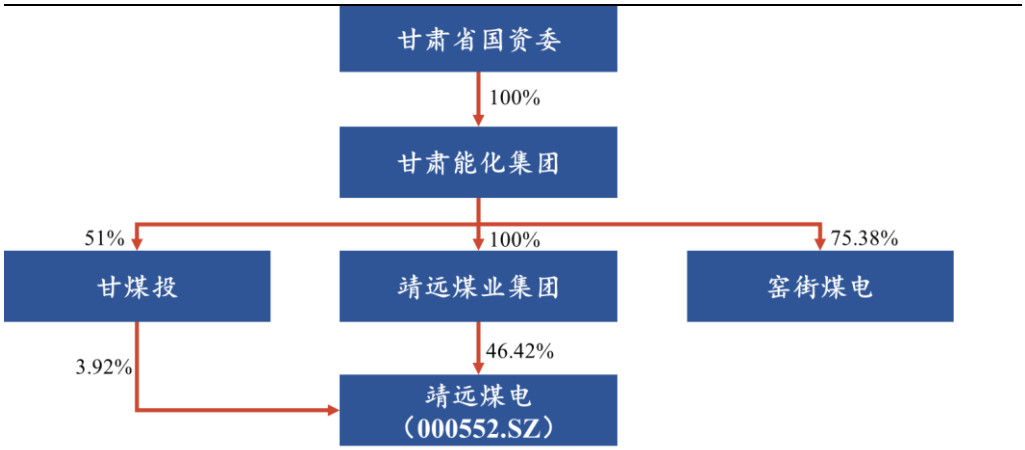
	合成氨	尿素	三聚氰胺	合计
产/销量（万吨）	30	35	6	
单位价格（元/吨，不含税）	3363	2212	8850	
单位成本（元/吨）	2200	1500	5800	
单位毛利（元/吨）	1163	712	3050	
收入（亿元）	10.1	7.7	5.3	23.1
成本（亿元）	6.6	5.3	3.5	15.3
毛利（亿元）	3.5	2.5	1.8	7.8
净利润（亿元）	1.8	1.2	0.9	3.9
权益比例%	100%	100%	100%	
归母净利润（亿元）	1.8	1.2	0.9	3.9
单位净利（元/吨）	588	342	1539	

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.2、 集团煤炭资产有望注入，产能扩张仍有潜力

能化集团资产整合做出避免同业竞争承诺，窑街煤电资产存在注入预期。为深化甘肃省国有企业改革，甘肃省于 2017 年组建甘肃能化集团并发起整合靖煤集团、窑街煤电、甘煤投等三家省内主要国有煤企集团，取得靖煤集团 100%股权与甘煤投 51%股权，从而间接持股靖远煤电 46.42%股权，同时取得省内第三大煤企窑街煤电集团 75.38%股权。因此，由于主业同为煤炭业务，公司与窑街煤电在甘肃能化集团体内构成同业竞争关系。为避免与上市公司之间的同业竞争问题，甘肃能化集团在 2018 年 1 月签署的收购报告书中承诺将在五年内通过资产注入、资产转让、关闭或停止相关业务、剥离等方式整合其控制的与上市公司所经营相同及相似业务的其他企业，消除同业竞争。因此，甘肃能化集团或将于 2023 年前将窑街煤电的煤炭资产注入上市公司。

图17：公司与窑街煤电在甘肃能化集团体内构成同业竞争



资料来源：公司公告、开源证券研究所

窑街煤电产能合计 570 万吨，将大幅贡献产能增量。窑街煤电是甘肃省内第三大煤企，煤种为不粘煤、弱粘煤和气煤，具有低灰、低磷、特低硫、高发热量天然品质，煤质优于公司所产煤炭，盈利性较好。窑街煤电共拥有四处矿井，核定产能合计达 570 万吨，未来若完成资产注入将贡献 54%产能增量。

表5：窑街煤电核定产能合计 570 万吨

煤矿	核定产能（万吨）	煤种
三矿	180	不粘煤、弱粘煤和气煤
金河煤矿	120	不粘煤、弱粘煤和气煤
天祝煤业三号井	90	不粘煤、弱粘煤和气煤
海石湾煤矿	180	不粘煤、弱粘煤和气煤
合计	**570**	

资料来源：国家能源局、窑街煤电官网、开源证券研究所

3.3、 布局光伏发电项目，探索新能源转型

2021 年 11 月，公司发布公告组建合资公司晶虹新能源（公司持股 60%）并投资建设靖远煤电 28MW 光伏自发自用工程项目。项目位于白银市平川区，项目装机容量 31.1233MWp，由 13.0741MWp 片区(王家山)、18.0492MWp（大水头、魏家地）两个片区构成，采用分块发电、集中并网方案，上网模式为 100%自发自用，余电不上网，建设工期 6 个月。该项目工程静态投资 1.36 亿元，工程动态投资 1.38 亿元。根据公司公告，项目按上网电价 0.3738 元/kWh 进行财务评价得出：项目投资财务内部收益率为 8.91%（税后，下同），资本金财务内部收益率为 15.65%，投资回收期为 10.14 年，总投资收益率为 6.46%，项目资本金净利润率为 16.62%。

光伏项目有助于节能降本，提升公司资源综合利用。公司作为传统能源企业，投建光伏项目符合国家可再生能源发展规划和能源产业发展方向，有利于增加可再生能源的比例，优化系统电源压力，减轻公司环保压力，降低公司生产成本，提升经营效益。同时，项目选址位于公司主要生产矿井附近，充分利用当地丰富的光热自然资源，使用公司闲置土地，本期不新建变电站，通过扩建使原有母线接入原系统，自发自用，就地消纳，实现公司绿色低碳、高质量发展目标。

远期规划装机容量达 1GW，新能源转型可期。2021 年 1 月公司发布公告，与上海核工程设计院签署《合作框架协议》，拟共同开发靖远煤电风电、光伏、分布式风电能源、智慧能源、核能供热、氢能利用等市场，并计划开发建设靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目，规划总装机容量将超过 1GW，项目将建设成集智慧能源光伏电站与畜牧业产供销一体化相结合的现代化示范基地。项目当前仍处于前期规划阶段，或在远期为公司提供新能源转型增长潜力。我们预计该项目若顺利建成投产或将贡献年化业绩约 1 亿元。

表6：1GW 光伏项目若顺利建成投产或将贡献年化业绩约 1 亿元

靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目盈利测算	
装机容量（万千瓦）	100
利用小时数（小时/年）	1500
发电量（亿千瓦时）	15.0
售电量（亿千瓦时）	13.5
度电售价（元/千瓦时，不含税）	0.38
度电成本（元/千瓦时）	0.26
度电毛利（元/千瓦时）	0.12
收入（亿元）	5.1
成本（亿元）	3.5
毛利（亿元）	1.6
净利润（亿元）	1.0
度电净利（元/千瓦时）	0.07

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测及投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

关键假设：

煤炭产销量方面，基于前文分析，我们认为公司未来煤炭业务产销量仍有增长空间，主要来自于王家山矿产能利用率提升及白岩子矿建成投产（假设白岩子矿 2023 年全年产能利用率达到 50%）。因此我们假设 2021-2023 年煤炭产销量保持增长趋势。价格方面，我们认为在全国年度长协基准价提升背景下，公司依靠高比例长协仍有望在 2022 年获得煤价提升，同时 2023 年白岩子矿焦煤贡献收入后将对综合吨煤价有所抬升。成本方面，我们假设公司成本控制得当，吨煤成本保持稳定，2023 年白岩子矿焦煤投产或将使吨煤成本有所增高。煤化工业务方面，我们假设煤化工一期项目将于 2023 年贡献业绩，关键假设及盈利预测参考前文分析。

表7：公司煤炭业务关键假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
原煤产量（万吨）	882	886	890	920	995
商品煤销量（万吨）	886	882	943	920	995
吨煤价格（元/吨，不含税）	351	303	361	379	442
吨煤成本（元/吨）	232	191	220	220	251
吨煤毛利（元/吨）	119	111	141	159	192

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预计 2021-2023 年归母净利润 6.88/7.55/13.33 亿元，同比增长 54.7%/9.6%/76.6%；EPS 分别为 0.29/0.32/0.57 元，对应当前股价，PE 分别为 12.6/11.5/6.5 倍。相对估值方面，我们选取三家同为小市值煤企的上市公司作为可比公司：新集能源、恒源煤电、昊华能源。公司 2022 年预测业绩对应 PE 为 11.5 倍，高于可比公司 4.8 倍平均 PE；公司 PB 为 1.1 倍，低于可比公司 1.4 倍平均 PB。考虑到公司煤炭业绩向好，在建矿井以及集团资产注入将使产能仍有进一步增长空间，同时煤化工项目未来投产将贡献业绩增量，规划布局新能源项目具备远期转型潜力，理应获得估值溢价，我们看好公司未来业绩增长前景。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表8：可比公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB
		2022/1/10	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022/1/10
601918.SH	新集能源	123	24.5	25.5	27.8	5.0	4.8	4.4	1.4
600971.SH	恒源煤电	80	10.8	9.8	8.7	7.4	8.2	9.2	0.8
601101.SH	昊华能源	94	21.1	22.6	26.0	4.5	4.2	3.6	1.1
	平均					5.0	4.8	4.4	1.4
000552.SZ	**靖远煤电**	**87**	**6.9**	**7.6**	**13.3**	**12.6**	**11.5**	**6.5**	**1.1**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：表中靖远煤电盈利数据来自于开源证券研究所预测，其余公司盈利数据来自于 Wind 一致预期

5、 风险提示

宏观经济增长不及预期;

煤炭价格下跌超预期;

在建项目进展、集团资产注入不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,966	7,638	9,306	10,397	14,456
现金	2,503	5,309	5,673	8,453	8,578
应收票据及应收账款	1,086	519	2,081	408	3,714
其他应收款	8	55	- 0	48	36
预付账款	49	1	88	- 0	138
存货	245	270	360	261	761
其他流动资产	1,075	1,484	1,105	1,226	1,229
非流动资产	5,926	5,905	5,670	5,404	5,102
长期投资	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
固定资产	3,350	3,274	3,236	3,083	2,861
无形资产	2,025	1,982	1,941	1,900	1,859
其他非流动资产	550	649	493	421	383
资产总计	10,891	13,543	14,976	15,801	19,558
流动负债	2,293	1,850	2,652	2,241	4,096
短期借款	410	120	120	120	120
应付票据及应付账款	676	650	1,028	617	2,082
其他流动负债	1,207	1,080	1,504	1,505	1,894
非流动负债	815	3,159	3,266	3,747	4,217
长期借款	- 0	2,316	2,779	3,258	3,726
其他非流动负债	815	843	487	490	491
负债合计	3,108	5,009	5,918	5,989	8,313
少数股东权益	176	175	175	175	275
股本	2,287	2,287	2,351	2,351	2,351
资本公积	1,843	1,893	1,893	1,893	1,893
留存收益	3,039	3,182	3,595	4,048	4,907
归属母公司股东权益	7,607	8,359	8,883	9,638	10,970
负债和股东权益	10,891	13,543	14,976	15,801	19,558

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,056	3,687	4,640	4,691	7,915
营业成本	2,922	2,571	3,158	3,124	5,128
营业税金及附加	154	145	186	188	317
营业费用	55	160	186	188	317
管理费用	227	222	232	235	396
研发费用	5	6	5	5	8
财务费用	12	14	14	14	14
资产减值损失	-72	-42	50	50	50
其他收益	5	7	- 0	- 0	- 0
公允价值变动收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	8	0	- 0	- 0	- 0
资产处置收益	2	0	- 0	- 0	- 0
营业利润	614	531	810	888	1,686
营业外收入	9	6	- 0	- 0	- 0
营业外支出	5	9	- 0	- 0	- 0
利润总额	618	529	810	888	1,686
所得税	93	83	121	133	253
净利润	525	445	688	755	1,433
少数股东损益	1	0	- 0	- 0	100
归母净利润	525	445	688	755	1,333
EBITDA	1,028	968	1,121	1,197	1,988
EPS(元)	0.22	0.19	0.29	0.32	0.57

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	463	639	319	2,384	-283
净利润	525	445	688	755	1,433
折旧摊销	447	426	396	424	445
财务费用	12	14	14	14	14
投资损失	-8	-0	- 0	- 0	- 0
营运资金变动	-627	-426	-779	1,191	-2,175
其他经营现金流	113	179	- 0	- 0	- 0
投资活动现金流	-399	-45	-161	-158	-144
资本支出	260	118	1,007	22,459	22,459
长期投资	-60	-20	- 0	- 0	- 0
其他投资现金流	-199	53	846	22,301	22,315
筹资活动现金流	-179	2,232	205	554	551
短期借款	-70	-290	- 0	- 0	- 0
长期借款	- 0	2,316	463	479	468
普通股增加	- 0	- 0	64	- 0	- 0
资本公积增加	-0	50	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	-109	155	-322	76	83
现金净增加额	-114	2,825	364	2,780	125

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.9	-9.1	25.8	1.1	68.7
营业利润(%)	-8.7	-13.5	52.4	9.6	89.9
归属于母公司净利润(%)	-8.4	-15.2	54.7	9.6	76.6
获利能力					
毛利率(%)	28.0	30.3	31.9	33.4	35.2
净利率(%)	12.9	12.1	14.8	16.1	16.8
ROE(%)	6.8	5.2	7.7	7.7	12.8
ROIC(%)	5.9	4.1	5.1	4.9	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	28.5	37.0	39.5	37.9	42.5
净负债比率(%)	-22.1	-29.3	-27.1	-47.7	-37.6
流动比率	2.2	4.1	3.5	4.6	3.5
速动比率	1.6	3.2	2.9	4.0	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.7	4.6	3.6	3.8	3.8
应付账款周转率	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.19	0.29	0.32	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.27	0.14	1.01	-0.12
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.36	3.56	3.88	4.44
估值比率					
P/E	16.5	19.4	12.6	11.5	6.5
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.9	6.5	5.7	3.5	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于机密材料，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

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

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
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