

2024年07月09日
陕西能源 (001286.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

火电

新项目投产带动电量增长,充足项目储备支撑未来成长

事件:

公司发布 2024 年二季度运营数据公告,上半年公司累计实现上网电量 221.04 亿千瓦时,同比增长 10.33%;实现原煤产量 1165.38 万吨,同比增长 3.35%;实现自产煤外销量 380.64 万吨,同比增长 62.41%。

清水川三期投产带动发电量加速增长,自产煤销量大幅提升:

电量方面,公司上半年上网电量提升主要由于今年 1 月投产的清水川三期首台机组(100 万千瓦)带来的贡献。清水川三期第二台机组(100 万千瓦)已于今年 6 月并网成功并进入试运行阶段,下半年公司发电量有望加速增长。电厂盈利方面,受益于煤电一体化布局,公司火电厂盈利能力强。煤电一体化相比传统火电可大幅降低因煤价波动带来的经营风险,确保电厂燃料的长期稳定供应,因而使其具备更加稳定和丰厚的盈利,2023 年公司电力板块度电毛利达到 0.124 元/千瓦时。发电量增长背景下,公司 2024 年业绩有望再上台阶。此外,公司上半年自产煤外销量大幅提升,预期公司优化煤炭采销策略,高卡煤外销量提升,煤炭板块业务有望实现进一步优化。

火电与煤矿在手项目储备充足,未来几年成长可期:

截至 2023 年底,公司在运电力装机 918 万千瓦、在产煤矿 2200 万吨/年。公司拥有充足的在建与筹建项目,为未来业绩增长提供支撑。煤炭方面,公司园子沟煤矿东翼(产能 200 万吨/年)已于今年上半年投产,有望带动今年煤炭产量提升;在建赵石畔煤矿(产能 600 万吨/年),考虑到煤矿建设周期一般为 5 年,我们预计该煤矿将于 2025 年投产;筹建丈八煤矿(产能 400 万吨/年)和钱阳山煤矿。电力方面,公司清水川三期第二台机组(100 万千瓦)已进入联合试运行,目前在建延安热电二期项目(70 万千瓦)、商洛电厂二期项目(132 万千瓦),筹建赵石畔电厂二期项目(200 万千瓦)、江西信丰电厂二期项目(200 万千瓦),在建与筹建项目预计将于 2025-2027 年间陆续投产。据年报披露,由于公司主要电力机组处于西电东送通道,当前已核准装机中参与西电东送的机组占比达到 48%,外送电量电价波动较小,同时公司受益于煤电一体化和坑口电站优势,新增项目投产背景下盈利能力仍有保障。

在手资金充足,现金流况良好,公司分红可观:

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	14.94 元
股价 (2024-07-08)	12.17 元

总市值(百万元)	45,637.50
流通市值(百万元)	12,778.50
总股本(百万股)	3,750.00
流通股本(百万股)	1,050.00
12 个月价格区间	7.59/12.26 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.0	25.4	27.7
绝对收益	3.1	21.6	16.6

周喆 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

姜思琦 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080005

jiangsq@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

SAC 执业证书编号: S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

拟收购信丰发电 51% 股权,	2024-06-17
项目储备再上台阶	
一季度业绩增速亮眼,项目	2024-04-28
储备充足成长性可期	
项目投产带动电量增长,煤	2024-04-09

截至 2024 年一季度，公司在手货币资金达到 66.89 亿元，同时受益于煤电一体化所带来的稳定盈利能力，2023 年公司经营活动现金流净额为 71.33 亿元，净现比为 1.76。高盈利能力及优质现金流背景下，公司过去两年均实现较高分红，2022 年现金分红 13.13 亿元，分红比例 53.1%，2023 年拟现金分红 13.5 亿元，分红比例 52.8%。待未来公司火电、煤矿在建项目进一步投产后，随着利润规模的提升，分红金额有望更加可观。

电一体化保障盈利能力

煤电联营低波动，产能释放 2024-03-11
增红利

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 228.15 亿元、255.44 亿元、279.92 亿元，增速分别为 17.3%、12.0%、9.6%，净利润分别为 31.04 亿元、34.67 亿元、40.66 亿元，增速分别为 21.5%、11.7%、17.3%，维持买入-A 的投资评级，给予 2024 年 18xPE，6 个月目标价为 14.94 元。

风险提示：

宏观经济周期波动风险、煤炭价格波动、生产安全风险、环保风险、火电与煤矿项目建设进度不及预期、预测假设及模型误差超预期、分红比例不及预期、煤电利用小时数下降风险、煤电电价下降风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	20,285.2	19,452.8	22,814.9	25,543.7	27,992.1
净利润	2,471.5	2,555.7	3,104.4	3,466.6	4,066.2
每股收益(元)	0.66	0.68	0.83	0.92	1.08
每股净资产(元)	4.00	6.19	6.38	6.82	7.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.4	17.8	14.7	13.1	11.2
市净率(倍)	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润率	12.2%	13.1%	13.6%	13.6%	14.5%
净资产收益率	16.5%	11.0%	13.0%	13.6%	14.8%
股息收益率	2.9%	3.0%	3.6%	4.0%	4.7%
ROIC	14.0%	12.8%	13.8%	14.1%	13.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,285.2	19,452.8	22,814.9	25,543.7	27,992.1	成长性					
减:营业成本	12,373.3	11,663.3	13,650.3	15,451.8	16,531.0	营业收入增长率	31.1%	-4.1%	17.3%	12.0%	9.6%
营业税费	879.4	865.4	1,003.9	1,122.5	1,235.7	营业利润增长率	179.2%	3.4%	24.5%	11.6%	17.3%
销售费用	65.8	72.7	80.2	89.4	92.4	净利润增长率	512.0%	3.4%	21.5%	11.7%	17.3%
管理费用	1,024.4	1,125.9	1,209.2	1,277.2	1,399.6	EBITDA 增长率	68.8%	1.6%	20.5%	17.7%	16.8%
研发费用	9.2	9.6	9.4	11.6	12.7	EBIT 增长率	108.7%	-2.8%	20.7%	11.3%	14.7%
财务费用	1,190.6	859.6	807.6	878.6	832.8	NOPLAT 增长率	113.5%	-6.3%	22.9%	11.3%	14.7%
加:资产/信用减值损失	-27.4	-34.8	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	14.1%	8.4%	19.2%	-3.5%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.4%	38.8%	9.5%	12.2%	12.7%
投资和汇兑收益	-16.5	43.5	50.0	100.0	100.0						
营业利润	4,742.4	4,904.1	6,104.4	6,812.6	7,987.8	利润率					
加:营业外净收支	-16.7	-12.1	-17.3	-15.3	-14.9	毛利率	39.0%	40.0%	40.2%	39.5%	40.9%
利润总额	4,725.7	4,892.0	6,087.1	6,797.3	7,972.9	营业利润率	23.4%	25.2%	26.8%	26.7%	28.5%
减:所得税	662.9	833.4	913.1	1,019.6	1,195.9	净利润率	12.2%	13.1%	13.6%	13.6%	14.5%
净利润	2,471.5	2,555.7	3,104.4	3,466.6	4,066.2	EBITDA/营业收入	38.3%	40.5%	41.6%	43.8%	46.7%
						EBIT/营业收入	29.0%	29.4%	30.3%	30.1%	31.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	526	546	492	537	600
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-57	-61	-62	-58	-57
货币资金	3,463.6	5,748.0	1,825.2	2,043.5	2,239.4	流动资产周转天数	123	143	117	84	83
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	36	36	35	36
应收帐款	1,841.4	2,046.3	2,573.7	2,361.0	3,195.8	存货周转天数	8	8	8	8	8
应收票据	21.8	9.6	99.9	43.6	48.1	总资产周转天数	992	1,104	1,012	977	946
预付帐款	358.7	420.0	254.7	581.6	356.9	投资资本周转天数	655	740	701	714	697
存货	403.6	454.1	510.2	592.4	595.3						
其他流动资产	349.5	310.0	589.1	416.2	438.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.5%	11.0%	13.0%	13.6%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	6.4%	7.9%	7.9%	9.2%
长期股权投资	1,587.1	2,288.0	2,288.0	2,288.0	2,288.0	ROIC	14.0%	12.8%	13.8%	14.1%	13.6%
投资性房地产	76.3	63.2	63.2	63.2	63.2	费用率					
固定资产	29,674.5	29,312.6	33,055.9	43,125.9	50,198.7	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
在建工程	4,838.7	9,354.5	10,912.2	8,910.8	1,663.1	管理费用率	5.1%	5.8%	5.3%	5.0%	5.0%
无形资产	7,094.8	7,284.4	7,110.8	6,937.1	6,763.5	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	6,527.5	5,749.9	5,957.2	6,057.2	5,882.6	财务费用率	5.9%	4.4%	3.5%	3.4%	3.0%
资产总额	56,237.4	63,040.4	65,240.0	73,420.3	73,732.8	四费/营业收入	11.3%	10.6%	9.2%	8.8%	8.4%
短期债务	2,503.9	2,179.4	5,310.2	7,915.8	10,981.6	偿债能力					
应付帐款	5,189.6	5,557.3	7,368.1	6,610.1	8,669.8	资产负债率	62.1%	53.1%	50.4%	50.5%	44.4%
应付票据	55.5	5.5	159.1	11.1	144.8	负债权益比	163.9%	113.1%	101.4%	102.1%	80.0%
其他流动负债	4,368.6	3,905.8	4,050.0	4,108.4	4,021.3	流动比率	0.53	0.77	0.35	0.32	0.29
长期借款	20,087.6	19,243.9	13,168.0	15,746.4	6,266.5	速动比率	0.50	0.73	0.32	0.29	0.26
其他非流动负债	2,718.3	2,561.7	2,794.0	2,691.3	2,682.3	利息保障倍数	4.95	6.66	8.56	8.75	10.59
负债总额	34,923.4	33,453.6	32,849.3	37,083.1	32,766.5	分红指标					
少数股东权益	6,307.4	6,381.8	8,451.4	10,762.4	13,473.2	DPS(元)	0.35	0.36	0.44	0.49	0.57
股本	3,000.0	3,750.0	3,750.0	3,750.0	3,750.0	分红比率	53.1%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
留存收益	11,350.7	18,724.8	20,189.4	21,824.8	23,743.1	股息收益率	2.9%	3.0%	3.6%	4.0%	4.7%
股东权益	21,314.0	29,586.8	32,390.8	36,337.3	40,966.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.66	0.68	0.83	0.92	1.08
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	4.00	6.19	6.38	6.82	7.33
净利润	4,062.7	4,058.7	3,104.4	3,466.6	4,066.2	PE(X)	18.4	17.8	14.7	13.1	11.2
加:折旧和摊销	1,872.1	2,161.7	2,589.7	3,492.4	4,243.7	PB(X)	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7
资产减值准备	26.4	18.8	-	-	-	P/FCF	87.5	-10.6	-13.4	-331.8	-86.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.2	2.3	2.0	1.8	1.6
财务费用	1,177.3	906.0	807.6	878.6	832.8	EV/EBITDA	-	6.5	7.1	6.7	5.5
投资收益	16.5	-43.5	-50.0	-100.0	-100.0	CAGR(%)	12.5%	18.6%	54.4%	12.5%	18.6%
少数股东损益	1,591.2	1,503.0	2,069.6	2,311.1	2,710.8	PEG	1.5	1.0	0.3	1.1	0.6
营运资金的变动	734.3	365.1	1,279.2	-1,142.5	1,702.5	ROIC/WACC	1.7	1.5	1.7	1.7	1.6
经营活动产生现金流量	8,903.0	7,133.3	9,800.6	8,906.2	13,456.1	REP	-	0.8	0.9	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-4,414.8	-5,452.8	-7,647.5	-11,266.3	-3,780.4						
融资活动产生现金流量	-5,096.6	426.2	-6,075.9	2,578.4	-9,479.8						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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