

2022年12月04日
靖远煤电 (000552.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

动力煤

资产注入赋能靖煤，多点布局探索产业链纵向延伸

区域龙头新增焦煤布局，“量增价涨”增强内生动力：公司为甘肃省国资体系中唯一一家煤炭上市公司，现有在产矿井权益产能1054万吨，在建矿井投产后合计权益产能将达到1108万吨。与此同时，公司积极开拓配焦煤市场，魏家地煤矿（300万吨）及在建白岩子煤矿（90万吨）均以销售炼焦煤为主。假设2021年公司所有煤炭产品均用作动力煤销售，其综合吨煤售价为394元/吨。根据我们的测算，当公司炼焦煤产量达到100万吨时，公司综合吨煤售价上升至429元/吨。未来伴随公司炼焦煤销售量不断提高，公司吨煤售价有望同步上行。

外延收购有序推进，优质资产注入实现产能翻倍，EPS增长可期：为避免集团内同业竞争，2022年4月公司启动窑街煤电收购，据此次并购方案业绩承诺，窑街煤电2022-2025年分别实现净利润16.05/7.85/8.26/8.36亿元。若此次收购成功，公司合计在产产能将达到1624万吨，较当前水平提升54%，盈利能力有望实现大幅增长。此外，窑街煤电还拥有两个在建矿井，合计产能达440万吨，其中红沙梁露天矿为满足保供需求已开始小范围量产。在不考虑窑街煤电注入的情况下，测算得到公司2022-2024年EPS为0.46、0.60、0.71。假设公司在2023年初收购窑街煤电成功后并表，公司2022-2024年EPS有望实现0.46、0.67(+11.67%)、0.75(+5.63%)。

多点布局探索产业链纵向延伸：火电：子公司白银热电为甘肃省白银市四大火电企业之一，承担该地区电力、热力保供任务，有望受益于电价上浮扭转亏损局面。煤化工：2020年发行可转债布局煤化工，用于填补省内尿素供给持续存在的缺口，预计2023年一期35万吨尿素、30万吨合成氨及其它化工品投产。绿电：已规划靖远矿区1GW农光互补智慧能源工程项目以及28MW光伏自发自用工程项目。此外，公司稳健发展的经营业绩叠加相比同行较低的债务负担，也为上述业务扩张奠定坚实基础。

投资建议：不考虑窑街煤电注入，我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入61.76亿元、72.93亿元、83.22亿元，增速分别为27.6%、18.1%、14.1%，2022-2024年分别实现净利润11.47亿元、15.17亿元、17.91亿元，增速分别为58.4%、32.2%、18.1%。若窑街煤电资产注入成功，假设2023年并表，公司2022-2024年

投资评级

增持-A
首次评级

6个月目标价

3.68元

股价 (2022-12-02)

3.42元

交易数据

总市值(百万元) 8,576.76

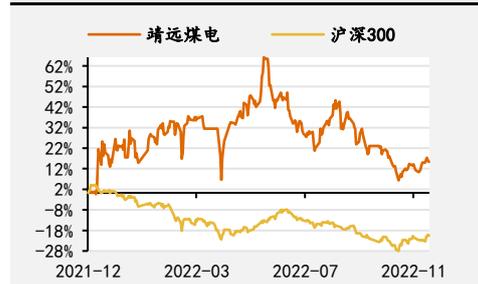
流通市值(百万元) 8,565.64

总股本(百万股) 2,507.82

流通股本(百万股) 2,504.57

12个月价格区间 2.94/4.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.3	-8.3	36.6
绝对收益	5.6	-12.1	16.3

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

相关报告

归母净利润有望达到 11.47 亿元、36.52 亿元、40.73 亿元，增速分别为 58.4%、218.3%、11.5%。在不考虑资产注入的情况下，我们预测靖远煤电 2022 年 EPS 为 0.46 元，考虑到公司新增焦煤布局，有望带动综合售价持续提升，窑街煤电收购有序推进，优质资产注入后未来成长可期，给予 8 倍 PE。首次覆盖，给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 3.68 元。

目 风险提示：政策推进不及预期；项目建设不及预期；资产注入进度不及预期；煤炭价格波动；生产安全风险

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,687.2	4,841.2	6,175.7	7,292.7	8,321.9
净利润	445.1	723.9	1,147.1	1,516.8	1,791.3
每股收益(元)	0.18	0.29	0.46	0.60	0.71
每股净资产(元)	3.33	3.40	3.66	4.20	4.81

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	19.3	11.8	7.5	5.7	4.8
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
净利润率	12.1%	15.0%	18.6%	20.8%	21.5%
净资产收益率	5.3%	8.5%	12.5%	14.4%	14.9%
股息收益率	2.6%	4.0%	5.8%	7.6%	9.0%
ROIC	8.4%	14.0%	31.0%	26.7%	28.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 内生外延，煤炭主业成长空间广阔	5
1.1. 甘肃省煤炭供给有限，为原煤净调入省份	6
1.2. 在建矿井贡献焦煤增量，有望带动综合售价提升	8
1.2.1. 产能利用率仍存提升空间，白岩子矿投产贡献焦煤增量	8
1.2.2. 新增焦煤产品带动价增	9
1.3. 窑街煤电收购有序推进，集团优质资产注入再添产能增量	10
2. 煤、电、化、新能源一体多元发展	13
2.1. 电力业务有望受益电价上浮扭转亏损局面	13
2.2. 发行可转债，布局煤化工延伸产业链	14
2.3. 甘肃省光资源丰富，绿电转型优势显著	17
3. 稳健经营，持续盈利，杠杆较低，分红可观	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

目 录

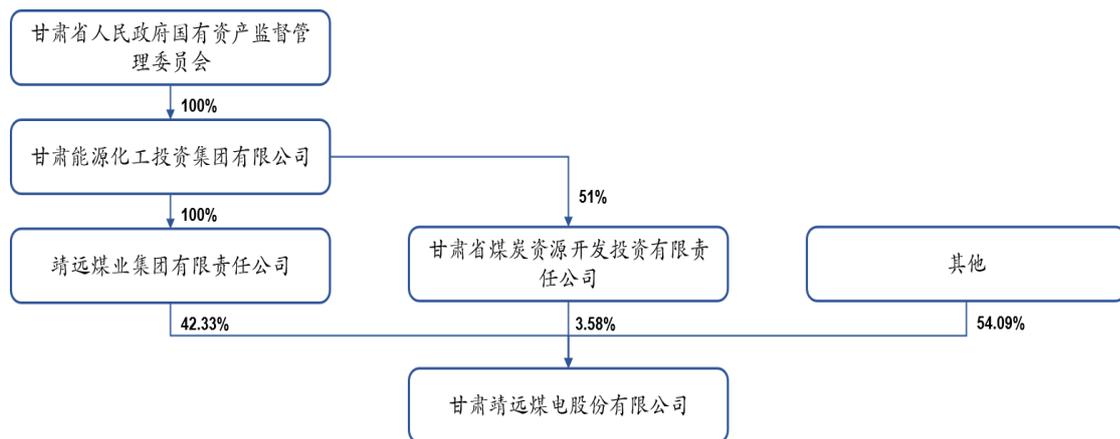
图 1. 公司实控人甘肃省国资委	5
图 2. 甘肃省 2021 年煤炭产量分布	5
图 3. 公司煤炭/电力营收及占总营收比重（亿元，%）	6
图 4. 甘肃省 2017-2022.1-10 月各电源发电量（亿千瓦时）	7
图 5. 甘肃省 2017-2022.1-10 月各电源发电量占总发电量比（%）	7
图 6. 公司产品销售以省内为主	9
图 7. 公司与窑街煤电存在同业竞争关系	10
图 8. 能化集团主要板块及资源分布图	10
图 9. 窑煤集团 2020-2022 年 Q1 营收及归母净利润（亿元）	12
图 10. 窑煤集团 2020-2022 年 Q1 不同煤炭产品价格（元/吨）	12
图 11. 2015 年至今白银热电营收及增速（亿元，%）	13
图 12. 2015 年至今白银热电净利润及增速（亿元，%）	13
图 13. 2015 年至今白银热电发电量（亿度）	14
图 14. 2017 年至今白银热电平均发电小时与甘肃省火电发电小时对比（小时）	14
图 15. 甘肃省月度平均上网电价（元/kWh）	14
图 16. 公司煤化工项目流程图	16
图 17. 2021 年我国一次能源生产结构	17
图 18. 2019 年至今甘肃尿素开工率（%）	17
图 19. 国内合成氨价格指数	17
图 20. 国内尿素现货价（元/吨）	17
图 21. 2021 年全国水平面总辐射量分布图	18
图 22. 甘肃省太阳能分布图	18
图 23. 公司近十年营业收入及增速（亿元，%）	19
图 24. 公司近十年归母净利润及增速（亿元，%）	19
图 25. 公司近五年现金流量净额（亿元）	19
图 26. 公司近五年毛利率/净利率情况（%）	19
图 27. 动力煤板块上市公司资产负债率情况（%）	20
图 28. 动力煤板块上市公司有息负债率情况（%）	20

表 1: 靖远煤电主要控股参股公司	6
表 2: 甘肃省 2015 年/2020 年/2025 年煤炭产量及消费量	7
表 3: 甘肃省“十四五”期间计划建成煤矿项目	7
表 4: 公司在产/在建矿井情况	8
表 5: 2019-2021 公司各矿井产量及产能利用率情况	8
表 6: 靖远煤电煤炭业务相关指标	9
表 7: 公司煤炭产品综合售价测算	10
表 8: 窑街煤电集团在产及在建矿井产能情况梳理	11
表 9: 本次收购窑街煤电 100% 股权交易对手方情况	12
表 10: 窑街煤电 2022 年业绩预测	13
表 11: 本次募投项目产能置换方案的主要内容	15
表 12: 公司一期项目规划产能	15
表 13: 我国煤化工发展相关政策	16
表 14: 甘肃省及白银市“十四五”期间光伏建设规划	18
表 15: 公司新能源项目具体情况	18
表 16: 公司 2017-2021 年分红情况	20
表 17: 可比公司估值	21

1. 内生外延，煤炭主业成长空间广阔

靖远煤电是目前甘肃省国资体系中唯一一家煤炭上市公司。公司原名甘肃长风特种电子股份有限公司，于1993年11月在深交所上市。2005年6月，靖远集团通过将王家山煤矿资产置入长风特种，实现借壳上市，并更名为甘肃靖远煤电股份有限公司。2012年8月，公司通过重大资产重组整合靖煤集团主要煤炭资源及产能，实现靖远矿区各类生产经营要素的集约利用和产品的统一营销。截至2022年11月21日，公司控股股东靖煤集团持股42.33%，公司实际控制人为甘肃省国资委。

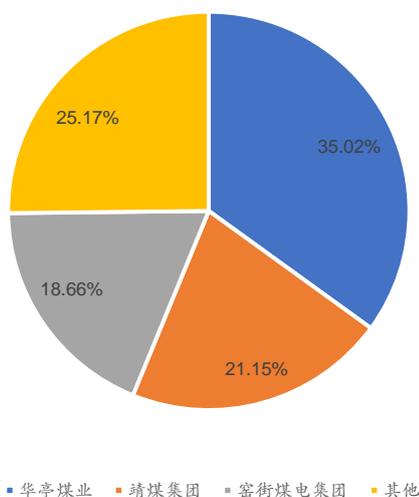
图1. 公司实控人甘肃省国资委



资料来源：Wind、安信证券研究中心

控股股东靖煤集团为甘肃省三大煤企之一。据Wind及各集团官网披露，2021年甘肃省原煤产量为4151.10万吨，其中华亭煤业生产原煤1453.6万吨、靖煤集团生产原煤877.99万吨、窑街煤电集团生产原煤774.5万吨，三大煤企合计原煤产量占全省煤炭总产量75%，靖煤集团位列第二。

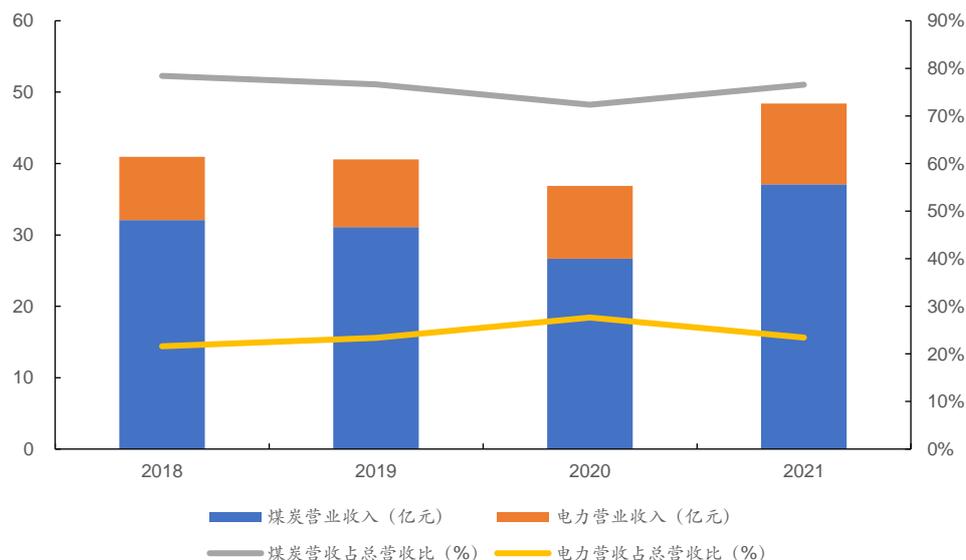
图2. 甘肃省 2021 年煤炭产量分布



资料来源：公司公告、公司官网、Wind、安信证券研究中心

公司主营业务为煤炭和电力。公司的核心业务为煤炭开采和销售，同时全资子公司靖煤集团白银热电有限公司主要负责火力发电及供热供汽业务。2021 年公司煤炭业务与发电业务分别实现收入 37.08 亿元/11.33 亿元，占总收入比重分别为 76.60%/23.40%。此外，公司全资子公司刘化化工主营业务包括氮肥、复混及其他肥料制造等，控股子公司景泰煤业负责白岩子矿井及选煤厂建设项目，目前处于建设期。2022 年上半年，公司分别以 1.23 亿元、0.71 亿元，相继收购甘肃煤炭第一工程有限责任公司、甘肃华能工程建设有限公司 100% 股权，布局建筑施工及业务以促进公司煤电化主业与建筑施工产业协同发展。

图3. 公司煤炭/电力营收及占总营收比重（亿元，%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表1：靖远煤电主要控股参股公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
靖煤集团白银热电有限公司	70000.00	100%	电力、供热、供气
靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司	1689.33	100%	其他能源发电、热力供应
靖远煤业工程勘察设计有限公司	520.00	100%	采矿地质勘查和矿建工程设计
甘肃晶虹储运有限责任公司	200.00	100%	煤炭零售
白银兴安矿用产品检测检验有限公司	561.76	100%	矿用安全产品检测检验、仪器仪表维修
白银银河机械制造有限公司	6160.85	100%	矿山机械 产品的生产、维修、销售
靖远煤业集团刘化化工有限公司	100000.00	100%	氮肥制造、复混肥料制造
甘肃煤炭第一工程有限责任公司	5199.26	100%	建筑施工
甘肃华能工程建设有限公司	5000.00	100%	建筑施工
白银农升化工有限责任公司	55000.00	100%	硝基复合肥和浓硝酸等化工产品生产经营
甘肃靖煤新能源有限公司	3413.66	60%	发电、输电、供（配）电
靖煤集团景泰煤业有限公司	74412.00	60%	煤炭投资管理、煤炭一体化建设
甘肃靖煤晶虹能源有限公司	7081.44	51%	煤炭贸易

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

1.1. 甘肃省煤炭供给有限，为原煤净调入省份

甘肃省为原煤净调入省份。根据《甘肃省“十四五”能源发展规划》披露的信息，2015 年甘肃省原煤产量为 4400 万吨，煤炭消费量为 4509 万吨标准煤，折合原煤约为 6313 万吨（参考百度百科，按照标准煤量=原煤量*0.7143 进行计算）。“十三五”期间甘肃省通过政策引导关闭退出小煤矿 100 处，累计淘汰落后煤炭产能 1400 万吨，2020 年甘肃省原煤产量下

降至 3859 万吨，煤炭消费量为 4275 万吨标准煤，折合原煤约为 5984 万吨。2015-2020 年省内原煤产量依旧无法覆盖煤炭消费量，主要从新疆、内蒙和陕西榆林等方向调入。

表2：甘肃省 2015 年/2020 年/2025 年煤炭产量及消费量

	2015	2020	2025
煤炭产量 (万吨)	4400	3859	7000
煤炭消费量 (万吨标准煤)	4509	4275	未披露
煤炭消费量 (万吨)	6313	5984	9000

资料来源：《甘肃省“十四五”能源发展规划》、安信证券研究中心

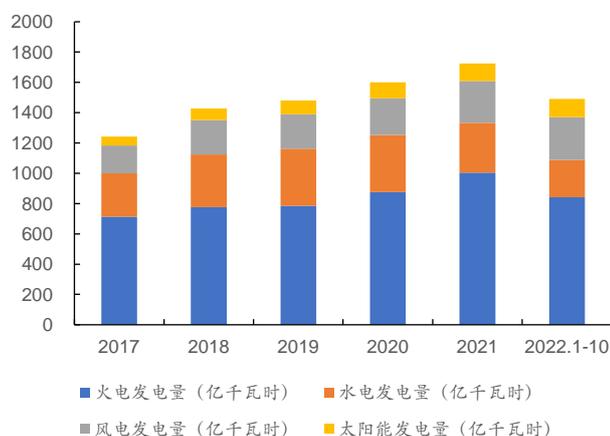
预计到 2025 年甘肃省煤炭供需缺口依旧存在。供给方面，《甘肃省“十四五”能源发展规划》中提到，“十四五”期间计划建成煤矿项目 11 个，合计产能 3060 万吨。到 2025 年，甘肃省合计煤炭产量上升至 7000 万吨，相比 2020 年提升 81.39%。需求方面，甘肃省发电类型以火电为主，2017-2021 年尽管火电发电量占总发电量比重有所波动，火电发电量仍呈现逐年上升趋势。考虑到甘肃省在“十四五”期间还将打造“西电东送”基地，电煤需求有望持续增长，《甘肃省“十四五”能源发展规划》中预测到 2025 年甘肃省煤炭消费量提升至 9000 万吨，仍大于省内煤炭产量。

表3：甘肃省“十四五”期间计划建成煤矿项目

煤矿	产能(万吨/年)	所属公司	煤矿位置
核桃峪煤矿	800	华能庆阳煤电有限责任公司	庆阳市正宁县西南部
新庄煤矿	800	庆阳新庄煤业有限公司	庆阳市宁县新庄镇新华村
五举煤矿	240	平凉五举煤业有限公司	平凉市崇信县境内
甜水堡二号井煤矿	240	甘肃万胜矿业有限公司	庆阳市环县甜水镇
红沙梁矿井	240	窑街煤电集团酒泉天宝煤业有限公司	酒泉市
红沙梁露天矿	200	窑街煤电集团酒泉天宝煤业有限公司	酒泉肃北蒙古族自治县马鬃山镇
红沙岗二号井煤矿	150	太西煤集团民勤实业有限公司	武威市民勤县
邵寨煤矿	120	邵寨煤业公司	平凉市灵台县邵寨镇东坪村
赤城煤矿	90	华亭煤业集团赤城煤矿有限责任公司	崇信县新窑镇赤城村
东水泉煤矿	90	张掖市东水泉矿业有限责任公司	张掖市山丹县老军乡东水泉
白岩子煤矿	90	靖远煤电	白银市景泰县
合计	3060		

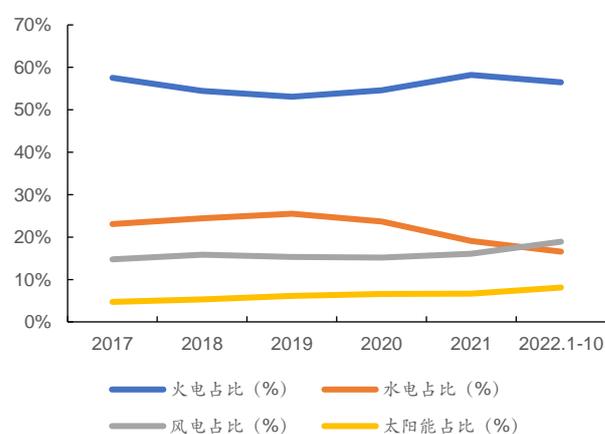
资料来源：《甘肃省“十四五”能源发展规划》、安信证券研究中心

图4. 甘肃省 2017-2022.1-10 月各电源发电量 (亿千瓦时)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图5. 甘肃省 2017-2022.1-10 月各电源发电量占总发电量 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.2. 在建矿井贡献焦煤增量，有望带动综合售价提升

1.2.1. 产能利用率仍存提升空间，白岩子矿投产贡献焦煤增量

公司在产矿井现有权益产能 1054 万吨/年，主要为动力煤。公司拥有大宝魏、红会、王家山 3 个煤田，下属王家山矿、红会一矿、大水头矿、魏家地矿 4 个生产煤矿，对应核定产能分别为 330 万吨、204 万吨、220 万吨、300 万吨，合计权益产能为 1054 万吨。截至 2021 年末，公司煤炭地质储量 67287.85 万吨，可采储量 40822.28 万吨，公司采煤机械化程度较高，主导产品“晶虹煤”，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 ($\geq 23\text{MJ}$) 等特点，广泛用于电力、化工、冶金、建材等行业。

景泰煤业白岩子矿投产后贡献焦煤增量。2019 年 5 月公司通过股权收购的方式将景泰煤业纳入合并范围。根据公司公告披露的信息，景泰煤业主要负责所属白岩子矿井项目的开发建设，该矿井煤炭资源储量 9075.80 万吨，其中气煤储量为 4736.3 万吨，1/3 焦煤储量为 4339.5 万吨，煤质具低硫、低-中灰分、中高挥发分、高热值等特点，矿井设计生产能力 90 万吨/年，公司所属权益产能 54 万吨，服务年限超 40 年。目前景泰白岩子矿井已进入二期工程施工，参考公司 2021 年 5 月 27 日公开投资者交流的回复，该矿井有望在 2022 年底投产，为公司焦煤产品提供增量。

表4：公司在产/在建矿井情况

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	可采年限	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
王家山煤矿	白银市平川区王家山镇	100%	不粘煤	21856.09	14015.9	42.47	330	330	在产
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4397.8	2718.91	13.33	204	204	在产
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	24355.41	14309.9	47.70	300	300	在产
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	7602.75	4679.65	21.27	220	220	在产
在产合计							1054	1054	
景泰煤业白岩子	白银市景泰县寺滩乡	60%	气煤、1/3 焦煤	9075.8	5098	56.64	90	54	在建
在建在产合计				67287.85	40822.28		1144	1108	

资料来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心（可采年限=剩余可采储量/核定产能）

产能利用率仍存在提升空间。目前，公司煤炭总产能为 1054 万吨，2020 年和 2021 年煤炭产量分别为 885.62 万吨/877.99 万吨，对应产能利用率为 84.02%/83.30%。分矿区来看，2021 年魏家地煤矿和大水头煤矿产能利用率较好，分别为 102.13%和 102.35%，而红会一矿和王家山煤矿的产能利用率水平相对较低，分别为 71.21%和 60.96%。参考公司 2022 年 11 月 2 日公开投资者交流的回复，红会一矿目前在七采区和南翼井田组织生产，产量近年将保持稳定。王家山煤矿现有一、四号井两对生产矿井，受冲击地压等地质灾害影响，目前产能发挥率偏低，但随着生产系统优化，未来产量将逐步提升。

表5：2019-2021 公司各矿井产量及产能利用率情况

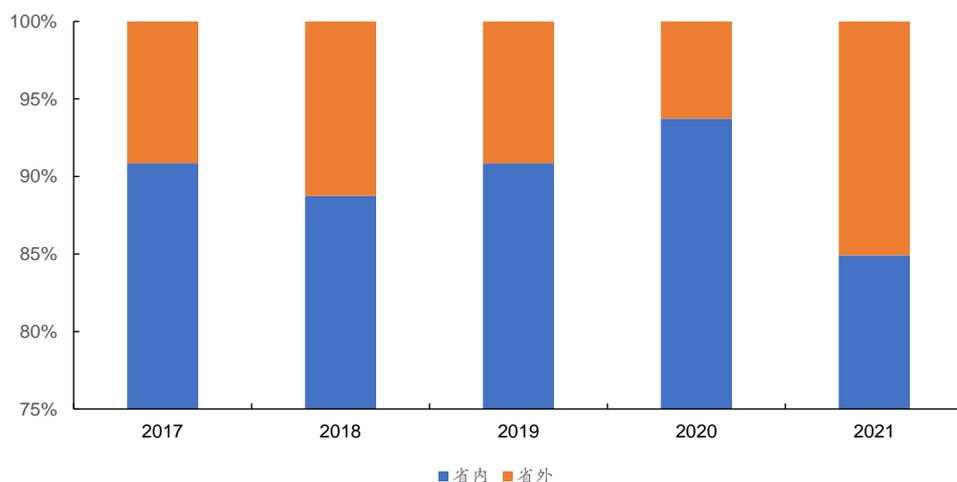
矿区名称	2019		2020		2021	
	产量	产能利用率	产量	产能利用率	产量	产能利用率
王家山煤矿	190.3	66.77%	220.01	66.67%	201.16	60.96%
红会第一煤矿	145.34	71.25%	130.52	63.98%	145.26	71.21%
魏家地煤矿	315.6	105.20%	310.09	103.36%	306.39	102.13%
大水头煤矿	230.32	104.69%	225	102.27%	225.18	102.35%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心（注：2019 年王家山煤矿一号井原核定产能 45 万吨/年，经技术改造后，2020 年经甘肃省安委办重新核查，一号井核定产能为 90 万吨/年，王家山总产能由 2019 年 285 万吨上升至 330 万吨）

1.2.2. 新增焦煤产品带动价增

据公司年报及 Wind 公开投资者交流信息，2021 年以前公司主要煤炭产品为动力煤，以省内销售为主（占比在 88% 以上）。同时针对长期协议合同客户采用“综合价=基准价+浮动价”的定价模式，合同签订价格为全年基准价，可根据煤炭市场价格协商浮动，2020-2021 年长协比例维持在 60%-64% 之间。

图6. 公司产品销售以省内为主



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

新增焦煤产品有望带动公司煤炭产品综合售价提升。近两年，公司不断调整产品结构和销售结构，积极开拓配焦煤市场，根据公司年报及 Wind 公开投资者交流信息，目前魏家地矿（300 万吨/年）部分煤种可替代配焦煤使用，王家山矿（330 万吨/年）部分煤种可用作喷吹煤，控股子公司景泰煤业（90 万吨/年）煤炭资源同样以焦煤为主。假设 2021 年公司所有煤炭产量均用作动力煤销售，其综合售价为 394 元/吨。以 2021 年产销量为基准，动力煤价格保持不变，参考煤炭市场网兰州市烟煤末及烟煤块出厂价，配焦煤价格设定为 970 元/吨，根据我们的测算，当公司炼焦煤产量达到 100 万吨时，公司综合吨煤售价上升至 429 元/吨。未来伴随公司炼焦煤销售量不断提高，公司吨煤售价有望同步上行。

表6：靖远煤电煤炭业务相关指标

	单位	2018	2019	2020	2021
煤炭营业收入	亿元	32.09	31.08	26.68	37.08
煤炭营业成本	亿元	20.81	20.53	16.86	19.94
煤炭毛利率	%	35.15%	33.94%	36.81%	46.22%
煤炭产量	万吨	935.13	881.56	885.62	877.99
煤炭销量	万吨	938.25	886.07	881.53	941.65
综合吨煤售价	元/吨	342.02	350.76	302.66	393.78
综合吨煤成本	元/吨	221.80	231.70	191.26	211.76

资料来源：公司公告、煤炭市场网、安信证券研究中心

表7: 公司煤炭产品综合售价测算

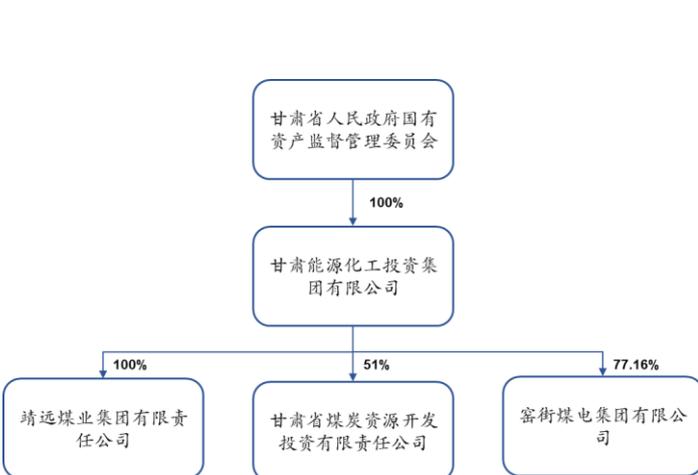
项目	指标					备注
总产能 (万吨)	1054.00	1054.00	1054.00	1054.00	1054.00	
总产量 (万吨)	877.99	877.99	877.99	877.99	877.99	以 2021 年公司煤炭产量为基准
动力煤产量 (万吨)	877.99	827.99	777.99	677.99	577.99	
炼焦煤产量 (万吨)	0.00	50.00	100.00	200.00	300.00	魏家地矿 (300 万吨/年) 部分煤种可替代配焦煤使用, 魏家地产能利用率基本为 100%
动力煤产量占比 (%)	100.00%	94.31%	88.61%	77.22%	65.83%	
炼焦煤产量占比 (%)	0.00%	5.69%	11.39%	22.78%	34.17%	
总销量 (万吨)	941.65	941.65	941.65	941.65	941.65	以 2021 年公司煤炭销量为基准
产销率 (%)	107.25%	107.25%	107.25%	107.25%	107.25%	以 2021 年公司煤炭产销率为基准
煤炭营收 (亿元)	37.08	37.47	40.35	46.11	51.87	参考煤炭市场网兰州市烟煤末及烟煤块出厂价, 假设公司配焦煤价格为 970 元/吨, 动力煤价格以公司全部生产动力煤均价 394 元/吨计算
综合售价 (元/吨)	393.78	397.95	428.53	489.70	550.87	
相比全部是动力煤价差 (元/吨)		4.17	34.76	95.93	157.09	

资料来源: 公司公告、煤炭市场网、安信证券研究中心测算

1.3. 窑街煤电收购有序推进, 集团优质资产注入再添产能增量

为解决同业竞争问题, 能化集团承诺注入煤电资产。2017 年 9 月, 甘肃省国资委以靖远煤业集团 100% 股权、窑街煤电集团 75.38% 股权, 甘肃省煤炭资源开发投资公司 51% 股权, 以及甘肃省财政厅配套 1 亿元现金, 出资组建全资控股公司——甘肃能源化工投资有限公司 (简称“能化集团”), 其目的在于承担甘肃省属煤炭国企改革重任, 负责省属煤炭资产重组、投资融资、资本运作、结构调整、转型升级等工作。因此, 由于窑街煤电与公司主业均为煤炭, 双方已在能化集团体内构成同业竞争关系。据公司公告, 2018 年 1 月能化集团出具了《关于消除和避免同业竞争的承诺函》, 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靖远煤电所经营相同及相似业务的其他企业, 消除同业竞争。这意味着能化集团或在 2023 年底前将窑街煤电的煤电资产注入上市公司。

图7. 公司与窑街煤电存在同业竞争关系



资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

图8. 能化集团主要板块及资源分布图



资料来源: 公司官网、安信证券研究中心

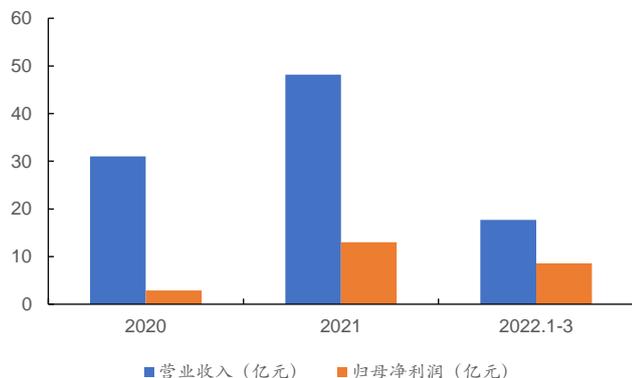
截至 2021 年底，窑街煤电合计在产煤炭产能 570 万吨/年，在建产能 440 万吨/年。窑煤集团以煤炭生产和销售为主业（收入占比 90%左右），并具备劣质煤发电和页岩油业务。主要产品包括筛选混煤、块煤及洗精煤等，主要销往西北地区，包括青海、甘肃等省份。2020 年和 2021 年窑煤集团的煤炭产量分别为 570 万吨、604.48 万吨，2020 年、2021 年分别实现营业收入 31.00 亿元、48.20 亿元，分别实现归母净利润 2.86 亿元、12.98 亿元。集团现有的三矿、金河煤矿、海石湾煤矿及天祝煤矿四个在产矿井的设计原煤生产能力分别为 180 万吨/年、120 万吨/年、180 万吨/年和 90 万吨/年，合计产能 570 万吨/年，煤种以不粘煤、弱粘煤和气煤为主，具有低灰、低磷、特低硫、高发热量等优势，可用作动力煤和配焦煤。此外，在建及规划矿井红沙梁露天矿/井工矿合计产能 440 万吨，煤种以褐煤为主，可用作动力煤，为进行电煤应急保供，红沙梁露天矿 2021 年保供生产煤及矸石 17 万吨，2022 年 Q1 保供生产煤及矸石 75.96 万吨。此外，据公司 2022 年 11 月 30 日披露的最新公告，受甘肃省煤炭保供需求持续加大影响，窑煤集团将根据甘肃省相关部门提出的煤炭需求和红沙梁煤矿的赋存条件，计划将红沙梁露天矿井项目的产能提高至 300 万吨/年。截至回复出具日，甘肃省发改委正在协助窑煤集团协调国家主管部门推进项目扩产所需的审批，办理项目产能提高所需的各项审批手续。若各项审批流程正常推进，窑煤集团在建产能有望提升至 540 万吨/年。

表8：窑街煤电集团在产及在建矿井产能情况梳理

矿区名称	窑煤集团持股比例	煤种	产品	可采储量	可采年限	核定产能 (万吨/年)	2021 年 产能利用率	状态	产品特点及用途
三矿	100%	不粘煤、弱粘煤和气煤	动力煤	3177	17.65	180	100.69%	在产	特低灰、特低硫、低磷、低钾钠总量、高发热量；可用作高炉喷吹配煤、活性炭和兰炭用煤
金河煤矿	100%	不粘煤、弱粘煤和气煤	配焦煤	5307	44.23	120	109.99%	在产	低灰、特低硫；炼焦配煤样品，可用作高炉喷吹配煤、活性炭和兰炭用煤
天祝煤业三号井	95%	不粘煤、弱粘煤和气煤	配焦煤、动力煤	4326	48.07	90	109.91%	在产	特低灰、中高黏结，焦油产率高、煤气品质高，氢碳原子比（H/C）高，活性组分高，液化性能强，高落下强度、高反应活性、高热稳定性；适宜用于直接液化用煤，可用作固定气床原料
海石湾煤矿	100%	不粘煤、弱粘煤和气煤	配焦煤	8314	46.19	180	106.85%	在产	低灰、特低硫；炼焦配煤样品，可用作高炉喷吹配煤、活性炭和兰炭用煤
在产合计						570			
红沙梁露天矿	100%	褐煤、长焰煤	动力煤		17600	200	-	在建（小部分投产）	没有黏结性，灰分、全水及全硫含量较高，发热量略低；能够用作电力用煤
红沙梁井工矿	100%	褐煤、长焰煤	动力煤			240	-	在建	
在产在建合计				38724	229.4639	440			

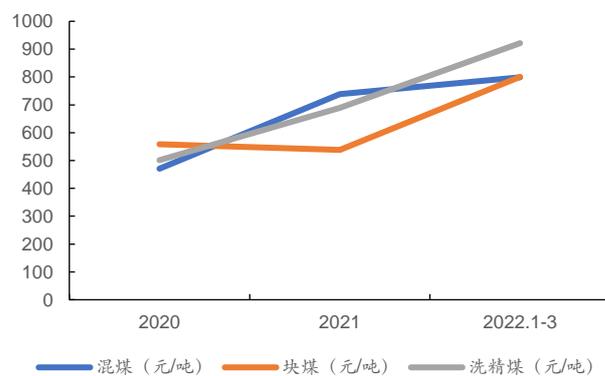
资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心（可采年限=剩余可采储量/核定产能）

图9. 窑煤集团 2020-2022 年 Q1 营收及归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图10. 窑煤集团 2020-2022 年 Q1 不同煤炭产品价格 (元/吨)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

窑街煤电收购成功后，公司合计在产产能将达到 1624 万吨/年，较当前水平提升 54%，盈利能力有望大幅提升。根据公司公告，2022 年 4 月，靖远煤电拟以发行股份方式购买能化集团、中国信达、中国华融合计持有的窑煤集团 100% 股权，股权交易价格为 75.29 亿元。另外，靖远煤电拟非公开发行股份募集配套资金不超过 30 亿元，投至窑煤集团的红沙梁矿井及选煤厂项目、红沙梁露天矿项目及补充上市公司流动资金。同时窑街煤电集团做出业绩承诺，将在 2022-2025 年分别实现净利润 16.05 亿元/7.85 亿元/8.27 亿元/8.36 亿元。截至 2022 年 11 月 18 日，公司收购窑煤集团项目已进入组织答复证监会第一次反馈环节。本次交易前，公司控股股东为靖煤集团，实际控制人为甘肃省国资委；若本次交易完成，公司控股股东将变更为甘肃能化集团，实控人不变。

表9：本次收购窑街煤电 100% 股权交易对手方情况

发行购买股份	交易对方	持股比例	支付对价 (亿元)	发行股份数 (股)
窑街煤电 100% 股权	甘肃能化	75.38%	58.10	16.23
	中国信达	23.55%	16.45	4.59
	中国华融	1.07%	0.75	0.21
		100.00%	75.30	21.03

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

据公司公告，2022 年 Q1 窑街煤电煤炭业务实现收入 16.64 亿元，成本 4.56 亿元，销售量 196 万吨，对应吨煤售价为 848 元/吨，吨煤成本为 232 元/吨。由于 2022 年煤价有所波动，且公司可能会在其余季度对煤矿进行安全投入，同时综合考虑 2020-2021 年吨煤售价和成本，保守估计下，假设公司全年煤炭销售量为 700 万吨，吨煤售价为 748 元/吨，吨煤成本增加至 302 元/吨，经测算 2022 年窑街煤电有望实现归母净利润 16.12 亿元，和公司出具的业绩承诺基本一致。在不考虑窑街煤电注入的情况下，测算得到公司 2022-2024 年 EPS 为 0.46、0.60、0.71。假设公司在 2023 年初收购窑街煤电成功后并表，参考公司《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中出具的备考合并财务报表，对各项指标进行调整后测算得 2022-2024 年 EPS 有望实现 0.46、0.67 (+11.67%)、0.75 (+5.63%)。

表10: 窑街煤电 2022 年业绩预测

	2020	20.21	2022Q1	2022E
煤炭销量 (万吨)	570.00	604.00	196.30	700.00
营业收入 (亿元)	27.48	42.74	16.64	52.34
营业成本 (亿元)	15.26	17.13	4.56	21.16
吨煤售价 (元/吨)	482.05	707.67	847.68	747.68
吨煤成本 (元/吨)	267.72	283.61	232.30	302.30
归母净利润 (亿元)	2.86	12.98	8.55	16.12

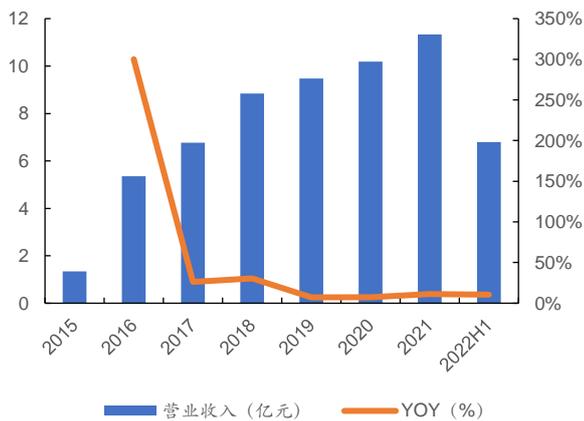
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心测算

2. 煤、电、化、新能源一体多元发展

2.1. 电力业务有望受益电价上浮扭转亏损局面

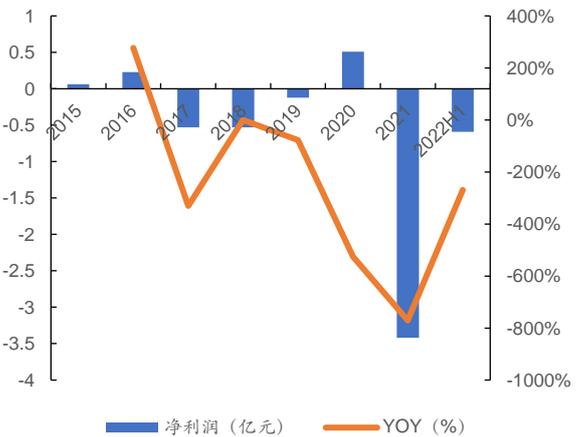
子公司白银热电为甘肃省白银市四大火电企业之一，承担该地区电力、热力保供任务。公司电力板块主要由子公司白银热电负责运营，白银热电成立于 2012 年 5 月，主营电力和热力生产业务，为甘肃省白银市四大火电企业（华能靖远电厂、中煤靖远第二电厂、华能景泰电厂、白银热电）之一。公司规划建设 4X350MW 超临界燃煤间接空冷热电联产机组，目前一期已建成投运 2X350MW 机组，是集发电、供热、工业供汽为一体热电联产项目。其中一、二号机组分别于 2015 年 10 月、12 月正式投产发电，主要供热区域为甘肃省白银市中心城区、银南新区、高新产业园、银东产业园、中小企业园等五个区域。2015 年投运至今，白银热电两台机组利用小时数不断增加，2018 年起基本高于甘肃省火电平均利用小时，据公司公告主要原因为区域社会用电需求逐渐提升以及甘肃省跨区跨省外送电量增长较快导致，此外白银热电工业供汽用户用汽需求量亦不断增加。

图11. 2015 年至今白银热电营收及增速 (亿元, %)



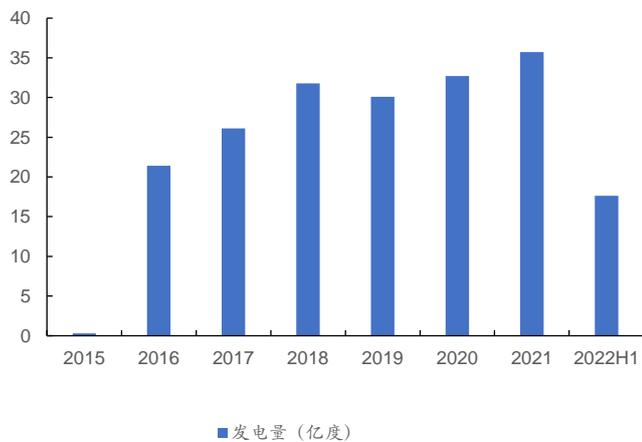
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图12. 2015 年至今白银热电净利润及增速 (亿元, %)



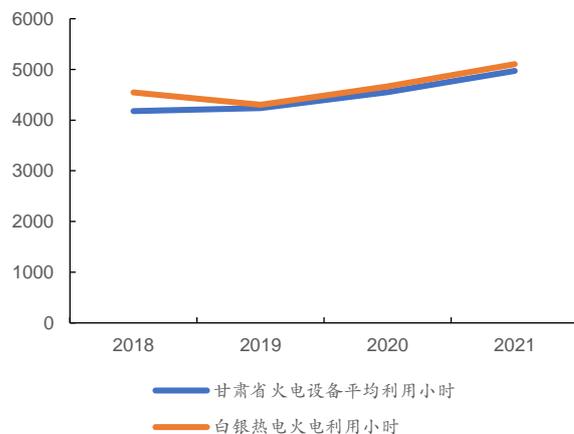
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图13. 2015 年至今白银热电发电量（亿度）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

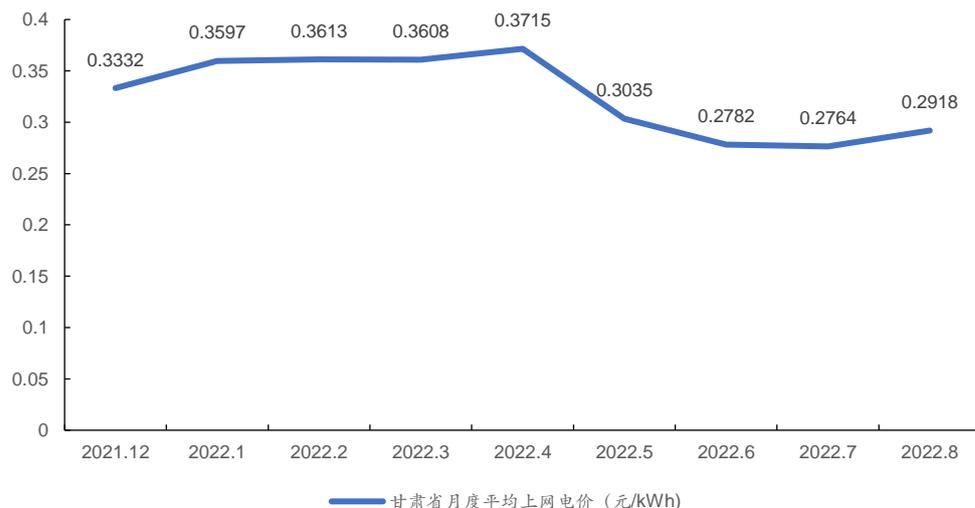
图14. 2017 年至今白银热电平均发电小时与甘肃省火电发电小时对比（小时）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

电力业务有望受益于电力市场化改革实现稳健发展。2021 年 10 月，在国家发展改革委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》后，甘肃省取消工商业目录销售电价，仅保留居民、农业用电目录销售电价，同时市场交易电价上浮不超过 20%。根据北极星售电网披露的信息，2021 年 12 月至 2022 年 8 月甘肃省平均市场交易上网电价为 0.3263 元/千瓦时，12 月至 22 年 4 月平均上网电价 0.3573 元/千瓦时，相比基准电价上浮 16%；5-8 月平均上网电价 0.2875 元/千瓦时，相比基准电价略下浮 6.6%。根据公司公告，2019-2021 年公司的上网电价（含税）分别为 0.2978 元/度、0.3098 元/度、0.3097 元/度。未来伴随电改政策不断推进，公司电力业务经营压力有望得到缓解。

图15. 甘肃省月度平均上网电价（元/kWh）



资料来源：北极星售电网、安信证券研究中心

2.2. 发行可转债，布局煤化工延伸产业链

发行可转债用于投资建设清洁高效气化气综合利用项目，一期项目预计 2023 年落地。2020 年公司发行可转换债券募集资金 28 亿元投资建设清洁高效气化气综合利用一期项目。

根据公司公告，该项目一、二期合计规划产能包括合成氨 60 万吨、甲醇 10 万吨、尿素 70 万吨、2.16 亿立方米外送合成气 (CO+H₂)、食品级液体 CO₂ 5 万吨、三聚氰胺 6 万吨、尿素硝酸铵溶液 (UAN) 5 万吨、硫磺 3848 吨、催化剂 2500 吨，其中涉及 70 万吨尿素产能由关联方甘肃刘化集团通过等量产能置换取得。根据公司 2022 年 11 月 30 日出具的最新公告，前次募集资金投资项目土建工程进度已超过 80%，部分工程已结构封顶，设备订货已全部完成，部分设备已制造完毕待发货，气化炉等 20 余台套设备已陆续到场，安装工程正在有序展开。按照整体工程进度计划，将于 2023 年 6 月 30 日前完成设备安装、管线吹出、清洗，单机调试及系统调试。

表11：本次募投项目产能置换方案的主要内容

企业名称	项目地点	主体设备名称、型号及数量	产能 (万吨)	拟开工时间	拟投产时间	置换比例
建设项目情况	靖煤刘化	1 套 CO ₂ 气提法尿素装置	35	2020.12	2023.6 (按照 2022.11.30 最新公告)	1:1
		1 套 CO ₂ 气提法尿素装置	35	2023.6	2025.12	
企业名称	项目地点	主体设备名称、型号及数量	产能 (万吨)	启动拆除时间	拆除到位时间	备注
退出项目情况	甘肃刘化	1 套 CO ₂ 气提法尿素装置, 1 套水溶液全循环法尿素装置	45	项目一期工程建成后封闭装置, 二期工程开建后拆除 CO ₂ 气提法尿素装置。	CO ₂ 气提法尿素装置 2023 年 12 月除完毕。	一期项目置换剩余产能用于二期项目置换。
		1 套水溶液全循环法尿素装置	25	二期项目建成后拆除 2 套水溶液全循环法尿素装置。	2026 年 9 月	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表12：公司一期项目规划产能

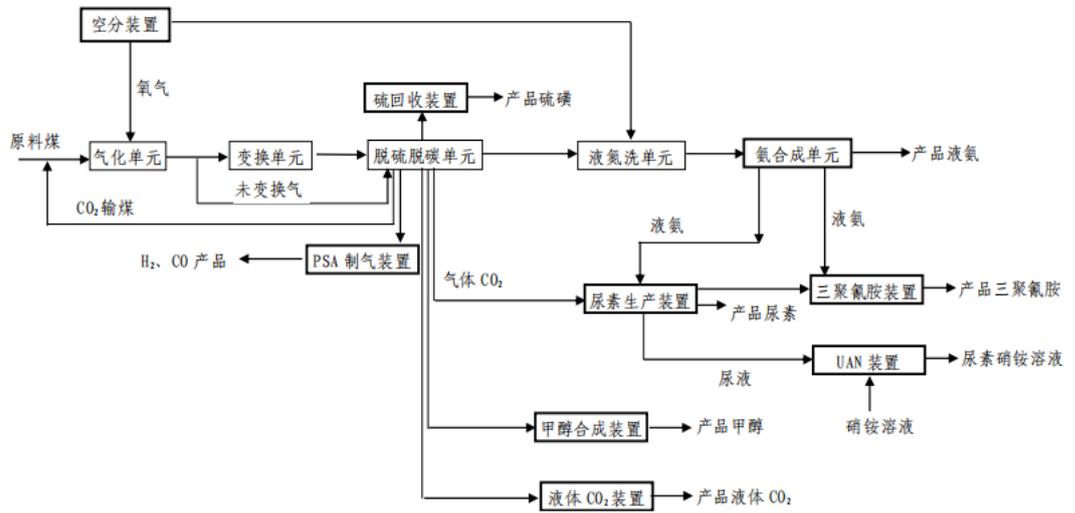
产品	合成氨	尿素	甲醇	H ₂ +CO	液体 CO ₂	三聚氰胺	尿素硝酸铵溶液	硫磺	催化剂	液氧	液氮	液氩
单位	万吨/年	万吨/年	万吨/年	Mm ³ /h	万吨/年	万吨/年	万吨/年	吨/年	吨/年	万吨/年	万吨/年	万吨/年
产能	30	35	4	2	5	6	5	1924	2500	2.052	1.3464	1.4832

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

为避免同业竞争，由靖远煤电托管刘化集团 100% 股权。公司与靖煤集团签署《股权托管协议》，将刘化集团 100% 的股权托管给上市公司，由公司行使对托管股权所享有的除收益权、处置权、要求解散公司权、清算权、剩余财产分配权以外的其他股东权利。与此同时，刘化集团所属的永靖工业园区也将在靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目二期完成后整体关停，且不晚于 2025 年 9 月 30 日。

布局煤化工延长产业链，提高煤炭资源利用效率和附加值。根据公司公开投资者披露的信息，本次气化气项目年耗煤量 173 万吨，其中原料煤需要相对优质、稳定的动力煤或洗精煤，目前规划以公司王家山煤（年产能 330 万吨/年）为主，正在配套建设洗煤厂。且园区位置与所属煤矿相距 70 公里左右，交通运输便利。目前该项目正在按照计划有序推进，预计 2023 年 6 月底项目系统形成，调试运行后可投产运行。值得注意的是，该项目采用粉煤加压气化技术，国产化等温变换、低温甲醇洗脱硫脱碳、液氮洗精制、低压氨合成，产品合成氨作为尿素的原料，并副产液体二氧化碳和硫磺，并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，属现代煤化工产业。我国“富煤、贫油、少气”的能源资源禀赋特点决定了煤炭的主体地位短期内不会发生根本性改变，而现代煤化工是煤炭产业转型升级发展的必由之路，亦是煤炭清洁高效利用的重要途径。因此，公司在煤化工板块的布局，一方面可使自有煤炭就地转化，保证原料来源的同时降低生产成本；另一方面对促进劣质煤炭清洁高效利用有重要作用，符合国家发展要求。

图16. 公司煤化工项目流程图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表13: 我国煤化工发展相关政策

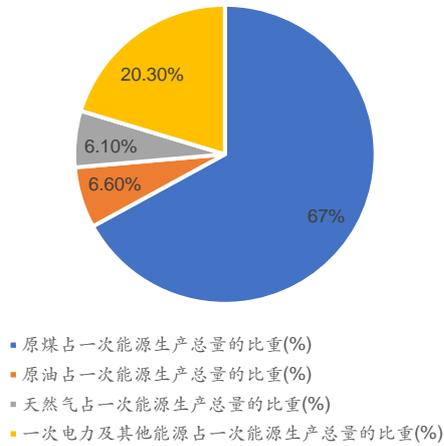
时间	发布主体	文件名称	主要内容
2016年9月	国家发改委	《石化和化学工业发展规划(2016-2020年)》	在中西部符合资源、环境条件得地区,有序发展现代煤化工产业,继续开展煤制烯烃升级示范。
2016年12月	国家发改委、国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	有序发展煤炭深加工,稳妥推进煤制燃料、煤制烯烃等升级示范。积极探索煤炭深加工与炼油、石化、电力等产业有机融合的创新发展模式,力争实现长期稳定高水平运行。
2017年3月	国家发改委、工业和信息化部	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	煤化工产业整体仍处于升级示范阶段,重点开展煤制烯烃、煤制油升级示范,有序开展煤制天然气、煤制乙二醇产业化示范,稳步开展煤制芳烃工程化示范。
2021年6月	中国煤炭工业协会	煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见	根据经济性、技术可行性和生态环境容量适度发展现代煤化工,发挥煤炭的工业原料功能,有效替代油气资源,保障国家能源安全。
2021年11月	国务院	设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	按照聚焦重点、更可操作的要求和市场化原则,专项支持煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤电清洁高效利用、工业清洁燃烧和清洁供热、民用清洁采暖、煤炭资源综合利用和大力推进煤层气开发利用。
2021年12月	甘肃省人民政府	《甘肃省“十四五”能源发展规划》	到2025年,全省建成千万吨煤炭企业4家,产量达到6000万吨,占全省煤炭产量的80%以上。推广煤矸石、粉煤灰、废水废气等伴生废弃资源循环利用模式,大力发展煤电一体化,逐步建立煤化工产业链,加快实现煤炭产业高质量发展。
2022年4月	工业和信息化部等六部委	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展,按照生态优先、以水定产、总量控制、集聚发展的要求,稳妥有序发展现代煤化工。推动现代煤化工产业示范区转型升级,稳妥推进煤制油气战略基地建设,推进炼化、煤化工与“绿电”、“绿氢”等产业耦合示范。

资料来源：国家发改委、国家能源局、中国煤炭工业协会、国务院、甘肃省人民政府、安信证券研究中心

甘肃省尿素供给偏紧，项目落地后盈利前景较好。目前尿素生产主要以天然气或煤为原料，而原材料价格的高低及供应状况将对尿素生产成本乃至尿素价格产生明显影响。我国天然气供应主要依赖进口，根据国家发改委与统计局公布的数据，2021年我国天然气消费量为3726亿立方米，产气量仅为2096亿立方米，约有44%的天然气供应来自进口。若进口量的下降或进口价格的攀升，则会在一定程度上导致国内天然气供需偏紧、价格偏高的紧张局面。参考公司公告披露的信息，甘肃省内每年尿素需求量约为85万吨，仅河西地区年用量约40万吨。目前甘肃省内只有甘肃刘化（集团）有限责任公司一家生产尿素，且生产原料为天然气。而国内化肥所用存量气价普遍较工业用气价格低0.4元/立方米以上，追求效益最大化的上游供气方，不愿多向化肥企业供气，导致气头化肥企业长期受限于原料供应不足，无法实现经济运行。因此受天然气供应限制，导致甘肃刘化集团尿素产量不足40万吨/年，缺口接近50万吨/年。目前甘肃省内尿素主要来源于新疆、宁夏、陕西、内蒙等地，运距较远。

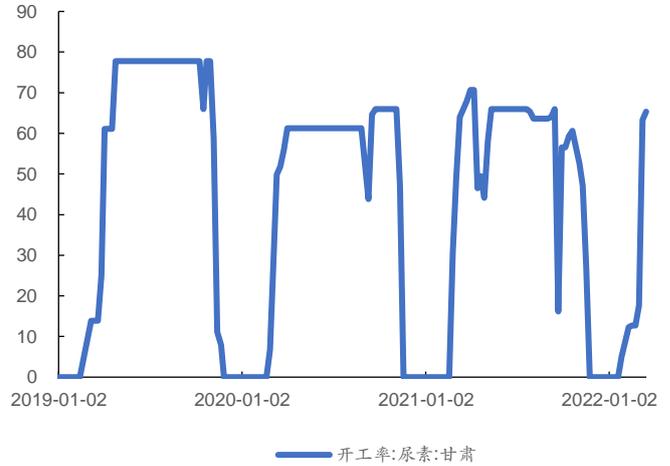
本次气化气项目公司调整生产工艺，将使用原料由天然气变为自有煤，可有效规避天然气供应不足以及天然气价格上涨带来的成本压力。

图17. 2021 年我国一次能源生产结构



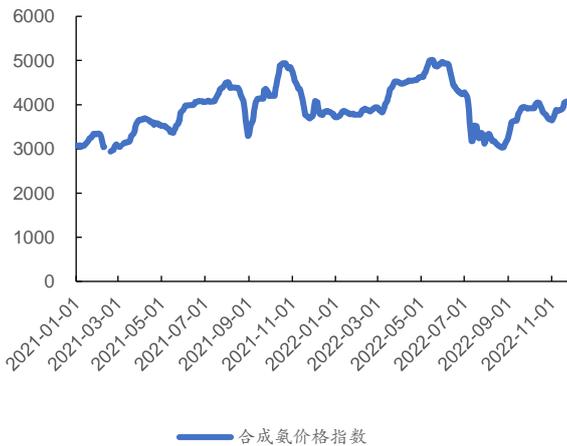
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图18. 2019 年至今甘肃尿素开工率 (%)



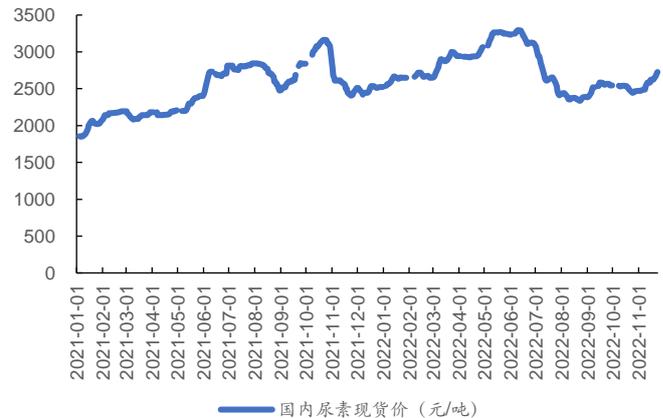
资料来源：Wind、安信证券研究中心（该数据已于 2022 年 3 月后停更）

图19. 国内合成氨价格指数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图20. 国内尿素现货价 (元/吨)

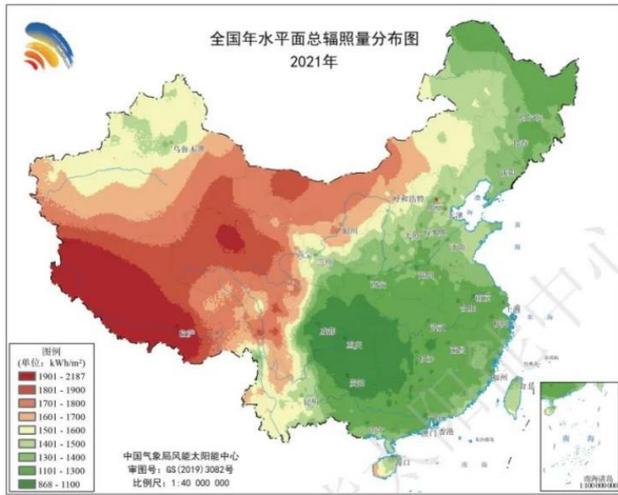


资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 甘肃省光资源丰富，绿电转型优势显著

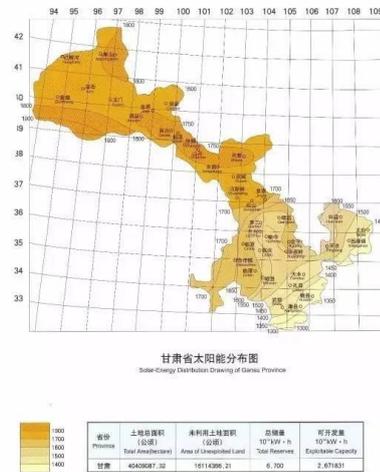
资源禀赋叠加政策支持，发展光伏优势显著。甘肃省太阳能资源丰富，属 I-III 类资源区，根据公共气象服务中心发布的《2021 年中国风能太阳能资源年景公报》，甘肃省 2021 年水平面总辐射量平均值为 1636.62kWh/m²，仅次于西藏（1920.11 kWh/m²）、青海（1798.11 kWh/m²）。根据中国气象局 2020 年资源评估成果，2020 年全国光伏发电技术开发量 1287 亿千瓦，其中甘肃省 95 亿千瓦，全国排名第 5，开发利用空间巨大。2022 年初甘肃省人民政府印发《甘肃省“十四五”能源发展规划》，其中提到甘肃省将充分发挥资源禀赋，逐步扩大光伏基地建设规模，优先在沙漠、戈壁、荒漠地区开展规模化建设，实现太阳能发电与荒漠化治理、生态修复、农牧业融合发展，重点支持“光伏+治沙”“光伏+农牧业”“光伏+工矿废弃地、采煤沉陷区治理”等具有多种生态效益的光伏项目。未来公司可利用采煤沉陷区开展光伏建设，发挥资源禀赋的同时节约成本。

图21. 2021 年全国水平面总辐射量分布图



资料来源:《2021 年中国风能太阳能资源年景公报》、安信证券研究中心

图22. 甘肃省太阳能分布图



资料来源: 全国能源信息平台、安信证券研究中心

表14: 甘肃省及白银市“十四五”期间光伏建设规划

时间	文件名称	发布主体	主要内容
2022年2月	《甘肃省“十四五”能源发展规划》	甘肃省人民政府	持续扩大光伏发电规模。优先在沙漠、戈壁、荒漠地区开展规模化建设,实现太阳能发电与荒漠化治理、生态修复、农牧业融合发展,重点支持“光伏+治沙”“光伏+农牧业”“光伏+工矿废弃地、采煤沉陷区治理”等具有多种生态效益的光伏项目。推进嘉峪关、敦煌、玉门、阿克塞、瓜州、肃北、金塔、高台、山丹、临泽、永昌、凉州、民勤、古浪、永登、景泰、环县、东乡等百万千瓦级大型光伏发电基地。到2023年底,陇电入鲁工程配套400万千瓦光伏发电项目网源同步建成投运。到2025年甘肃全省光伏发电41.69GW,相比2020年底累计装机新增32.03GW。同时稳步有序推进分布式光伏整县推进试点工作,到2025年,建成分布式光伏发电3.5GW。
2022年10月	《白银市“十四五”能源发展规划》	白银市人民政府	“十四五”期间,全市共规划建设光伏项目252.5万千瓦,总投资约99.74亿元;新建风电项目154万千瓦,总投资约85.47亿元;新建抽水蓄能电站2座,投资约153.2亿元;新建储能调峰项目装机容量75万千瓦,投资约150亿元。新能源项目合计488.41亿元。计划在景泰县、靖远县、会宁县、平川区以及白银区规划风电220.95万千瓦,光伏1268万千瓦,分布式光伏28.896万千瓦,抽水蓄能200万千瓦以及储能611.5万千瓦。

资料来源: 甘肃省人民政府、白银市人民政府、安信证券研究中心

公司探索绿电转型,未来可期。公司积极布局新能源发电业务,2021年1月发布公告,公司与上海核工程设计院、国家电投集团新疆能源化工有限责任公司签署合作协议书,拟在甘肃省靖远矿区建设1GW农光互补智慧能源工程项目。参考北极星储能网的报道,白银市年总辐射量5530-5900MJ/m²。全年日照总时数2350-2800h,自南向北增多,光照资源较丰富,属于较适宜发展太阳能发电的地区。2021年11月公司与天裕优泰拟签署协议,共同出资组建晶虹新能源,公司持股60%。该公司主要负责靖远煤电28MW光伏自发自用工程项目,项目选址位于公司主要生产矿附近,充分利用当地丰富的光热自然资源,使用公司闲置土地,同时不新建变电站,通过扩建使原有母线接入原系统,自发自用,就地消纳,该项目的落成可降低公司生产成本,提升经营效益。

表15: 公司新能源项目具体情况

项目	所在位置	发电类型	装机规模	项目概述	项目进展
28MW 光伏自发自用工程项目	甘肃省白银市平川区	光伏	28MW	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13654.65万元,工程动态投资13773.35万元,本项目按上网电价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	截止2022年半年报,新设项目厂址地类性质核查、地形图测绘工作已完成,取得场址涉压覆矿产、压覆文物、涉河道河流、林草地等相关批复文

靖远矿区 1GW 农光互补智慧能源工程项目	甘肃省白银市平川区黄桥镇	光伏 1GW	10.14 年，总投资收益率为 6.46%，项目资本金净利润率为 16.62%。	件，完成工程项目备案。积极争取项目建设指标
			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。其中，新疆能源公司负责主导开展项目资金筹集、项目前期规划及行政审批相关工作，确保本项目具备开工建设及并网发电条件；公司充分发挥自己作为当地企业的资源优势，配合新疆能源公司开展项目规划、项目备案、用地审批、电网接入、项目核准以及其他必要的行政审批工作；上海核工程设计院负责为本项目提供相关技术服务。	

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

3. 稳健经营，持续盈利，杠杆较低，分红可观

穿越周期，稳健经营，持续盈利。2013-2015 年煤炭价格持续下滑，期间公司煤炭产销量仍保持稳定，业绩平稳发展。2016 年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求有所回暖，煤炭价格逐步回升，公司营收由 2016 年 29.78 亿元上升至 2020 年 36.87 亿元，归母净利润从 2016 年 2.22 亿元上升至 2020 年 4.45 亿元。2021 年受益于煤价高增，公司实现营业收入 48.41 亿元，同比增长 31.30%；归母净利润 7.24 亿元，同比增长 62.66%。2022 年至今煤价持续高位运行，公司业绩依旧亮眼，前三季度实现营收 42.85 亿元，同比增长 9.66%；归母净利润 7.10 亿元，同比增长 43.58%。此外，公司成本管控得当，2016 年后整体毛利率基本维持在 30%左右。

图23. 公司近十年营业收入及增速 (亿元, %)

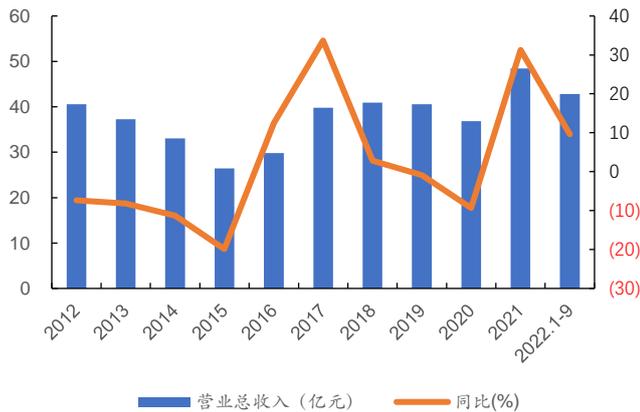
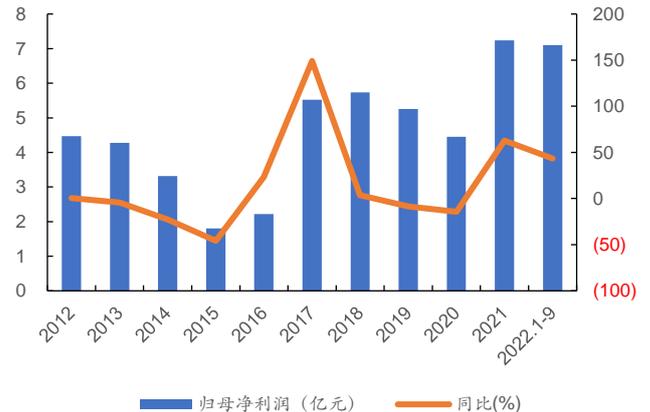


图24. 公司近十年归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图25. 公司近五年现金流量净额 (亿元)

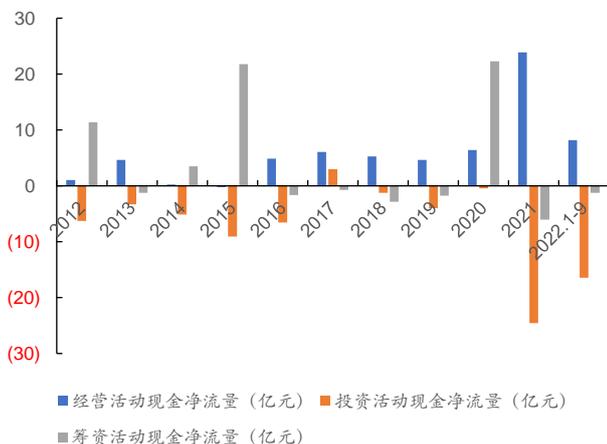
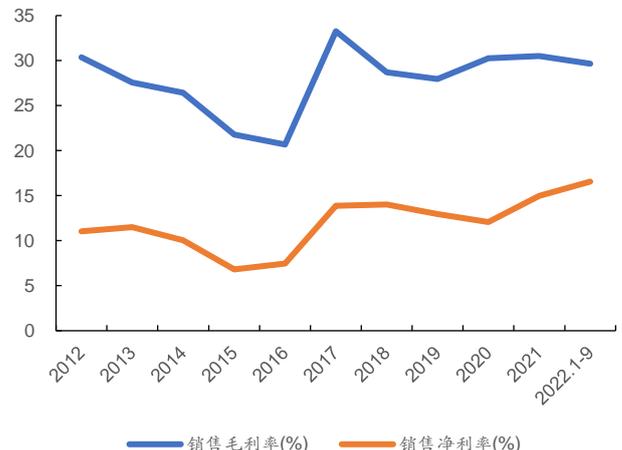


图26. 公司近五年毛利率/净利率情况 (%)

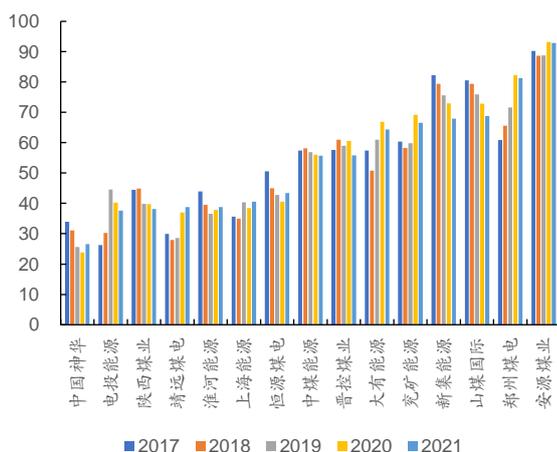


资料来源: Wind、安信证券研究中心

资料来源: Wind、安信证券研究中心

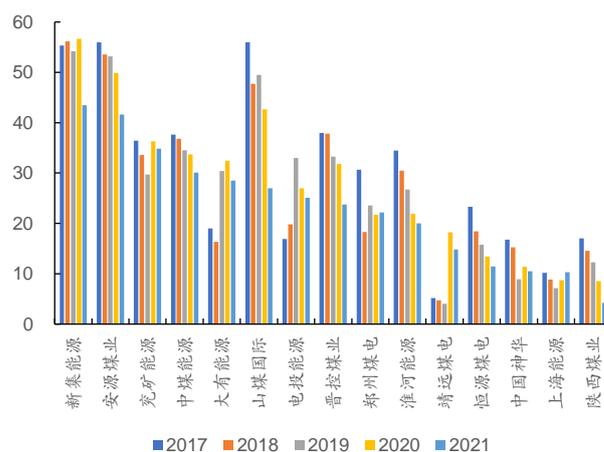
公司杠杆水平较低，分红可观。2014年后，公司资产负债率明显降低，2015-2019年资产负债率基本维持在30%左右。2020年由于发行可转债，公司资产总额增加致使资产负债率同步提升，2020和2021年公司资产负债率分别为36.98%和38.74%。纵观动力煤（中信）板块，除去中国神华，公司资产负债率仍相比多数同行较低。2017年至今，公司股利支付率稳中有升，分别为41.41%/39.93%/43.58%/50.34%/47.14%，稳健发展的经营业绩叠加相比同行较低的债务负担，为公司未来可持续分红奠定基础。

图27. 动力煤板块上市公司资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图28. 动力煤板块上市公司有息负债率情况 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表16: 公司 2017-2021 年分红情况

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	收益留存率(%)	ROIC(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2021	72,394.56	34,125.37	47.14	52.86	6.89	0.15	4.35
2020	44,505.66	22,402.37	50.34	49.66	4.75	0.10	3.12
2019	52,474.07	22,869.71	43.58	56.42	6.68	0.10	3.88
2018	57,278.47	22,869.71	39.93	60.07	7.67	0.10	3.91
2017	55,221.10	22,869.71	41.41	58.59	7.99	0.10	2.84

资料来源: Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

我们选取了区域龙头且煤炭销售兼具动力煤、炼焦煤的可比公司盘江股份、平煤股份，以及业务涉及煤电一体或煤化一体的中国神华、中煤能源进行估值对比，以2022年12月2日收盘价为基准，除盘江股份外，其余公司归母净利润、EPS以及PE均使用Wind一致预测数据，上述公司2022年PE平均值为6.2。

在不考虑注入的情况下，我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入61.76亿元、72.93亿元、83.22亿元，增速分别为27.6%、18.1%、14.1%，2022-2024年分别实现净利润11.47亿元、15.17亿元、17.91亿元，增速分别为58.4%、32.2%、18.1%。若窑街煤电资产注入成功，假设2023年并表，公司2022-2024年归母净利润有望达到11.47亿元、36.52亿元、40.73亿元，增速分别为58.4%、218.3%、11.5%。在不考虑资产注入的情况下，我们预测靖远煤电2022年EPS为0.46元，考虑到公司新增焦煤布局，有望带动综合售价持续提升，窑街煤电收购有序推进，优质资产注入后未来成长可期，给予8倍PE。首次覆盖，给予增持-A的投资评级，6个月目标价为3.68元。

表17：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
600395.SH	盘江股份	7.17	154	11.7	21.5	24.8	0.6	1.0	1.2	12.9	7.0	6.1
601666.SH	平煤股份	12.23	283	29.2	61.9	67.2	1.2	2.7	2.9	6.7	4.6	4.2
601088.SH	中国神华	29.39	5839	502.7	760.2	778.3	2.5	3.8	3.9	8.9	8.0	7.8
601898.SH	中煤能源	9.45	1253	132.8	238.9	258.2	1.0	1.8	2.0	6.3	5.4	5.0
行业平均										8.7	6.2	5.8

资料来源：Wind、安信证券研究中心（以 2022 年 12 月 2 日收盘价为基准，除盘江股份外，其余公司净利润、EPS 以及 PE 均使用 Wind 一致预测数据）

5. 风险提示

政策推进不及预期：公司未来重点发展的新能源板块受政策影响较大，若政策推动不及预期，可能影响公司新能源板块发展；

项目建设不及预期：公司目前在建项目包括景泰白岩子项目、清洁高效气化气（综合利用）项目等，若项目落地不及预期，可能对公司业绩增长造成一定影响；

资产注入进度不及预期：公司收购密煤集团事项目前正在组织答复证监会第一次反馈，若公司项目推进进度不及预期，可能影响资产注入进度；

煤炭价格波动：2021 年至今煤价持续高位运行，若煤价开启下行趋势，可能影响公司业绩水平；

生产安全风险：煤炭开采业务受地质自然因素影响较大，且因主要生产活动均处于地下，发生自然灾害及安全事故的概率相对较大。若公司所属矿井发生安全事故，可能会影响煤炭生产。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,687.2	4,841.2	6,175.7	7,292.7	8,321.9	成长性					
减:营业成本	2,571.0	3,364.4	3,950.9	4,544.6	5,150.1	营业收入增长率	-9.1%	31.3%	27.6%	18.1%	14.1%
营业税费	145.1	207.6	253.2	291.7	332.9	营业利润增长率	-13.5%	75.1%	55.8%	29.3%	18.1%
销售费用	160.3	32.2	61.8	65.6	74.9	净利润增长率	-15.2%	62.7%	58.4%	32.2%	18.1%
管理费用	221.6	212.7	268.6	313.6	357.8	EBITDA 增长率	-13.9%	65.0%	54.0%	38.6%	21.7%
研发费用	6.4	81.7	123.5	138.6	149.8	EBIT 增长率	-19.2%	55.3%	56.7%	28.7%	16.2%
财务费用	14.3	40.7	72.2	83.7	61.9	NOPLAT 增长率	-13.7%	67.2%	58.4%	30.3%	16.2%
资产减值损失	-42.4	-9.1	-	-	-	投资资本增长率	0.5%	-28.6%	51.6%	7.1%	7.3%
加:公允价值变动收益	-	-0.9	-15.8	-	-	净资产增长率	9.6%	3.4%	7.4%	14.4%	14.0%
投资和汇兑收益	0.3	20.0	20.0	20.0	20.0						
营业利润	531.3	930.4	1,449.7	1,875.0	2,214.4	利润率					
加:营业外净收支	-2.7	-14.4	-14.0	-	-	毛利率	30.3%	30.5%	36.0%	37.7%	38.1%
利润总额	528.5	916.0	1,435.7	1,875.0	2,214.4	营业利润率	14.4%	19.2%	23.5%	25.7%	26.6%
减:所得税	83.1	190.9	287.1	356.2	420.7	净利润率	12.1%	15.0%	18.6%	20.8%	21.5%
净利润	445.1	723.9	1,147.1	1,516.8	1,791.3	EBITDA/营业收入	28.5%	35.8%	43.3%	50.8%	54.1%
						EBIT/营业收入	17.0%	20.1%	24.6%	26.9%	27.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	323	240	205	217	216
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	61	-15	-27	-9	-14
货币资金	5,308.9	4,636.2	3,517.0	4,267.7	5,206.3	流动资产周转天数	615	577	462	405	394
交易性金融资产	-	1,815.8	1,900.0	2,000.0	2,000.0	应收账款周转天数	72	33	33	33	33
应收账款	546.9	353.8	778.5	558.6	967.1	存货周转天数	25	16	14	14	14
应收票据	26.7	0.9	307.9	132.2	122.9	总资产周转天数	1,193	1,039	858	780	751
预付账款	1.4	107.6	18.1	108.8	49.3	投资资本周转天数	535	350	288	304	286
存货	269.9	149.0	333.8	221.6	407.9						
其他流动资产	1,484.1	815.6	1,125.1	1,141.6	1,027.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	8.5%	12.5%	14.4%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	5.0%	7.6%	9.2%	9.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	8.4%	14.0%	31.0%	26.7%	28.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,272.6	3,176.6	3,847.0	4,942.0	5,044.0	销售费用率	4.3%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%
在建工程	452.0	751.9	904.3	938.7	1,081.7	管理费用率	6.0%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%
无形资产	1,982.0	2,017.8	1,945.4	1,873.0	1,800.6	研发费用率	0.2%	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	198.4	587.2	346.3	377.3	436.8	财务费用率	0.4%	0.8%	1.2%	1.1%	0.7%
资产总额	13,542.8	14,412.4	15,023.3	16,561.4	18,144.1	四费/营业收入	10.9%	7.6%	8.5%	8.2%	7.7%
短期债务	120.1	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	782.4	1,098.0	1,157.3	1,455.2	1,471.0	资产负债率	37.0%	38.7%	36.9%	34.5%	31.8%
应付票据	-	-	88.9	26.2	32.2	负债权益比	58.7%	63.3%	58.5%	52.7%	46.7%
其他流动负债	947.5	1,414.3	1,220.1	1,198.6	1,276.9	流动比率	4.13	3.14	3.24	3.15	3.52
长期借款	-	-	200.0	-	-	速动比率	3.98	3.08	3.10	3.06	3.37
其他非流动负债	3,158.8	3,071.7	2,878.5	3,036.3	2,995.5	利息保障倍数	43.78	23.83	21.07	23.40	36.77
负债总额	5,008.8	5,584.1	5,544.8	5,716.4	5,775.7	分红指标					
少数股东权益	174.6	305.0	306.5	308.4	310.7	DPS(元)	0.09	0.14	0.20	0.26	0.31
股本	2,287.0	2,350.9	2,507.8	2,507.8	2,507.8	分红比率	50.3%	47.1%	43.0%	43.0%	43.0%
留存收益	5,075.0	5,510.4	6,664.3	8,028.8	9,549.9	股息收益率	2.6%	4.0%	5.8%	7.6%	9.0%
股东权益	8,534.0	8,828.4	9,478.5	10,845.0	12,368.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	445.4	725.1	1,147.1	1,516.8	1,791.3
						加:折旧和摊销	426.1	763.7	1,149.6	1,743.0	2,227.3
						资产减值准备	42.4	9.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-	0.9	-15.8	-	-
						财务费用	52.0	80.6	72.2	83.7	61.9
						投资收益	-0.3	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
						少数股东损益	0.4	1.2	1.5	1.9	2.3
						营运资金的变动	-881.7	2,101.2	-1,033.1	602.9	-353.8
						经营活动产生现金流量	638.6	2,391.6	1,301.4	3,928.4	3,709.1
						投资活动产生现金流量	-45.2	-2,457.5	-1,948.4	-2,880.0	-2,380.0
						融资活动产生现金流量	2,231.7	-607.3	-472.3	-297.7	-390.5
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.18	0.29	0.46	0.60	0.71
						BVPS(元)	3.33	3.40	3.66	4.20	4.81
						PE(X)	19.3	11.8	7.5	5.7	4.8
						PB(X)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
						P/FCF	3.5	4.4	-11.0	8.3	6.8
						P/S	2.3	1.8	1.4	1.2	1.0
						EV/EBITDA	4.3	2.0	2.0	1.2	0.7
						CAGR(%)	50.5%	35.2%	29.8%	50.5%	35.2%
						PEG	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
						ROIC/WACC	0.7	1.1	2.5	2.1	2.3
						REP	1.2	0.8	0.4	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034