

陕西能源 (001286.SZ)

优于大市

电量、煤炭产量及价格下降影响 25Q1 业绩表现，静待煤电、煤炭项目投产

核心观点

电量及煤炭销量同比增加，营业收入及归母净利润实现较快增长。2024 年，公司实现营收 231.56 亿元 (+19.04%)，归母净利润 30.09 亿元 (+17.73%)，扣非归母净利润 29.80 亿元 (+17.94%)。公司营业收入和归母净利润增长的原因是：公司清水川能源电厂三期两台机组投入使用使得发电量增长，电力业务收入增加，2024 年公司发电量 530.43 亿千瓦时 (+19.74%)，上网电量 496.41 亿千瓦时 (+19.79%)，电力业务收入 176.67 亿元 (+19.62%)；同时，公司根据市场情况优化煤炭销售策略，煤炭外销量增加带动煤炭业务收入增长，2024 年公司自产煤外销量 803.88 万吨，煤炭业务收入 48.34 亿元 (+18.55%)。

电量、煤炭价格及产量同比下降，归母净利润下降。2025 年第一季度，公司实现营业收入 52.02 亿元 (-7.78%)，归母净利润 7.03 亿元 (-28.78%)，扣非归母净利润 6.99 亿元 (-29.33%)，公司营业收入及归母净利润同比下降的主要原因系发电量同比减少、煤炭价格同比下降及产量同比下降综合影响。2025 年第一季度，公司发电量 121.85 亿千瓦时 (-8.19%)，上网电量 114.02 亿千瓦时 (-8.54%)，煤炭产量 485.68 万吨 (-10.51%)。

煤炭、煤电项目建设稳步推进，促进未来业绩增长。公司推动赵石畔煤矿按期完成矿建任务，进入联合试运转阶段；信丰能源、商洛发电二期和延安热电二期建设稳步推进；争取赵石畔煤电二期早日开工建设，推进丈八矿井、钱阳山煤矿前期手续办理。目前，公司煤电在建项目 402 万千瓦，核准筹建项目 200 万千瓦，煤炭在建产能 600 万吨/年，2025 年公司计划完成固定资产投资 88.26 亿元，未来煤炭、电力在建项目投产后有望驱动公司业绩规模进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价下降；项目投运不及预期。

投资建议：由于电量下降、煤炭价格下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.0/33.3/37.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 30.8/34.5 亿元），分别同比增长-3.6%/14.8%/12.1%；EPS 分别为 0.77/0.89/1.00 元，当前股价对应 PE 为 11.8/10.2/9.1X。给予公司 2025 年 12-13xPE，公司合理市值为 348-377 亿元，对应 9.28-10.06 元/股合理价值，较目前股价有 2%-11%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,453	23,156	23,730	26,527	30,469
(+/-%)	-4.1%	19.0%	2.5%	11.8%	14.9%
净利润(百万元)	2556	3009	2901	3331	3736
(+/-%)	3.4%	17.7%	-3.6%	14.8%	12.1%
每股收益(元)	0.68	0.80	0.77	0.89	1.00
EBIT Margin	29.4%	25.5%	23.9%	24.2%	23.7%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	12.2%	11.1%	12.0%	12.6%
市盈率 (PE)	13.3	11.3	11.8	10.2	9.1
EV/EBITDA	8.6	8.2	7.5	7.1	6.5
市净率 (PB)	1.47	1.38	1.30	1.22	1.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

公用事业 · 电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
 liuhanxuan@guosen.com.cn cncuijiacheng@guosen.com.cn S0980524120001

联系人：崔佳诚 021-60375416

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	9.28 - 10.06 元
收盘价	8.82 元
总市值/流通市值	33075/9261 百万元
52 周最高价/最低价	12.63/8.55 元
近 3 个月日均成交额	150.04 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

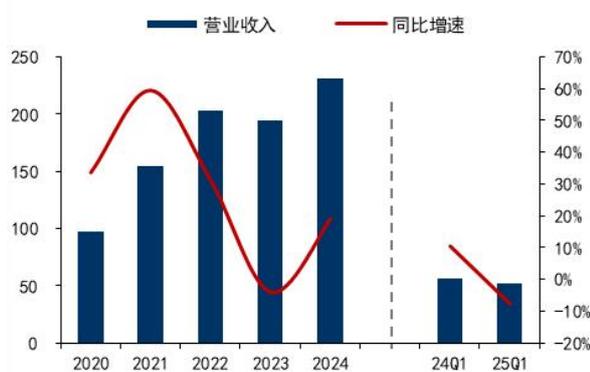
相关研究报告

《陕西能源 (001286.SZ) - 煤电一体化发展成本优势较强，产能增长空间大》——2025-01-24

电量及煤炭销量同比增加，营业收入及归母净利润实现较快增长。2024年，公司实现营收231.56亿元(+19.04%)，归母净利润30.09亿元(+17.73%)，扣非归母净利润29.80亿元(+17.94%)。公司营业收入和归母净利润增长的原因是：公司清水川能源电厂三期两台机组投入使用使得发电量增长，电力业务收入增加，2024年公司发电量530.43亿千瓦时(+19.74%)，上网电量496.41亿千瓦时(+19.79%)，电力业务收入176.67亿元(+19.62%)；同时，公司根据市场情况优化煤炭销售策略，煤炭外销量增加带动煤炭业务收入增长，2024年公司自产煤外销量803.88万吨，煤炭业务收入48.34亿元(+18.55%)。

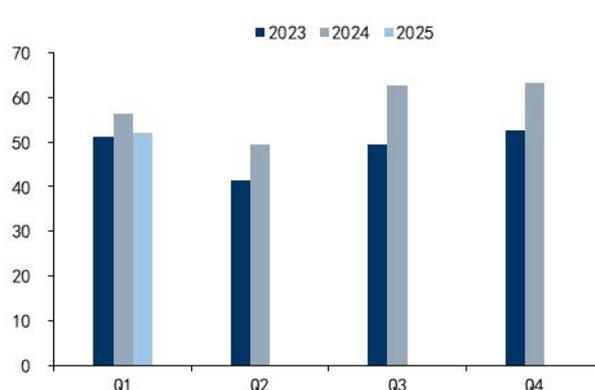
电量、煤炭价格及产量同比下降，归母净利润降幅较大。2025年第一季度，公司实现营业收入52.02亿元(-7.78%)，归母净利润7.03亿元(-28.78%)，扣非归母净利润6.99亿元(-29.33%)，公司营业收入及归母净利润同比下降的主要原因系发电量同比减少、煤炭价格同比下降及产量同比下降综合影响。2025年第一季度，公司发电量121.85亿千瓦时(-8.19%)，上网电量114.02亿千瓦时(-8.54%)，煤炭产量485.68万吨(-10.51%)。

图1: 陕西能源营业收入及增速 (单位: 亿元)



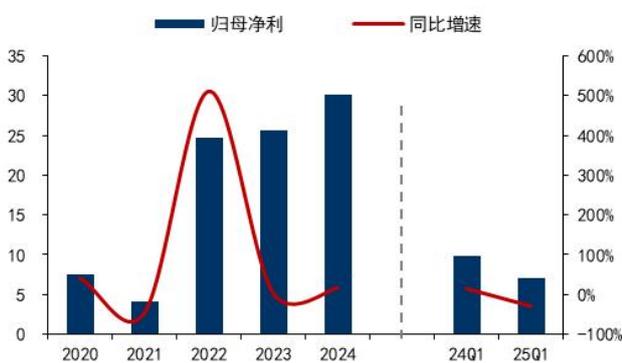
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 陕西能源单季营业收入 (单位: 亿元)



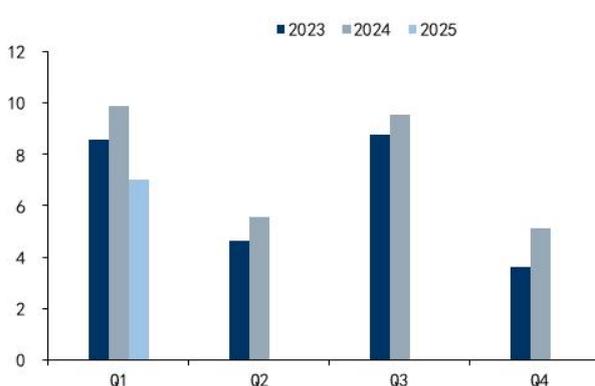
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 陕西能源归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 陕西能源单季归母净利润 (单位: 亿元)



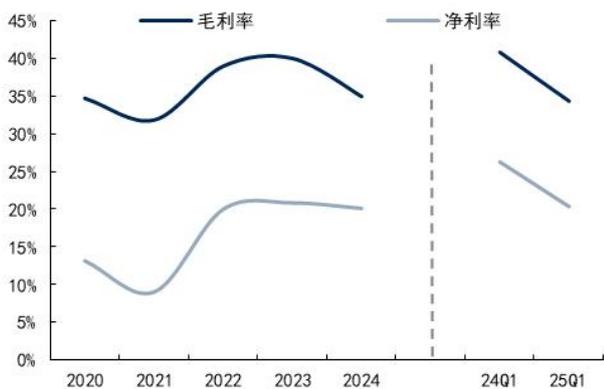
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率下降，费用率水平下降，净利率水平下行。2024年，公司毛利率为34.97%，同比减少5.08pct，公司毛利率下降主要系发电消耗燃煤的外购量占比增加以及

煤价下降影响。费用率方面，2024 年，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.31%、4.75%，财务费用率同比减少 1.11pct，管理费用率同比减少 1.04pct，费用率水平有所下降。同期内，受毛利率平下降影响，公司净利率同比减少 0.73pct 至 20.13%。

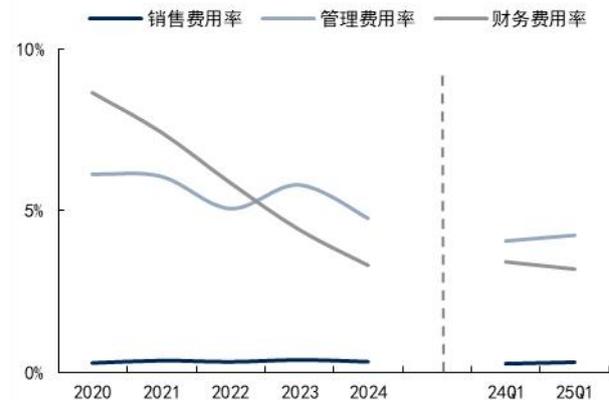
毛利率下降，费用率小幅下降，净利率水平下降。2025 年第一季度，公司毛利率为 34.34%，同比减少 6.52pct；费用率方面，2025 年第一季度，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.19%、4.22%，财务费用率同比减少 0.23pct，管理费用率同比增加 0.18pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率平下降影响，公司净利率同比减少 5.89pct 至 20.39%。

图5: 陕西能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

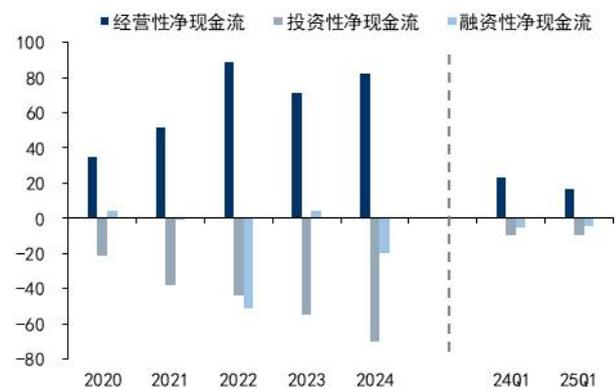
图6: 陕西能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

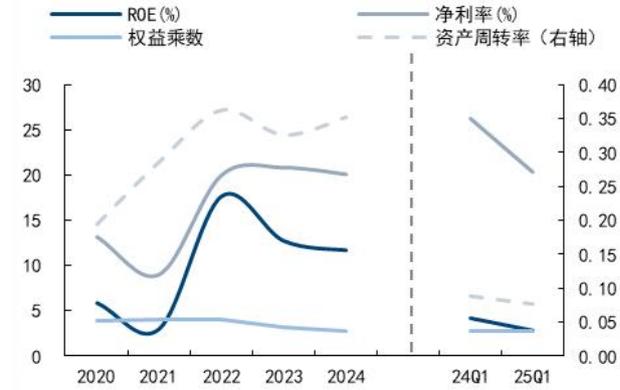
ROE 下降，经营性净现金流有所增长。2024 年，受于净利率下降影响，公司 ROE 下降，较 2023 年同期减少 1.03pct 至 11.66%。现金流方面，2024 年，公司经营性净现金流为 82.36 亿元，同比增长 15.46%，主要系清水川能源三期两台机组投运，并网发电量增加带来电力收入增加；投资性净现金流流出 70.20 亿元，同比有所增长，主要系新增陕投商洛电厂二期项目和信丰电厂二期项目的建设支出，以及购买甘肃环县钱阳山煤矿采矿权支出；融资性净现金流 105.24 亿元，同比下降 22.26%。

图7: 陕西能源现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 陕西能源 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤炭、煤电项目建设稳步推进，促进未来业绩增长。公司推动赵石畔煤矿按期完成矿建任务，进入联合试运转阶段；信丰能源、商洛发电二期和延安热电二期建设稳步推进；争取赵石畔煤电二期早日开工建设，推进丈八矿井、钱阳山煤矿前期手续办理。目前，公司煤电在建项目 402 万千瓦，核准筹建项目 200 万千瓦，煤炭在建产能 600 万吨/年，2025 年公司计划完成固定资产投资 88.26 亿元，未来煤炭、电力在建项目投产后有望驱动公司业绩规模进一步增长。

公司股东增持彰显未来发展信心，现金分红金额进一步增加。公司股东榆能汇森投资基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，计划以自有资金和金融机构增持专项贷款通过集中竞价方式增持公司股份，增持不设定价格区间，拟增持股份的金额 2.5-5.0 亿元。分红方面，2024 年公司派发现金红利 0.41 元/股，合计派发现金总额 15.38 亿元，同比增长 13.89%，占公司 2024 年度合并报表归母净利润的 51.10%，股利支付率维持较高水平。

投资建议：由于电量下降、煤炭价格下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.0/33.3/37.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 30.8/34.5 亿元），分别同比增长-3.6%/14.8%/12.1%；EPS 分别为 0.77/0.89/1.00 元，当前股价对应 PE 为 11.8/10.2/9.1X。给予公司 2025 年 12-13xPE，公司合理市值为 348-377 亿元，对应 9.28-10.06 元/股合理价值，较目前股价有 2%-11%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600011.SH	华能国际	7.19	1,129	0.65	0.76	0.81	0.85	11.1	9.5	8.9	8.5	7.4%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.66	831	0.55	0.42	0.47	0.51	8.5	11.1	9.9	9.1	17.5%	优于大市
600027.SH	华电国际	5.66	579	0.56	0.62	0.65	0.68	10.1	9.1	8.7	8.3	8.5%	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5748	5119	4777	5215	5037	营业收入	19453	23156	23730	26527	30469
应收款项	2056	2454	2839	3174	3646	营业成本	11663	15060	15648	17447	20294
存货净额	454	547	513	573	669	营业税金及附加	865	1004	1029	1167	1280
其他流动资产	727	897	919	1027	1180	销售费用	73	76	78	80	91
流动资产合计	8988	9016	9048	9990	10532	管理费用	1126	1100	1285	1397	1554
固定资产	38726	43110	48200	51918	55004	研发费用	10	23	24	22	29
无形资产及其他	7284	8443	9105	9767	10229	财务费用	860	767	733	711	794
投资性房地产	5754	5255	5255	5255	5255	投资收益	44	259	259	259	259
长期股权投资	2288	2391	2495	2599	2702	资产减值及公允价值变动	(19)	(27)	(27)	(27)	(27)
资产总计	63040	68215	74104	79529	83722	其他收入	14	(23)	(24)	(22)	(29)
短期借款及交易性金融负债	5097	7454	11740	15377	17801	营业利润	4904	5359	5165	5935	6658
应付款项	4510	5590	5419	6062	6169	营业外净收支	(12)	21	21	21	21
其他流动负债	2041	2316	2186	2444	2849	利润总额	4892	5380	5187	5957	6680
流动负债合计	11648	15360	19345	23883	26819	所得税费用	833	718	692	794	891
长期借款及应付债券	19244	18647	19647	19447	19447	少数股东损益	1503	1654	1594	1831	2053
其他长期负债	2562	2235	1908	1581	1254	归属于母公司净利润	2556	3009	2901	3331	3736
长期负债合计	21806	20881	21555	21028	20701	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33454	36242	40899	44911	47519	净利润	2556	3009	2901	3331	3736
少数股东权益	6382	7256	7037	6785	6502	资产减值准备	(8)	8	1	2	6
股东权益	23205	24717	26168	27833	29701	折旧摊销	2160	2730	4349	4783	5375
负债和股东权益总计	63040	68215	74104	79529	83722	公允价值变动损失	19	27	27	27	27
关键财务与估值指标						财务费用	860	767	733	711	794
每股收益	0.68	0.80	0.77	0.89	1.00	营运资本变动	671	861	(986)	72	(529)
每股红利	0.35	0.36	0.39	0.44	0.50	其它	(757)	(236)	(221)	(254)	(288)
每股净资产	6.19	6.59	6.98	7.42	7.92	经营活动现金流	4641	6399	6071	7962	8326
ROIC	8.58%	8.56%	8%	8%	9%	资本开支	0	(6905)	(10145)	(9193)	(8955)
ROE	11.01%	12%	11%	12%	13%	其它投资现金流	8	3	0	0	0
毛利率	40%	35%	34%	34%	33%	投资活动现金流	(693)	(7005)	(10249)	(9296)	(9059)
EBIT Margin	29%	25%	24%	24%	24%	权益性融资	0	575	0	0	0
EBITDA Margin	40%	37%	42%	42%	41%	负债净变化	(844)	(597)	1000	(200)	0
收入增长	-4%	19%	2%	12%	15%	支付股利、利息	(3856)	(3423)	(1450)	(1666)	(1868)
净利润增长率	3%	18%	-4%	15%	12%	其它融资现金流	7736	7442	4286	3637	2423
资产负债率	63%	64%	65%	65%	65%	融资活动现金流	(1663)	(23)	3836	1772	556
股息率	11.3%	10.0%	4.3%	4.9%	5.5%	现金净变动	2284	(629)	(342)	438	(178)
P/E	13.3	11.3	11.8	10.2	9.1	货币资金的期初余额	3464	5748	5119	4777	5215
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	5748	5119	4777	5215	5037
EV/EBITDA	8.6	8.2	7.5	7.1	6.5	企业自由现金流	0	1794	(1872)	1221	2148
						权益自由现金流	0	8639	2778	4043	3882

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032