



煤炭/能源

靖远煤电 (000552)

## 深部开采成本骤升，远期受困产能瓶颈

### 靖远煤电 10 年年报点评

杨立宏  
010-59312711  
yanglihong@gtjas.com  
S0880511010016

#### 本报告导读：

10 年成本变动超出预期导致业绩低于预期，未来 2-3 年受制于产能瓶颈，11 年吨煤销售均价涨幅有限，预计 11 年、12 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.33 元

**投资要点：**

- **10 年业绩低于预期。**公司 10 年实现收入 7.76 亿元，同比增长 45.40%。净利润 5654.6 万元，同比增长 6.10%，对应 EPS 为 0.32 元，低于预期的 0.41 元。分配方案为每 10 股派发现金股利 0.30 元。
- **09 年收购资源接近达产。**10 年原煤产量 245 万吨，同比增长 26.9%；销量 242.7 万吨，同比增长 29.1%。公司 09 年底收购集团部分矿井资产，收购矿井产能为 70 万吨，10 年产量 55 万吨，预计 11 年达产。
- **10 年成本高企吞噬价格红利。**10 年吨煤销售均价 316.6 元，同比增长 12.8%，吨煤成本 252.2 元，同比增长 14.4%。10 年业绩低于预期的主要原因是公司浅部资源基本开采完毕，深部资源开采导致成本上升，10 年下半年吨煤成本为 265.6 元，较上半年的 238 元高 11.76%。
- **4 季度费用翘尾导致盈利环比大幅下滑。**公司 4 季度净利润环比减少 40.33%，主要是因为修理费在 4 季度计提，导致单季度管理费用率达到了 11.18%，较 3 季度提高 5 个百分点。
- **公司未来 2-3 年受制于产能瓶颈。**公司现有矿井产能 260 万吨，11 年产量预计为 260 万吨，内生增长乏力，外延增长有赖集团煤矿注入，集团除公司另外有 700 万吨产能，但短期内尚无时间表。甘肃省十二五期间将陇东地区作为能源建设的发展重点，受限于地理位置，集团未来在省内获取资源尚有较大的不确定性。
- **合同煤价受限，未来几年吨煤成本仍然较高。**受 11 年重点电煤合同价不得涨价的规定限制，我们预计 30% 的非合同部分上涨 5%，整体均价涨幅较小，11 年、12 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.33 元，动态 PE 分别为 60 倍和 57 倍，相对行业高估较多，给予“中性”评级。

评级：中性

上次评级：

目标价格：19.00

上次预测：

当前价格：19.43

2011.03.24

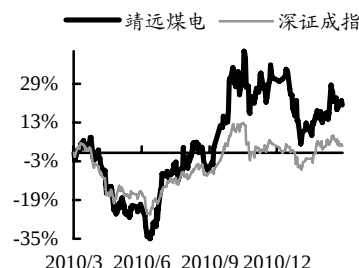
#### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 10.10-24.38 |
| 总市值 (百万元)        | 3,456       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 178/102     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 57%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 4           |
| 日均成交值 (百万元)      | 86          |

#### 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 435  |
| 每股净资产      | 2.44 |
| 市净率        | 8.0  |
| 资产负债率      | 30%  |

#### 52 周内股价走势图



| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 534   | 776   | 821   | 862   | 905   |
| (+/-)%      | 31%   | 45%   | 6%    | 5%    | 5%    |
| 经营利润 (EBIT) | 48    | 65    | 61    | 64    | 66    |
| (+/-)%      | -40%  | 37%   | -6%   | 4%    | 3%    |
| 净利润         | 53    | 57    | 56    | 58    | 62    |
| (+/-)%      | -26%  | 6%    | -1%   | 4%    | 6%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.30  | 0.32  | 0.32  | 0.33  | 0.35  |
| 每股股利 (元)    | 0.05  | 0.03  | 0.03  | 0.03  | 0.03  |

| 利润率和估值指标  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 8.9%  | 8.4%  | 7.4%  | 7.4%  | 7.3%  |
| 市盈率       | 64.8  | 61.1  | 61.7  | 59.1  | 55.6  |
| 股息率 (%)   | 0.3%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |

#### 相关报告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 公司煤炭产销量、单位价格、单位成本

|        | 2006H1 | 2006H2 | 2007H1 | 2007H2 | 2008H1 | 2008H2 | 2009H1 | 2009H2 | 2010H1 | 2010H2 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 原煤产量   | 89.5   | 68.9   | 85.7   | 82.3   | 92.3   | 84.7   | 97.9   | 95.2   | 128.6  | 116.5  |
| 销量     | 100.9  | 78.1   | 87.5   | 83.6   | 89.2   | 88.3   | 79.7   | 108.2  | 118.6  | 124.1  |
| 吨煤销售价格 | 137.22 | 134.69 | 156.82 | 170.19 | 206.04 | 245.90 | 265.55 | 291.79 | 311.08 | 321.86 |
| 吨煤成本   | 85.93  | 93.55  | 107.43 | 113.39 | 144.33 | 126.12 | 196.93 | 237.71 | 238.20 | 265.58 |
| 毛利率    | 37.4%  | 30.5%  | 31.5%  | 33.4%  | 30.0%  | 48.7%  | 25.8%  | 18.5%  | 23.4%  | 17.5%  |

数据来源: 公司公告

表 2: 公司吨煤成本假设

|        | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 材料、人工等 | 154.8 | 199.3 | 205.3 | 211.4 | 217.8 |
| 折旧     | 24.1  | 11.4  | 12.0  | 12.0  | 12.0  |
| 政策性成本  | 38.5  | 38.5  | 38.5  | 38.5  | 38.5  |
| 资源税    | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 9.9   | 17.7  |
| 吨煤成本   | 220.4 | 252.2 | 258.8 | 271.8 | 285.9 |

数据来源: 国泰君安证券研究, 政策性成本包含维简费、井巷工程费、安全费、矿山环境恢复治理保证金

**作者简介：****杨立宏：**

S0880511010016

010-59312711

yanglihong@gtjas.com

毕业于东北财经大学，经济学硕士，2003 年起至今先后从事纺织、钢铁、煤炭行业研究，2008 年加入国泰君安证券任煤炭行业研究员，2009、2010 年入围新财富煤炭行业最佳分析师，2010 年水晶球煤炭开采行业第 5 名。

**尹西龙（贡献作者）：**

S0880110110024

010-59312713

yinxilong008743@gtjas.com

毕业于中央财经大学金融学院，经济学硕士；2010 年 7 月进入国泰君安，从事煤炭行业的研究

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |