

证券研究报告

公司研究

点评报告

陕西能源 (001286.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

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: xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

Q3 经营业绩符合预期，煤电一体进程再进一步

2024年10月28日

事件: 2024年10月28日，陕西能源发布2024年三季报。2024年Q1-3公司实现营业收入168.35亿元，同比增长18.60%；实现归母净利润24.97亿元，同比增长13.77%；扣非后净利润24.76亿元，同比增长12.33%。经营活动现金流量净额64.58亿元，同比增加11.85%；基本每股收益0.67元/股，同比增加4.69%。其中，单Q3公司实现营业收入62.60亿元，同比增加26.53%，环比增加26.87%；实现归母净利润9.57亿元，同比增加9.35%，环比增加72.80%；扣非后净利润9.30亿元，同比增加5.66%，环比增加66.88%。

点评:

- **煤炭板块: 生产经营基本平稳，省外产能成长有望。煤炭产销量方面，**2024年Q1-3公司原煤产量1763.4万吨，同比+2.36%；自产煤外销量566.85万吨，同比+46.15%。其中，单Q3原煤产量598.02万吨，同比+0.48%，环比+4.81%；自产煤外销量186.21万吨，同比21.32%，环比-16.70%。公司煤炭板块生产经营基本平稳。上半年园子沟东翼200万吨/年顺利投产，助力公司原煤产量同比持续攀升；7月清水川三期200万千瓦煤电正式投运，公司煤炭自给率持续攀升，煤炭外销量环比走低。此外，公司于9月公告竞得钱阳山煤矿800万吨/年采矿权，为期两年。我们预计公司有望在两年内完成矿产资源开发与恢复治理方案的编制和评审，并顺利完成项目核准和开工建设。这是继公司丈八煤矿400万吨/年，小壕兔二号井600万吨/年后又一待核准煤矿项目。公司煤炭产能增长有望扩张至陕西省外，实现持续增长。
- **电力板块: 清水川三期如期投产，煤电一体进程再进一步。**2024年Q3，受益于清水川三期电厂如期投产发电，公司电力板块业绩实现稳中有增。**电量方面**，公司电量同比高增。2024年Q1-3实现上网电量369.16亿千瓦时，同比+20.38%。其中单Q3上网电量148.12亿千瓦时，同比+39.28%，环比+53.68%。综合来看，清水川三期电厂于7月正式投产运营，作为“陕北-湖北”800kV特高压直流输电工程的配套电源点，我们认为其发电利用小时数有望维持高位。同时，清水川三期电厂投产也进一步加深公司煤电一体化进程。公司单Q3外销煤占原煤比例降至31.14%，较今年Q2环比降低8.04pct。我们预计随着公司后续在建及电厂持续投产，公司煤炭内销比例有望实现持续提升。
- **核心优势: 煤-电产能成长接续，灵活煤电一体协同发展。**公司在建煤矿及煤电产能体量可观，近三年产能接续投产落地。其中，煤矿在建赵石畔煤矿600万吨/年，我们预计2025年投产；煤电在建商洛二期132万千瓦、延安热电二期70万千瓦，信丰二期200万千瓦，合计402万

千瓦，公司预计均有望于 2026 年投产。另外公司仍在推进丈八煤矿、小壕兔二号煤矿、钱阳山煤矿、赵石畔二期电厂等煤炭煤电项目的核准与开工，“十五五”后期及“十六五”公司产能扩张有望持续。此外，公司煤炭销售包括煤矿配套坑口电厂、内部煤炭转运自有电厂、及对外部客户销售三种途径，其比例可根据煤价波动灵活调整，灵活煤电一体化经营模式有望实现公司整体收益的最大化。

- **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有望持续落地，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 30.05/34.81/40.22 亿元；EPS 分别为 0.80/0.93/1.07 元/股；对应 10 月 28 日收盘价的 PE 分别为 12.35/10.66/9.23 倍。假设公司维持 2023 年的分红比例 52.82%，我们预计 2024-2026 年公司分红有望维持在 15.87/18.39/21.24 亿元，对应 10 月 28 日收盘价的股息率分别为 4.28%/4.96%/5.73%。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性，目前仍处于低估状态，维持公司“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	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	3,481	4,022
同比(%)	512.6%	3.3%	17.6%	15.9%	15.5%
毛利率(%)	39.0%	40.0%	40.1%	43.1%	42.8%
ROE(%)	16.5%	11.0%	12.0%	12.3%	12.7%
EPS (摊薄)(元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.07
P/E	15.01	14.53	12.35	10.66	9.23
P/B	2.47	1.60	1.48	1.32	1.17
EV/EBITDA	2.98	6.34	6.95	6.52	5.60

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 10 月 28 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,438	8,988	8,498	8,865	16,966	
货币资金	3,464	5,748	5,123	5,286	12,819	
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	353	355	365	
非流动资产	49,891	54,052	65,466	77,018	83,862	
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	19,250	22,273	18,787	
资产总计	56,330	63,040	73,965	85,883	100,828	
流动负债	12,118	11,648	14,858	15,554	16,538	
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	6,884	6,975	7,374	
非流动负债	22,903	21,806	25,812	31,812	39,812	
长期借款	20,088	19,244	23,244	29,244	37,244	
其他	2,815	2,562	2,568	2,568	2,568	
负债合计	35,020	33,454	40,670	47,366	56,349	
少数股东权益	6,305	6,382	8,203	10,293	12,715	
归属母公司股东权益	15,004	23,205	25,091	28,225	31,764	
负债和股东权益	56,330	63,040	73,965	85,883	100,828	

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	3,481	4,022	
同比(%)	512.6%	3.3%	17.6%	15.9%	15.5%	
毛利率(%)	39.0%	40.0%	40.1%	43.1%	42.8%	
ROE%	16.5%	11.0%	12.0%	12.3%	12.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.07	
P/E	15.01	14.53	12.35	10.66	9.23	
P/B	2.47	1.60	1.48	1.32	1.17	
EV/EBITDA	2.98	6.34	6.95	6.52	5.60	

利润表		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	
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	908	1,120	
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	
营业利润	4,742	4,904	5,746	6,659	7,692	
营业外收支	-17	-12	0	0	0	
利润总额	4,726	4,892	5,746	6,659	7,692	
所得税	658	833	919	1,089	1,249	
净利润	4,067	4,059	4,827	5,571	6,444	
少数股东损益	1,593	1,503	1,822	2,089	2,422	
归属母公司净利润	2,474	2,556	3,005	3,481	4,022	
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	
经营活动现金流	8,903	7,133	8,578	9,672	12,051	
净利润	4,067	4,059	4,827	5,571	6,444	
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	27	-2	-2	
投资活动现金流	-4,415	-5,453	-14,136	-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	-823	0	0	
筹资活动现金流	-5,097	426	4,933	5,218	6,071	
吸收投资	254	6,919	44	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	-1,282	-1,629	
现金流净增加额	-608	2,107	-625	163	7,532	

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等工作，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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。