



Research and  
Development Center

# 成长空间广阔的区域煤电一体化龙头

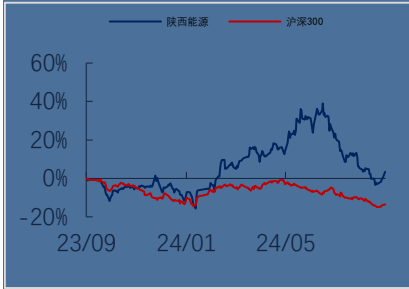
—陕西能源(001286)公司首次覆盖报告

2024年09月24日

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**陕西能源 (001286)**

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	9.31
52 周内股价波动区间 (元)	12.51-7.59
最近一月涨跌幅 (%)	-2.41
总股本 (亿股)	37.50
流通 A 股比例 (%)	28.00
总市值 (亿元)	349.12

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师

执业编号：S1500524080001

联系电话：010-83326712

邮箱：xingqin hao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

# 成长空间广阔的区域煤电一体化龙头

2024 年 09 月 24 日

**报告内容摘要：**

- ◆**陕西国资旗下核心煤电平台，未来成长空间可期。**公司控股股东为陕西省投资集团，是集团旗下唯一主营火电和煤炭的上市公司。受益于煤炭和煤电产能的逐步释放，2018 年以来公司营收和利润稳步增长。2024H1，公司实现营业收入 105.75 亿元，同比+14.36%；归母净利润实现 15.41 亿元，同比+16.70%。从收入及毛利结构看，当前公司主要贡献毛利的板块为内含自用煤利润的电力板块。2023 年，公司电力业务收入占比 75.93%，毛利占比为 66.11%；煤炭业务收入占比 21%，毛利占比为 33.37%。由于公司的煤炭板块业务仅包含外售煤部分，自用煤部分的利润整体计入电力板块中，因此其电力板块收入和毛利占比相对较高，且公司煤电一体经营模式稳健，2018-2023 年毛利率和净利率仅有小幅波动，盈利能力保持基本稳定。
- ◆**煤炭业务：资源储量可观，自用外售并举。**截至 2024H1，公司在产矿井包括冯家塔（800 万吨/年）、凉水井（800 万吨/年）和园子沟（800 万吨/年），合计控股产能 2400 万吨/年，权益产能 1733 万吨/年。其中，冯家塔煤矿为清水川煤电一体化项目配套煤矿，直供清水川电厂使用。三个煤矿储量对应服务年限均在 25 年以上，资源储量可观。**产量方面**，公司煤炭产能利用率长期维持 90%以上，受益于煤矿陆续投产释放先进产能，公司原煤产量已上升至 2329 万吨。随着 2024H1 园子沟煤矿东翼转入正式运转，煤炭板块产量有望继续增长。成本方面，公司煤矿聚集于陕北榆林和渭北，资源禀赋佳，吨煤开采成本较低，相较于行业平均成本优势突出。**销售方面**，公司煤炭销售分为三部分：煤矿配套坑口电厂的煤电一体模式，内部煤炭转运自有电厂的煤电联营模式，以及对公司外部客户的煤炭外销模式。冯家塔煤矿作为清水川能源下属配套煤矿，其原煤开采后直接送入清水川一期二期坑口电厂自用；园子沟和凉水井两煤矿则同时保障内部其余电厂自用和外部煤炭销售。伴随着公司煤电一体化程度的提升，公司外售煤量由 2019 年的 763 万吨降至 2023 年的 574 万吨，外销比例由 73%降至 33%。
- ◆**电力业务：一体经营增厚度电利润，外送东部支撑电量成长。**截至 2024H1，公司下属主要电厂包括清水川电厂（一二三期）、赵石畔一期、商洛一期、渭河电厂、麟北电厂、吉木萨尔电厂，合计控股装机 1123 万千瓦，权益装机 808.3 万千瓦。其中，清水川三期电量通过特高压直流送至湖北，赵石畔一期电量通过特高压交流送至山东，吉木萨尔电厂通过特高压直流送至安徽，其余电厂电量销售至陕西省网。**成本方面**，由于同时包含清水川电厂和冯家塔煤矿的清水川能源以整体并入公司报表（未进行业务拆分），因而公司燃料成本部分相对行业偏低。受益于公司煤电一体化运营模式，公司度电燃料成本虽在 2021 年因煤价大幅上行而有所上涨，但随着公司自用煤比例不断提升，度电燃料成本近年来持续下行。**收入方面**，2021 年“1439”号文打开煤电电价上浮空间，公司发电业务收入同时受益于电改带来的电价上行和电厂投产带来的电量增长，2023 年公司实现电力营业收入 147.70 亿元。
- ◆**煤炭煤电成长空间广阔，优质资产注入可期。**在建产能方面，公司目前在建煤矿为赵石畔煤矿（600 万吨/年），预计 2025 年左右投产，建成投产后将为赵石畔煤电供应燃煤。届时，公司煤矿控股在产产能将成长至 3000 万吨/年。受益于赵石畔煤矿投产，赵石畔煤电有望与清水川能源类似具备煤电一体运营模式，公司自用煤比例有望实现进一步提升。公司目前在建机组包括商洛二期（2×66 万千瓦）和延安热电二期（2×35 万千瓦），合计 202 万千瓦。预计两个电厂均有望于 2026 年投产，电力装机部分持续扩容。**规划项目方面**，公司目前在煤矿煤电产能规划包括待核准的丈八煤矿（400 万吨

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
 B座  
 邮编：100031

（年），已取得采矿权的钱阳山煤矿（800万吨/年）和待核准的小壕兔煤矿（600万吨/年），以及已取得核准待开工的赵石畔二期（2×100万千瓦）煤电项目。公司规划待建项目持续推进，优质煤炭资产注入可期。

- ◆**公司核心竞争力突出：灵活一体化，当地格局优，成长不间断，财务状况佳。**公司的核心竞争力主要体现在四方面：**1）灵活一体化：**公司煤炭和煤电装机部分呈“煤电联营”模式运营（自产煤炭运至自有电厂，内部结算），其消耗自用煤比例可根据当地煤价波动情况自行调整，具有灵活性。**2）当地格局优：**晋陕蒙煤炭产量增速出现逐年下滑，但公司在运煤矿储量可观，在建/规划煤炭产量逐步推进，在煤炭供给格局中位置较好。陕西省电力需求增速稳定，主要供给依赖火电；而公司火电装机位居省内第二位，且与省内火电装机占比第一位的大唐陕西分公司存在机组参股联营，电力供给格局中位值同样较佳。**3）成长不间断：**公司煤矿产能投产和电厂投建依次进行。2024年投产清水川三期200万千瓦煤电，2025年投产赵石畔煤矿600万吨/年，2026年投产商洛二期+延安热电二期202万千瓦煤电，2027年有望投产赵石畔二期200万千瓦煤电。产能逐步扩张有望持续给公司业绩带来成长动力。**4）财务状况佳：**受益于煤电一体经营模式，公司ROE、经营性现金流较可比公司更为稳定，进而为公司持续高分红提供有力支持。且公司目前资产负债率仍处于较低水平，财务杠杆空间充足，后续资产成长及注入可期。
- ◆**盈利预测与投资评级：**陕西能源作为陕投集团控股的西北煤电一体运营龙头，其煤炭资产优质，煤电电价可观成本管控较强，叠加未来煤炭煤电产能增长持续落地，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为30.05/34.77/40.17亿元；EPS分别为0.80/0.93/1.07元/股；对应9月23日收盘价的PE分别为11.62/10.04/8.69倍。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性，考虑当前较低的估值水平，未来公司价值持续提升空间较大，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险因素：**煤电利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险；煤矿安全生产事故风险；在建及规划项目进展不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20,285	19,453	21,385	22,772	26,821
增长率 YoY %	31.1%	-4.1%	9.9%	6.5%	17.8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,474	2,556	3,005	3,477	4,017
增长率 YoY%	512.6%	3.3%	17.6%	15.7%	15.5%
毛利率%	39.0%	40.0%	40.1%	43.1%	42.8%
净资产收益率ROE%	16.5%	11.0%	12.0%	12.4%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.07
市盈率 P/E(倍)	14.11	13.66	11.62	10.04	8.69
市净率 P/B(倍)	2.33	1.50	1.40	1.24	1.10

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年09月23日收盘价

## 目录

投资聚焦	6
一、陕西国资旗下核心煤电平台，煤炭和火电业务协同发展	7
1.1 陕投旗下煤电一体化平台，煤炭火电业务并举	7
1.2 煤炭和煤电产能快速释放，煤电一体支撑稳定盈利	8
二、现有煤炭资源优质，电力一体化增厚度电利润	11
2.1 煤炭业务：资源储量可观，自用外售并举	11
2.2 电力业务：一体经营增厚度电利润，外送东部支撑电量成长	14
三、煤炭煤电成长空间广阔，优质资产注入可期	16
3.1 在建业务：未来三年煤炭煤电稳定增长，一体化比例持续提升	16
3.2 规划业务：规划项目推进审批流程，优质煤炭资产注入可期	17
四、公司核心竞争力突出：灵活一体化，当地格局优，成长不间断，财务状况佳	18
4.1 灵活一体化：煤电一体程度较高，自用煤比例调节灵活	18
4.2 当地格局优：煤炭产量增速放缓，火电集中度高，电量消纳有保障	19
4.3 成长不间断：煤矿煤电持续投产，优质资产注入可期	21
4.4 财务状况佳：公司扩表空间充足，现金流盈利表现稳健，成长分红有望兼顾	22
五、盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 公司估值	25
风险因素	27

## 表目录

表 1: 公司在运煤矿储量、产能和服务年限等情况（截止 2024 年 H1）	11
表 2: 公司在运电厂情况	14
表 3: 公司在建煤矿情况（截止 2024 年 H1）	17
表 4: 公司在建电厂情况（截止 2024 年 9 月）	17
表 5: 公司资产成长及煤电一体情况预测	22
表 6: 煤炭业务量价假设	24
表 7: 电力业务量价假设	24
表 8: 陕西能源主要财务指标预测	25
表 9: 可比公司估值	26

## 图目录

图 1: 公司股权结构	7
图 2: 2018-2024H1 公司营业收入情况（亿元）	9
图 3: 2018-2024H1 公司归母净利润情况（亿元）	9
图 4: 2018-2023 年公司营业收入占比情况	9
图 5: 2017-2023 年公司毛利占比情况	9
图 6: 2018-2023 年公司煤炭和发电业务毛利率情况	10
图 7: 2018-2024H1 年公司 ROE、ROIC 和销售净利率情况（%）	10
图 8: 2018-2024H1 年公司费用率呈下降态势	10
图 9: 2019-2024H1 年公司减值情况（亿元）	10
图 10: 2018-2024 年 H1 公司资产负债情况	11
图 11: 2018-2024 年 H1 公司现金流情况（亿元）	11
图 12: 2019-2023 年公司煤炭产量情况	12
图 13: 2019-2023 年公司煤矿产能利用率情况	12
图 14: 2019-2023 年公司煤炭板块营业成本情况	12
图 15: 2019-2023 年公司吨煤生产成本情况	12
图 16: 2019-2023 年主要央企与地方国企煤炭板块吨煤生产成本情况（亿元）	13
图 17: 2019-2023 年公司煤炭销量情况	13
图 18: 2019-2023 年公司煤炭内外销结构	13
图 19: 2019-2023 年公司煤炭业务收入情况	14
图 20: 2019-2023 年公司煤炭业务销售价格情况	14
图 21: 陕西能源电力板块成本情况（亿元）	15
图 22: 陕西能源电力板块营业成本结构（2023 年）	15
图 23: 2020-2023 年主要电力企业度电营业成本情况对比（元/兆瓦时）	15
图 24: 陕西能源电力板块收入及电价情况	16
图 25: 陕西能源电力板块度电毛利情况（元/兆瓦时）	16
图 26: 2020-2023 年主要电力企业度电毛利情况对比（分/千瓦时）	16

图 27: 公司煤矿煤电布局情况 .....	18
图 28: 2023-2024H1 公司外销煤/原煤之比与港口现货煤价情况 .....	18
图 29: 我国煤炭资源调入调出形势 .....	19
图 30: 晋陕蒙煤炭产量及增速情况 .....	19
图 31: 陕西省煤炭产能供给结构 (截至 2024 年 1 月) .....	19
图 32: 陕西省网直调电源结构情况 (2024 年 6 月) .....	20
图 33: 陕西省网直调火电装机格局 (2024 年 6 月) .....	20
图 34: 公司电量销售结构 (控股装机, 万千瓦, 截至 2024H1) .....	20
图 35: 公司电量销售结构 (权益装机, 万千瓦, 截至 2024H1) .....	20
图 36: 陕西能源电量及利用小时数情况 .....	21
图 37: 陕西能源火电发电小时数与省内和全国水平对比 .....	21
图 38: 陕西与全国 GDP 及用电量增速情况对比 (%) .....	21
图 39: 2020-2024Q1 公司与火电行业资产负债率对比 (%) .....	22
图 40: 2020-2024Q1 公司与火电行业净负债率对比 (%) .....	22
图 41: 2019-2023 公司与火电行业经营现金流对比 (亿元) .....	23
图 42: 2019-2023 公司与火电行业归母净利对比 (亿元) .....	23
图 43: 陕西能源与火电行业 ROE 随煤价波动对比情况 .....	23
图 44: 2019-2023 公司分红情况 .....	23
图 45: 煤电一体、水电板块、核电板块、申万火电行业及公司的 PE/PB 对比情况 .....	26

## 投资聚焦

- 1) 灵活一体化:** 公司煤炭销售分为三部分: 煤矿配套坑口电厂的煤电一体模式, 内部煤炭转运自有电厂的煤电联营模式, 以及对公司外部客户的煤炭外销模式。随着港口现货煤价在 2023 年有所下行并逐步趋稳, 公司分季度外销煤占原煤比值有所上行。因此, 公司的煤炭销售渠道和煤电燃料采购渠道均较为灵活, 在煤价上行时通过降低煤炭外销提升煤电一体比例, 从而稳定煤电成本; 在煤价下行时亦可使电厂自行就近外购煤炭, 进而通过降低自用煤部分的运费来控制煤炭成本。综合而言, 公司可实现煤炭自用/外销比例灵活调节, 进而实现公司整体收益最大化。
- 2) 当地格局优:** 煤炭方面, 晋陕蒙煤炭产量增速出现逐年下滑, 但公司在运煤矿储量可观, 在建赵石畔煤矿/规划丈八、小壕兔煤矿逐步推进, 在煤炭增量供给格局中位置较好。电力方面, 陕西省电力需求增速稳定, 主要供给依赖火电; 而公司火电装机位居省内第二位, 且与省内火电装机占比第一位的大唐陕西分公司存在机组参股联营, 电力供给格局中位值同样较佳。
- 3) 成长不间断:** 公司煤矿产能投产和电厂投建依次进行。2024 年投产清水川三期 200 万千瓦煤电, 2025 年投产赵石畔煤矿 600 万吨/年, 2026 年投产商洛二期+延安热电二期 202 万千瓦煤电, 2027 年有望投产赵石畔二期 200 万千瓦煤电。产能逐步扩张有望持续给公司业绩带来成长动力。
- 4) 财务状况佳:** 受益于煤电一体经营模式, 公司 ROE、经营性现金流较可比公司更为稳定, 进而为公司持续高分红提供有力支持。且公司目前资产负债率仍处于较低水平, 财务杠杆空间充足, 后续资产成长及注入可期。

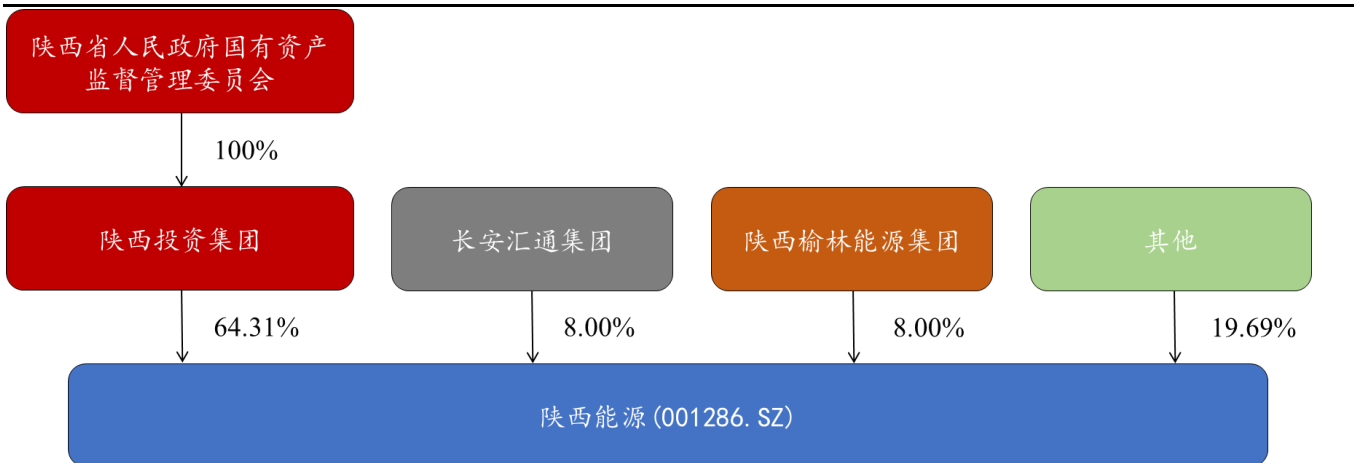
## 一、陕西国资旗下核心煤电平台，煤炭和火电业务协同发展

### 1.1 陕投旗下煤电一体化平台，煤炭火电业务并举

**发展历程及股权结构：**陕西能源的前身汇森煤业是由华秦投资和秦龙电力于 2003 年 9 月共同出资成立。2018 年汇森煤业整体变更为股份有限公司，华秦投资、陕投集团和榆能汇森共同持股，并于 2019 年正式更名为陕西能源投资股份有限公司。2020 年华秦投资将其持有的陕能股份 78.51% 无偿划转至陕投集团，陕投集团正式成为陕能股份控股股东。公司于 2023 年在深交所首发上市，主营业务为火力发电、煤炭生产和销售，依托陕西及西北煤炭资源优势，致力于煤炭清洁高效绿色开采，实施煤电一体化战略，并开展热电联产及综合利用业务。

**背靠地方国资陕投集团，集中发展煤电一体业务。**公司控股股东为陕西省投资集团。根据集团的避免同业竞争承诺，陕西能源为集团下属煤电产业专业化运营平台，是集团业务板块唯一经营火力发电、煤炭生产和销售的主体。除煤电产业外，集团能源板块的发电业务还包括清洁能源部分，由陕西省水电开发公司主要负责运营水力发电、风力发电、光伏发电等业务。其与公司的煤电一体业务不存在同业竞争。

图 1：公司股权结构



资料来源：iFind，信达证券研发中心。注：股权结构日期截至 2024 年 6 月 30 日。

公司在 2023 年年报提出：将全面贯彻新发展理念，深入落实国家能源安全新战略，加快融入新型能源体系建设，持续壮大煤电主责主业，夯实煤电一体化优势，探索多能互补发展新模式，适应电力市场化改革，以高质量发展为核心，以创新发展为驱动，以低碳高效为导向，努力打造一流能源企业。其主要经营计划包括：

- **壮大煤电产业规模。** 加快推进清水川电厂三期、赵石畔电厂二期、商洛电厂二期、延安热电二期、赵石畔煤矿等已核准项目的开发建设。
- **加大煤炭资源开发力度。** 全力推进丈八煤矿、小壕兔二号煤矿和电力项目的前期工作；统筹谋划，积极争取省内外煤电资源，持续拓展产业布局。
- **加快延伸产业和新型产业布局。** 全面推进热电联产、综合利用、重卡换电等方面的延链补链，扩展循环经济效能。积极探索培育充电桩、储能、综合能源服务等业务，构建多能互补发展模式，提升企业抗风险能力。

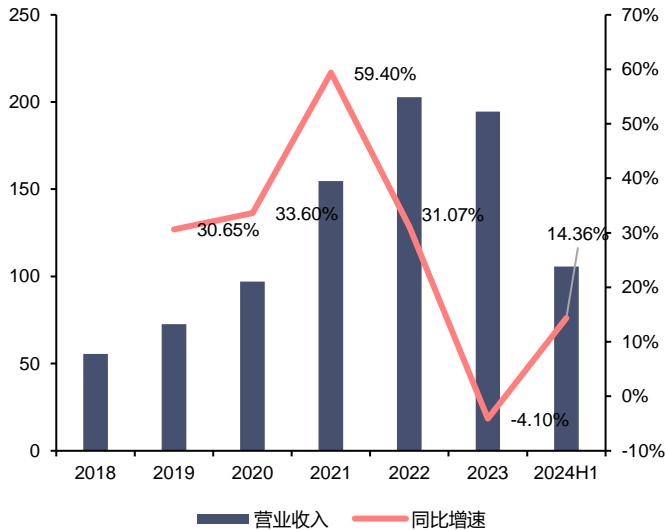
- **全面提升经营效益。**深化电力、煤炭营销管理，用好容量电价及市场化电价政策，全力争取优质电量指标，优化对内煤炭供给方式，获取更大综合收益。同时，在盘活存量的基础上，多措并举寻求产业增量，持续提升经营业绩水平。
- **实施本安工程。**全面贯彻习近平总书记关于安全生产的重要论述和指示批示精神，牢固树立高质量发展和高水平安全良性互动新理念，构建基于风险分级管控、隐患排查治理和安全生产标准化建设“三位一体”的安全生产管理工作体系，层层压实全员安全生产岗位责任，切实把安全发展理念落实到煤炭和电力生产全过程。
- **加快智能化、智慧化建设。**有重点、分层次地推进智慧电厂、智能矿山建设，提升企业运营效率和安全管理水平。
- **持续环保发展。**全面贯彻“双碳”“双控”目标要求，坚持走绿色低碳、节能高效的发展道路，加强设计、建设、运营全流程环保管控，加大环保投入力度，持续升级改造现有环保设施，强化环境治理和生态修复，建设清洁能源企业。
- **主动担当能源保供责任。**充分发挥全省能源保供、能源安全的主力军作用，进一步加强对煤炭、电力生产及检修的协调，不断提升生产运行质效。

## 1.2 煤炭和煤电产能快速释放，煤电一体支撑稳定盈利

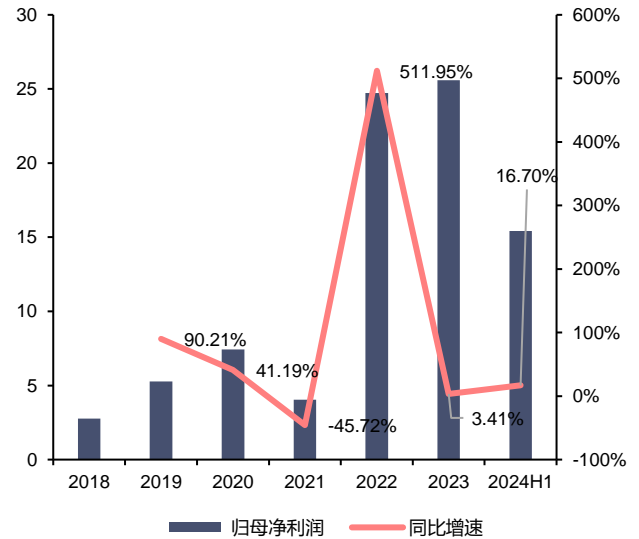
受益于煤炭和煤电产能逐步释放，2018年以来公司营收和利润稳步增长。受益于煤炭和煤电产能逐步释放，公司营收从2018年的55.63亿元成长至2022年的202.85亿元。但2021年煤炭产能持续引发煤价上涨，电力板块利润下滑导致归母净利润同比下行。2022年随着电改政策推进，煤电电价浮动空间打开，电力板块盈利改善带动公司归母净利润同比大幅上行。2023年受煤价电价回落影响，公司营收略降至194.53亿元，但公司整体净利保持平稳。2024年H1随着园子沟东翼转入正式运行带来煤炭产量提升，清水川三期首台机组投产带来电量同比持续增发，公司营收及归母净利润持续增长。上半年公司实现营业收入105.75亿元，同比+14.36%；归母净利润实现15.41亿元，同比+16.70%。煤炭业务方面，2024年H1实现自产煤外销量380.64万吨，同比+62.41%。电力业务方面，2024年H1公司上网电量224.85亿千瓦时，同比+12.23%。

从收入及毛利结构看，当前公司主要贡献毛利的板块为内含自用煤利润的电力板块。2023年，公司电力业务收入占比75.93%，煤炭业务收入占比21%。从毛利情况看，2023年，电力业务毛利占比为66.11%，煤炭业务毛利占比为33.37%。由于公司的煤炭板块业务仅包含外售煤部分，自用煤部分的利润整体计入电力板块中，因此其电力板块收入和毛利占比都较高。

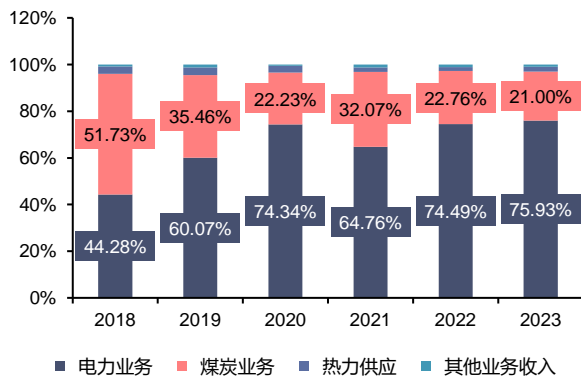


**图 2：2018-2024H1 公司营业收入情况（亿元）**


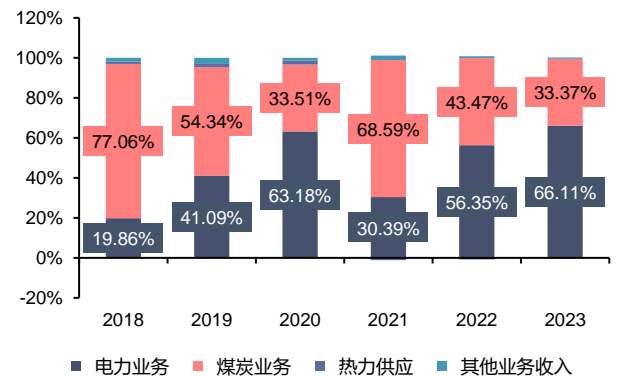
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 3：2018-2024H1 公司归母净利润情况（亿元）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

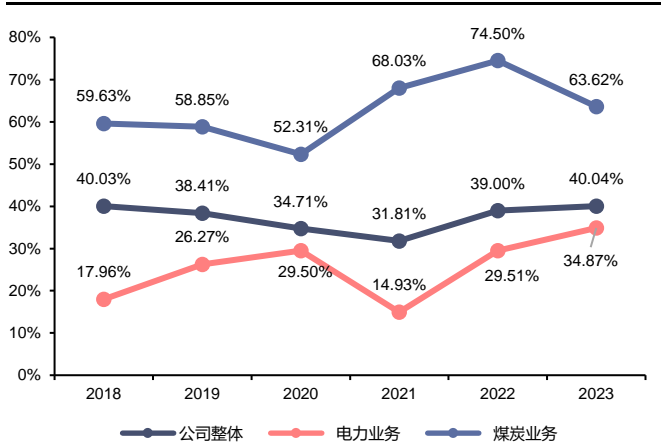
**图 4：2018-2023 年公司营业收入占比情况**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

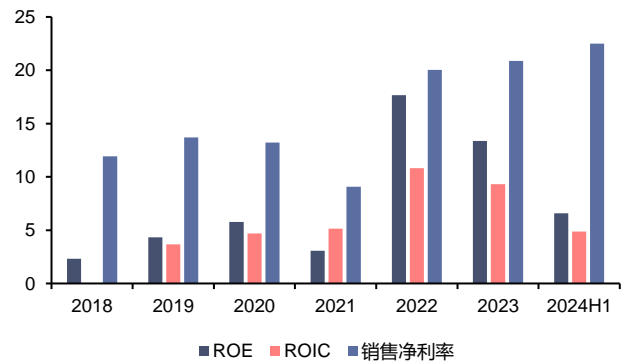
**图 5：2017-2023 年公司毛利占比情况**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

公司毛利率和净利率仅有小幅波动，盈利能力保持稳定。2023 年公司整体毛利率 40.04%，相较 2022 年上升 1.04pct。煤炭业务方面，由于现货煤价同比有所下行，2023 年毛利率为 63.62%，同比-10.88pct。电力业务方面，受益于自用煤比例持续提升，2023 年毛利率迅速回升至 34.87%。2023 年公司 ROE 为 13.38%，相较 2022 年小幅下滑 4.28pct。公司销售净利率达 20.86%，相较 2022 年小幅上涨 0.83pct。整体看，公司盈利能力保持稳定。

**图 6：2018-2023 年公司煤炭和发电业务毛利率情况**


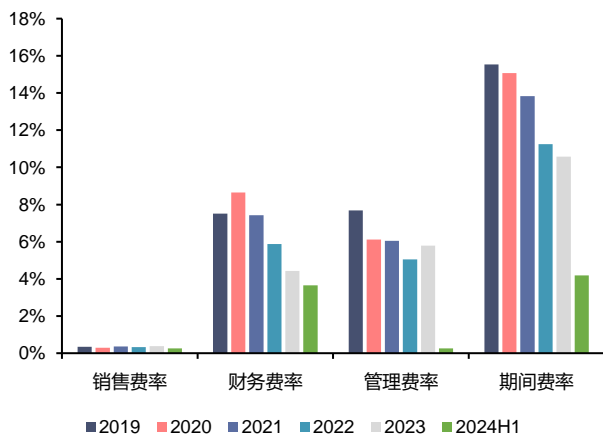
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 7：2018-2024H1 年公司 ROE、ROIC 和销售净利率情况 (%)**


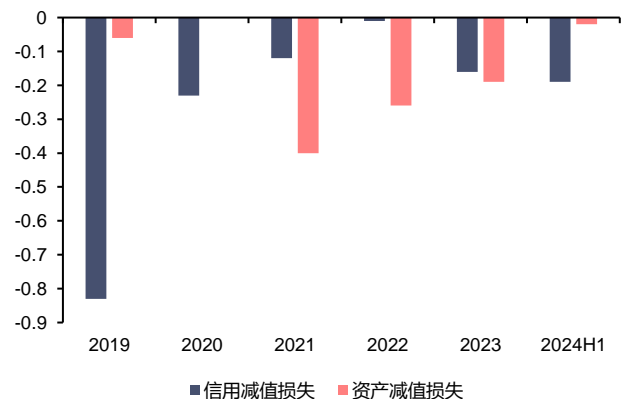
资料来源：iFind，信达证券研发中心

受益于财务费率和管理费率双降，期间费率呈下降态势。2023 年，公司期间费率为 10.58%，同比下降 0.66pct，主要是财务费率下降 1.45pct。未来随着公司规划煤矿和电厂的开工建设，我们预计公司财务费率将有所回升。

公司资产质量优质，减值水平基本保持稳定。2024 年 H1，公司资产减值损失和信用减值损失合计 0.21 亿元。2020-2023 年间，公司共计提资产减值损失和信用减值损失合计 1.37 亿元，多年计提减值水平基本可控，资产质量较好。

**图 8：2018-2024H1 年公司费用率呈下降态势**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

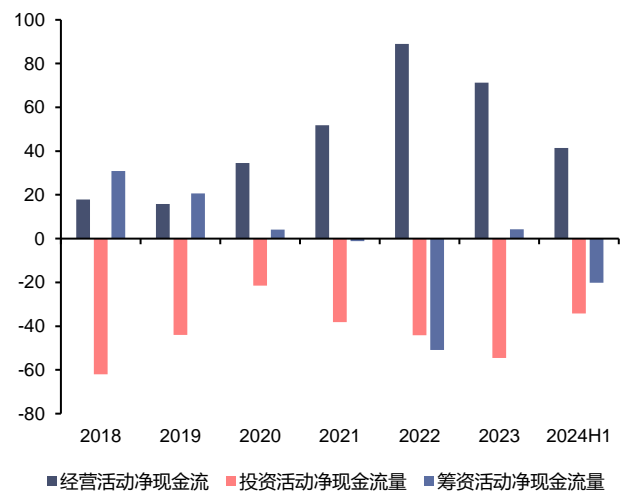
**图 9：2019-2024H1 公司减值情况 (亿元)**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

煤炭煤电项目陆续开工，公司资本开支持续扩张。由于公司主营煤炭煤电项目陆续开工，2018-2021 年公司资产负债率持续上升。2023 年公司上市后资产负债率下降速度加快。2018-2024H1 公司经营活动现金流量净额受益于煤炭煤电项目落地投产有所增加，投资活动现金流基本保持 40~60 亿/年的开支水平。

**图 10: 2018-2024 年 H1 公司资产负债情况**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 11: 2018-2024 年 H1 公司现金流情况 (亿元)**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 二、现有煤炭资源优质，电力一体化增厚度电利润

### 2.1 煤炭业务：资源储量可观，自用外售并举

**公司煤炭资源概况：集中在陕西中部和北部，储量较为可观。**集团煤炭生产与销售业务完全由陕西能源负责运营。截至 2024 年 Q1，公司下属主要在产矿井 3 座，分别为冯家塔煤矿、凉水井煤矿和园子沟煤矿。其中，冯家塔煤矿为清水川煤电一体化项目配套煤矿，位于陕西省榆林市府谷县，属低瓦斯矿井，矿井保有资源量 9.35 亿吨，保有储量 2.59 亿吨，煤种为长焰煤，属优质动力煤。凉水井煤矿位于陕西省榆林市神木市，矿井保有资源量 5.94 亿吨，保有储量 2.84 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年，煤质属低灰低硫低磷的高热值不粘煤或长焰煤。近年来，凉水井煤矿产量相对稳定。园子沟煤矿位于陕西省宝鸡市麟游县，矿井保有资源量 12.78 亿吨，保有储量 4.51 亿吨，核定生产能力 800 万吨/年。目前，该矿井西翼 600 万吨/年生产项目已于 2020 年 11 月正式投产，矿井东翼 200 万吨/年项目于 2024 年上半年投入正式运行。综合来看，公司煤炭板块核定产能 2400 万吨/年，权益产能 1460.8 万吨/年，煤质较优，矿井平均服务年限达 32 年，资源储量较为可观。

**表 1: 公司在运煤矿储量、产能和服务年限等情况 (截止 2024 年 H1)**

序号	煤矿	状态	区位	煤种	权益比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	资源储量 (亿吨)	保有储量 (亿吨)	服务年限 (年)
1	凉水井	在产	陕西榆林	长焰煤	53%	800	424	5.94	2.84	27
2	园子沟	在产	陕西宝鸡	不粘煤	63.6%	800	508.8	12.78	4.51	43
3	冯家塔	在产	陕西榆林	长焰煤	66%	800	528	9.35	2.59	25
合计						2400	1460.8	28.1	10	32

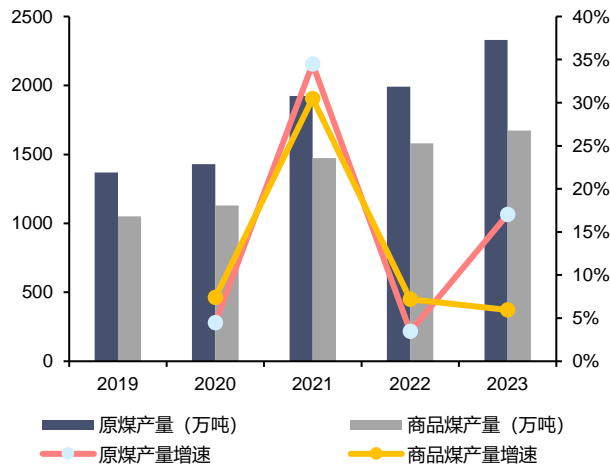
资料来源: 公司公告, 陕西投资集团跟踪评级报告, 信达证券研发中心

**煤炭产量：产能产量同比持续上行，产能利用率维持高位。**2019-2023 年受益于公司煤矿不断投产进而释放产能，公司原煤产量由 1368 万吨上升至 2329 万吨，商品煤产量由 1052 万吨上升至 1674 万吨。2024 年 H1，公司实现原煤产量 1165.38 万吨，同比上升 3.35%。随

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

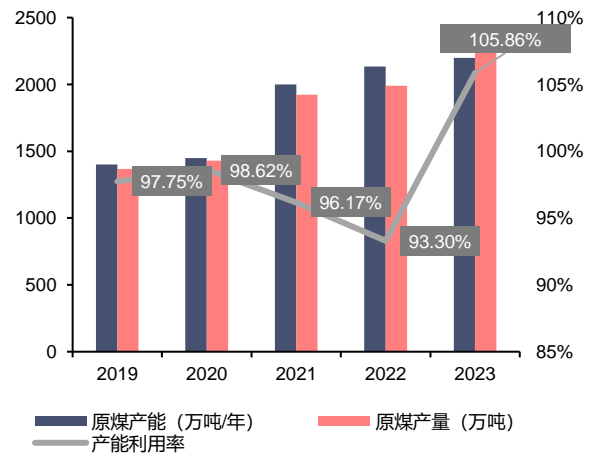
着上半年园子沟煤矿东翼转入正式运转，煤炭板块产量有望持续增长。2019-2023年，公司煤炭产能利用率长期维持90%以上，产能利用率维持高位。

图 12: 2019-2023 年公司煤炭产量情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

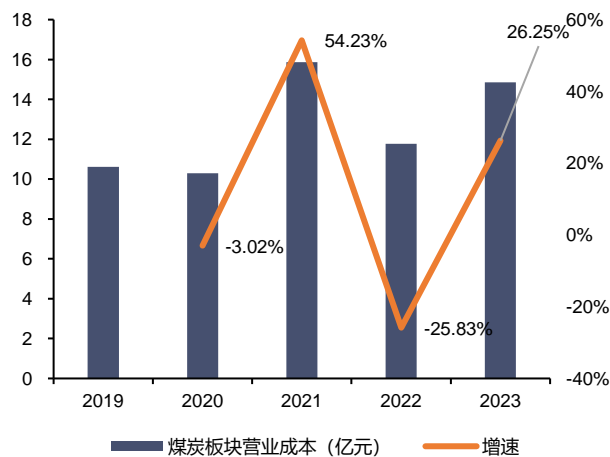
图 13: 2019-2023 公司煤矿产能利用率情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

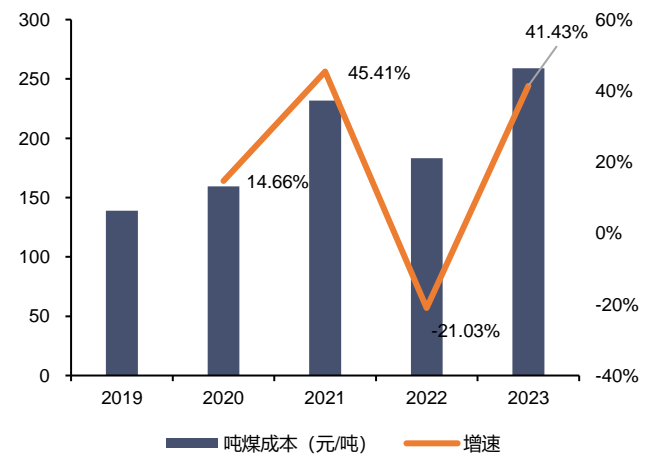
**煤炭生产成本: 耗材辅料采购及劳务采购逐年增加, 导致生产成本持续上升。**整体来看, 公司煤矿主要集中在陕北榆林与渭北地区, 当地煤炭具有低硫、低磷、低灰、高热值等特性, 资源禀赋优势较佳, 吨煤开采成本较低。2019-2023年, 公司煤炭板块营业成本由 10.61 亿元上升至 14.86 亿元。虽然煤炭外销量同步持续上涨, 但由于 2020 年园子沟煤矿投产, 导致煤炭生产所需耗材辅料开支和洗选煤加工服务采购费用有所提升, 叠加凉水井、冯家塔煤矿综采工作面增加, 整体煤炭板块生产成本持续上升, 吨煤生产成本由 2019 年的 139.03 元/吨上涨至 2023 年的 258.89 元/吨。但考虑到煤炭单吨成本波动主要与公司各煤矿开采方式与开采难度等因素相关, 对比各煤炭公司煤炭单吨成本, 中部晋陕蒙煤矿相对开采成本仍处于较低水平。其中, 陕西能源开采成本低于行业平均, 成本优势凸显 (仅考虑煤炭外销部分)。

图 14: 2019-2023 年公司煤炭板块营业成本情况

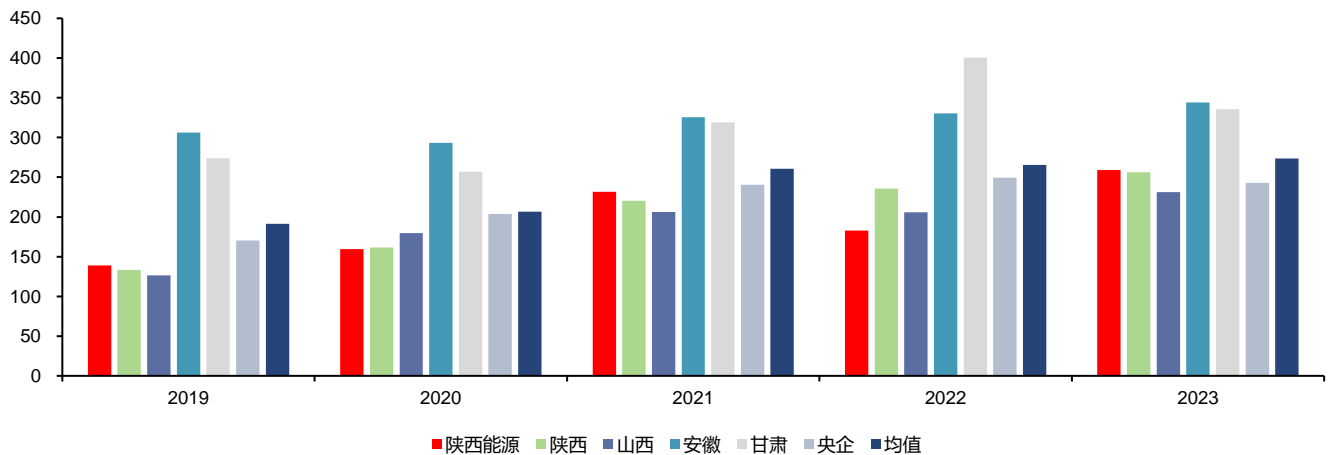


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 15: 2019-2023 公司吨煤生产成本情况

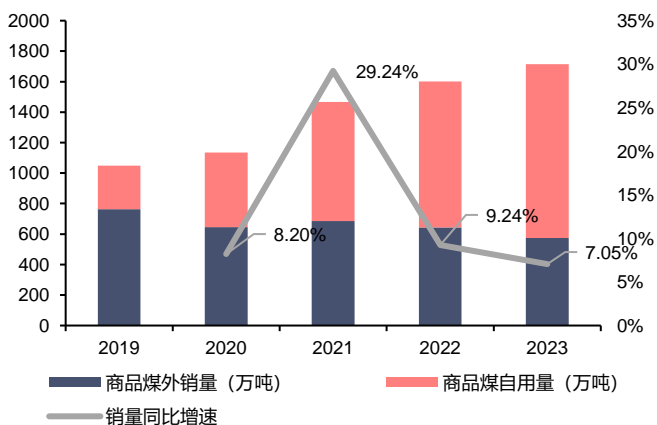


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

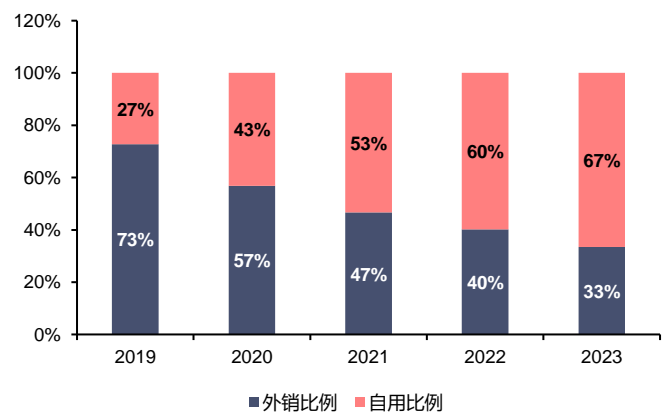
**图 16: 2019-2023 年主要央企与地方国企煤炭板块吨煤生产成本情况 (亿元)**


资料来源: iFind, 各公司公告, 陕西能源招股说明书, 信达证券研发中心 (注: 陕西能源吨煤成本仅考虑煤炭外销部分, 陕西区域煤企选择陕西煤业, 山西区域煤企选择晋控煤业和山煤国际, 安徽区域煤企选择新集能源, 甘肃区域煤企选择甘肃能化, 央企煤企选择中煤能源与中国神华)

**煤炭销售: 自用外售并举, 产能周期持续, 自用比例持续提升。**公司煤炭销售分为三部分: 煤矿配套坑口电厂的煤电一体模式, 内部煤炭转运自有电厂的煤电联营模式, 以及对公司外部客户的煤炭外销模式。冯家塔煤矿作为清水川能源下属配套煤矿, 其原煤开采后直接送入清水川一期二期坑口电厂完全自用。园子沟和凉水井两煤矿则同时保障内部其余电厂自用和外部煤炭销售。其中, 由于公司煤炭热值较高, 主要外销客户对象包括电力、焦化、陶瓷、化工等多细分行业。2019-2023 年, 受益于煤矿产能逐步释放, 公司商品煤销售量从 1049 万吨提升至 1715 万吨, 但由于煤炭产能周期持续, 煤价上行幅度较大, 外售煤由 2019 年的 763 万吨降至 574 万吨, 外销比例同样由 73% 降至 33%。公司煤电一体化持续提升。

**图 17: 2019-2023 年公司煤炭销量情况**


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

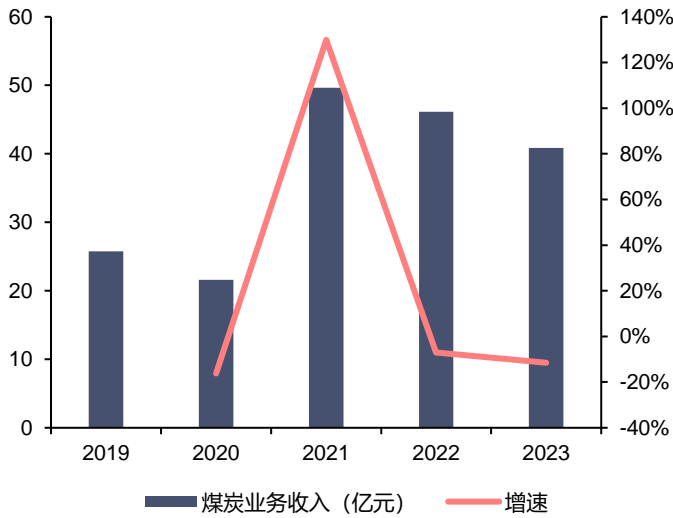
**图 18: 2019-2023 年公司煤炭内外销结构**


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心。

**煤炭销售价格: 内销全部长协, 外售部分现货。**公司煤炭销售方面, 配套坑口电厂的自用煤部分直接计入煤电一体 (清水川能源) 中; 转运到自有电厂的自用煤部分目前以长协价格结算; 对公司外部客户的外售煤中包含部分长协煤和现货煤。受益于煤价明显上行, 2021 年公司煤炭业务收入达 49.64 亿元, 同比增长 129.92%。虽然 2022-2023 年公司外售煤逐步

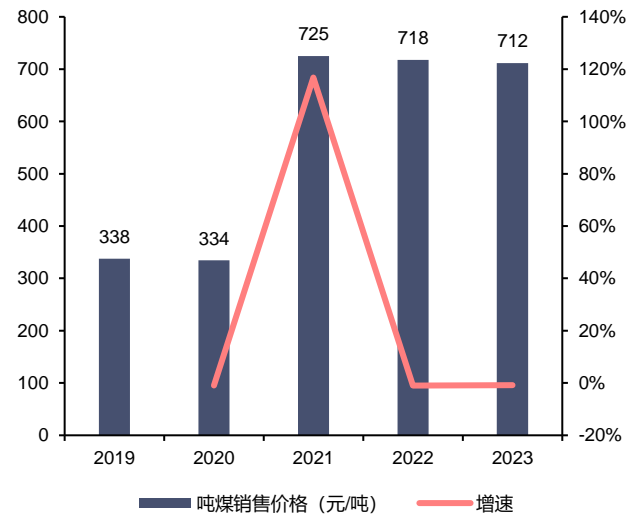
减少，但吨煤售价基本保持稳定。2023 年公司外售煤吨煤售价达 712 元/吨。

图 19: 2019-2023 年公司煤炭业务收入情况



资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 2019-2023 年公司煤炭业务销售价格情况



资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心 (注: 此处售价为外销口径售价)

## 2.2 电力业务：一体经营增厚度电利润，外送东部支撑电量成长

**电厂概况：煤电一体运营，省内消纳与跨省外送并举。**集团煤电发电业务同样由陕西能源负责运营。截至 2024 年 H1，公司下属主要电厂包括清水川电厂（一二三期）、赵石畔一期电厂、商洛一期电厂、渭河电厂、麟北电厂、吉木萨尔电厂。其中，清水川电厂作为煤电一体化项目的电厂部分，与冯家塔煤矿配套运营，煤矿开采出的原煤经筛选后以胶带输送机直接送至清水川电厂。其余电厂均需部分或全部外购煤炭。电量销售方面，公司部分电厂为省调机组（电量向国网陕西分公司销售），而部分则作为外送机组实行跨省跨区送电。其中，清水川三期电量通过陕北-湖北 800kV 直流送至湖北，赵石畔一期电量通过榆横-潍坊 1000kV 交流送至山东，吉木萨尔电厂通过昌吉-古泉 800kV 直流送至安徽。综合来看，截至 2024 年 H1，公司电力板块控股装机 1123 万千瓦，权益装机 808.1 万千瓦。煤电一体化运营程度较高，电量省内消纳与跨省外送并举，煤电成本端和发电利用小时数有较强保障。

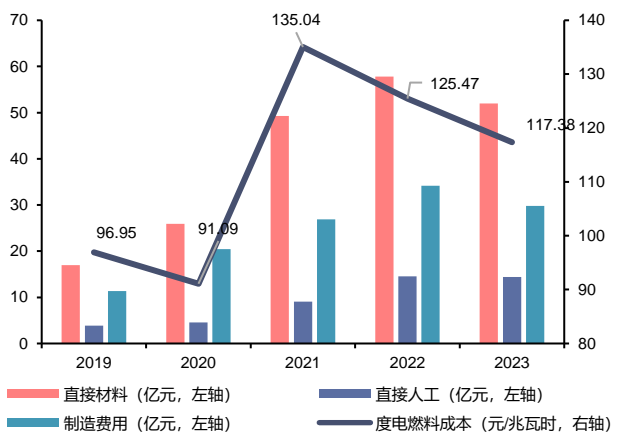
表 2: 公司在运电厂情况

在运电厂情况	控股装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)	电量销售地
清水川电厂一期、二期 (坑口)	260	66.00%	171.6	陕西
清水川三期 (坑口)	200	66.00%	132	湖北
赵石畔一期	200	60.0%	120	山东
商洛一期	132	100.0%	132	陕西
渭河发电	124	70.0%	86.8	陕西
麟北发电	70	100.0%	70	陕西
吉木萨尔发电	132	70.0%	92.4	安徽
延安热电一期	5	66.0%	3.3	陕西
<b>合计</b>	<b>1123</b>		<b>808.1</b>	

资料来源: 陕西能源公司公告, 陕西能源招股说明书, 信达证券研发中心整理

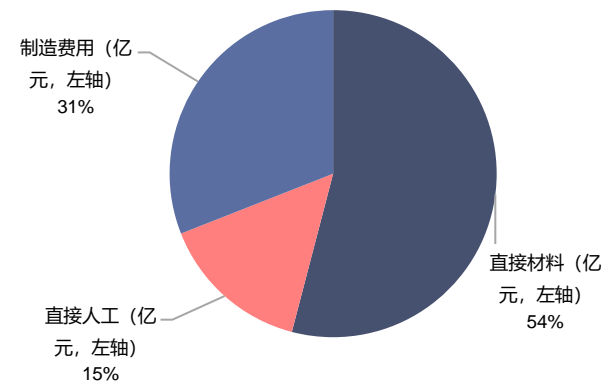
**发电成本：随煤价上行有所上涨，煤电一体化运营优势凸显。**从结构上看，公司发电业成本中燃料成本仅占 54% 左右。通常而言，煤电发电业务的成本大部为购买燃煤的燃料成本，但由于同时包含清水川电厂和冯家塔煤矿的清水川能源以整体并入公司报表，未进行业务拆分，因而公司燃料成本部分得以摊薄。且受益于公司煤电一体化运营模式，公司度电燃料成本虽在 2021 年因煤价大幅上行而上涨至 135.04 元/兆瓦时，但随着公司自用煤比例不断提升，度电燃料成本自 2021 年以来持续下行，2023 年度电燃料成本仅为 117.38 元/兆瓦时。横向对比来看，公司度电营业成本在煤价上行期间不仅远低于纯火电公司，在煤电一体公司中也表现较为优异。

图 21：陕西能源电力板块成本情况（亿元）



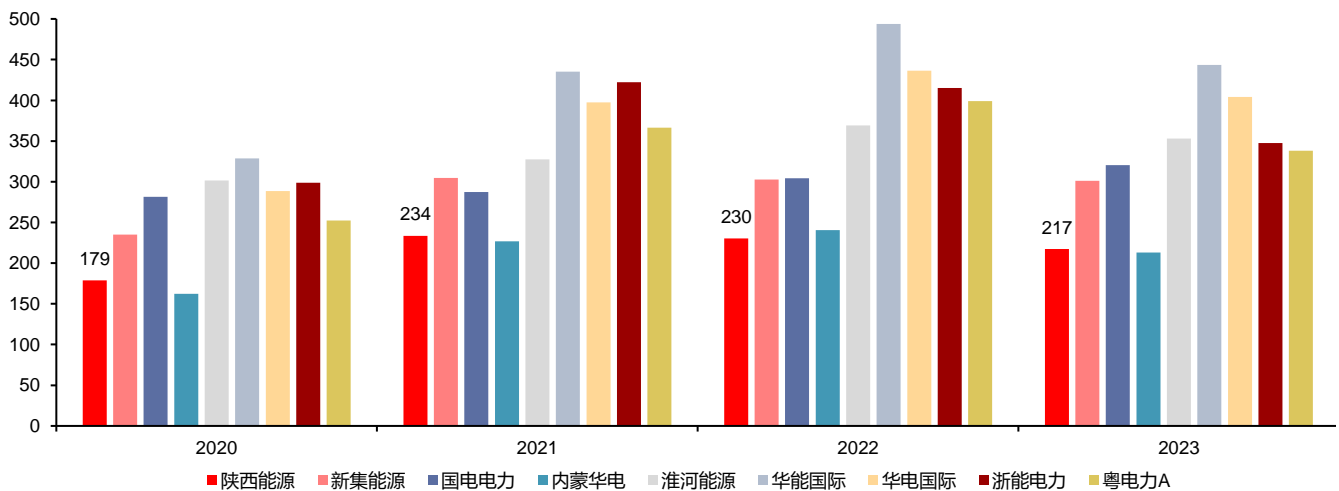
资料来源：公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 22：陕西能源电力板块营业成本结构（2023 年）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心

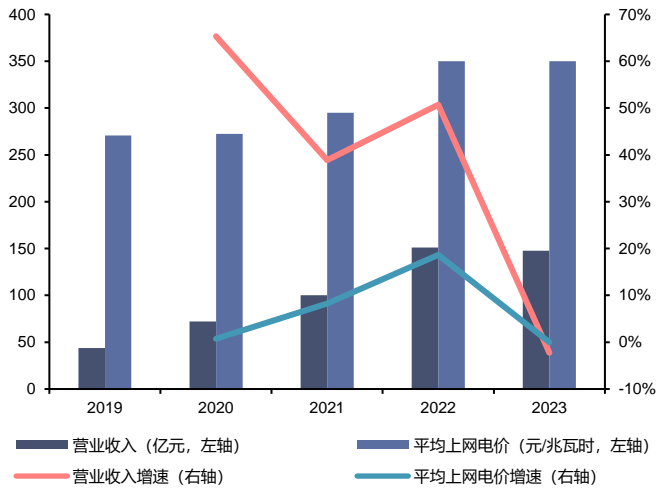
图 23：2020-2023 年主要电力企业度电营业成本情况对比（元/兆瓦时）



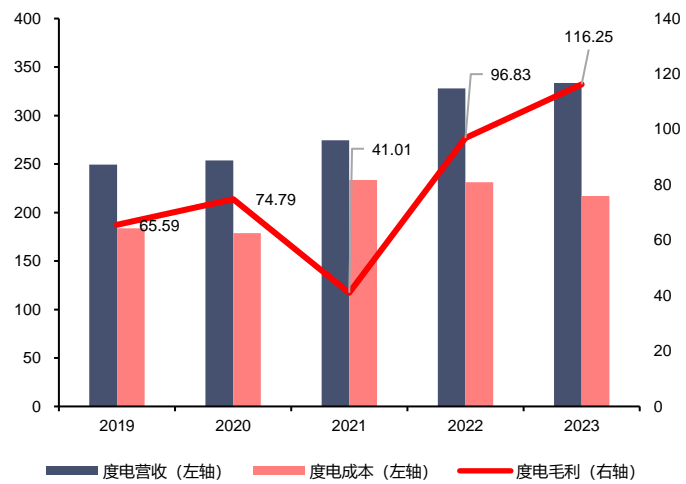
资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

**发电收入：市场化改革推进提升电价上浮空间，煤电一体化运营平抑燃料价格波动。**2021 年 10 月，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格[2021]1439 号），推动燃煤发电量全部进入电力市场，并将煤电“基准价+上下浮动”的浮动范围扩大至上下浮动 20%，同步提高煤电上浮“天花板”。得益于电力市场化改革推进，陕西省年度电力交易电价由 2021 年的 340.85 元/兆瓦时上浮至 2023 年的 410.64 元/兆瓦时，公司平均电价也由 2021 年的 295 元/兆瓦时（不含税）上浮至 2023 年的 350 元/兆瓦时。

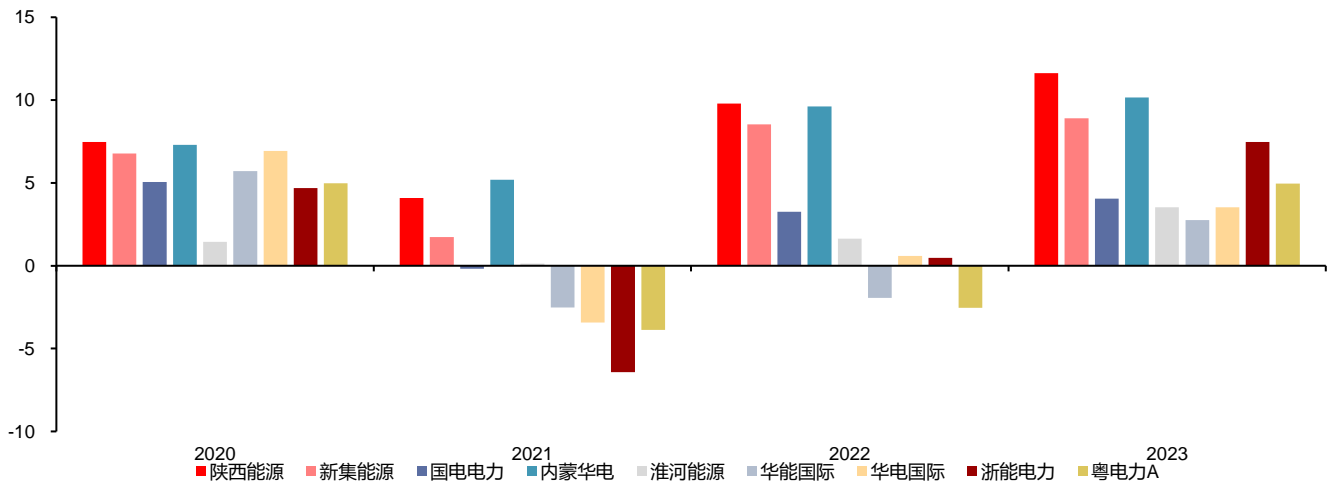
时（不含税）。公司发电业务收入同时受益于电改带来的电价上行和电厂投产带来的电量增长，2023 年公司实现电力营业收入 147.70 亿元。此外，公司在 2021-2023 年自用煤比例持续上行，煤电一体化运营程度得以提升。受益于电价收入上行而成本管控良好，公司度电毛利由 2021 年的 41.01 元/兆瓦时（不含税）提升至 2023 年的 116.25 元/兆瓦时（不含税）。横向对比来看，公司度电毛利相较于同类纯火电公司与煤电一体公司，同样具有相对优势。

**图 24：陕西能源电力板块收入及电价情况**


资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

**图 25：陕西能源电力板块度电毛利情况（元/兆瓦时）**


资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 26：2020-2023 年主要电力企业度电毛利情况对比（分/千瓦时）**


资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

## 三、煤炭煤电成长空间广阔，优质资产注入可期

### 3.1 在建产能：未来三年煤炭煤电稳定增长，一体化比例持续提升

**煤炭在建：赵石畔煤矿在建，直接供给赵石畔电厂。**公司目前在建煤矿为赵石畔煤矿，其位于陕西榆林市横山区，矿井保有资源量 9.66 亿吨，其中探明资源量 2.44 亿吨、控制资源量 1.48 亿吨、推断资源量 5.74 亿吨，核定生产能力 600 万吨/年。作为赵石畔煤电一体项目的配套煤矿，其于 2020 年 10 月开工，我们预计 2025 年左右投产，建成投产后将为赵石



畔煤电供应燃煤。受益于赵石畔煤矿投产，赵石畔煤电有望与清水川能源具备相同的煤电一体运营模式，公司自用煤比例有望实现进一步提升。

**表 3: 公司在建煤矿情况 (截止 2024 年 H1)**

序号	煤矿	状态	区位	权益比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	资源储量 (亿吨)	开工时间	预计投产时间
1	赵石畔	在建	陕西榆林	60%	600	360	9.7	2020 年	2025 年

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**煤电在建: 商洛发电与延安热电持续扩容, 收购信丰能源二期。**公司目前在建机组包括商洛二期 (2×66 万千瓦) 和延安热电二期 (2×35 万千瓦), 合计约 202 万千瓦。其中, 商洛二期于 2024 年 5 月底正式开工, 延安热电二期于 2023 年 12 月底正式开工。此外, 公司于 2024 年 6 月公告收购信丰能源二期 200 万千瓦煤电 51% 股权, 信丰二期项目也于 8 月正式开工。我们预计三个电厂均有望于 2026 年投产, 电力装机部分持续扩容。

**表 4: 公司在建电厂情况 (截止 2024 年 9 月)**

	控股装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)	电量销售地	预计投产时间
商洛二期	132	100%	132	陕西	2026 年下半年
延安热电二期	70	66%	46.2	陕西	2026 年上半年
信丰二期	200	51%	102	江西	2026 年年底
合计	<b>402</b>		<b>280.2</b>		

资料来源: 公司招股说明书, 陕投集团官网, 赣州市政府, 信达证券研发中心

### 3.2 规划项目: 规划项目推进审批流程, 优质煤炭资产注入可期

**煤炭规划: 丈八煤矿推进流程, 钱阳山煤矿取得采矿权, 小壕兔煤矿有望注入。**公司目前在煤矿产能规划包括丈八煤矿, 其位于陕西省宝鸡市麟游县, 矿井保有资源量 3.92 亿吨。丈八煤矿目前已取得探矿权, 规划产能为 400 万吨/年。2024 年 8 月, 公司公告已竞得甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权。钱阳山煤矿规划产能 800 万吨/年。公司有望持续推动钱阳山煤矿项目核准与开工。此外, 根据控股股东陕投集团《关于避免同业竞争的承诺函》, 集团拟于榆林市榆阳区小壕兔乡投资建设运营小壕兔煤电一体化项目, 并承诺在项目开工前将其 100% 股权转让给公司。小壕兔煤矿已于 2020 年取得探矿权, 规划产能为 600 万吨/年。且小壕兔煤电一体化项目还规划有配套煤电项目装机, 我们预计其有望成为“陕电入皖”特高压直流外送通道的电源点。整体来看, 小壕兔煤电一体项目的注入将进一步提升公司的煤炭产能, 同时配套煤电一体项目将有望进一步提升公司外送电量比例和煤电一体化水平, 持续增厚公司收益。

**煤电规划: 赵石畔二期取得核准, 煤电一体持续深化。**2023 年 10 月, 公司取得赵石畔二期 2×100 万千瓦煤电机组的正式核准。赵石畔二期作为赵石畔煤电一体项目的配套工程, 将成为榆林-河南特高压外送通道的配套电源外送电量。我们预计赵石畔二期电厂将有望于 2024 年年底开工, 并于 2027 年左右建成投产运行。赵石畔二期投产将进一步提高公司外送电部分比例, 持续深化煤电一体经营。

## 四、公司核心竞争力突出：灵活一体化，当地格局优，成长不间断，财务状况佳

综合来看，公司的核心竞争力突出，主要体现在：**1) 灵活一体化**：公司煤炭和煤电装机部分呈“煤电联营”模式运营（自产煤炭运至自有电厂，内部结算），其消耗自用煤比例可根据当地煤价波动情况自行调整，具有灵活性。**2) 当地格局优**：晋陕蒙煤炭产量增速出现逐年下滑，但公司在运煤矿储量可观，在建/规划煤炭产量逐步推进，在煤炭供给格局中位置较好。陕西省电力需求增速稳定，主要供给依赖火电；而公司火电装机位居省内第二位，且与省内火电装机占比第一位的大唐陕西分公司存在机组参股联营，在电力供给格局中位置同样较好。**3) 成长不间断**：公司煤矿产能投产和电厂投建依次进行。2024年投产清水川三期200万千瓦煤电，2025年投产赵石畔煤矿600万吨/年，2026年投产商洛二期+延安热电二期202万千瓦煤电，2027年有望投产赵石畔二期200万千瓦煤电。产能逐步扩张有望持续给公司业绩带来成长动力。**4) 财务状况佳**：受益于煤电一体经营模式，公司ROE、经营性现金流较可比公司更为稳定，进而为公司持续高分红提供有力支持。且公司目前资产负债率仍处于较低水平，财务杠杆空间充足，后续资产成长及注入可期。

### 4.1 灵活一体化：煤电一体程度较高，自用煤比例调节灵活

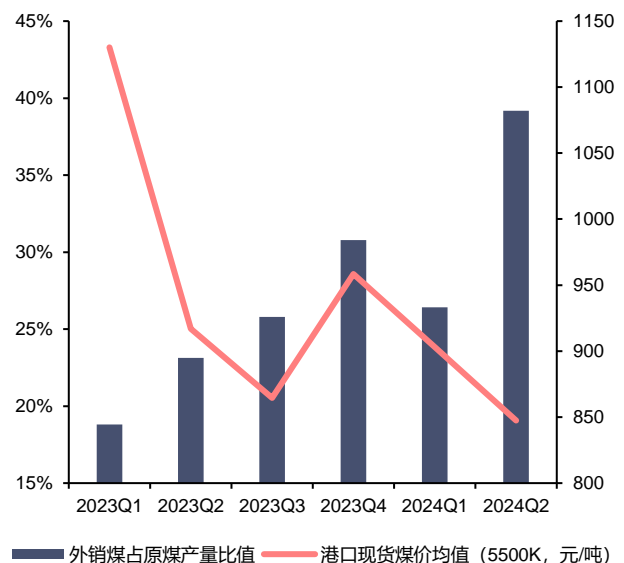
如前所述，公司煤炭销售分为三部分：煤矿配套坑口电厂的煤电一体模式，内部煤炭转运自有电厂的煤电联营模式，以及对公司外部客户的煤炭外销模式。除冯家塔煤矿配属清水川能源外，园子沟和凉水井煤矿在供给内部电厂的同时也对外销售煤炭。从年度煤炭自用比例来看，由于煤炭产能周期持续，煤价上行幅度较大，2019-2023年公司外销比例不断降低。但分季度来看，随着港口现货煤价在2023年有所下行并逐步趋稳，公司2023-2024H1分季度外销煤占原煤比值有所上行，至2024Q2更是提高至39.18%。综合来看，公司的煤炭销售渠道和煤电燃料采购渠道均较为灵活，在煤价上行时通过降低煤炭外销提升煤电一体比例，从而稳定煤电成本；在煤价下行时亦可使电厂自行就近外购煤炭，进而通过降低自用煤部分的运费来控制煤炭成本。因此，公司可实现煤炭自用/外销比例灵活调节，进而实现公司整体收益最大化。

图 27：公司煤矿煤电布局情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 28：2023-2024H1 公司外销煤/原煤之比与港口现货煤价情况



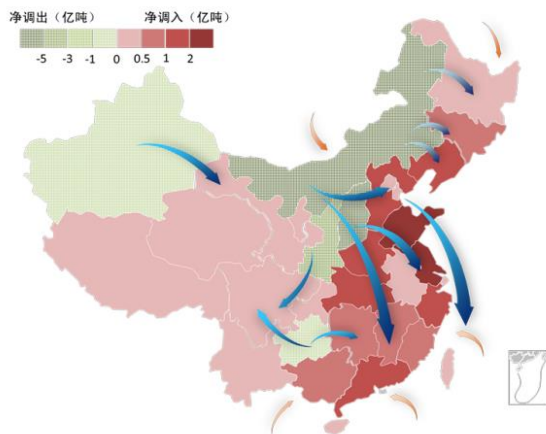
资料来源：公司生产经营数据，iFind，信达证券研发中心

#### 4.2 当地格局优：煤炭产量增速放缓，火电集中度高，电量消纳有保障

**陕西煤炭生产销售情况：煤炭供应体量可观，但产量增速逐年放缓。**陕西省是我国煤炭主产地省份之一。2023年，陕西省全年原煤产量7.61亿吨，同比增长2.3%，占全国煤炭产量的16.3%。同时，陕西省煤炭销量6.82亿吨，同比增长1.5%。销往省外的煤炭约5.1亿吨，占全省煤炭销量的75%。但受限于产能周期持续，包括陕西在内的晋陕蒙地区作为我国目前煤炭生产主产区，2022年以来煤炭产量增速出现逐年放缓。

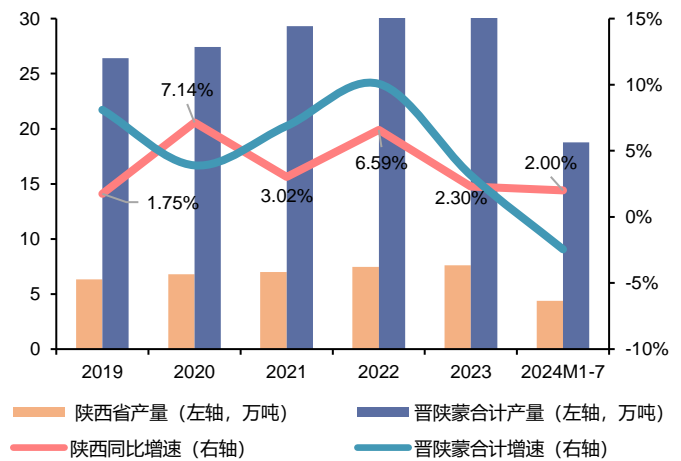
**陕西煤炭产能供给格局：陕煤与国能集团产能合计近半。**陕西省内主要煤炭企业包含陕煤集团、延长石油、榆林能源等省属煤炭企业，国家能源集团、中煤能源集团、中国华电集团等央企在陕西区域的子公司，以及山东能源集团、冀中能源集团等外省省属能源集团的子分公司。根据全球智慧矿业创新研究院公布的陕西煤矿名录，2024年陕西省煤炭产能合计8.2亿吨，其中陕煤集团和国家能源集团产能占比合计近半，分别为25%和15%。陕投集团下属煤炭产能全部位于陕西能源体内，产能占比约4%。

图 29：我国煤炭资源调入调出形势



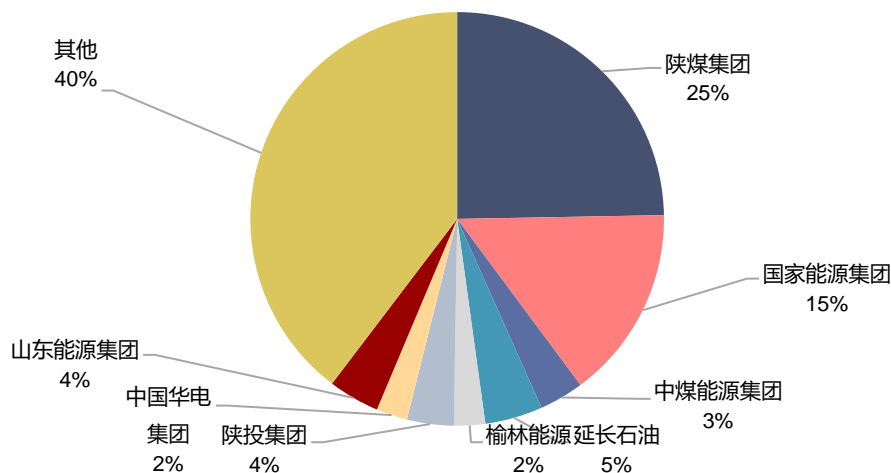
资料来源：国家发改委，《煤炭工业发展“十三五”规划》，信达证券研发中心

图 30：晋陕蒙煤炭产量及增速情况



资料来源：CCTD，信达证券研发中心

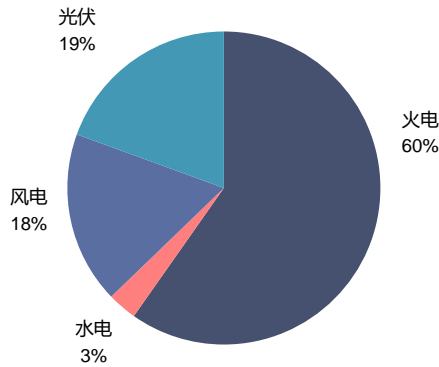
图 31：陕西省煤炭产能供给结构（截至 2024 年 1 月）



资料来源：企查查，企查查，国资委，各公司官网，信达证券研发中心

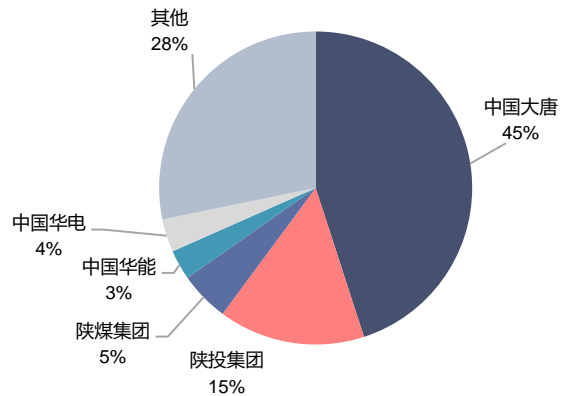
**陕西电力供应格局：火电占比超六成，供应格局较优。**从电力装机角度看，陕西作为西北内陆省份，电力结构以火电和新能源为主。据国网陕西分公司，截至2024年6月，陕西电网直调电厂总装机容量6481.61万千瓦。其中，火电装机容量3873万千瓦，水电装机容量196.75万千瓦，风电装机容量1151.9万千瓦，光伏装机容量1259.97万千瓦。而在直调装机中占比占六成的火电，其供应格局较优。其中，大唐集团装机1743万千瓦，占比约45%；陕投集团装机586万千瓦，占比约15%，全部归于煤炭电力上市公司平台陕西能源（不含外送机组清水川三期、赵石畔一期、新疆吉木萨尔电厂）。

图 32：陕西省网直调电源结构情况（2024 年 6 月）



资料来源：国网陕西，信达证券研发中心

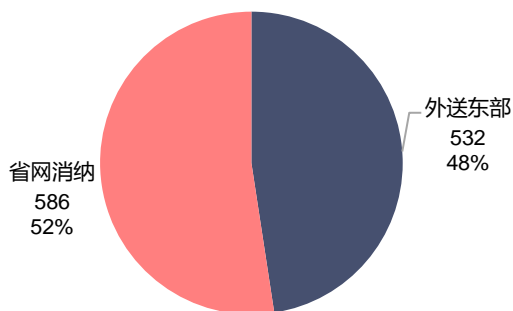
图 33：陕西省网直调火电装机格局（2024 年 6 月）



资料来源：陕西煤业化工集团有限责任公司信用评级报告，三秦网，大唐陕西发电有限公司债券募集说明书，陕西能源招股说明书，央视网，中国煤炭工业协会，北极星火力发电网，信达证券研发中心

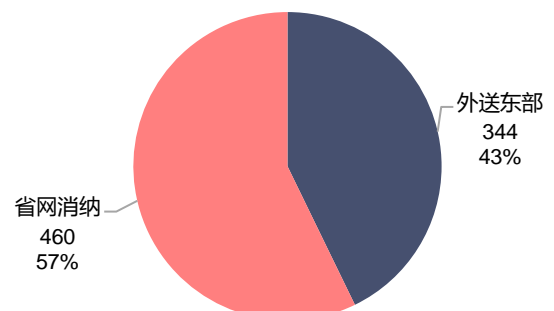
**上网电量展望：陕西电力需求刚性凸显，外送东部电量消纳有保障。**如前所述，公司电量部分上陕西省网，部分外送至东部地区消纳，其中外送东部地区的控股装机占比和权益装机占比均近半。从省内电力需求看，火电为陕西省内主力电源。长期以来，省内用电量需求持续增长为火电机组利用小时数逐年升高提供刚性支撑。2021年以来，陕西火电发电小时数持续高于全国平均水平，而公司火电发电小时持续高于省内平均水平。2019年以来，受益于电厂逐步投产运营和机组平均利用小时数逐步升高，公司发电量逐年走高，2023年实现上网电量414.41亿千瓦时。此外，据人民日报，2022年外送东部的赵石畔煤电和吉木萨尔电厂年发电小时数均达到5000小时。外送东部电量消纳受东部用电需求增长支撑，配套电源机组利用小时有望获得持续保障。

图 34：公司电量销售结构（控股装机，万千瓦，截至 2024H1）

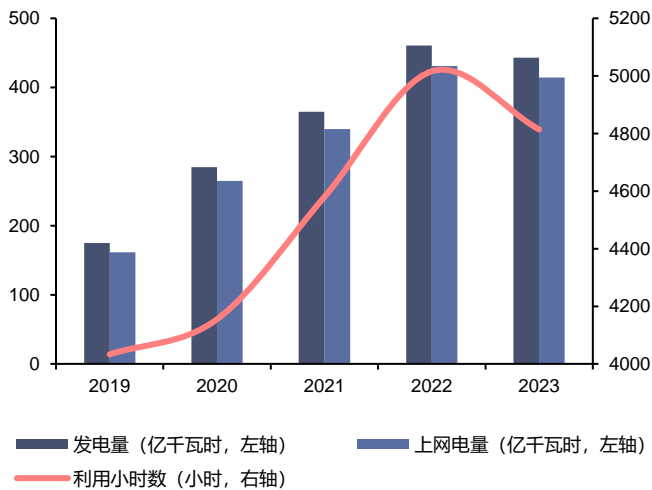


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

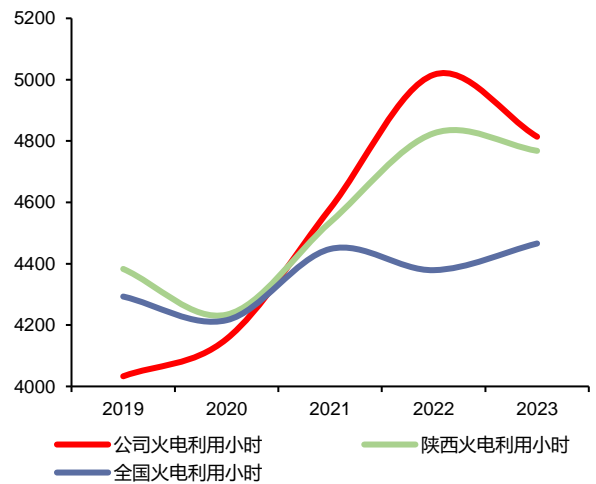
图 35：公司电量销售结构（权益装机，万千瓦，截至 2024H1）



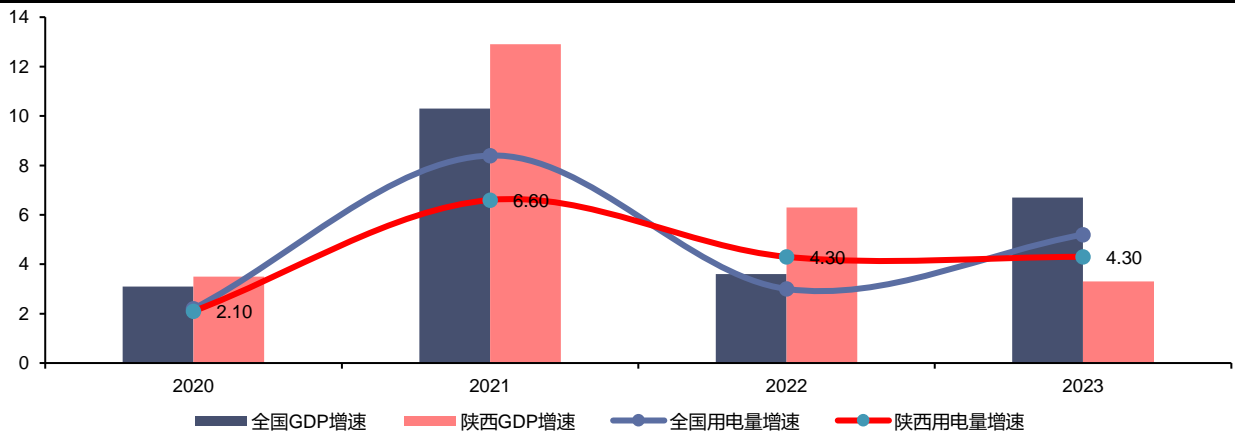
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 36: 陕西能源电量及利用小时数情况**


资料来源：公司招股说明书，公司年报，信达证券研发中心

**图 37: 陕西能源火电发电小时数与省内和全国水平对比**


资料来源：公司招股说明书，公司年报，中电联，信达证券研发中心

**图 38: 陕西与全国 GDP 及用电量增速情况对比 (%)**


资料来源：中电联，IFinD，信达证券研发中心

### 4.3 成长不间断：煤矿煤电持续投产，优质资产注入可期

**2024-2026 煤矿煤电持续投产，远期资产开工核准注入可期。**如前所述，公司今年已投产煤电清水川三期 200 万千瓦（2024 年上半年投产），在建有赵石畔煤矿 600 万吨/年（预计 2025 年投产）、煤电商洛二期 132 万千瓦、延安热电二期 70 万千瓦和信丰二期 200 万千瓦（均预计于 2026 年投产）。2024-2026 连续三年均确定有煤炭煤电投产，煤炭产量及发电量预计将持续增长。此外，公司仍有丈八煤矿 400 万吨/年、钱阳山煤矿 800 万吨/年的产能等待核准，小壕兔煤矿二号井 600 万吨/年的产能等待注入。综合来看，公司近三年煤矿与煤电持续投产运营，支撑公司业绩持续增长；远期公司仍有优质资产等待注入，公司成长节奏较好。

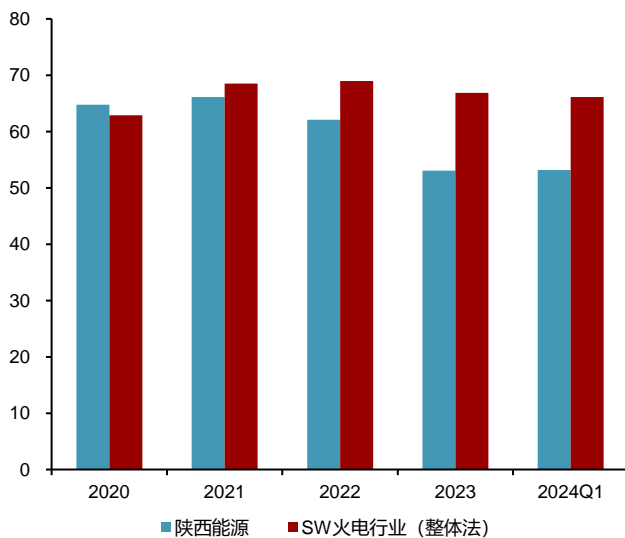
**表 5: 公司资产成长及煤电一体情况预测**

	2024E	2025E	2026E	2027E
资产变化情况	清水川三期投产	赵石畔煤矿投产	商洛二期+延安二期+信丰二期投产	赵石畔二期投产
控股电力装机 (万千瓦)	1123	1123	1525	1725
权益电力装机 (万千瓦)	808.1	808.1	1088.3	1208.3
控股煤炭产能 (万吨)	2400	3000	3000	3000
权益煤炭产能 (万吨)	1460.8	1820.8	1820.8	1820.8
预计原煤产量 (万吨)	2400	2940	2910	2880
预计发电量 (亿千瓦时)	484.61	479.00	525.65	570.46
预计耗煤量 (万吨)	2212	2187	2400	2604
煤电一体程度 (名义)	92.18%	74.38%	82.46%	90.43%

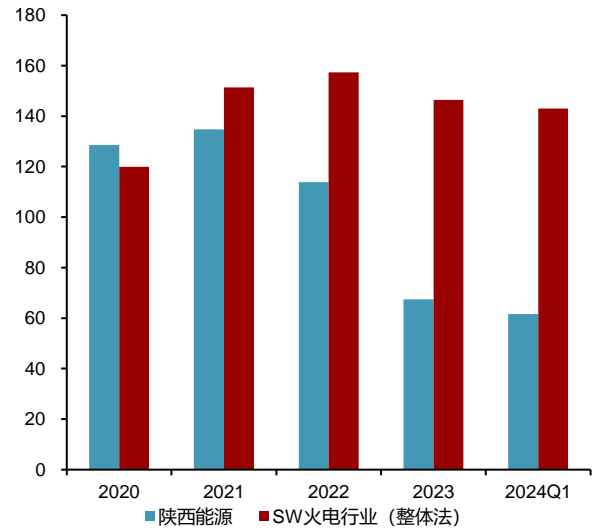
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

#### 4.4 财务状况佳: 公司扩表空间充足, 现金流盈利表现稳健, 成长分红有望兼顾

**负债率与财务扩张空间: 稳定盈利模式支撑, 公司净负债率较行业平均水平较低, 扩表空间较为充足。**2021~2022 年期间煤价高涨的同时, 大部分为央企和地方火电公司在保供压力下不得不进一步提高资产负债率“借债保供”。但公司仅凭借提升自用煤比例和电改带来煤电电价上浮即实现稳定盈利, 因而在过去三年内公司虽持续进行项目投建, 但资产负债率不升反降, 公司静态财务状况维持较好状态。从商业模式的角度看, 煤炭开采与火电发电业务均兼具重资产投资和稳定现金流特性, 火电公司本身就有加杠杆投资建设火电机组, 扩大资产规模的倾向。在煤电一体化的稳定盈利模式支撑下, 公司扩表空间充足。前述规划待建及资产注入项目有望在健康的资产负债表表现支持下稳步开展。

**图 39: 2020-2024Q1 公司与火电行业资产负债率对比 (%)**


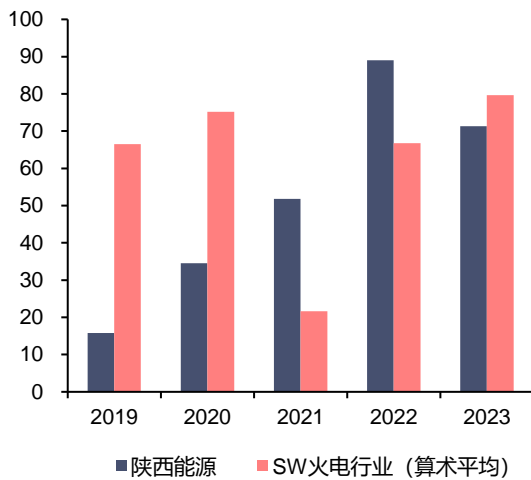
资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**图 40: 2020-2024Q1 公司与火电行业净负债率对比 (%)**


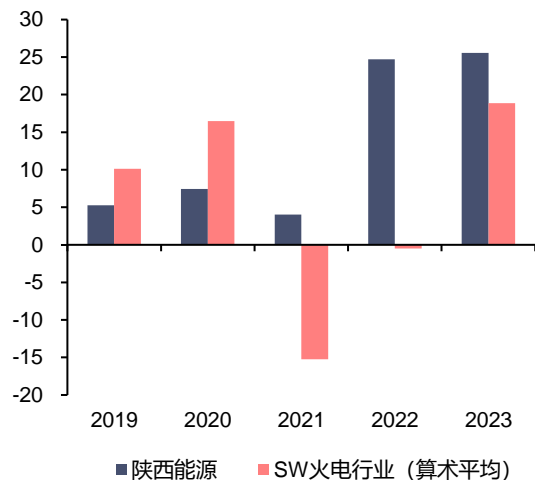
资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**现金流: 经营现金流与净利水平更为稳定, 煤电一体稳态经营分红有保障。**从经营性现金流与归母净利润角度看, 火电行业的经营性现金流和归母净利润受燃料价格波动影响较大, 2021~2022 年均出现较为明显的波动。而受益于收入端电价基本稳定和成本端自供燃料的双重优势, 公司经营性现金流及归母净利润随着煤矿电厂不断投产, 在 2019-2022 年持续增

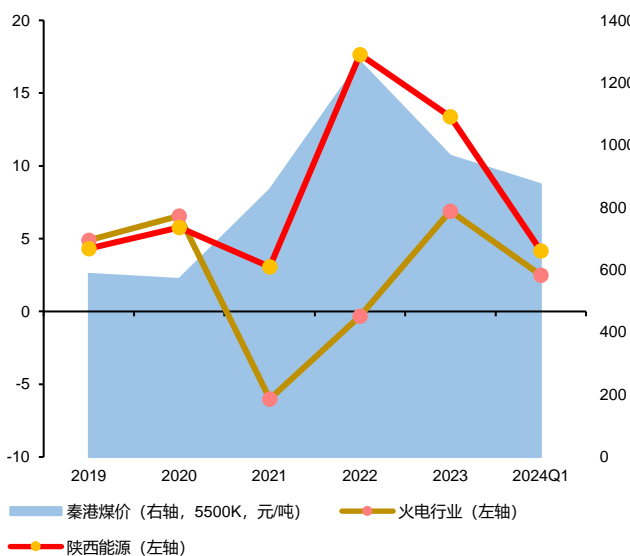
长。因此，公司在煤价上涨与下跌期间能够平滑经营性现金流与利润的波动，无需“借债保供”，生产经营稳定性有保证，为其分红提供必要支撑与保障。从分红情况来看，2018-2023年，除公司因生产经营需要2020年末未分红，及2021年应股东要求大额分红外，公司现金分红大致维持在归母净利润的40~55%区间。2023年，公司现金分红13.5亿元，现金分红绝对值占归母净利润比例达52.82%。我们预计在公司经营情况稳健的背景下，高分红比例有望维持。

**图 41: 2019-2023 公司与火电行业经营现金流对比 (亿元)**


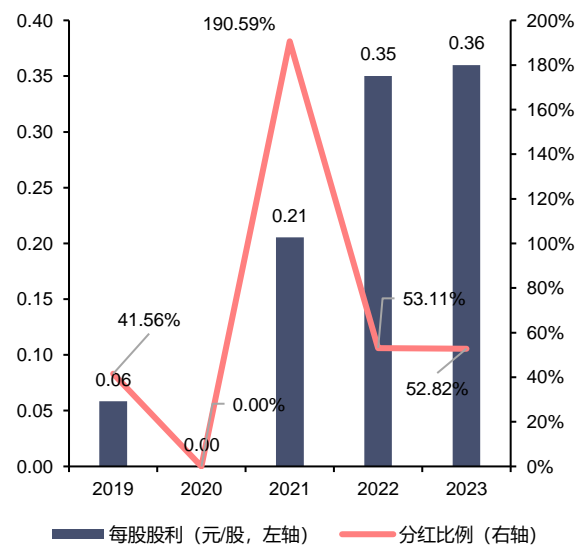
资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**图 42: 2019-2023 公司与火电行业归母净利对比 (亿元)**


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**图 43: 陕西能源与火电行业 ROE 随煤价波动对比情况**


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**图 44: 2019-2023 公司分红情况**


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

核心假设:

**煤炭产销量：**考虑到赵石畔煤矿有望如期于 2025 年投产，我们预计未来公司煤炭产量有望自 2025 年后有所增长。2024-2026 年，原煤产量分别为 2400/2940/2910 万吨；商品煤销量预计为 1800/2264/2328 万吨；煤炭内销逐年增加，分别为 1140/1565/1559 万吨。

**煤炭价格和成本：**我们认为，国内煤炭价格中长期或仍将维持中高位运行。我们预计陕西能源 2024-2026 年吨煤售价分别为 705/703/702 元/吨。考虑到煤矿开采向深部延伸以及公司较强的成本管控能力，我们预计 2024-2026 年吨煤成本分别为 270/290/295 元/吨。

**表 6：煤炭业务量价假设**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原煤产量(万吨)	1430	1923	1990	2329	2400	2940	2910
yoy	4.50%	34.50%	3.46%	17.03%	3.05%	22.50%	-1.02%
商品煤产量(万吨)	1129	1474	1580	1674	1800	2264	2328
yoy	7.41%	30.49%	7.20%	5.95%	10.87%	8.10%	17.22%
商品煤销量(万吨)	1135	1466	1602	1715	1800	2264	2328
yoy	8.20%	29.24%	9.24%	7.05%	8.22%	8.10%	17.22%
煤炭内销(万吨)	489	782	959	1138	1140	1565	1559
yoy	71.29%	59.82%	22.66%	18.67%	0.18%	37.26%	-0.37%
煤炭销售均价(元/吨)	334	725	718	708	705	703	702
yoy	-0.95%	116.78%	-0.99%	-1.38%	-0.42%	-0.28%	-0.14%
煤炭业务收入(亿元)	21.59	49.64	46.16	40.85	46.53	49.14	53.98
yoy	-16.22%	129.92%	-7.01%	-11.50%	13.90%	5.61%	9.86%
煤炭业务成本(亿元)	10.29	15.87	11.77	14.86	17.82	20.27	22.69
yoy	-3.02%	54.23%	-25.83%	26.25%	19.92%	13.75%	11.91%
煤炭业务毛利润(亿元)	11.3	33.77	34.39	25.99	28.71	28.87	31.30
yoy	-25.46%	198.85%	1.84%	-24.43%	10.47%	0.55%	8.42%
煤炭业务毛利率	52.34%	68.03%	74.50%	63.62%	61.70%	58.75%	57.98%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测。注：（1）煤炭业务收入及成本不包含冯家塔煤矿部分；（2）销售均价口径为外销煤部分。

**电力产销量：**随着公司在建电厂的逐步投产，2024-2026 年公司装机容量将由 1123 万千瓦上升至 1525 万千瓦。我们预计 2024-2026 年，利用小时数分别为 4938/4809/5159 小时，发电量分别为 503/540/633 亿千瓦时，上网电量分别为 470/505/592 亿千瓦时。

**电力价格和成本：**我们预计 2024-2026 年电价有望维持高位，陕西省电价（不含税）分别为 376.46/370.19/360.77 元/兆瓦时；送湖北省电价（不含税）分别为 350/350/350 元/兆瓦时；送山东电价（不含税）分别为 330/330/330 元/兆瓦时；送安徽电价（不含税）分别为 265.49/265.49/265.49 元/兆瓦时；江西省电价（不含税）分别为 439.96/436.30/432.63。考虑到公司煤电一体化比例持续提升，煤炭逐步由外售转为自用，我们预计度电燃料成本分别为 111.93/103.14/105.41 元/兆瓦时。

**表 7：电力业务量价假设**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
装机容量(万千瓦)	786	852	918	918	1123	1123	1525
利用小时数(小时)	4155	4580	5016	4814	4938	4809	5159
发电量(亿千瓦时)	284.66	365	460.52	443	503	540	633
yoy	62.63%	28.22%	26.17%	-3.81%	13.47%	7.44%	17.15%
上网电量(亿千瓦时)	265	340	431	414	470	505	592



yoy	64.18%	28.28%	26.88%	-3.87%	13.42%	7.44%	17.15%
陕西电价 (元/兆瓦时, 不含税)				376.46	376.46	370.19	360.77
送山东电价 (元/兆瓦时, 不含税)				330	330	330	330
送湖北电价 (元/兆瓦时, 不含税)					350	350	350
送安徽电价 (元/千瓦时, 不含税)				265.49	265.49	265.49	265.49
江西电价 (元/千瓦时, 不含税)					439.96	436.30	432.63
度电燃料成本 (元/兆瓦时, 不含税)	91	135	125	117	112	103	105
电力业务收入 (亿元)	72	100	151	148	167	179	214
yoy	65.32%	38.88%	50.74%	-2.25%	13.29%	6.73%	19.96%
电力业务成本 (亿元)	51	85	107	96	110	109	131
yoy	58.14%	67.56%	24.91%	-9.68%	14.68%	-1.00%	19.73%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心。注: 电力业务收入和成本为合并抵消前口径。

陕西能源作为陕投集团控股的西北煤电一体运营龙头, 其煤炭资产优质储量大, 煤电电价可观成本管控较强, 叠加未来煤炭煤电产能持续落地, 稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.05/34.77/40.17 亿元; EPS 分别为 0.80/0.93/1.07 元/股; 对应 9 月 23 日收盘价的 PE 分别为 11.62/10.04/8.69 倍。

表 8: 陕西能源主要财务指标预测

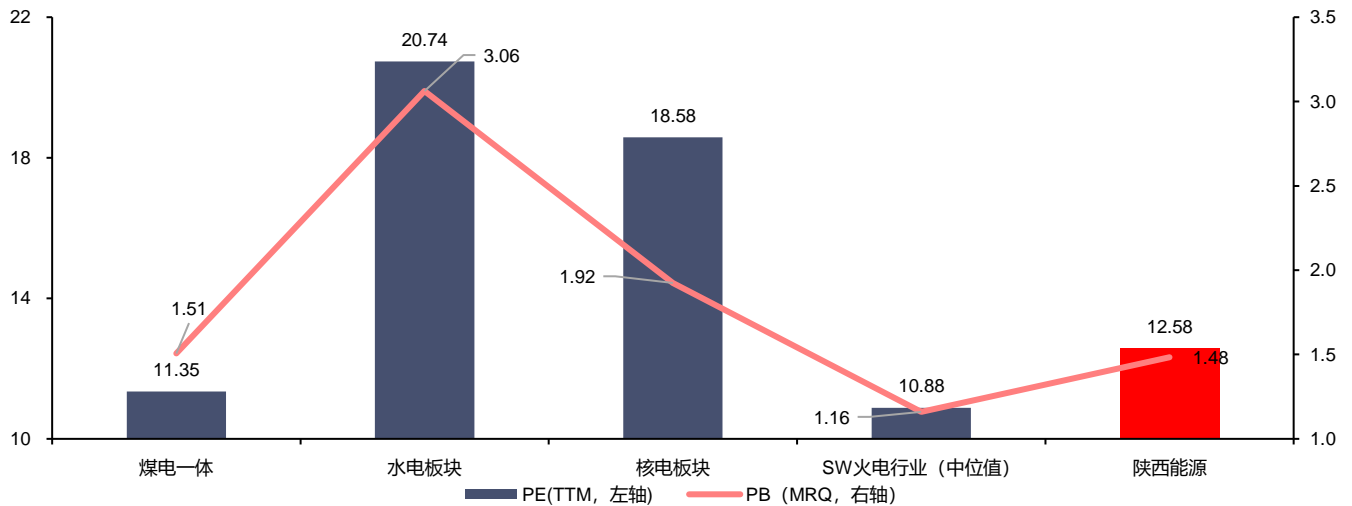
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20,285	19,453	21,385	22,772	26,821
增长率 YoY %	31.1%	-4.1%	9.9%	6.5%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,474	2,556	3,005	3,477	4,017
增长率 YoY%	512.6%	3.3%	17.6%	15.7%	15.5%
毛利率%	39.0%	40.0%	40.1%	43.1%	42.8%
净资产收益率 ROE%	16.5%	11.0%	12.0%	12.4%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.07
市盈率 P/E(倍)	14.11	13.66	11.62	10.04	8.69
市净率 P/B(倍)	2.33	1.50	1.40	1.24	1.10

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2024 年 9 月 23 日收盘价

## 5.2 公司估值

公司兼具稳定与成长, 目前仍处低估状态。综合来看, 在煤炭产能周期持续, 煤炭供给仍然偏紧的背景下, 陕西能源受益于其收入端和成本端的低波动性和社会用能不断增长的刚性需求, 其生产经营的久期得以持续, 估值有望向稳定盈利的水电、核电类资产接近。然而, 公司距离水电板块与核电板块存在明显估值折价。因此, 当前市场仍未完全充分认知公司经营稳定性和市值低估情况, 我们认为公司的相对空间仍然较为可观。此外, 公司未来三年仍有可观煤炭煤电项目逐步投产, 不仅煤电一体程度有望持续抬升, 同时在保持业绩稳定的基础上持续扩大规模, 业绩增长较为可期。

公司以煤电一体协同发展为战略, 兼顾业绩稳定性和成长确定性。我们预计至 2026 年在建煤矿电厂全部投产后, 公司归母净利润将实现约 40 亿元。综合考虑煤电一体化公司的估值水平, 未来陕西能源价值修复空间较大。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性, 综合考虑公司未来的成长性仍然较为突出, 相对于水电核电板块估值仍然相对偏低。未来公司价值持续提升空间较大, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

**图 45: 煤电一体、水电板块、核电板块、申万火电行业及公司的 PE/PB 对比情况**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 煤电一体公司样本选取新集能源、国电电力、中国神华、皖能电力、陕西能源、内蒙华电、淮河能源, 水电板块样本选取长江电力、国投电力、华能水电, 核电板块样本选取中国核电、中国广核。数据截至 2024 年 9 月 23 日)

**表 9: 可比公司估值**

公司	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国神华	39.10	633.35	653.69	672.17	11.74	11.37	11.06
陕西煤业	23.95	235.05	249.63	266.65	9.88	9.30	8.71
国电电力	4.99	70.90	80.77	94.20	12.55	11.02	9.45
内蒙华电	4.29	25.69	28.19	30.68	10.90	9.93	9.13
新集能源	7.41	22.60	24.51	28.22	8.49	7.83	6.80
淮河能源	3.32	10.85	11.83	14.02	11.89	10.91	9.20
<b>平均值</b>					10.91	10.06	9.06
陕西能源	9.31	30.05	34.77	40.17	11.62	10.04	8.69

资料来源: iFind, 信达证券研发中心。注: (1) 淮河能源和内蒙华电为同花顺一致预期, 其余为信达能源预测; (2) 收盘价截止时间为 2024 年 9 月 23 日; (3) 国电电力煤炭来源稳定, 其估值水平与煤电一体公司相近。

## 风险因素

---

**（1）煤电利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险：**公司发电业务均为煤电发电售电业务。若煤电利用小时数出现大幅下滑，则售电量将会出现下滑。售电电量和电价的大幅下行均会对公司售电业务收入端产生较大影响。

**（2）煤矿安全生产事故风险：**若公司煤矿出现安全生产事故，事故煤矿需进行停产整顿，将会影响公司煤炭产销量，进而影响煤炭板块业绩。

**（3）在建及规划项目进展不及预期风险：**公司业绩增长依赖在建及规划煤矿及煤电项目按期开工、投产、运营。若项目建设进展不及预期，公司营收及利润增速将会受到影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	6,438	8,988	6,806	7,166	15,260	
货币资金	3,464	5,748	3,430	3,587	11,112	
应收票据	22	10	15	14	17	
应收账款	1,798	2,008	2,104	2,277	2,667	
预付账款	359	420	431	446	525	
存货	404	454	472	486	572	
其他	393	348	354	356	366	
<b>非流动资产</b>	49,891	54,052	66,217	77,768	84,612	
长期股权投资	1,587	2,288	2,841	3,470	4,074	
固定资产(合计)	29,675	29,313	35,922	43,645	53,199	
无形资产	7,095	7,284	7,453	7,629	7,802	
其他	11,535	15,168	20,001	23,023	19,537	
<b>资产总计</b>	56,330	63,040	73,023	84,934	99,873	
<b>流动负债</b>	12,118	11,648	13,968	14,664	15,648	
短期借款	2,504	2,179	3,179	3,679	3,379	
应付票据	56	6	23	18	23	
应付账款	4,266	4,504	4,772	4,882	5,761	
其他	5,292	4,959	5,994	6,085	6,484	
<b>非流动负债</b>	22,903	21,806	25,846	31,846	39,846	
长期借款	20,088	19,244	23,244	29,244	37,244	
其他	2,815	2,562	2,602	2,602	2,602	
<b>负债合计</b>	35,020	33,454	39,814	46,510	55,493	
少数股东权益	6,305	6,382	8,203	10,290	12,709	
归属母公司股东权益	15,004	23,205	25,005	28,135	31,670	
<b>负债和股东权益</b>	56,330	63,040	73,023	84,934	99,873	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	20,285	19,453	21,385	22,772	26,821	
同比(%)	31.1%	-4.1%	9.9%	6.5%	17.8%	
归属母公司净利润	2,474	2,556	3,005	3,477	4,017	
同比(%)	512.6%	3.3%	17.6%	15.7%	15.5%	
毛利率(%)	39.0%	40.0%	40.1%	43.1%	42.8%	
ROE%	16.5%	11.0%	12.0%	12.4%	12.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.07	
P/E	14.11	13.66	11.62	10.04	8.69	
P/B	2.33	1.50	1.40	1.24	1.10	
EV/EBITDA	2.98	6.34	6.80	6.39	5.49	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	20,285	19,453	21,385	22,772	26,821	
营业成本	12,373	11,663	12,814	12,950	15,346	
营业税金及附加	879	865	943	1,007	1,185	
销售费用	66	73	76	83	97	
管理费用	1,024	1,126	1,185	1,281	1,501	
研发费用	9	10	10	11	13	
财务费用	1,191	860	732	917	1,129	
减值损失合计	-26	-19	1	2	2	
投资净收益	-17	44	80	80	80	
其他	43	23	42	44	52	
<b>营业利润</b>	4,742	4,904	5,746	6,651	7,684	
营业外收支	-17	-12	0	0	0	
<b>利润总额</b>	4,726	4,892	5,746	6,651	7,684	
所得税	658	833	919	1,087	1,247	
<b>净利润</b>	4,067	4,059	4,827	5,564	6,437	
少数股东损益	1,593	1,503	1,822	2,087	2,419	
<b>归属母公司净利润</b>	2,474	2,556	3,005	3,477	4,017	
EBITDA	8,062	8,156	9,244	10,826	12,639	
EPS(当年)(元)	0.82	0.73	0.80	0.93	1.07	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	8,903	7,133	8,539	9,665	12,043	
净利润	4,067	4,059	4,827	5,564	6,437	
折旧摊销	2,091	2,419	2,766	3,258	3,827	
财务费用	1,177	906	761	934	1,147	
投资损失	17	-44	-80	-80	-80	
营运资金变动	1,505	-286	278	-8	715	
其它	46	79	-12	-2	-2	
<b>投资活动现金流</b>	-4,415	-5,453	-14,837	-14,727	-10,589	
资本支出	-4,434	-4,595	-12,847	-14,189	-10,075	
长期投资	2	-886	-466	-538	-514	
其他	17	29	-1,524	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-5,097	426	3,980	5,219	6,071	
吸收投资	254	6,919	3	0	0	
借款	-1,736	-1,168	5,000	6,500	7,700	
支付利息或股息	-2,805	-3,856	-2,111	-1,281	-1,629	
<b>现金流净增加额</b>	-608	2,107	-2,318	157	7,526	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。