

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

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

煤炭价跌叠加煤电量减拖累业绩，在建产能如期推进未来可期

2025 年 08 月 19 日

事件: 2025 年 8 月 19 日晚，陕西能源发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营业收入 98.62 亿元，同比-6.74%；实现归母净利润 13.34 亿元，同比-13.45%；扣非后归母净利润为 13.29 亿元，同比-14.02%；经营活动产生的现金流量为 38.95 亿元，同比-6.14%。单 Q2 公司实现营业收入 46.61 亿元，同比增长 20.22%，环比-10.40%；实现归母净利润 6.30 亿元，同比+13.90%，环比-10.32%。

点评:

- **煤炭板块: Q2 煤价下跌致使业绩承压, Q3 业绩有望随煤价修复改善。**
产量方面: 2025H1 公司煤炭产量 988.62 万吨，同比+6.53%；自产煤外销量 572.20 万吨，同比+50.34%。其中，单 Q2 煤炭产量 553.97 万吨，同比+25.24%，环比+27.45%；自产煤外销量 384.62 万吨，同比+72.05%，环比+104.97%。**价格方面,** 2025H1 煤炭销售均价 394.74 元/吨，同比-31.39%。**成本方面,** 2025H1 商品煤成本 177.71 元/吨，同比-13.16%。二季度煤价出现快速下跌，公司煤炭产板块提升产量、控制成本、增加外售等举措未能对冲价格下跌，上半年公司煤炭板块毛利同比-1.69 亿元，板块业绩有所承压。但自三季度以来，煤炭行业供需情况出现明显改善: **需求侧方面,** “迎峰度夏”以来全国气温逐步攀升，8 月 4 日-6 日，国家电网公司经营区用电负荷连续三天创历史新高，有力拉动煤电电量和煤炭消费量增长; **同时供给侧方面,** 7 月 10 日国家能源局印发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，对山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等 8 省(区)的煤矿开展生产情况核查工作。随着煤炭需求持续增长和核查超产工作不断推进，煤价有望在 Q3 因供需共同发力而实现环比大幅改善，板块业绩有望同步持续向好。
- **电力板块: 燃料成本下行未能对冲电量下滑，短期需求转好+中期容量电价提升有望缓解板块压力。**
电量方面, 2025H1 公司实现上网电量 204.82 亿千瓦时，同比-8.91%；其中单 Q2 上网电量 90.80 亿千瓦时，同比-9.37%，环比-20.36%。**电价方面,** 2025H1 实现平均上网电价 349.00 元/兆瓦时，同比-0.82%。**成本方面,** 公司度电成本 138.49 元/兆瓦时，同比-7.51%。上半年用电需求增速放缓叠加新能源抢装，挤压火电发电出力空间。公司电厂虽基本维持电价水平不变，同时受益于燃料成本下行，度电点火价差扩大，但仍无法对冲电量下滑幅度。上半年公司电力板块毛利同比-3.34 亿元。但自三季度“迎峰度夏”以来全国气温逐步攀升，同步带动煤电电量需求，Q3 煤电发电量环比或有明显改观;同时，2026 年全国各地或将按“1501”

号文要求提升煤电容量电价补偿水平，实现对煤电电量替代的合理对冲。公司电力板块业绩有望在短期和中期逐步实现转好。

- **产能增长：煤-电产能成长接续，省内省外多点开花。**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，公司预计其将 2025 年 9 月进入联合试运营；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，我们预计均有望于 2026 年投产。另外公司同步积极推进丈八煤矿（400 万吨/年）和钱阳山煤矿（600 万吨/年）的前期工作。我们预计 2026 年现有在建煤矿煤电项目投运后，公司产能成长有望持续；并且公司有望实现立足陕西省内，面向全国扩张，实现长足发展。
- **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。由于公司吨煤售价及上网电量超预期下行，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.73/33.00/36.59 亿元；对应 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 12.99/10.52/9.49 倍。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性，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；煤价大幅下行风险；在建及规划项目进展不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,453	23,156	20,686	23,416	26,300
同比(%)	-4.1%	19.0%	-10.7%	13.2%	12.3%
归属母公司净利润	2,556	3,009	2,673	3,300	3,659
同比(%)	3.3%	17.7%	-11.1%	23.4%	10.9%
毛利率(%)	40.0%	35.0%	36.2%	37.8%	37.5%
ROE(%)	11.0%	12.2%	10.2%	11.3%	11.3%
EPS（摊薄）（元）	0.68	0.80	0.71	0.88	0.98
P/E	13.59	11.54	12.99	10.52	9.49
P/B	1.50	1.40	1.33	1.19	1.07
EV/EBITDA	6.34	6.37	6.59	6.08	5.44

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 19 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,988	9,016	10,237	4,286	5,622
货币资金	5,748	5,119	6,699	367	1,263
应收票据	10	10	9	10	12
应收账款	2,008	2,393	2,137	2,419	2,717
预付账款	420	351	364	381	437
存货	454	547	491	537	608
其他	348	597	537	571	585
非流动资产	54,052	59,199	62,531	75,090	80,831
长期股权投资	2,288	2,391	2,746	3,185	3,511
固定资产(合计)	29,313	37,570	39,448	51,481	59,970
无形资产	7,284	8,443	8,934	9,547	10,302
其他	15,168	10,795	11,403	10,876	7,048
资产总计	63,040	68,215	72,768	79,376	86,452
流动负债	11,648	15,360	15,835	17,032	18,542
短期借款	2,179	2,951	4,451	4,951	5,451
应付票据	6	40	26	32	35
应付账款	4,504	5,550	4,945	5,425	6,131
其他	4,959	6,819	6,414	6,624	6,925
非流动负债	21,806	20,881	22,045	22,645	22,945
长期借款	19,244	18,647	19,447	20,047	20,347
其他	2,562	2,235	2,599	2,599	2,599
负债合计	33,454	36,242	37,881	39,678	41,487
少数股东权益	6,382	7,256	8,759	10,600	12,647
归属母公司股东权益	23,205	24,717	26,128	29,098	32,318
负债和股东权益	63,040	68,215	72,768	79,376	86,452

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,453	23,156	20,686	23,416	26,300
同比(%)	-4.1%	19.0%	-10.7%	13.2%	12.3%
归属母公司净利润	2,556	3,009	2,673	3,300	3,659
同比(%)	3.3%	17.7%	-11.1%	23.4%	10.9%
毛利率(%)	40.0%	35.0%	36.2%	37.8%	37.5%
ROE%	11.0%	12.2%	10.2%	11.3%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.68	0.80	0.71	0.88	0.98
P/E	13.59	11.54	12.99	10.52	9.49
P/B	1.50	1.40	1.33	1.19	1.07
EV/EBITDA	6.34	6.37	6.59	6.08	5.44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,453	23,156	20,686	23,416	26,300
营业成本	11,663	15,060	13,207	14,566	16,433
营业税金及附加	865	1,004	905	1,021	1,148
销售费用	73	76	71	79	89
管理费用	1,126	1,100	1,054	1,166	1,320
研发费用	10	23	17	21	23
财务费用	860	767	646	679	734
减值损失合计	-19	-27	-8	-8	-13
投资净收益	44	259	80	80	80
其他	23	0	30	32	37
营业利润	4,904	5,359	4,889	5,989	6,657
营业外收支	-12	21	0	0	0
利润总额	4,892	5,380	4,889	5,989	6,657
所得税	833	718	712	848	952
净利润	4,059	4,662	4,177	5,141	5,706
少数股东损益	1,503	1,654	1,503	1,841	2,047
归属母公司净利润	2,556	3,009	2,673	3,300	3,659
EBITDA	8,156	8,865	8,633	10,584	11,792
EPS(当年)(元)	0.73	0.80	0.71	0.88	0.98

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,133	8,236	7,464	10,014	11,344
净利润	4,059	4,662	4,177	5,141	5,706
折旧摊销	2,419	2,975	3,099	3,916	4,400
财务费用	906	805	671	712	736
投资损失	-44	-259	-80	-80	-80
营运资金变动	-286	-47	-456	317	569
其它	79	101	53	8	13
投资活动现金流	-5,453	-7,020	-6,416	-16,403	-10,074
资本支出	-4,595	-7,028	-5,867	-16,048	-9,828
长期投资	-886	-36	-274	-355	-245
其他	29	43	-275	0	0
筹资活动现金流	426	-2,010	531	58	-375
吸收投资	6,919	575	17	0	0
借款	-1,168	175	2,300	1,100	800
支付利息或股息	-3,856	-3,423	-2,209	-1,042	-1,175
现金流净增加额	2,107	-794	1,580	-6,332	895

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，现任信达证券研发中心负责人，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，从事煤矿生产安全管理、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。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

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。

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。