

陕西能源（001286.SZ）

高度煤电一体化布局，煤炭和电力比翼高成长

2025 年 02 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2025/2/21
当前股价(元)	8.89
一年最高最低(元)	12.63/8.46
总市值(亿元)	333.38
流通市值(亿元)	93.35
总股本(亿股)	37.50
流通股本(亿股)	10.50
近 3 个月换手率(%)	89.56

股价走势图



张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 高度煤电一体化布局，煤炭和电力比翼高成长。给予“买入”评级

公司是陕西省煤电一体化龙头企业，由陕投集团于 2018 年牵头成立，国资持股达 80%，依托省内资源高速发展，已成为陕西省煤炭资源电力转化核心平台。当前公司煤炭及电力业务均处成长期，且已稳定 50%以上高分红率，是少有的高成长高分红煤炭企业。在估值方面，对比纯火电公司，煤电一体化的盈利稳定性使公司具备更高估值；对比煤电一体化可比公司，公司在煤电一体化程度、成长性、分红率这三个核心因素上更加均衡，公司可享受估值溢价；对比水电标杆长江电力，公司在需求端、成本端、投资端均有可类比的优质商业模式，但估值上距长江电力仍有较大差距，未来估值仍有提升空间。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 29.6/33.2/37.2 亿元，同比 +15.7%/+12.2%/+11.9%，对应 EPS 分别为 0.79/0.89/0.99 元/股，对应当前股价 PE 分别为 11.5/10.3/9.2。看好公司作为陕西省煤炭资源电力转化平台的定位，且积极走向全国获取优质煤炭电力资源，兼具盈利稳定性和持续成长性，是高股息高成长的优质投资标的。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 煤炭业务：增量空间大，内销供电厂兼顾外销增利润

公司煤炭核定产能 3000 万吨/年，已投产产能 2400 万吨/年，在建的赵石畔煤矿（600 万吨/年）预计 2025 年 5 月联合试运转，同年 11 月正式投产，产销增量有望快速落地。当前煤炭业务内生外延双轮驱动，正在积极争取丈八煤矿（400 万吨/年）项目核准，并于 2024 年 5 月拍得甘肃钱阳山煤矿（800 万吨/年）采矿权，未来还有控股股东承诺注入小壕兔二号矿（600 万吨/年）的预期，因此可预见公司未来投产煤矿产能将达 4800 万吨/年，相比当前仍有翻倍空间。公司致力于煤炭资源高效利用，通过煤电一体化发展，大部分煤炭优先内销供给自有电厂，确保长协煤利润留在体内，同时将其余少部分优质煤炭作为市场煤高价外销，实现了优质煤炭资源的市场价值，外销煤吨煤毛利大幅领先同行，有效增厚公司业绩。

● 电力业务：煤电一体化持续推进，成长性及稳定性突出

公司电力业务仍处于高速发展期，在役电厂装机容量 11230MW，目前共有 4 座在建电厂合计装机容量 6020MW，电力业务装机增量超 50%空间，其中商洛二期、延安二期、信丰二期 3 座在建电厂合计 4020MW，将于 2026 年投产，赵石畔二期（2000MW）预计 2027 年投产。收入端，公司地处陕西，但电力业务省内省外两条腿走路，在役及在建总装机中，54%属于省外消纳机组，建设规划中即是西电东输特高压电源点，或是直接东部省份收购煤电资产对接当地丰富的用电需求，畅通的电力消纳保障了公司电厂的盈利能力，成立至今电价、利用小时数及发售电量均呈上升趋势。成本端，得益于煤电一体化布局，电厂大部分燃料煤为自有煤矿生产，即低价的长协内购煤，使得电厂度电成本优于可比的煤电企业。2024 年公司供电厂的内销煤预计占比达 71.4%，且随着在建电厂及煤矿投产，内销煤占比有望于 2027 年提升至 88.1%，高比例内销煤平抑煤价波动，增强了电厂的盈利能力及业绩稳定性。

● **风险提示：**煤矿投产进度不及预期；电厂投产进度不及预期；煤价超预期下跌；电价超预期下跌。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,285	19,453	22,882	23,130	24,439
YOY(%)	31.1	-4.1	17.6	1.1	5.7
归母净利润(百万元)	2,474	2,556	2,958	3,319	3,715
YOY(%)	512.6	3.3	15.7	12.2	11.9
毛利率(%)	39.0	40.0	39.6	42.0	42.4
净利率(%)	12.2	13.1	12.9	14.4	15.2
ROE(%)	19.1	13.7	14.3	14.3	14.3
EPS(摊薄/元)	0.66	0.68	0.79	0.89	0.99
P/E(倍)	13.8	13.4	11.5	10.3	9.2
P/B(倍)	2.3	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：陕西省煤电一体化龙头企业.....	4
1.1、高速发展的省属煤炭资源电力转化平台.....	4
1.2、电力业务贡献主要营收及毛利.....	6
2、煤炭业务：增产空间大，内销供电厂兼顾外销增利润.....	8
2.1、煤炭内生外延双轮驱动，产能具备翻倍空间.....	8
2.2、内销煤为主，为自有电厂提供低成本燃料.....	9
2.3、外销煤为辅，优质高价增厚业绩.....	11
3、电力业务：煤电一体化持续推进，成长性及稳定性突出.....	14
3.1、煤电一体紧密配合，在建装机增量超 50%.....	14
3.2、迈向高度煤电一体化，电厂盈利持续提升.....	17
3.3、煤电一体模式优于纯火电，有望比肩长江电力.....	20
4、首次分红即超 50%，现金流充沛高股息可期.....	22
5、盈利预测与投资建议.....	23
6、风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

图 1：实控人为陕西省国资委.....	5
图 2：2018-2023 年，公司营收大幅提升.....	6
图 3：2018-2023 年，公司归母净利润大幅提升.....	6
图 4：净利率呈上升趋势.....	6
图 5：经营性现金流金额大幅提升.....	6
图 6：管理费用率及财务费用率呈下降趋势.....	6
图 7：ROE 提升，资产负债率下降.....	6
图 8：2018-2023 年，电力业务营收快速增长（亿元）.....	7
图 9：2023 年电力业务贡献 76% 营收.....	7
图 10：2018-2023 年，电力业务毛利呈增长趋势（亿元）.....	7
图 11：2018-2023 年，电力业务毛利占比波动上升.....	7
图 12：电力业务毛利率呈上升趋势.....	8
图 13：以保有储量计，在产矿井剩余可采年限超 30 年（年）.....	9
图 14：核定产能 3000 万吨/年，在产矿井产能 2400 万吨/年（万吨/年）.....	9
图 15：煤炭产量及销量持续提升（万吨）.....	10
图 16：洗选率 75%-80%，产能利用率及产销率接近 100%.....	10
图 17：内销煤数量持续增加（万吨）.....	10
图 18：2023 年内销煤占比达 68.2%.....	10
图 19：内销煤售价显著低于外销煤（元/吨）.....	11
图 20：内销煤吨成本与外销煤接近（元/吨）.....	11
图 21：内销煤吨毛利低于外销煤（元/吨）.....	11
图 22：内销煤毛利率低于外销煤（元/吨）.....	11
图 23：2021 年以来外销煤稳定在 700 元/吨高位（元/吨）.....	12
图 24：2021-2023 年，公司售价高于可比公司（元/吨）.....	12
图 25：2021-2023 年公司售价非常稳定.....	12
图 26：公司吨成本处于行业较优水平（元/吨）.....	13
图 27：公司吨成本波动较高.....	13
图 28：2021-2023 年，公司吨毛利显著高于同行（元/吨）.....	13
图 29：2021-2023 年，公司吨毛利波动可比公司中最低.....	13
图 30：公司外销煤毛利率在同行中属于领先水平.....	13
图 31：在役电厂数量有望快速提升（万千瓦）.....	15
图 32：主力电厂分布于陕西省，园子沟煤矿供应陕南电厂.....	16
图 33：2018-2024 年，发电量及上网电量持续提升（万千瓦）.....	17
图 34：利用小时数呈上升趋势，2022 年后高于全国平均水平（小数）.....	17

图 35: 公司电力销售结构 (控股装机, MW)	17
图 36: 公司电力销售结构 (权益装机, MW)	17
图 37: 预计电厂内购煤数量持续提升, 2022-2026E 外购煤数量呈下降趋势 (万吨)	19
图 38: 预计煤电一体化程度持续提升, 2027 年达 88.1%.....	19
图 39: 分部抵消后维度, 度电毛利持续提升; 分部抵消前维度, 度电毛利维持稳定 (元/千瓦时)	20
图 40: 多数年份内购煤价格低于外购煤, 仅略高于生产成本 (元/吨)	20
图 41: 随着煤电一体化程度提升, 电力业务净利润呈上升趋势.....	20
图 42: 公司度电售价合理稳健 (元/千瓦时)	21
图 43: 度电售价稳定性与可比公司相当	21
图 44: 公司度电成本优势显著 (元/千瓦时)	22
图 45: 度电成本稳定性优于火电可比公司.....	22
图 46: 公司度电毛利处于中高水平 (元/千瓦时)	22
图 47: 度电毛利稳定性与煤电一体化企业相当, 优于火电企业.....	22
图 48: 公司毛利率在可比公司中稳定偏高.....	22
图 49: 分红金额小幅提升, 分红率维持稳定.....	23
图 50: 每股股利小幅提升, 股息率维持稳定.....	23
图 51: 货币资金快速增加 (亿元)	23
图 52: 未分配利润快速提升 (亿元)	23
表 1: 核定产能 3000 万吨/年, 在产煤矿产能 2400 万吨/年.....	9
表 2: 控股在役电厂 9 座、在建电厂 4 座, 煤电一体化程度高	14
表 3: 电厂与煤矿协同发展, 预计 2027 年煤电一体化程度达 88.1%.....	18
表 4: 预计陕西能源 2024 年煤电一体化程度更高.....	21
表 5: 煤炭分部盈利预测	24
表 6: 电力分部盈利预测	25
表 7: 与煤电 (火电) 公司相比, 陕西能源享受更高估值溢价.....	27
表 8: 与煤电一体化公司相比, 陕西能源合理偏高.....	27
表 9: 与长江电力相比, 陕西能源估值显著偏低.....	28

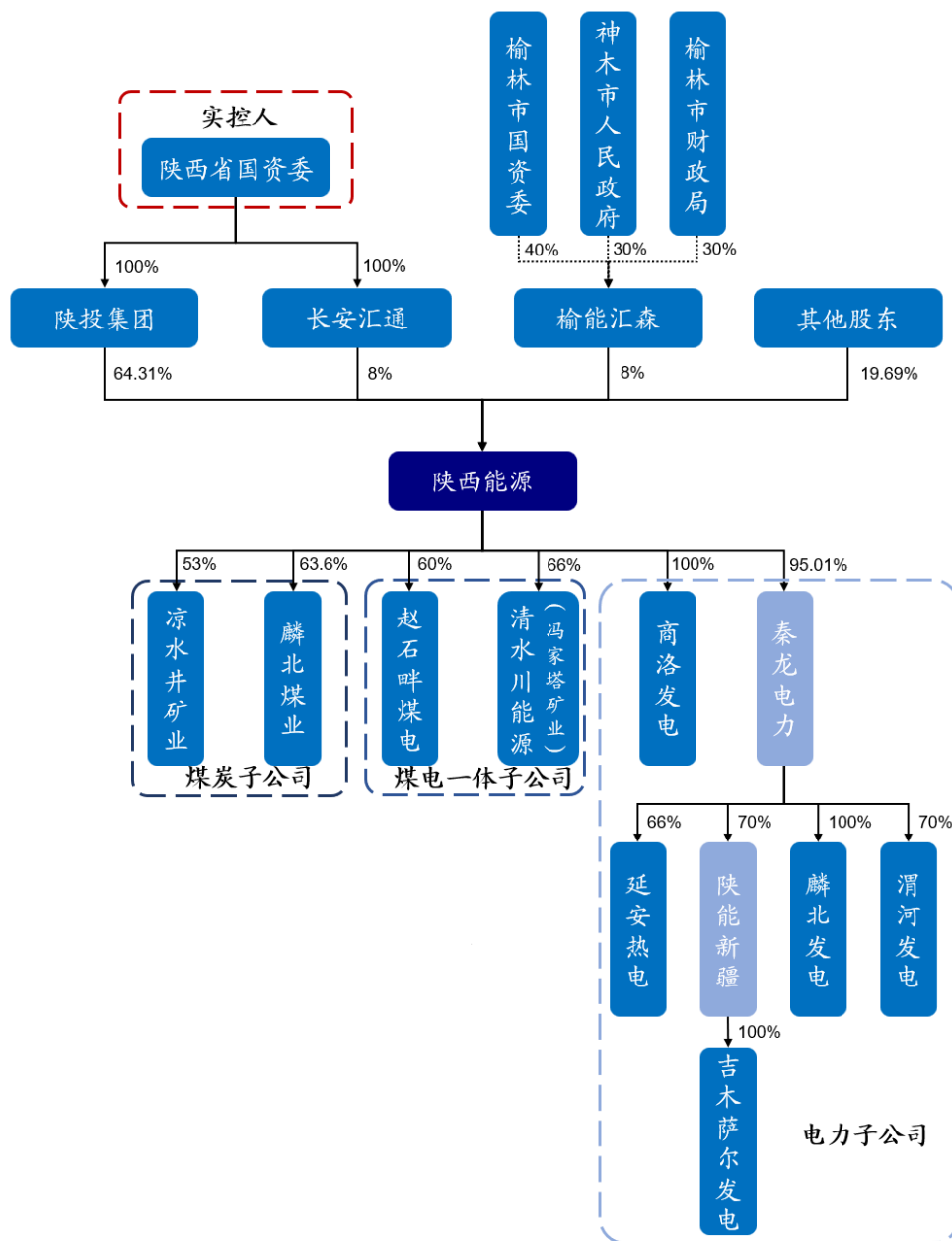
1、公司概况：陕西省煤电一体化龙头企业

1.1、高速发展的省属煤炭资源电力转化平台

煤电一体化陕西区域龙头，实控人为陕西省国资委。陕西能源投资股份有限公司（以下简称“陕西能源”或“公司”）成立于 2003 年 9 月，2019 年 9 月改制为股份有限公司，实控人为陕西省国资委，截至 2024Q3 通过陕投集团及长安汇通分别间接持有公司 64.31%、8%的股权，合计持股比例 72.31%。此外，榆林市国资委、神木市人民政府及榆林市财政局通过榆能汇森合计间接持有公司 8%股权，因此省级国资及市级国资合计持有公司超 80%股权，地方国资背景浓厚。公司依托陕西及西北煤炭资源优势，实施煤电一体化战略，主要经营火力发电、煤炭开采、热电联产及综合利用等业务，致力于打造国内一流能源企业。截至 2024 年底，公司在役装机容量达 1123 万千瓦，其中参与陕西省电力市场的在役装机容量为 591 万千瓦，位列陕西省属企业第一，煤炭核定产能达 3000 万吨，位列陕西省属企业第二，已成为陕西省煤炭资源电力转化的龙头企业。

布局煤炭及电力，子公司结构多元。目前旗下已有多家控股公司开展煤炭及电力业务。具体来看，2 家控股公司聚焦煤炭业务，分别为凉水井矿业、麟北矿业；5 家控股公司聚焦电力业务（指实际电力业务运营的法人主体），分别为商洛发电、渭河发电、麟北发电、吉木萨尔发电、延安热电，除吉木萨尔电厂外，电厂燃料煤主要来源于公司自有煤矿；2 家控股公司具有坑口煤电一体化业务，分别为清水川能源、赵石畔煤电，电厂所用燃料煤直接来源于子公司内部自有煤矿，其中赵石畔煤电下属的赵石畔煤矿仍在建设，因而赵石畔电厂燃料煤暂时依靠外购。

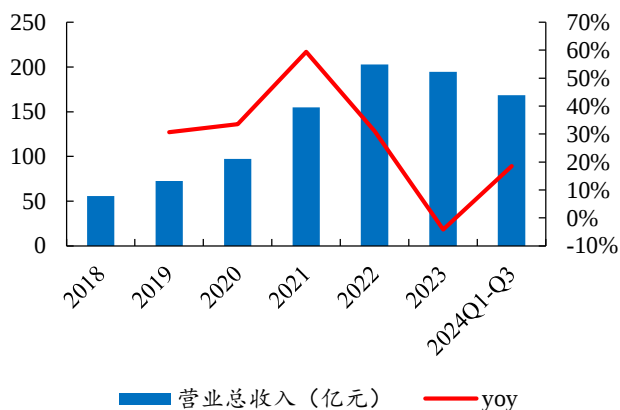
图1：实控人为陕西省国资委



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：截至 2024Q3

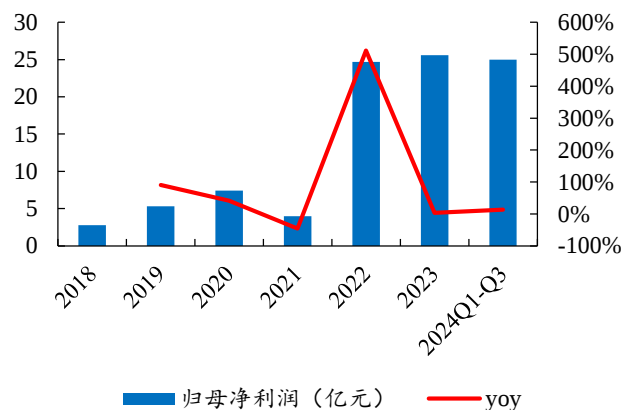
盈利能力及现金流大幅提升，期间费用率及资产负债率持续下降。2018-2023 年，公司受益煤炭及电力价格上涨，同时煤矿产能及电厂装机容量提升，叠加煤电一体化优势，营收及归母净利大幅提升，从 55.6/2.8 亿元增长至 194.5/25.6 亿元，5 年涨幅 250%/814%，年均复合增速 28.5%/55.7%。同时，公司毛利率维持稳定，净利率从 2018 年 11.9%提升至 2023 年 20.9%，规模协同效应持续显现。随着盈利能力的增长，公司经营性现金流净额持续增加，管理费用率及资产负债率呈下降趋势，财务状况改善，持续经营能力显著增强。

图2：2018-2023 年，公司营收大幅提升



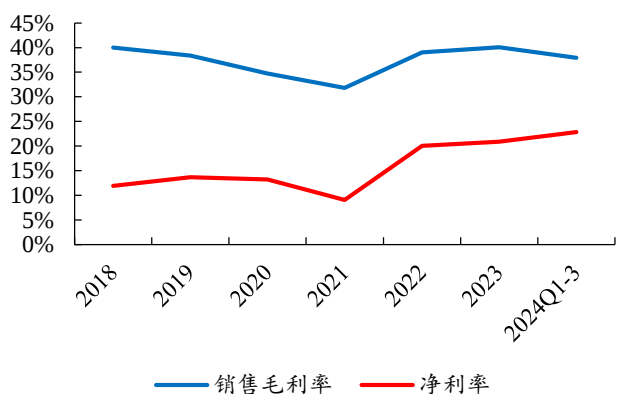
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2018-2023 年，公司归母净利润大幅提升



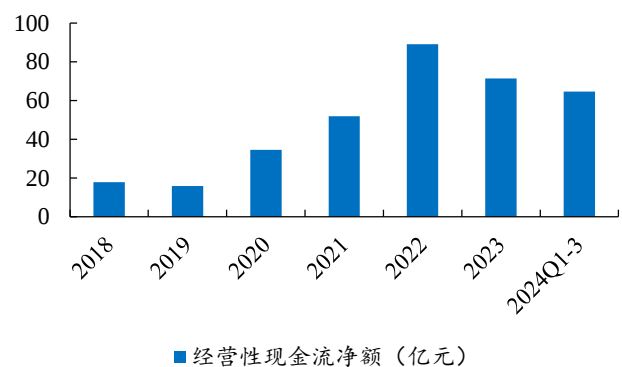
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：净利率呈上升趋势



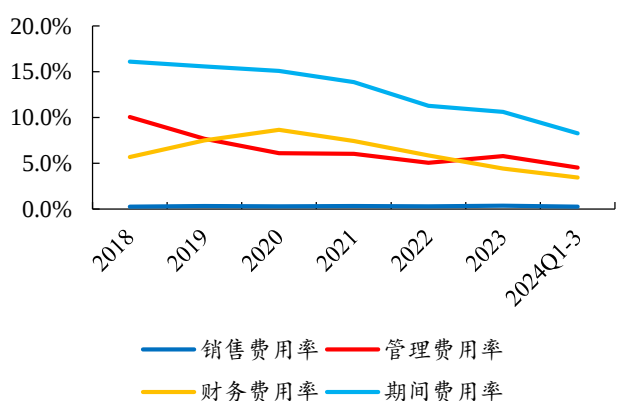
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：经营性现金流金额大幅提升



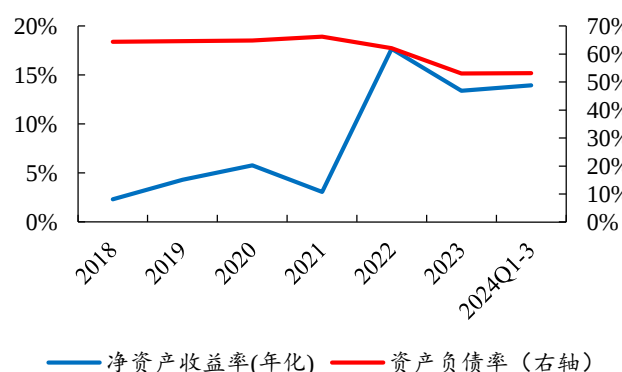
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：管理费用率及财务费用率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：ROE 提升，资产负债率下降



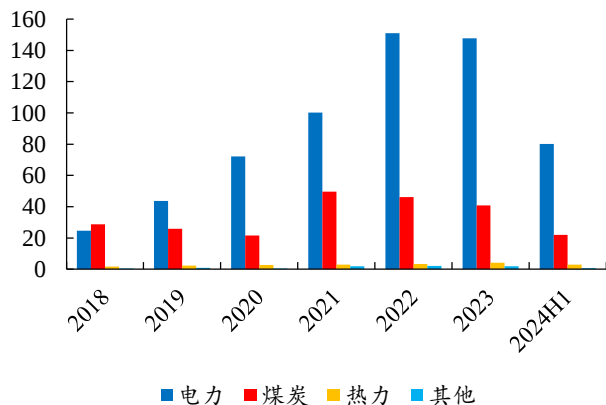
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2024 年 Q1-3 的 ROE 取年化值

1.2、电力业务贡献主要营收及毛利

电力业务贡献主要营收。从营收金额看，2018-2023 年电力业务营收从 24.6 亿元增长至 147.7 亿元，增幅 500%，5 年 CAGR 为 43.1%，公司电力业务持续扩张，

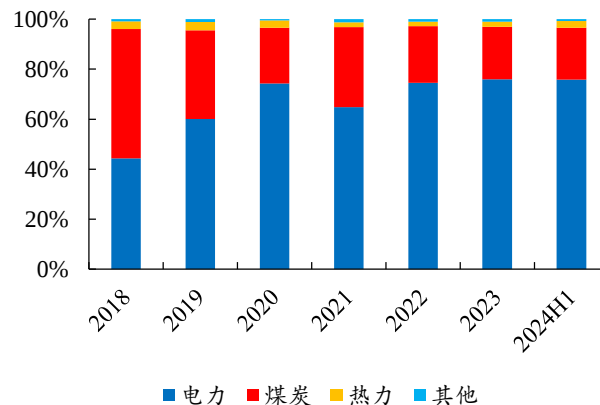
装机容量及上网发电量持续增加；2018-2023 年煤炭业务外销煤数量呈小幅下降趋势，收入跟随煤炭价格上涨。从营收占比看，2018-2023 年电力业务占比呈上升趋势，从 44.3%增长至 75.9%，同时煤炭内销煤量及占比持续提升，公司煤电一体化程度显著提升。

图8：2018-2023 年，电力业务营收快速增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：煤炭业务采用外销煤收入数据

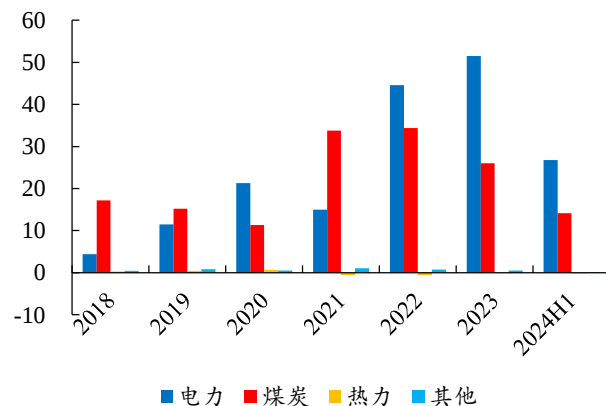
图9：2023 年电力业务贡献 76% 营收



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：煤炭业务采用外销煤收入数据

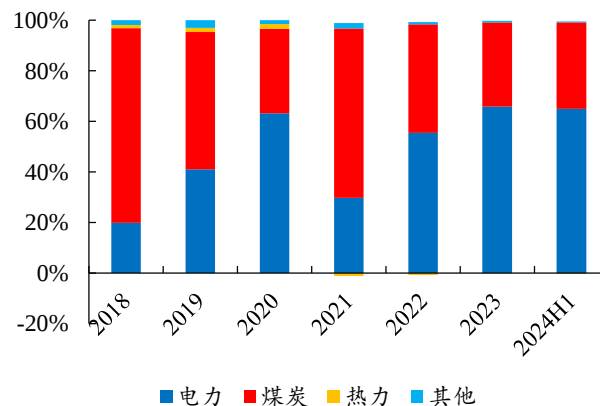
电力业务贡献主要毛利。从毛利金额看，2018-2023 年电力业务毛利从 4.4 亿元增长至 51.5 亿元，仅 2021 年受高煤价影响出现下滑；煤炭业务毛利整体跟随煤价波动提升。从毛利占比看，2018-2023 年电力业务毛利占比呈波动上升趋势，2021-2023 年在煤炭价格处于相对高位的背景下，电力业务毛利占比仍由 30%提升至 66%，主因内销煤占比提升及电价上涨。从毛利率看，煤炭业务高于电力业务，2018-2023 年，煤炭业务毛利率总体较为稳定，围绕 60%中枢窄幅波动；电力业务毛利率呈显上升趋势，从 18%提升至 34.9%，主因公司高毛利坑口电厂比例及上网电价提升。

图10：2018-2023 年，电力业务毛利呈增长趋势（亿元）

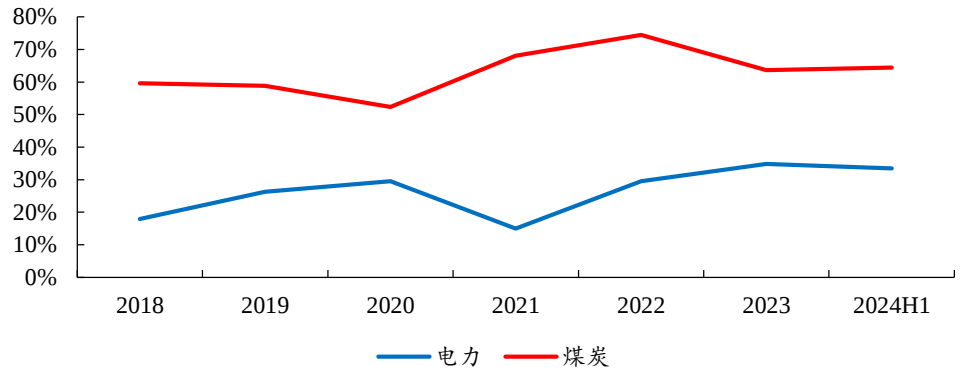


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所，注：煤炭业务采用外销煤毛利数据

图11：2018-2023 年，电力业务毛利占比波动上升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所，注：煤炭业务采用外销煤毛利数据

图12：电力业务毛利率呈上升趋势


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所，注：煤炭业务采用外销煤毛利数据

2、煤炭业务：增产空间大，内销供电厂兼顾外销增利润

2.1、煤炭内生外延双轮驱动，产能具备翻倍空间

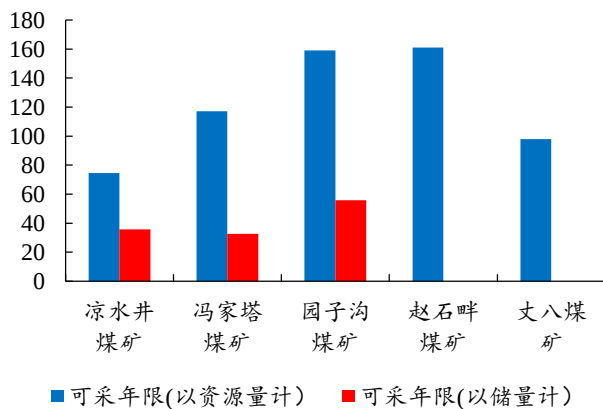
核定产能 3000 万吨，在产煤矿产能 2400 万吨。公司销售动力煤及化工用煤，主要煤种为长焰煤和不粘煤，下属凉水井矿业、清水川能源、麟北煤业、赵石畔煤电 4 家煤炭开采子公司。据 2024 年中报，公司保有资源量 51.84 亿吨，据招股说明书，在产矿井保有储量 9.93 亿吨，以保有储量计算，在产矿井开采年限均超过 30 年。截至 2024 年中，公司共有 3 座在产矿井及 1 座在建矿井，核定产能共 3000 万吨/年，其中已投产煤矿核定产能 2400 万吨/年，分别为凉水井煤矿（800 万吨/年）、冯家塔煤矿（800 万吨/年）、园子沟煤矿（800 万吨/年），在建煤矿为赵石畔煤矿（600 万吨/年），预计 2025 年 5 月进入联合试运转，同年 11 月正式投产。

产能增长仍有空间，内生、外延皆有期待。内生方面，当前公司正在争取核准丈八煤矿（400 万吨/年）项目，前期工作稳步推进中。**外延方面，积极竞拍外部优质矿权并有集团资产注入预期。**2024 年 5 月，公司以 3735 万元成功竞得甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权，于 2024 年 8 月获得采矿许可证，生产规模 800 万吨/年，煤炭资源储量 10.2 亿吨，该矿将在 2 年内完成矿产资源开发与恢复治理方案的编制和评审，确定矿山服务年限和开采方式，随后办理项目核准和开工建设等相关手续并进行开工建设。此外，控股股东上市前曾做过承诺，小壕兔煤矿（600 万吨/年）在具备建设条件时，将 100%股权转让给陕西能源。综合在产、在建、筹建、竞拍及注入等产能增长方式，当前可预期公司核定产能在未来或提升至 4800 万吨。

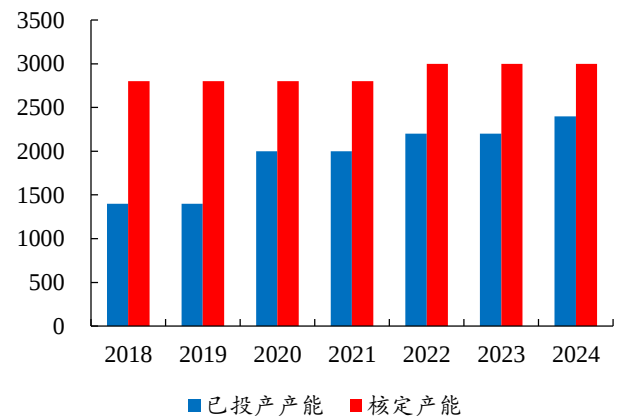
表1：核定产能 3000 万吨/年，在产煤矿产能 2400 万吨/年

矿井名称	所属子公司	地区	煤种	持股比例	保有资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态	用途
凉水井煤矿	凉水井矿业	陕西榆林	长焰煤	53%	5.96	2.85	800	424	在产	外销
冯家塔煤矿	清水川能源	陕西榆林	长焰煤	66%	9.37	2.61	800	528	在产	内销
园子沟煤矿	麟北煤业	陕西宝鸡	不粘煤	63.60%	12.73	4.47	800	509	在产	内销
赵石畔煤矿	赵石畔煤电	陕西榆林	长焰煤	60%	9.66	-	600	360	在建	内销
小计					37.72		3000	1821		
丈八煤矿	麟北煤业	陕西宝鸡	不粘煤	63.60%	3.92	-	400	254	筹建	-
钱阳山煤矿	陕能庆阳	甘肃环县	长焰煤	100%	10.2	-	800	800	筹建	-
小计					14.12		1200	1054		
小壕兔二号	-	-	长焰煤	-	12.8	6.96	600	600	注入预期	-
小计					12.8	6.96	600	600		
合计					64.64		4800	3475		

数据来源：公司公告、陕投集团中期票据募集说明书、开源证券研究所

图13：以保有储量计，在产矿井剩余可采年限超 30 年（年）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

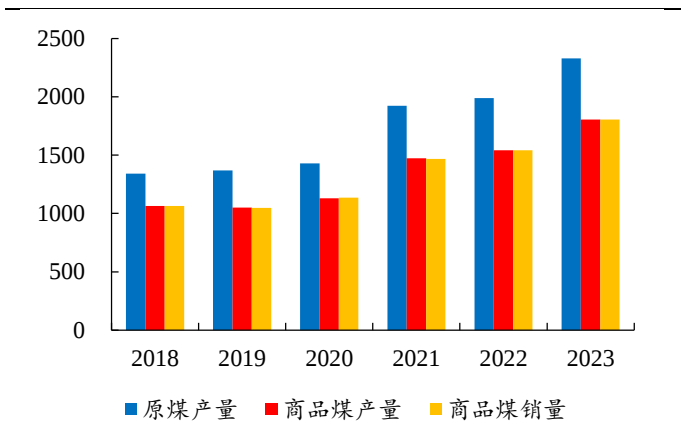
图14：核定产能 3000 万吨/年，在产矿井产能 2400 万吨/年（万吨/年）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、内销煤为主，为自有电厂提供低成本燃料

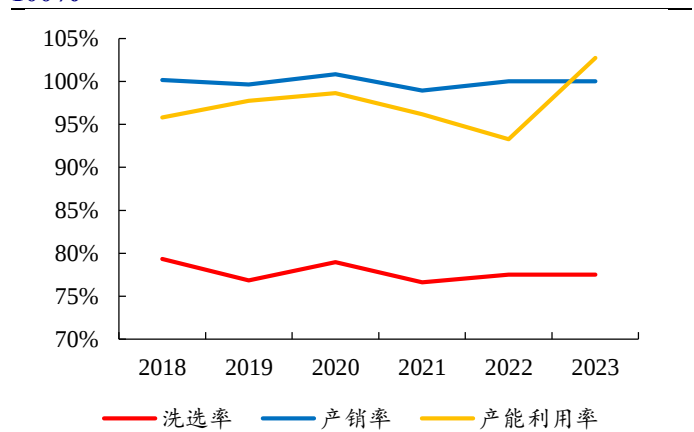
煤炭产销持续提升，内销煤是主要销售方式。从总量看，随着产能释放，2018-2023 年公司煤炭产销持续上升，产能利用率接近 100%，洗选率维持在 75%-80%之间，并接近满产满销。从内外销结构看，公司持续提升内销煤占比，2021 年以后，内销煤成为公司商品煤销售的主要方式，内销煤数量从 2018 年 125 万吨增加至 2023 年 1231 万吨，增幅 888%，占比从 2018 年 11.7%提升至 2023 年 68.2%，而外销煤从 2018 年 941 万吨下降至 2023 年的 574 万吨。公司电厂耗煤量持续增长，内销煤数量及占比持续提升，煤电一体化战略已取得长足进展，未来随着煤矿及电厂投产，内销煤占比有望进一步提高，煤电一体化程度有望进一步提升。

图15：煤炭产量及销量持续提升（万吨）



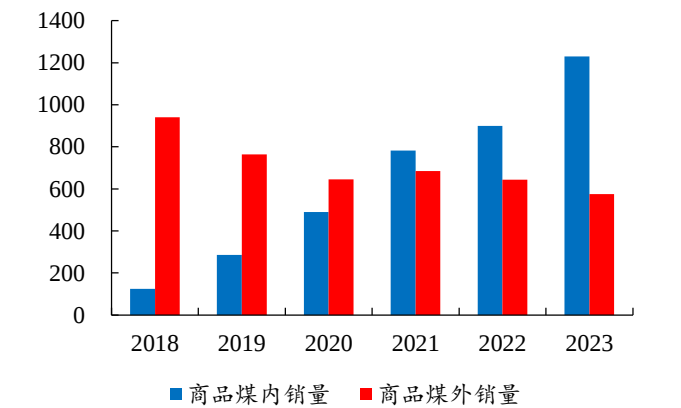
数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2022-2023 年商品煤产量数据基于 77.5%洗选率及 100%产销率假设

图16：洗选率 75%-80%，产能利用率及产销率接近 100%



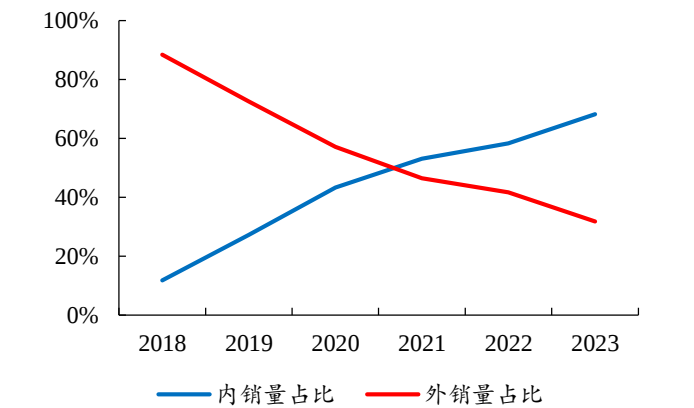
数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2022-2023 年数据基于 77.5%洗选率及 100%产销率假设

图17：内销煤数量持续增加（万吨）



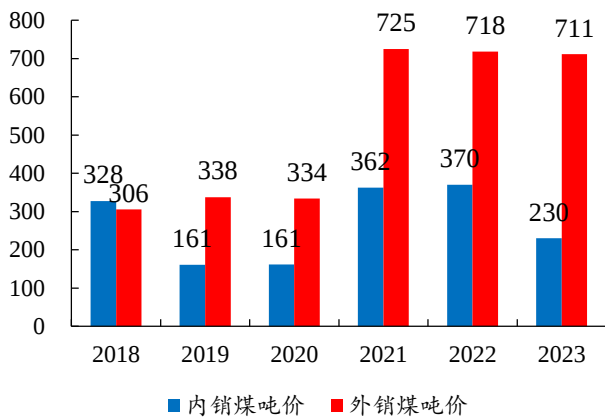
数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2022-2023 年数据基于 77.5%洗选率及 100%产销率假设

图18：2023 年内销煤占比达 68.2%

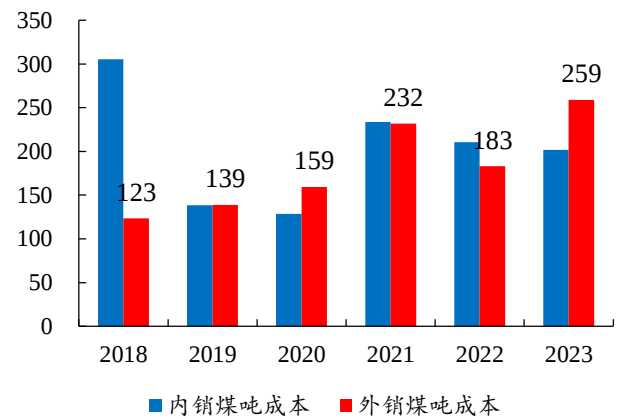


数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2022-2023 年数据基于 77.5%洗选率及 100%产销率假设

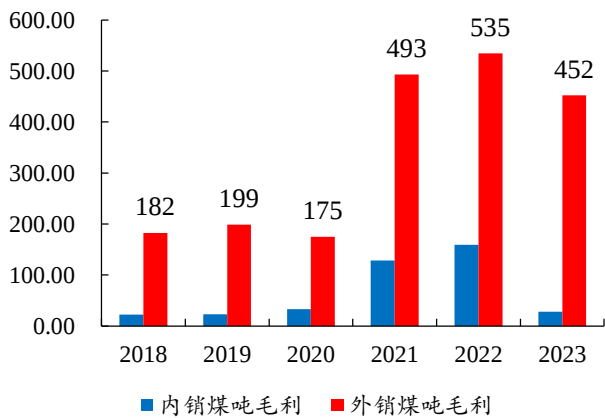
内销煤微利供给自有电厂，致力煤电一体化平抑煤价波动。公司持续推进煤电一体化，以电力业务作为利润贡献终端，供给电厂的内销煤以较低价格内部交易，内销煤售价显著低于外销煤，多数年份只有外销煤售价 50%左右，因此内销煤的吨毛利及毛利率显著低于外销煤。公司通过出售低价内销煤给自有电厂，充分保障了电厂的盈利能力，增强了电厂在高煤价阶段的抗风险能力，经过 2018-2023 年的业务磨合期，公司煤电一体化模式已经趋近成熟，为公司业务的整体稳定性及效益最大化发挥了积极作用。

图19：内销煤售价显著低于外销煤（元/吨）


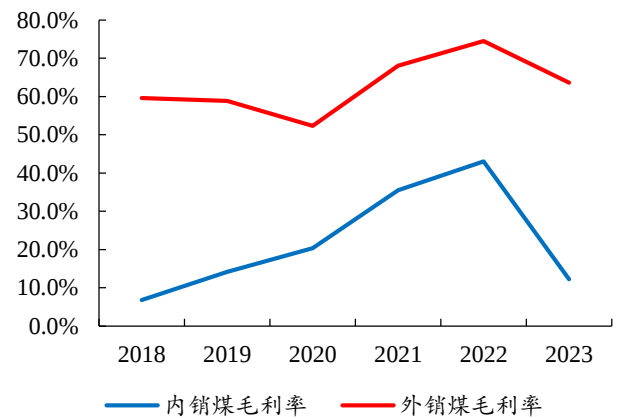
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：内销煤吨成本与外销煤接近（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：内销煤吨毛利低于外销煤（元/吨）


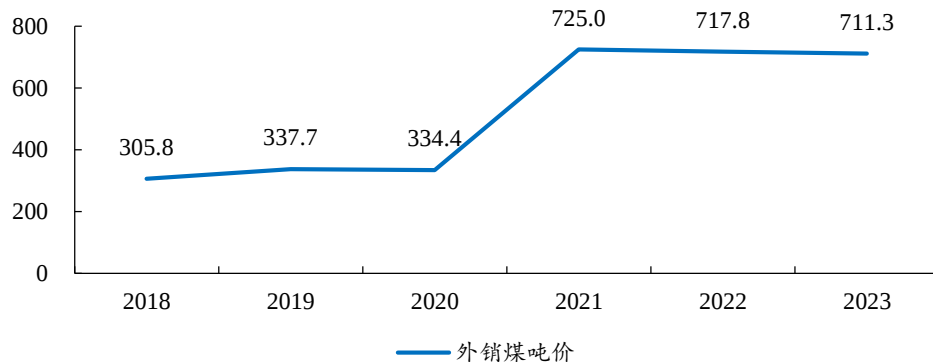
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：内销煤毛利率低于外销煤（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

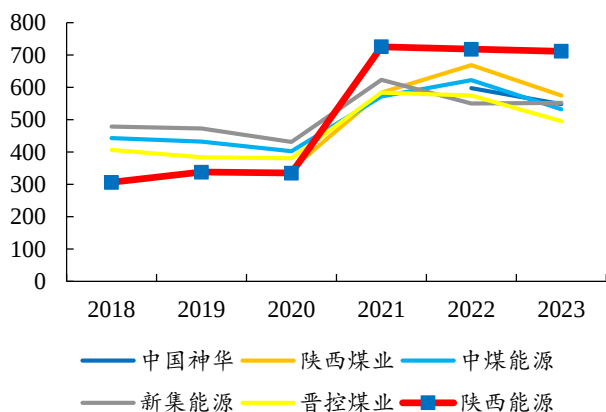
2.3、外销煤为辅，优质高价增厚业绩

外销煤优质高价，主要来自凉水井煤矿。公司遵守发改委制定的长协煤保供政策，并主要由内销煤执行长协保供，外销煤主要执行市场价格，2024 年上半年，外销煤中执行长协的比例仅占 7% 左右。外销煤主要产自凉水井煤矿，销往西北、华北区域，客户群体覆盖电力、焦化、陶瓷、化工等多个细分行业，由于凉水井煤矿煤质属特低灰、特低硫、特低磷、中高发热量、富油、高挥发分、中高发热量的不粘煤或长焰煤，是良好的动力燃料、工业气化和液化用，可实现较高的市场售价，2021 年以来公司外销煤售价稳定在 700 元/吨之上。

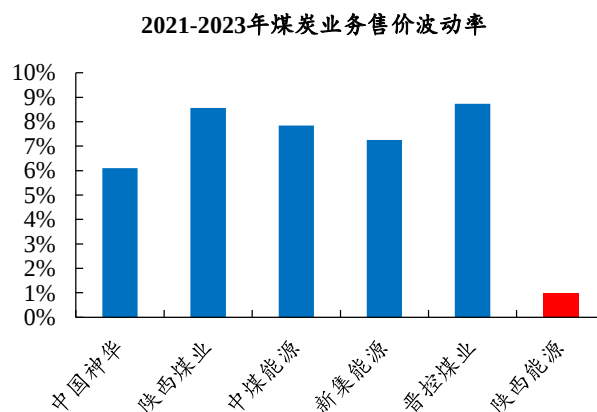
图23：2021年以来外销煤稳定在 700 元/吨高位（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

横向对比，外销煤吨毛利行业领先。我们选取煤种为动力煤的煤炭开采企业作为可比公司，通过横向对比判断公司煤炭外销业务的盈利能力及稳定性，并用波动率衡量 2021-2023 年售价、吨成本、吨毛利的稳定性，波动率越低反应越稳定的经营和盈利能力。**从售价看**，2022-2023 年，公司外销煤稳定在 700 元/吨，显著高于可比公司 550 元/吨的中枢价格，主因公司外销煤主要产自凉水井煤矿，平均热值约 5000 大卡，且主要以市场价销售，支撑公司煤炭较高售价。**从吨成本看**，2021-2023 年，公司外销煤吨成本处于行业较优水平，与行业保持着相似的上升趋势，波动率相对较高。**从吨毛利看**，2021-2023 年，得益于稳定高售价，公司外销煤吨毛利水平显著高于同行，且波动率在可比公司中最低，同时 2022 及 2023 年外销煤毛利率也超过可比公司，公司煤炭业务具有突出的盈利能力及稳定性。

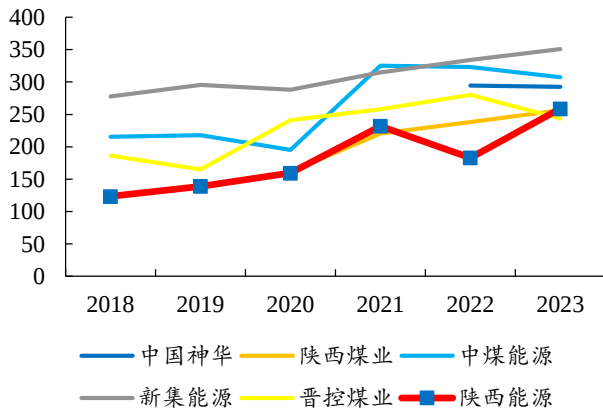
图24：2021-2023 年，公司售价高于可比公司（元/吨）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图25：2021-2023 年公司售价非常稳定


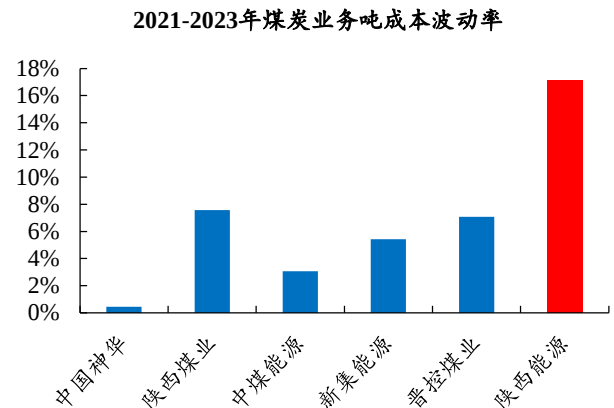
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图26：公司吨成本处于行业较优水平（元/吨）



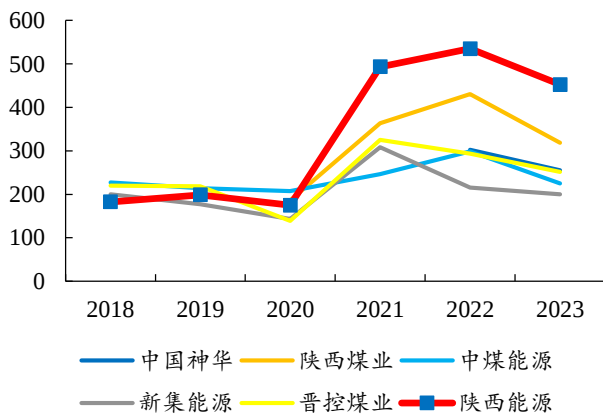
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图27：公司吨成本波动较高



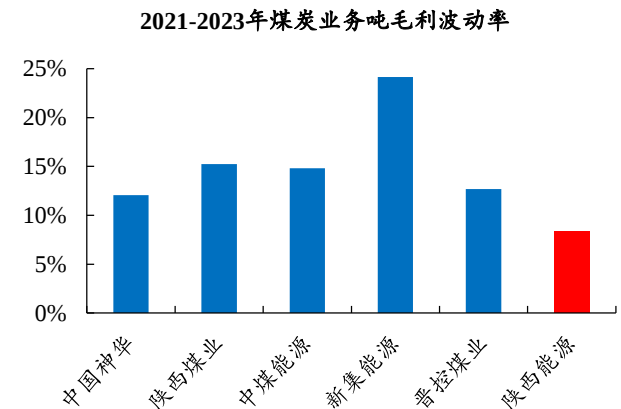
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图28：2021-2023 年，公司吨毛利显著高于同行（元/吨）



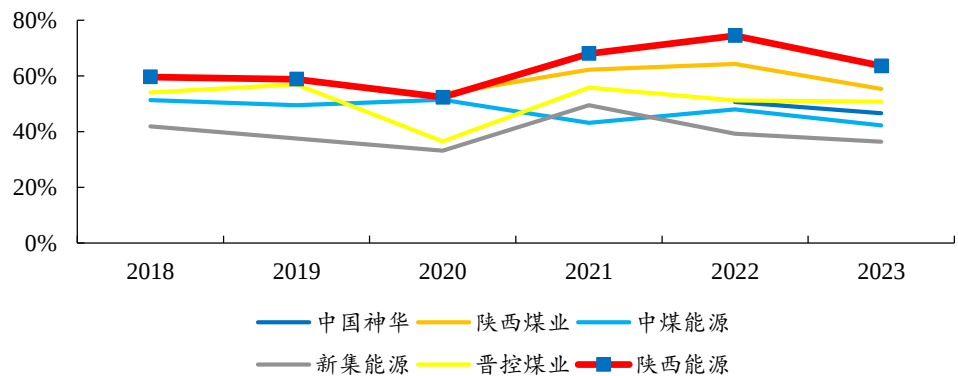
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图29：2021-2023 年，公司吨毛利波动可比公司中最低



数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

图30：公司外销煤毛利率在同行中属于领先水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华、陕西煤业为自产煤数据，中煤能源为自产动力煤数据

3、电力业务：煤电一体化持续推进，成长性及稳定性突出

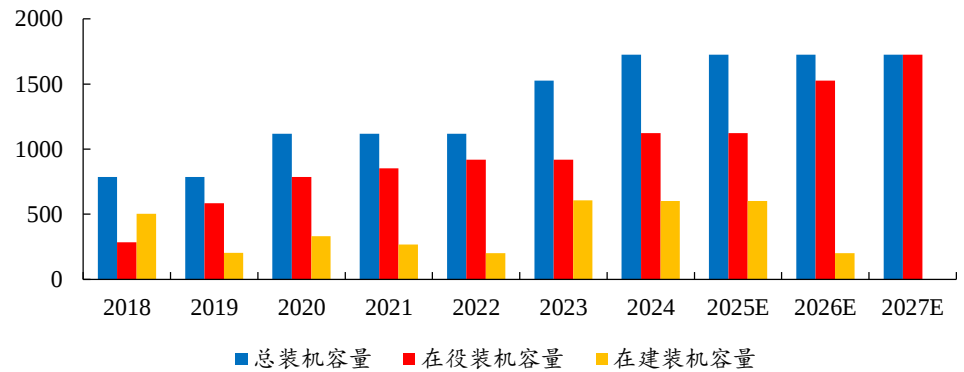
3.1、煤电一体紧密配合，在建装机增量超 50%

在役电厂装机容量 11230MW，在建电厂装机容量 6020MW。截至 2024 年 6 月，公司控股电厂装机总容量 17250MW，权益装机容量 11934MW，在煤电一体化企业中位列前列。在役电厂方面，公司拥有 9 座在役电厂，合计 20 台发电机组，在役装机容量 11230MW，权益装机容量 7955MW，多数电厂拥有配套煤矿或临近煤源地，可有效发挥煤电一体化效益。在建电厂方面，当前公司有 4 座在建电厂，合计装机容量 6020MW，其中权益装机容量 3979 兆瓦，商洛电厂二期及延安热电二期已开工建设，预计于 2026 年投产；赵石畔电厂二期已取得核准正在积极推进项目，预计可于 2025 年开工，2027 年投产；信丰电厂二期位于江西，为公司 2024 年 6 月收购国电投（信丰）发电 51%股权而新增的配套投资项目，于 2024 年 8 月开工，预计 2026 年投产，公司持续推进电厂建设并通过多种形式新增电厂项目，未来三年将是产能持续释放期，电厂业务成长新突出。

表2：控股在役电厂 9 座、在建电厂 4 座，煤电一体化程度高

电厂状态	所属子公司	地区	持股比例	机组 (MW)	控股装机 (MW)	权益装机 (MW)	煤炭来源	送电区域	投产时间
在役电厂									
清水川电厂一期	清水川能源	陕西榆林	66%	2*300	600	396	冯家塔煤矿	陕西	2008 年 4 月
清水川电厂二期	清水川能源	陕西榆林	66%	2*1000	2000	1320	冯家塔煤矿	陕西	2019 年 5 月
清水川电厂三期	清水川能源	陕西榆林	66%	2*1000	2000	1320	冯家塔煤矿 (部分外购)	湖北	2024 年 1 月
赵石畔电厂一期	赵石畔煤电	陕西榆林	60%	2*1000	2000	1200	外购 (赵石畔煤矿建设中)	山东	2018 年 12 月
麟北电厂	麟北发电	陕西宝鸡	95%	2*350	700	665	园子沟煤矿	陕西	2020 年 6 月
商洛电厂一期	商洛发电	陕西商洛	100%	2*660	1320	1320	园子沟煤矿	陕西	2020 年 6 月
渭河电厂	渭河发电	陕西西安	67%	2*320、2*300	1240	825	园子沟煤矿	陕西	1991 年 9 月
吉木萨尔电厂	吉木萨尔发电	新疆昌吉	67%	2*660	1320	878	外购	安徽	2021 年 11 月
延安热电一期	延安热电	陕西延安	63%	2*25	50	31	外购	陕西	2024 年 1 月
在役电厂合计					11230	7955			
在建电厂									预计投产时间
商洛电厂二期	商洛发电	陕西商洛	100%	2*660	1320	1320	凉水井煤矿、园子沟煤矿	陕西	2026 年
延安热电二期	延安热电	陕西延安	63%	2*350	700	439	外购	陕西	2026 年
赵石畔电厂二期	赵石畔煤电	陕西榆林	60%	2*1000	2000	1200	赵石畔煤矿	河南	2027 年
信丰电厂二期	信丰发电	江西赣州	51%	2*1000	2000	1020	外购	江西	2026 年
在建电厂合计					6020	3979			
在役电厂及在建电厂合计					17250	11934			

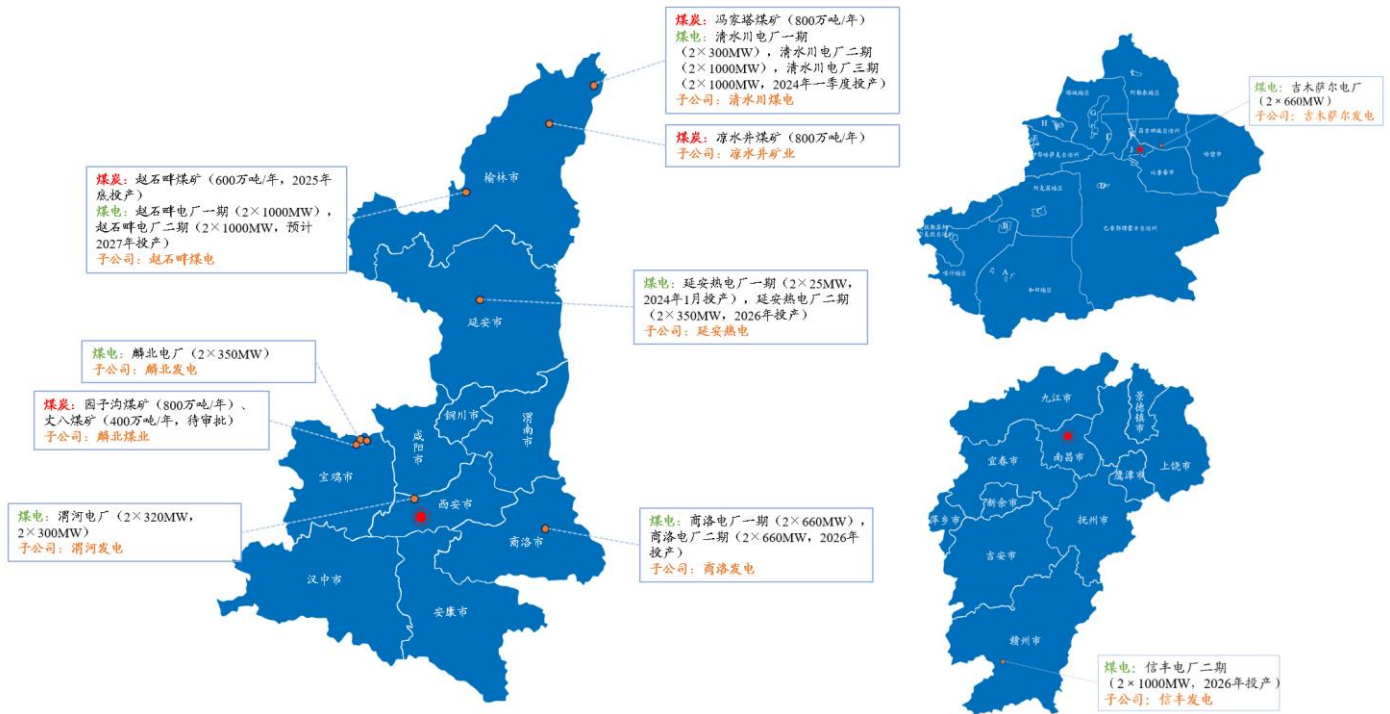
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：在役电厂数量有望快速提升（万千瓦）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

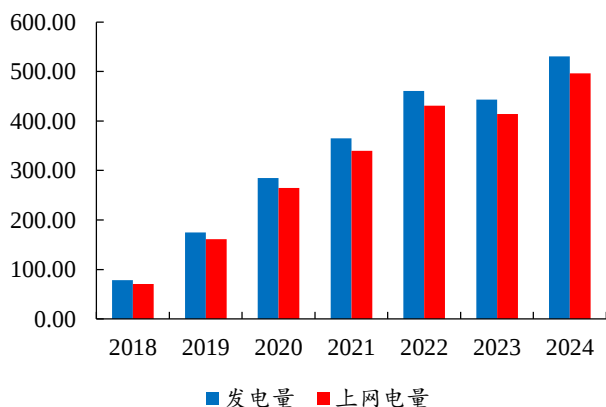
电厂与煤矿协同布局，电厂内购煤占比有望提升。据公司公告，公司外销煤主要为凉水井煤矿，据公司深交所互动易披露，冯家塔煤矿全部自用，考虑凉水井煤矿原煤按 80%洗选后得到的商品煤数量与公司外销煤数量相近，因此公司除凉水井煤矿外，其余煤矿所产煤炭主要供应自有电厂。**陕西北部来看**，除凉水井煤矿外，仅有冯家塔煤矿在产，赵石畔煤矿仍处建设期，因此冯家塔煤矿主要供应同为清水川能源旗下的清水川电厂，而赵石畔电厂暂时需要外购煤炭，此外延安热电为非煤电一体化子公司，无自有煤矿，未来电厂煤炭需求主要靠外购。**陕西南部来看**，当前仅有园子沟煤矿在产，据公司公告，园子沟煤矿煤矸石及煤泥通过皮带运输供给临近的麟北电厂，此外，园子沟煤矿剩余煤炭或就近供应陕西南部的渭河电厂及商洛电厂一期。展望未来，正在建设的商洛电厂二期已规划煤源地为凉水井煤矿，赵石畔煤矿建成后也将解决赵石畔电厂供煤问题，随着煤矿及电厂投产，公司内购煤占比有望进一步提升。

图32：主力电厂分布于陕西省，园子沟煤矿供应陕南电厂

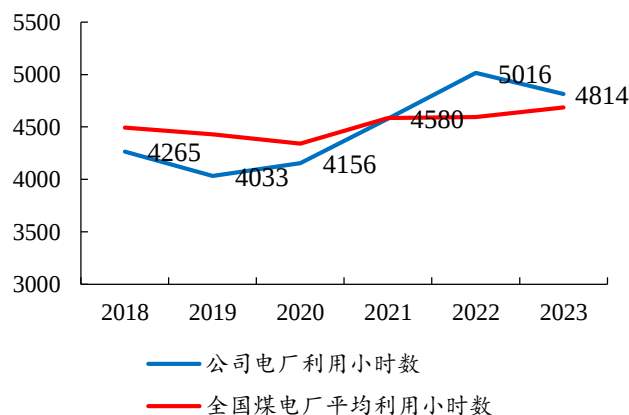


数据来源：公司公告、公司信用评级报告、开源证券研究所，注：数据截至2024年9月30日

发电量及利用小时数高增。2018年公司成立以来，即进入电厂建设投产高峰期，2018-2024年，公司控股电厂装机总容量增长119%，在役装机容量增长295%。随着公司在建电厂大规模投产，公司发电量显著增加，2018-2023年，公司发电量由78亿千瓦时增长至443亿千瓦时，增幅465%，上网电量同步增加，由70亿千瓦时增长至414亿千瓦时，增幅488%，上网电量占比提升4cpt至94%。同时，公司电厂利用小时数也显著增加，2018-2023年，年平均利用小时数由4265小时增加至4814小时，反超全国燃煤电厂平均利用小时数，其中主要贡献来自煤电一体化主力电厂利用小时数大幅增长，公司煤电一体化电厂经营优势显著。

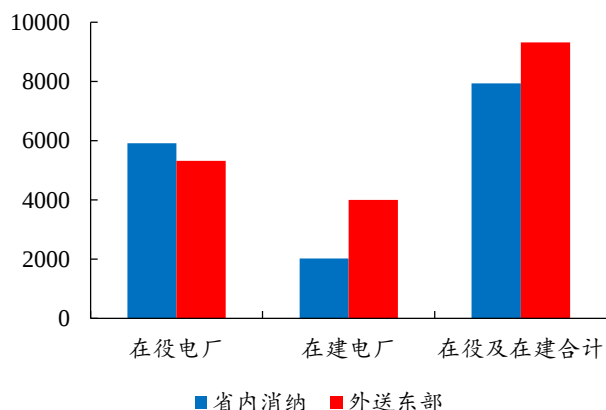
图33：2018-2024 年，发电量及上网电量持续提升（万千瓦）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

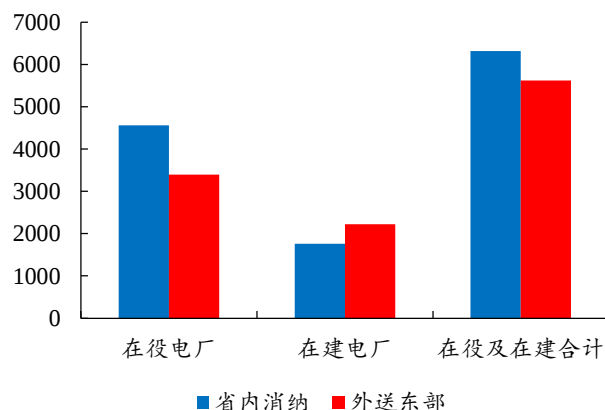
图34：利用小时数呈上升趋势，2022 年后高于全国平均水平（小数）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

半数电厂供应东部省份，保障电力消纳。公司电厂发电除了陕西省内消纳，还依靠多条特高压线路外送东部省份，有效保障了电力消纳。具体来看，清水川电厂三期是国家重点建设的陕北至湖北±800 千伏特高压直流输电工程配套电源点，赵石畔电厂一期为陕西榆横至山东潍坊 1000 千伏特高压交流输变电工程电源点，赵石畔煤电二期为榆林至河南±800 千伏特高压直流输电工程配套电源点，吉木萨尔电厂为准东至皖南±1100 千伏特高压直流输电工程配套电源点。此外，公司在建的江西信丰电厂二期为省重点项目，对接赣南电力需求，2023 年江西省火电平均利用小时数高于全国 177 小时，电力需求旺盛。从控股装机及权益装机维度看，当前及未来公司电厂均保持近半数电厂装机供应陕西省内，其余装机供应东部省份，具备明确的电力市场对接，可有效保障电力消纳。

图35：公司电力销售结构（控股装机，MW）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：公司电力销售结构（权益装机，MW）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、迈向高度煤电一体化，电厂盈利持续提升

电厂与煤矿建设同步推进，2027 年煤电一体化程度达 88.1%。以内销煤占比衡

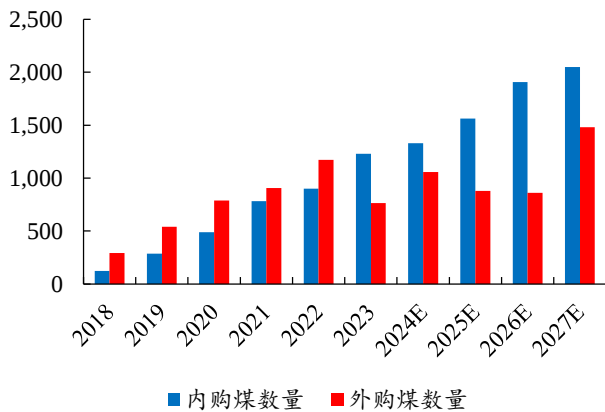
量公司煤电一体化程度，2023 年公司煤电一体化程度为 68.2%，随着公司在建电厂及在建煤炭投产，煤电一体化程度仍有提升空间。我们以 2023 年公司 0.217 万吨/兆瓦的装机耗煤量进行测算，假设自有煤矿产能利用率 100%、洗选率 77.5%，结合各电厂煤源地情况，考虑电厂及煤矿投产时间及当年实际产能，经测算得出，2024-2027 年，公司煤电一体化程度分别为 71.4%/74.6%/82.0%/88.1%，电厂内购煤占比分别为 55.7%/64.0%/68.9%/58.1%，2027 年公司煤电一体化程度相比 2023 年提升 20%，达到高度煤电一体化，有望进一步提升煤电联营优势。

表3：电厂与煤矿协同发展，预计 2027 年煤电一体化程度达 88.1%

2024E			2025E		2026E		2027E	
煤矿（万吨）	产能	商品煤产量	产能	商品煤产量	产能	商品煤产量	产能	商品煤产量
冯家塔煤矿	800	620	800	620	800	620	800	620
赵石畔煤矿			300	233	600	465	600	465
园子沟煤矿	800	620	800	620	800	620	800	620
凉水井煤矿	800	620	800	620	800	620	800	620
合计	2400	1860	2600	2093	3000	2325	3000	2325
电厂（MW）	运行装机	内购煤数量	运行装机	内购煤数量	运行装机	内购煤数量	运行装机	内购煤数量
内购煤电厂								
清水川电厂一期	600	130	600	130	600	130	600	130
清水川电厂二期	2000	434	2000	434	2000	434	2000	434
清水川电厂三期	1750	55	2000	55	2000	55	2000	55
麟北电厂	700	152	700	152	700	152	700	152
商洛电厂一期	1320	287	1320	287	1320	287	1320	287
渭河电厂	1240	269	1240	269	1240	269	1240	269
赵石畔电厂一期			2000	233	2000	434	2000	434
商洛电厂二期					660	143	1320	287
内购煤合计		1328		1528		1906		2049
外购煤电厂								
清水川电厂三期	1750	325	2000	379	2000	379	2000	379
赵石畔电厂一期	2000	434	2000	201				
延安热电一期	50	11	50	11	50	11	50	11
吉木萨尔电厂	1320	287	1320	287	1320	287	1320	287
延安热电二期					350	76	700	152
信丰电厂二期					500	109	2000	434
赵石畔电厂二期							1000	217
外购煤合计		1056		878		861		1480
外购煤+内购煤		2384		2439		2767		3529
电厂外购煤占比		44.3%		36.0%		31.1%		41.9%
电厂内购煤占比		55.7%		64.0%		68.9%		58.1%
煤矿内销煤占比		71.4%		74.6%		82.0%		88.1%

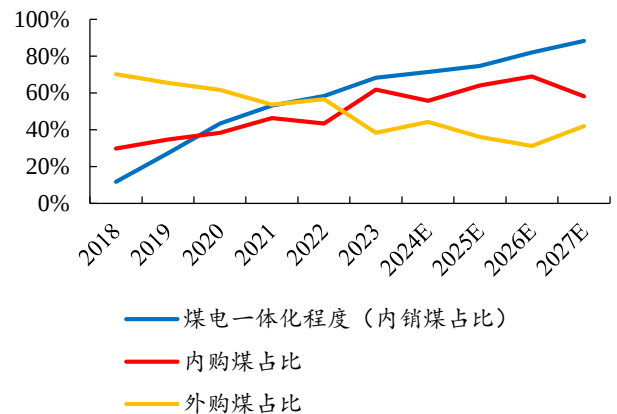
数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：以 2023 年公司 0.217 万吨/兆瓦的装机耗煤量进行测算，假设自有煤矿产能利用率 100%、洗选率 77.5%，结合各电厂煤源地情况、电厂及煤矿投产时间及当年实际产能进行估计；由于各电厂燃煤效率存在差异、煤矿热值亦存在差异，且 2022 年后不再披露商品煤产量，或造成估计与实际或有较大差异。

图37：预计电厂内购煤数量持续提升，2022-2026E 外购煤数量呈下降趋势（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：预计煤电一体化程度持续提升，2027 年达 88.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

煤电一体化过程中，电厂有内购煤和外购煤，由于内购煤属于内部交易，合并报表需要进行内部抵消，可能导致内部煤成本未直接体现在合并报表中，无法完整反映电厂成本。以下从分部抵消前及抵消后两个视角，呈现煤电一体化对公司电力业务成本及毛利的影响：

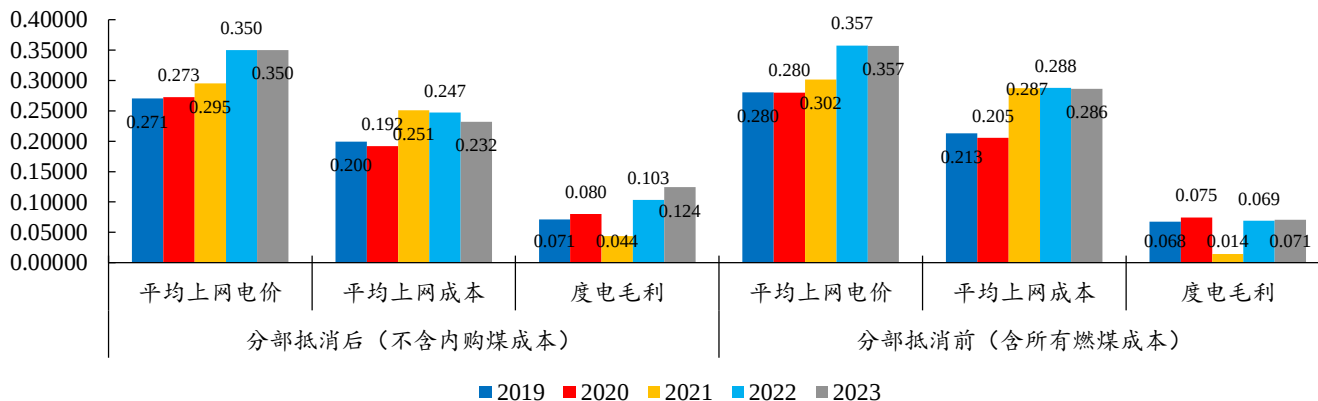
视角一，分部抵消前，记录电厂所有燃煤成本，此时内购煤成本低，使得电厂度电毛利稳定且较高。据公司公告，分部数据抵消前，电力业务统计了内购煤及外购煤的完整燃料成本，则公司 2019-2023 度电成本则为 0.213、0.205、0.287、0.288、0.286，度电成本相对分部抵消后数据有所提升，但提升幅度较小，主要由于电厂内购煤吨煤价格较低，仅略高于吨煤成本，显著低于外购煤成本，有效控制了电厂燃煤成本的上升。在燃煤成本缓慢增长的基础上，随着度电价格上涨，电力业务毛利多年稳定于 0.07 元/千瓦时的较高水平。在此视角下，电厂内购电煤的采购成本接近煤炭开采成本价，相当于煤炭部分利润转移到电力业务，体现了煤电一体化本质是截留产业链的所有利润，终端是电厂的盈利能力，而不在乎煤炭的价格波动，因此实现了更加完整稳定的盈利能力。展望未来，随着公司在建电厂及煤矿投产，电厂低成本内购煤占比仍可提升，公司电力业务毛利率仍有显著提升空间。

视角二，分部抵消后：随着煤电一体化程度提升，度电毛利提升。据公司公告，分部数据抵消后，即合并财务报表后数据，电力业务剔除了电厂内购煤成本，度电成本为 0.200、0.192、0.251、0.247、0.232 元/千瓦时。在此视角下，度电成本低且较为稳定，成本低的原因是未考虑内购煤成本；成本稳定主要系外购煤占比下降与外购煤价格上涨相抵消的结果，即随着煤电一体化推进，公司外购煤占比下降，度电成本会跟随下降，一定程度抵消了煤价上行导致的成本提升。在此视角下，度电毛利跟随电价上涨，呈现出显著的上升趋势，从 2019 年 0.071 元/千瓦时增长至 2023 年的 0.124 元/千瓦时。

以上两种财务视角，其高度煤电一体化的终局殊途同归，即自产煤炭高比例内销，自有电厂高比例使用内购煤后，公司总体业务的成本端主要为煤矿开采成本，收入端主要为电厂售电收入，在开采成本及终端电价稳定的基础上，稳定赚取上游煤矿与下游电厂的产业链利润，并发挥煤电一体化电站及坑口电站优势，降低燃料

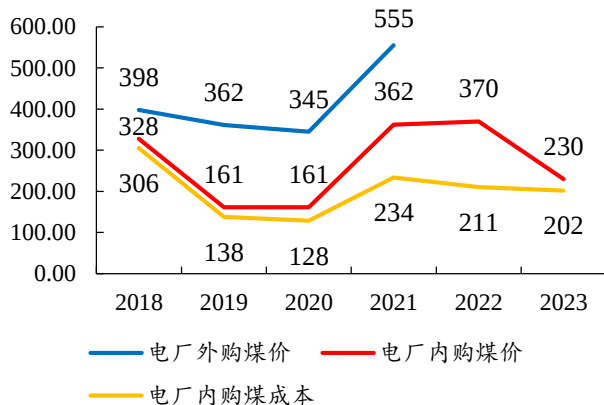
煤运输成本，充分实现产业链协同降本，实现稳定较高的度电毛利，并通过电厂及配套煤矿的投产，实现电力业务稳定成长。

图39：分部抵消后维度，度电毛利持续提升；分部抵消前维度，度电毛利维持稳定（元/千瓦时）



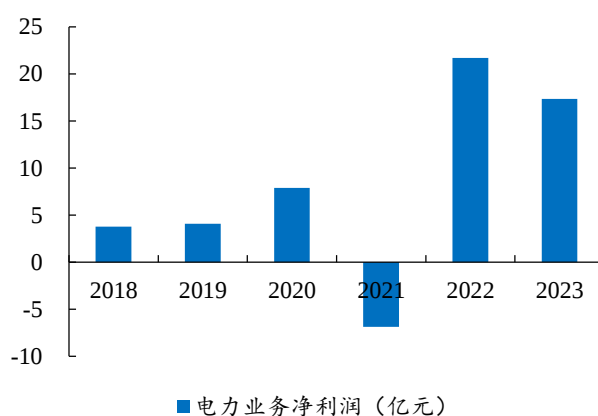
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：多数年份内购煤价格低于外购煤，仅略高于生产成本（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：随着煤电一体化程度提升，电力业务净利润呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、煤电一体模式优于纯火电，有望比肩长江电力

盈利能力及稳定性优于纯火电。由于公司电力业务占比较高，且未来有望实现更高层次的煤电一体化，因此我们选取煤电为主的火电企业（华能国际、华电国际、国电电力）、具备煤炭与火电业务的煤电一体化企业（新集能源、内蒙华电、中国神华）作为可比公司，将其煤电（或火电）业务数据与公司进行横向对比，在度电售价、度电成本、度电毛利三个维度比较，并结合波动率对比，以衡量公司煤电业务的盈利能力及稳定性。新集能源、内蒙华电、中国神华作为选取的3家可比煤电一体化公司，其2024E/2027E的煤电一体化程度分别为30.6%/89.3%、49.6%/47.7%、23.5%/28.8%。

度电售价方面：公司地处内陆产煤大省陕西，在役电厂机组中52.6%属于省内供电机组，电价较沿海发达省份略低，但亦有接近半数装机容量属于外送机组，有

力支撑了度电售价。度电售价稳定性上，与可比公司的煤电业务波动率接近，整体看，公司在度电售价端属于合理稳健水平。

度电成本方面：公司电厂靠近煤炭燃料产地，且煤电一体化程度高，度电成本较低，在煤电一体化可比公司中具备优势，仅略高于内蒙华电，相对火电可比公司优势更加明显。度电成本稳定性上，公司也优于火电公司，在煤电一体化可比公司中位居前列，仅略高于坑口电站并完全使用自供长协煤的新集能源，因此公司在度电成本端属于行业前列。

度电毛利方面：凭借煤电一体化带来的优异度电成本，结合高比例外送电支撑的合理度电售价，公司实现了领先火电公司的度电毛利，且在毛利水平及波动率上与煤电一体化公司处于同一层次。

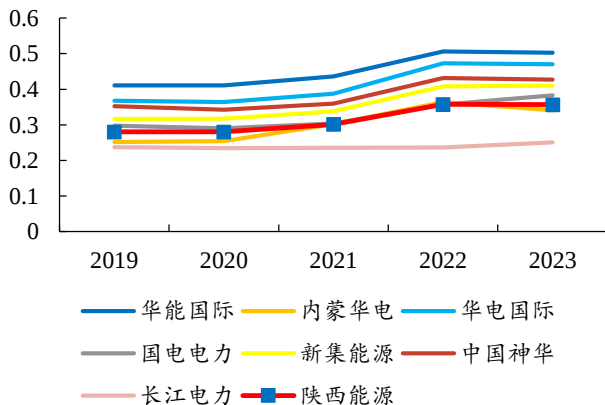
与长江电力的对比：水电公司相比煤电一体化企业，在度电成本、度电毛利及稳定性上仍有显著优势。但对比公司与长江电力的经营模式，构成公司煤电一体化盈利稳定性的因素与长江电力是相似的。具体来看，**需求端：**公司稳定西电东送及本省电力消纳的需求，类比长江电力稳定的东南沿海电力消纳需求；**成本端：**煤电一体视角下公司的源头成本是较稳定的煤炭开采成本，类比长江电力稳定折旧成本；**投资端：**公司投资新建配套煤矿产能的煤电一体化电厂，类比长江电力高 ROE 的上下游水电站投资。我们认为，公司盈利能力及稳定性优于火电企业，具备煤电一体化企业典型的稳定盈利及成长模式，类比长江电力，具备较高的投资价值。

表4：预计陕西能源 2024 年煤电一体化程度更高

	煤电一体化程度（内销煤占比）	
	2024E	2027E
陕西能源	71.4%	88.1%
新集能源	30.6%	89.3%
内蒙华电	49.6%	47.7%
中国神华	23.5%	28.8%

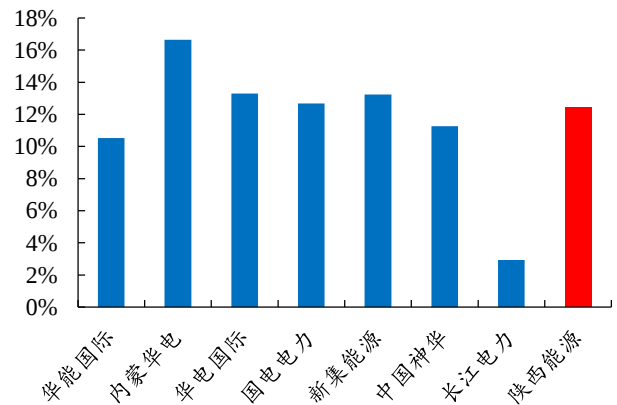
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图42：公司度电售价合理稳健（元/千瓦时）



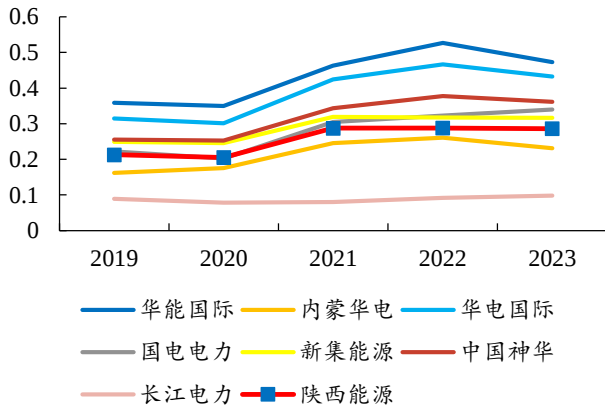
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图43：度电售价稳定性与可比公司相当



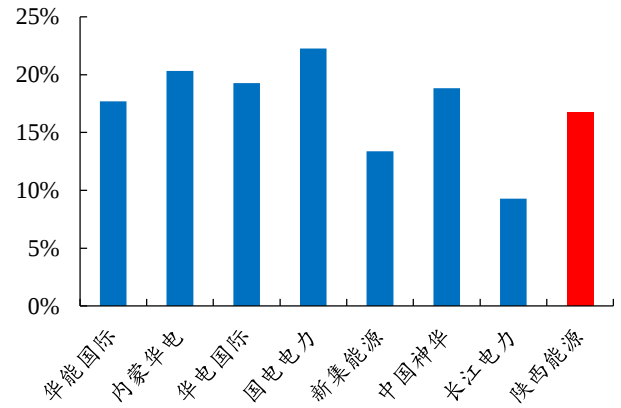
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图44：公司度电成本优势显著（元/千瓦时）



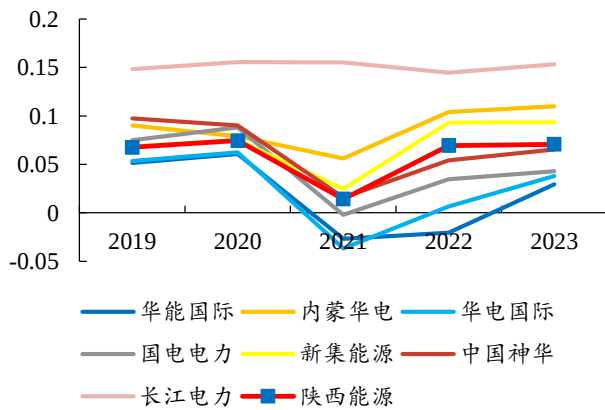
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图45：度电成本稳定性优于火电可比公司



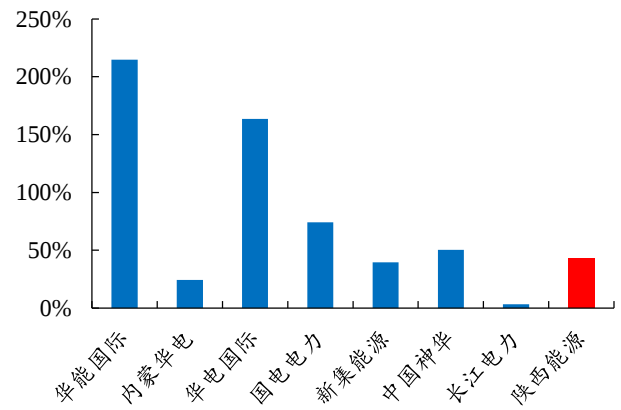
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图46：公司度电毛利处于中高水平（元/千瓦时）



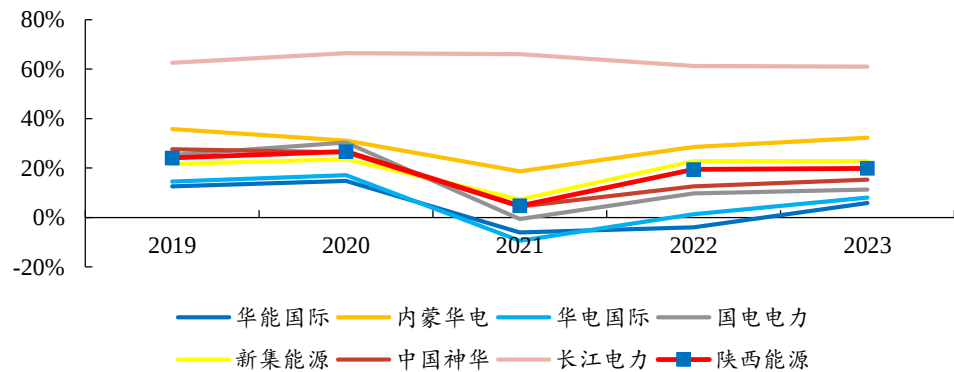
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图47：度电毛利稳定性与煤电一体化企业相当，优于火电企业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图48：公司毛利率在可比公司中稳定偏高

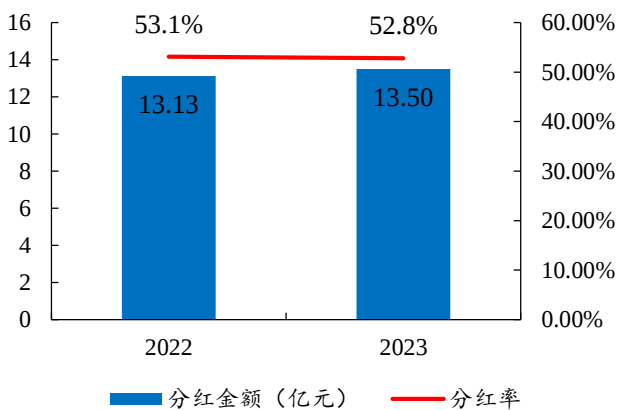


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

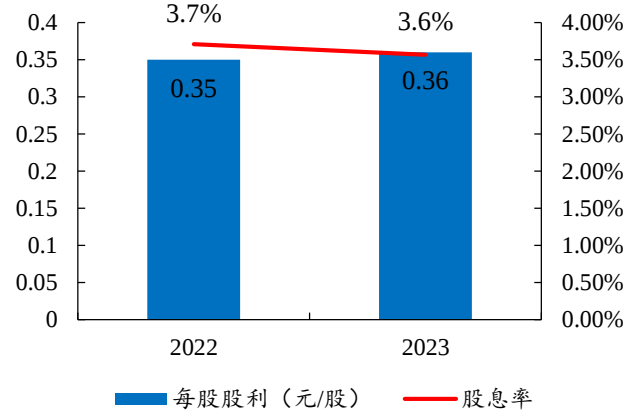
4、首次分红即超 50%，现金流充沛高股息可期

上市以来稳定高分红，现金流充沛有持续提分红。陕西各级地方国资合计持有

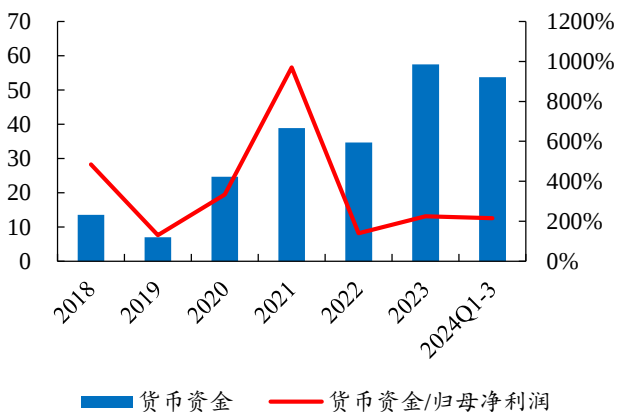
公司超 80%股份，叠加在央企市值管理改革大背景，公司有较强动力进行现金分红回报投资者。上市以来，公司已发布 2022 及 2023 年分红方案，分红金额分别为 13.13/13.5 亿元，每股股利（含税）分别为 0.35/0.36 元/股，分红金额稳中有升，分红率及股息率维持稳定。截至 2024Q3，公司货币资金为 53.7 亿元，未分配利润为 49.6 亿元，均高于 2023 年归母净利润，现金流充沛。当前公司仍处于电厂建设资本开支期，资金使用向在建工程倾斜，短期内分红有望持续提升但速度较缓，随着电厂陆续投产资本开支减少，公司有望凭充足的现金流快速提升分红率，叠加新产能释放业绩，未来高股息可期。

图49：分红金额小幅提升，分红率维持稳定


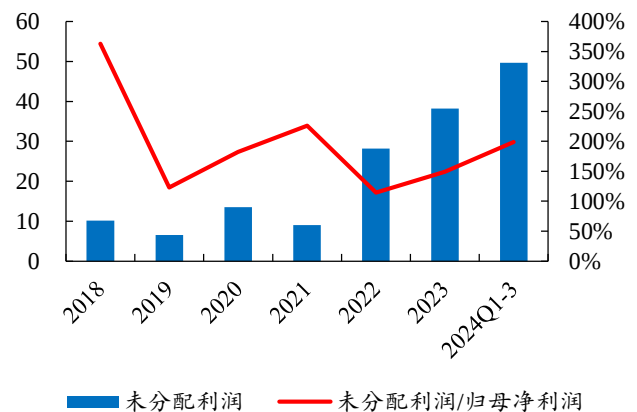
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：每股股利小幅提升，股息率维持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：市值取分配预案公告披露日收盘价

图51：货币资金快速增加（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：未分配利润快速提升（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司煤炭业务拆分的主要预测依据：

(1) 产能：考虑园子沟煤矿东翼（200 万吨/年）于 2024 年上半年投产，赵石畔煤矿将于 2025 年 5 月进入联合试运转、同年 11 月投产，预计 2024-2026 年煤炭当期加权产能分别为 2400/2400/3000 万吨。

(2) 产能利用率及洗选率：公司已公告 2024 年原煤产量 2356 万吨，可得出 2024 年产能利用率 98.2%。考虑过往年份公司产能利用率接近 100%，洗选率稳定在 75%-90%，我们预计 2024-2026 公司产能利用率分别为 98.2%/98%/98%，洗选率分别为 77.5%/77.5%/77.5%。

(3) 产量：公司已公告 2024 年外销煤产量 803.88 万吨，考虑公司外销煤主要产自凉水井煤矿，且历年外销煤较稳定，同时 2026 年中新建成商洛电厂将使用凉水井燃煤，根据公司公告该项目预计年耗煤 244 万吨，我们预计公司 2024-2026 年外销煤量分别为 804/800/660 万吨。

(4) 度电耗煤：考虑公司电厂新装机新能及发电量快速上升，我们预计 2024-2026 年公司电厂度电耗煤量分别为 0.435/0.430/0.425 千克/千瓦时。

(5) 内部交易平均数据：考虑公司内销给自有电厂的燃料煤价格较低，且接近成本价，并以较小波动跟随市场煤价格波动，我们预计 2024-2026 年公司内销煤售价分别为 210/210/210 元/吨，吨成本分别为 200/200/200 元/吨。

(6) 对外交易平均数据：考虑公司外销煤价格较为稳定，我们预计 2024-2026 年公司外销煤售价分别为 705/705/705 元/吨，吨成本分别为 230/230/230 元/吨。

表5：煤炭分部盈利预测

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
当期加权平均产能	万吨	1400	1400	1450	2000	2133	2200	2400	2700	3000
产能利用率		95.8%	97.7%	98.6%	96.2%	93.3%	102.7%	98.2%	98.0%	98.0%
原煤产量	万吨	1341	1368	1430	1923	1990	2329	2356	2646	2940
洗选率		79.3%	76.8%	79.0%	76.6%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%
商品煤产量	万吨	1064	1052	1129	1474	1542	1805	1826	2051	2279
商品煤外销量	万吨	941	763	646	685	643	574	804	800	660
电厂度电耗煤	千克/千瓦时	0.533	0.472	0.448	0.462	0.450	0.450	0.435	0.430	0.425
电厂外购及内销煤合计	万吨/年	418	825	1277	1687	2072	1994	2254	2332	2615
商品煤内销量	万吨/年	125	286	489	782	899	1231	1022	1251	1619
电厂外购煤	万吨/年	293	540	787	905	1173	763	1232	1082	997
售价（分部间交易）	元/吨	328	161	161	362	370	230	210	210	210
吨成本（分部间交易）	元/吨	306	138	128	234	211	202	200	200	200
吨毛利（分部间交易）	元/吨	22	23	33	128	159	28	10	10	10
煤炭业务收入（分部间交易）	百万元	408	460	789	2831	3325	2829	2147	2626	3399
煤炭业务成本（分部间交易）	百万元	381	395	628	1827	1895	2483	2044	2501	3237
煤炭业务毛利（分部间交易）	百万元	28	65	160	1004	1430	346	102	125	162
售价（对外交易）	元/吨	306	338	334	725	718	711	705	705	705
吨成本（对外交易）	元/吨	123	139	159	232	183	259	230	230	230
吨毛利（对外交易）	元/吨	182	199	175	493	535	452	475	475	475

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务收入 (对外交易)	百万元	2878	2577	2159	4964	4616	4085	5667	5640	4653
煤炭业务成本 (对外交易)	百万元	1162	1061	1029	1587	1177	1486	1849	1840	1518
煤炭业务毛利 (对外交易)	百万元	1716	1517	1129	3377	3439	2599	3818	3800	3135
售价 (综合)	元/吨	308	290	260	532	515	383	428	403	353
吨成本 (综合)	元/吨	145	139	146	233	199	220	213	212	209
吨毛利 (综合)	元/吨	164	151	114	299	316	163	215	191	145
煤炭业务收入 (综合)	百万元	3286	3038	2947	7795	7941	6914	7814	8266	8052
煤炭业务成本 (综合)	百万元	1542	1456	1658	3414	3072	3969	3893	4341	4755
煤炭业务毛利 (综合)	百万元	1744	1582	1290	4381	4869	2945	3921	3925	3297
毛利率 (综合)		53.1%	52.1%	43.8%	56.2%	61.3%	42.6%	50.2%	47.5%	40.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司电力业务拆分的主要预测依据：

(1) 装机容量：考虑清水川电厂 5 号/6 号机组分别于 2024 年 1 月及 7 月建成投运，商洛电厂二期及延安热电二期将于 2026 年中建成投运，我们预计公司 2024-2026 年电厂当期加权平均装机容量分别为 1073/1123/1274 万千瓦时。

(2) 利用小时数：考虑公司新电厂投运后经营效率提高，新投运清水川电厂三期为煤电一体化的西电东送电源点，利用小时数较高，我们预计 2024-2026 年公司电厂利用小时数分别为 4830/4830/4830 小时。

(3) 总体交易平均数据：考虑公司电力装机涵盖省内用电机组及外送电机组，电价稳定，随着内购煤数量及占比显著提升，以及新电厂投产提高发电效率降低煤耗，我们预计公司 2024-2026 年公司度电售价分别为 0.3467/0.3367/0.3367 元/千瓦时，度电成本分别为 0.2675/0.2575/0.2575 元/千瓦时。

表6：电力分部盈利预测

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
当期加权 平均装机 容量	万千瓦	184	434	685	797	918	918	1073	1123	1274
利用小时 数	小时	4265	4033	4156	4580	5016	4814	4830	4830	4830
发电量	亿千瓦时	78.47	175.04	284.66	365.04	460.52	443.00	518.26	542.41	615.34
度电售价 (对外交 易，不含 税)	元/ 千瓦 时	0.3497	0.2706	0.2725	0.2950	0.3505	0.3564	0.3429	0.3331	0.3335
度电成本 (对外交 易)	元/ 千瓦 时	0.2869	0.1995	0.1921	0.2510	0.2471	0.2321	0.2355	0.2174	0.2088

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
度电毛利 (对外交易)	元/ 千瓦时	0.0628	0.0711	0.0804	0.0440	0.1034	0.1243	0.1075	0.1157	0.1248
电力业务收入 (对外交易)	百万元	2463	4366	7218	10023	15110	14770	16617	16893	19189
电力业务成本 (对外交易)	百万元	2021	3219	5089	8527	10651	9620	11410	11027	12011
电力业务毛利 (对外交易)	百万元	442	1147	2129	1496	4458	5150	5207	5865	7178
度电售价 (综合)	元/ 千瓦时	0.3650	0.2804	0.2800	0.3015	0.3574	0.3567	0.3467	0.3367	0.3367
度电成本 (综合)	元/ 千瓦时	0.3057	0.2129	0.2055	0.2873	0.2881	0.2861	0.2675	0.2575	0.2575
度电毛利 (综合)	元/ 千瓦时	0.0593	0.0675	0.0746	0.0142	0.0693	0.0707	0.0792	0.0792	0.0792
电力业务收入 (综合)	百万元	2571	4524	7417	10245	15407	14783	16800	17076	19372
电力业务成本 (综合)	百万元	2153	3435	5442	9762	12419	11854	12962	13059	14815
电力业务毛利 (综合)	百万元	418	1090	1975	483	2988	2929	3838	4017	4557
毛利率 (综合)		16.3%	24.1%	26.6%	4.7%	19.4%	19.8%	22.8%	23.5%	23.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

基于煤电为营收净利端口、煤电一体化布局、盈利稳定性高这三个因素，我们从煤电板块、煤电一体化板块、水电板块选取可比公司，以评估公司当前的估值水平。

对比纯火电企业，稳定性是公司高估值关键。火电板块，我们选取华能国际、华电国际、国电电力作为可比公司，2024-2026 年可比公司对应当前股价平均 PE 为 8.3/7.9/7.1 倍，平均 PB 为 1.43 倍，对比而言陕西能源 PE 较高（11.5/10.3/9.2），PB 持平（1.40）。由于公司煤电一体化经营，享有煤炭和电厂的全链条利润，且有效平抑煤炭价格波动对终端电力业务的影响，在盈利稳定性方面具有显著优势。从整体板块看，煤电一体化企业相比纯火电企业也存在较为显著的估值溢价，因此陕西能源的相对高估值是合理的。

对比煤电一体化企业，公司全面均衡有望享受估值溢价。煤电一体化板块，我们选取新集能源、内蒙华电、中国神华作可比公司，2024-2026 年可比公司对应当前股价平均 PE 为 10.3/9.7/8.9 倍，平均 PB 为 1.53 倍，对比而言陕西能源 PE 略高（11.5/10.3/9.2），PB 略低（1.40）。对比煤电一体化的可比公司，业绩稳定性是经营模式赋予的最显著的共性，在平均估值的对比上也呈现较为接近的结果。但逐一对比，可发现公司在煤电一体化程度、成长性、分红率这 3 个核心因素上更加均衡。

具体来看，煤电一体化方面，公司 2024E 内销煤占比 71.4%，远高于可比公司新集能源（30.6%）、内蒙华电（49.6%）、中国神华（23.5%），2027E 公司的内销煤占比 88.1%，仅略低于新集能源（89.3%），远高于中国神华（28.8%）及内蒙华电（47.7%）；成长性方面，公司煤炭产能及电力装机分别具有 100%及 50%增量空间，在成长的全面性及空间维度均超可比公司；分红率方面，公司 2022-2023 年分红率均超 50%，实现了稀缺的高成长高分红并存，而可比公司中电力业务具备相似高成长的新集能源，其 2023 年分红率为 18.4%。综合来看，公司多方面综合性优势凸显，估值溢价具备一定合理性。

对比水电企业，公司 PE 及 PB 显著较低。水电板块，选取长江电力作对比，2024-2026 年长江电力对应当前股价 PE 为 19.7/18.8/15.7 倍，对应当前股价 PB 为 3.35 倍，而陕西能源 PE 为 11.5/10.3/9.2，PB 为 1.40，估值显著偏低。公司作为煤电一体化公司，在需求端，具备稳定的西电东送及本省电力消纳的需求，可类比长江电力稳定的东南沿海电力消纳需求；在成本端，煤电一体视角下公司的源头成本是较稳定的煤炭开采成本，可类比长江电力稳定折旧成本；在投资端，公司投资新建配套煤矿产能的煤电一体化电厂，可类比长江电力高 ROE 的上下游水电站投资。我们认为，公司作为优秀的煤电一体化公司，与水电龙头长江电力的估值仍有较大差距，随着公司煤炭及电力持续投产，煤电一体化程度提升，估值水平仍有提升空间。

盈利预测与估值：我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 29.6/33.2/37.2 亿元，同比+15.7%/+12.2%/+11.9%，对应 EPS 分别是 0.79/0.89/0.99 元/股，当前股价对应 PE 分别为 11.5/10.3/9.2 倍。**看好公司作为陕西省煤炭资源电力转化平台的定位，且积极走向全国获取优质煤炭电力资源，兼具盈利稳定性和持续成长性，是高股息高成长的优质投资标的。首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

表7：与煤电（火电）公司相比，陕西能源享受更高估值溢价

2025/2/14	总市值 (亿元)	归属上市公司股东净利润（亿元）				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	LF
华能国际	1,004.7	84.5	109.8	122.7	136.2	11.9	9.1	8.2	7.4	1.73
华电国际	510.4	45.2	61.7	69.8	78.0	11.3	8.3	7.3	6.5	1.25
国电电力	733.0	56.1	98.2	89.6	99.8	13.1	7.5	8.2	7.3	1.31
均值						12.1	8.3	7.9	7.1	1.43
陕西能源	341.6	25.6	29.6	33.2	37.2	13.4	11.5	10.3	9.2	1.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）2024-2026 年业绩预测，陕西能源为开源证券研究所预测，其余公司为 Wind 一致预期；（2）市值取 2024 年 2 月 14 日收盘价。

表8：与煤电一体化公司相比，陕西能源合理偏高

2025/2/14	总市值 (亿元)	归属上市公司股东净利润（亿元）				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	LF
新集能源	176.2	21.1	23.7	26.0	30.4	8.4	7.4	6.8	5.8	1.14
内蒙华电	269.6	20.0	25.5	28.2	31.5	13.4	10.6	9.5	8.5	1.62
中国神华	7575.9	596.9	593.6	597.2	606.3	12.7	12.8	12.7	12.5	1.83
均值						11.5	10.3	9.7	8.9	1.53

2025/2/14	总市值 (亿元)	归属上市公司股东净利润 (亿元)					PE		PB	
陕西能源	341.6	25.6	29.6	33.2	37.2	13.4	11.5	10.3	9.2	1.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）2024-2026 年业绩预测，新集能源、陕西能源为开源证券研究所预测，其余公司为 Wind 一致预期；（2）市值取 2024 年 2 月 14 日收盘价

表9：与长江电力相比，陕西能源估值显著偏低

2025/2/14	总市值 (亿元)	归属上市公司股东净利润 (亿元)				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	LF
长江电力	6902.5	272.4	351.2	367.0	441.0	25.3	19.7	18.8	15.7	3.35
陕西能源	341.6	25.6	29.6	33.2	37.2	13.4	11.5	10.3	9.2	1.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）2024-2026 年业绩预测，陕西能源为开源证券研究所预测，长江电力为 Wind 一致预期；（2）市值取 2024 年 2 月 14 日收盘价。

6、风险提示

煤矿投产进度不及预期。公司在建及规划煤矿产能与当前在产产能相当，是未来利润增量及煤电一体化程度提升的重要支撑，若煤矿投产进度不及预期，或会影响利润释放及煤电一体化进度。

电厂投产进度不及预期。公司当前在建电厂可为电力业务带来 50%以上的装机容量提升，是未来利润增量和煤电一体化的落脚点，若电厂投产进度不及预期，或会影响利润释放及煤电一体化进度。

电价超预期下跌。公司实现高度煤电一体化后，电力业务的盈利能力很大程度上影响公司的最终利润水平，而电价是电力业务盈利的最大变量，若电价超预期下跌，或影响公司整体利润的实现。

煤价超预期下跌。煤价与电价具有联动关系，若煤价超预期下跌，将显著降低电厂用煤成本，或会一定程度带动电价下跌，从而对公司盈利造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6438	8988	10683	10106	11508
现金	3464	5748	6761	6835	7221
应收票据及应收账款	1819	2018	2496	2067	2754
其他应收款	44	38	58	39	64
预付账款	359	420	496	430	548
存货	404	454	562	425	611
其他流动资产	349	310	310	310	310
非流动资产	49891	54052	62465	61818	63259
长期投资	1587	2288	3024	3759	4495
固定资产	29675	29313	37023	37403	39200
无形资产	7095	7284	7305	7334	7322
其他非流动资产	11535	15168	15114	13322	12243
资产总计	56330	63040	73148	71924	74767
流动负债	12118	11648	19916	19782	22271
短期借款	2504	2179	7255	9160	8937
应付票据及应付账款	4321	4510	5951	4213	6452
其他流动负债	5292	4959	6710	6409	6882
非流动负债	22903	21806	20297	15286	11090
长期借款	20088	19244	17736	12724	8528
其他非流动负债	2815	2562	2562	2562	2562
负债合计	35020	33454	40214	35068	33361
少数股东权益	6305	6382	8121	10073	12258
股本	3000	3750	3750	3750	3750
资本公积	7941	14074	14074	14074	14074
留存收益	3407	4651	7328	10333	13696
归属母公司股东权益	15004	23205	24813	26782	29148
负债和股东权益	56330	63040	73148	71924	74767

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8903	7133	8459	6867	10431
净利润	4067	4059	4698	5272	5900
折旧摊销	1872	2162	1814	2112	2272
财务费用	1191	860	999	918	667
投资损失	17	-44	-44	-44	-44
营运资金变动	1505	-286	985	-1403	1624
其他经营现金流	252	383	8	12	11
投资活动现金流	-4415	-5453	-10180	-1419	-3667
资本支出	4440	4600	9491	729	2977
长期投资	2	-684	-736	-736	-736
其他投资现金流	23	-169	46	46	46
筹资活动现金流	-5097	426	-2341	-7280	-6154
短期借款	-3533	-325	5076	1906	-223
长期借款	1797	-844	-1508	-5012	-4196
普通股增加	0	750	0	0	0
资本公积增加	-14	6133	0	0	0
其他筹资现金流	-3347	-5289	-5909	-4174	-1735
现金净增加额	-608	2107	-4062	-1832	610

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20285	19453	22882	23130	24439
营业成本	12373	11663	13816	13424	14086
营业税金及附加	879	865	1018	1029	1087
营业费用	66	73	86	86	91
管理费用	1024	1126	1324	1339	1414
研发费用	9	10	11	11	12
财务费用	1191	860	999	918	667
资产减值损失	-26	-19	-26	-24	-27
其他收益	42	37	37	37	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-17	44	44	44	44
资产处置收益	2	2	2	2	2
营业利润	4742	4904	5674	6366	7124
营业外收入	13	37	37	37	37
营业外支出	29	49	49	49	49
利润总额	4726	4892	5662	6354	7112
所得税	658	833	965	1082	1212
净利润	4067	4059	4698	5272	5900
少数股东损益	1593	1503	1740	1952	2185
归属母公司净利润	2474	2556	2958	3319	3715
EBITDA	7971	8283	8796	9766	10425
EPS(元)	0.66	0.68	0.79	0.89	0.99

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.1	-4.1	17.6	1.1	5.7
营业利润(%)	179.2	3.4	15.7	12.2	11.9
归属于母公司净利润(%)	512.6	3.3	15.7	12.2	11.9
获利能力					
毛利率(%)	39.0	40.0	39.6	42.0	42.4
净利率(%)	12.2	13.1	12.9	14.4	15.2
ROE(%)	19.1	13.7	14.3	14.3	14.3
ROIC(%)	12.7	10.6	10.6	11.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	62.2	53.1	55.0	48.8	44.6
净负债比率(%)	107.0	64.2	70.0	53.9	36.5
流动比率	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	11.7	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.79	0.89	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	1.90	2.26	1.83	2.78
每股净资产(最新摊薄)	4.00	6.19	6.62	7.14	7.77
估值比率					
P/E	13.8	13.4	11.5	10.3	9.2
P/B	2.3	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	7.2	7.4	6.6	5.9

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的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，属于商业秘密材料，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3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9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