

陕西能源 (001286.SZ)

成长性煤电一体化企业，兼具分红潜力

投资要点：

➤ 背靠陕投集团，大型煤电一体化龙头企业

公司依托陕西及西北煤炭资源优势，实施煤电一体化战略，并开展热电联产及综合利用业务。分业务板块看，电力、煤炭业务为主，热力业务为辅，2024 年电力、煤炭、热力收入分别为 76%/21%/2%，毛利润占比分别为 65%/35%/-1%。

➤ 煤炭业务：优质煤矿资源，具备长期产能注入空间

公司煤炭产品主要为动力煤和化工用煤，内部电厂消耗和外部销售双线并行，根据煤价变化灵活调配，以实现利润最大化。

2024 年公司核定煤炭产能为 3000 万吨/年，其中在产 2400 万吨/年、在建 600 万吨/年，另有 1000 万吨/年产能处于前期筹建阶段。若建设进展顺利，短期在产产能将提升至 3000 万吨/年（600 万吨/年赵石畔煤矿预期 2026 年 4 月投产），远期公司产能或将上升至 4600 万吨/年，贡献产销量增量。

➤ 电力业务：产能集中投放在即，煤电一体化持续推进

2024 年公司已核准煤电装机规模 1725 万千瓦时，其中，在役 1123 万千瓦时、在建 402 万千瓦时、核准筹建 200 万千瓦时，在建的三个电厂共计 402 万千瓦时预期在 2026-2027 年集中释放产能。

整体看，公司电力装机和煤炭生产可实现总量平衡，煤电一体化及坑口电站装机占比达 61.57%，成本优势突出。公司 42.43%的煤电机组为“西电东送”配套项目，支撑电量成长，成本和发电利用小时数有较强保障。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 -13.1%、+15.7%、+15.1%，归母净利润增速分别为 -10.3%、+15.6%、+15.7%，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.83 元、0.96 元。

我们认为陕西能源是优秀的“煤-电-热”全产业链龙头企业，对比普通火电企业，煤电一体化优势使得其具备较强的盈利预期稳定性；对比煤炭企业，在煤价下行期可以抵御煤价波动带来的业绩下滑；对比其他煤电一体化企业，内部消化+外售煤炭可调节性更强，产能长短期增长可预见，分红稳定较高水平且具备提升潜力。参考可比公司 2025 年平均 PE 为 12.3，我们给予一定估值溢价，给予 25 年 16 倍 PE，对应目标价 11.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

政策变动；宏观经济波动；产能建设不及预期；突发事件

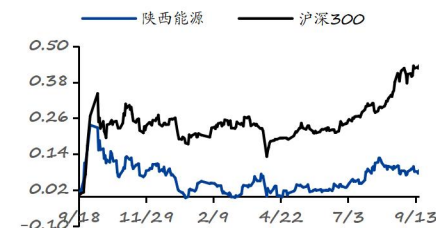
买入（首次评级）

目标价格：11.52 元

基本数据

日期	2025-09-17
收盘价:	9.18 元
总股本/流通股本(百万股)	3,750.00/1,050.00
流通 A 股市值(百万元)	9,639.00
每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	53.35
一年内最高/最低价(元)	11.99/8.55

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理： 杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19,453	23,156	20,119	23,273	26,780
增长率	-4%	19%	-13%	16%	15%
净利润（百万元）	2,556	3,009	2,700	3,120	3,610
增长率	3%	18%	-10%	16%	16%
EPS（元/股）	0.68	0.80	0.72	0.83	0.96
市盈率（P/E）	13.5	11.4	12.8	11.0	9.5
市净率（P/B）	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 背靠陕投集团，大型煤电一体化龙头企业	4
1.1 陕西煤炭资源电力转化龙头企业	4
1.2 电力和煤炭生产为主业	5
2 煤炭业务：优质煤矿资源，具备长期产能注入空间	7
2.1 煤炭资源丰富，内生外延推动产能增长	7
2.2 业绩表现：产能增长推动业绩上涨，自用外售灵活调整	9
3 电力业务：产能集中投放在即，煤电一体化程度行业领先	13
3.1 短期装机增量可见，煤电一体化优势亮眼	13
3.2 省内消纳+西电东送双线发展	16
3.3 业绩表现：装机规模增长+电力政策推行，保障盈利水平	16
4 热电联产，建设完整产业链	19
5 充沛现金流支撑高分红	21
6 盈利预测与投资建议	21
6.1 盈利预测	21
6.2 投资建议	24
7 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构（截至 25H1）	5
图表 3：营业收入（亿元）、YOY	5
图表 4：归母净利润（亿元）、YOY	5
图表 5：各板块营业收入（亿元）	6
图表 6：各板块毛利润（亿元）	6
图表 7：各板块毛利率	6
图表 8：期间费用率	6
图表 9：公司产能情况（万吨/年）	7
图表 10：公司矿井信息汇总	1
图表 11：在建筹建煤矿总投资及进度	8
图表 12：煤炭业务营收（亿元）、YOY、毛利率	9
图表 13：吨煤成本（元/吨）、YOY	9
图表 14：煤炭成本构成（亿元）	10
图表 15：原煤产量（万吨）、YOY	10
图表 16：在产矿井产量（万吨）、总产能利用率	10
图表 17：自产煤对外销量（万吨）、YOY、占总原煤产量比	12
图表 18：陕能与秦皇岛 Q5500 动力煤价格对比	12
图表 19：行业自产煤吨煤售价对比（元/吨）	12
图表 20：行业商品煤吨煤成本对比（元/吨）	12
图表 21：行业商品煤吨煤毛利对比（元/吨）	12
图表 22：公司装机规模（万千瓦时）	13
图表 23：公司电厂投产时间线	14
图表 24：公司电厂情况汇总	14
图表 25：煤炭一体化表现	15
图表 26：电力业务营收（亿元）、YOY	16
图表 27：电力业务毛利润（亿元）、YOY、毛利率	16
图表 28：发电量、上网电量变动（亿千瓦时）	17
图表 29：平均上网电价（元/千瓦时）、YOY	18
图表 30：电力业务成本构成（亿元）	18
图表 31：可比火电企业电力业务毛利率	18
图表 32：火电企业度电售价对比（元/千瓦时）	19

图表 33:	火电企业度电成本对比 (元/千瓦时)	19
图表 34:	火电企业度电毛利对比 (元/千瓦时)	19
图表 35:	热力业务营收 (亿元)、YOY、毛利率	20
图表 36:	经营性现金流净额 (亿元)、YOY	21
图表 37:	现金分红总额 (亿元)、分红率、股息率	21
图表 38:	煤炭业务业绩预测	22
图表 39:	电力业务业绩预测	23
图表 40:	盈利预测	23
图表 41:	可比公司估值表 (截至 2025 年 9 月 17 日)	24
图表 42:	财务预测摘要	26

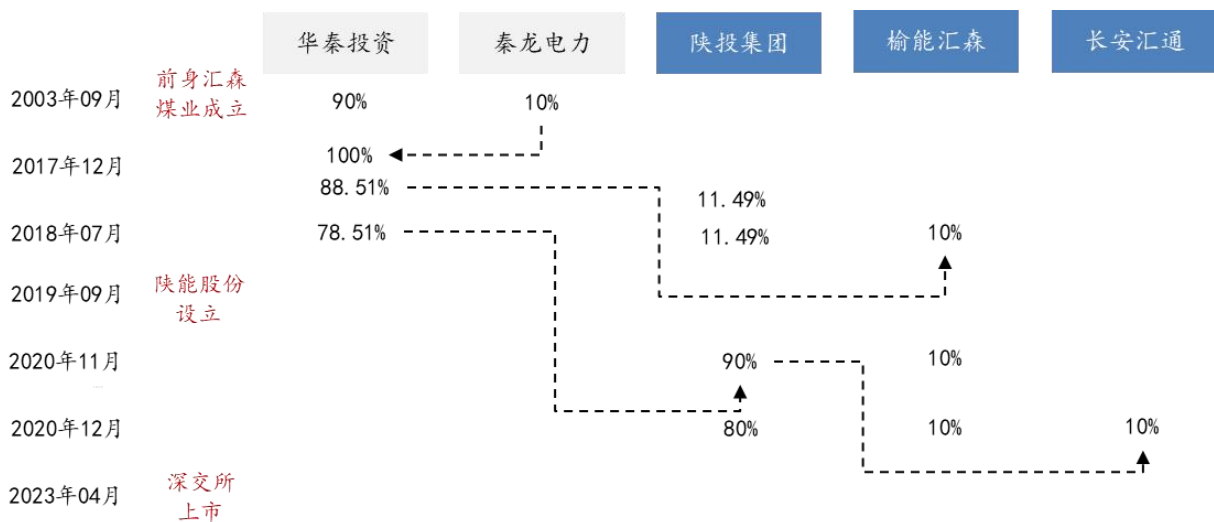
1 背靠陕投集团，大型煤电一体化龙头企业

1.1 陕西煤炭资源电力转化龙头企业

陕西能源（001286.SZ，以下简称公司）为陕西投资集团有限公司（以下简称陕投集团）控股的大型煤电一体化企业，是陕投集团煤电产业的专业化子集团。

公司前身“汇森煤业”成立于2003年9月，由华秦投资与秦龙电力发起设立，之后经多次增资和股权转让，2019年9月变更为股份有限公司。2020年，华秦投资将其持有的78.51%股份无偿划转至陕投集团，陕投集团将其持有的10%股份转让给长安汇通后，陕投集团、榆能汇森、长安汇通分别持有公司80%、10%、10%股权。2023年4月，公司于深交所主板上市，是我国主板全面注册制首批上市企业。

图表 1：公司发展历程



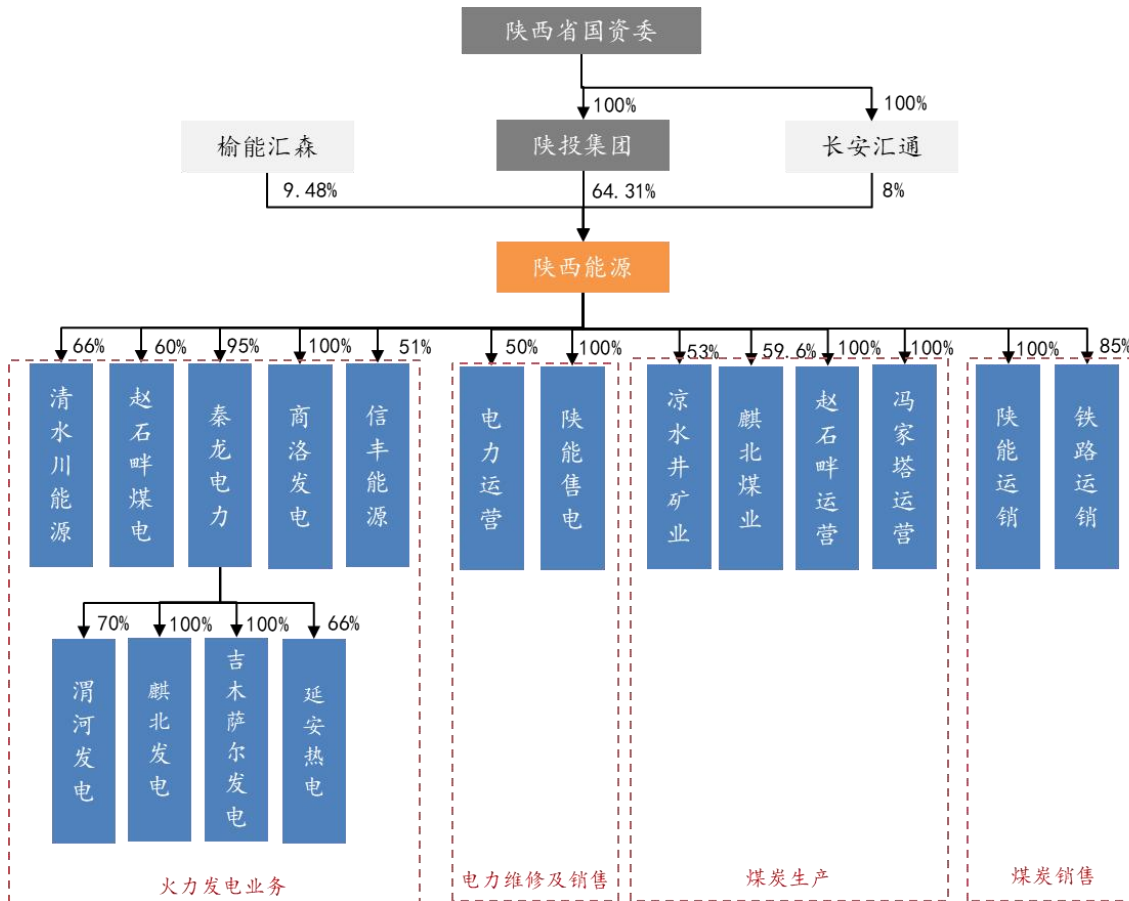
数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

陕西省国资委为公司实际控制人，陕投集团为控股股东，截至2025H1持有公司64.31%股权，榆能汇森、长安汇通分别持有9.48%、8%股权。

主要股东增持。2025年3月榆能汇森计划自公告之日起6个月内增持股份的金额不低于人民币2.5亿元，不超过人民币5亿元。2025年3月12日-2025年6月5日，榆能汇森已累计增持公司股份55,349,051股，占公司总股本1.4760%，增持金额498,996,495.41元。

公司主营业务为火力发电、煤炭生产和销售。依托陕西及西北煤炭资源优势，公司致力于煤炭清洁高效绿色开采，实施煤电一体化战略，并开展热电联产及综合利用业务。1）通过下属清水川能源、赵石畔煤电、商洛发电、渭河发电、麟北发电、吉木萨尔发电开展电力业务。其中，清水川能源、赵石畔煤电、麟北发电、吉木萨尔发电为坑口电站；商洛发电、麟北发电、渭河发电所属机组为热电联产机组。2）通过下属凉水井矿业、麟北煤业、赵石畔运营、冯家塔运营开展煤炭开采业务；通过陕能运销、铁路运销开展煤炭销售业务。

图表 2: 公司股权结构 (截至 25H1)



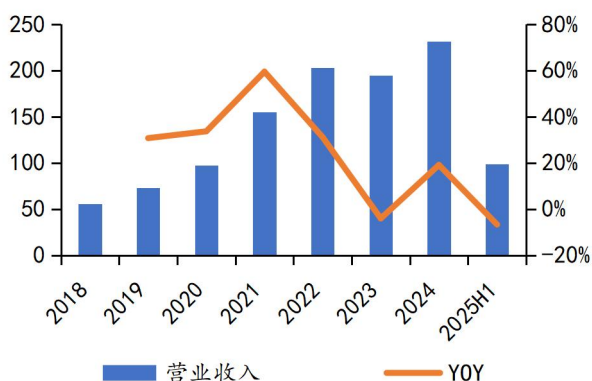
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

1.2 电力和煤炭生产为主业

2024 年公司实现营收 231.6 亿元, 同比+19.0%; 毛利润 81.0 亿元, 同比+3.9%, 毛利率 35.0%, 同比-5.1pct; 归母净利润 30.1 亿元, 同比+17.7%, 归母净利率 13.0%, 同比-0.1pct。

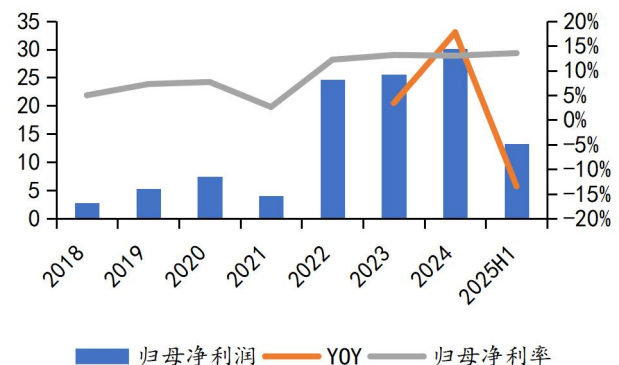
2025H1 公司实现营收 98.6 亿元, 同比-6.7%; 毛利润 35.8 亿元, 同比-12.4%, 毛利率 36.3%, 同比-2.4pct; 归母净利润 13.3 亿元, 同比-13.5%, 归母净利率 13.5%, 同比-1.0pct。

图表 3: 营业收入 (亿元)、YOY



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 归母净利润 (亿元)、YOY

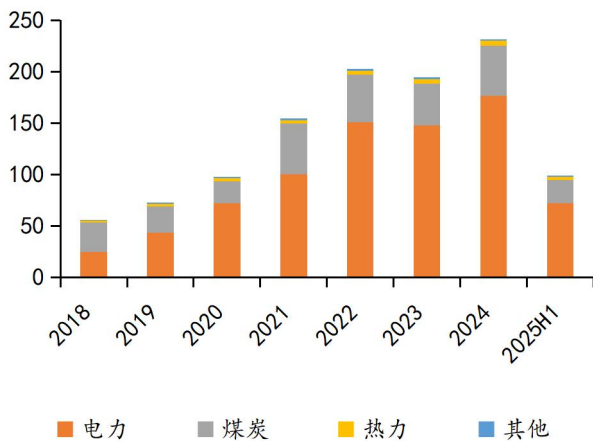


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

分业务板块看，电力、煤炭业务为主，热力业务为辅。2024 年电力、煤炭、热力收入分别为 176.7/48.4/4.9 亿元，同比分别+19.6%/+18.5%/+20.5%，占比分别为 76%/21%/2%；毛利润分别为 52.8/28.6/-0.8 亿元，同比分别+2.5%/+10.0%/-495.3%，占比分别为 65%/35%/-1%。

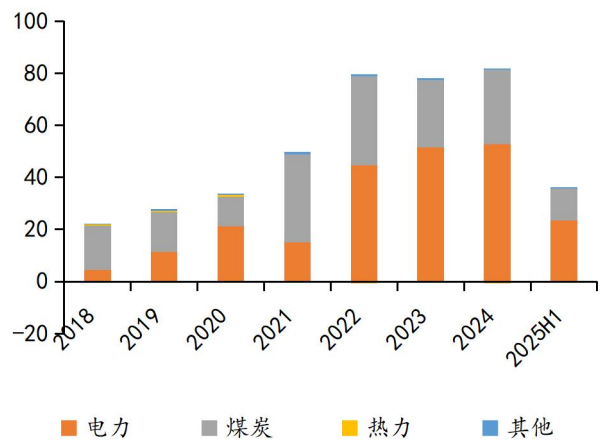
2025H1 电力、煤炭、热力收入分别为 72.4/22.6/3.1 亿元，同比分别-9.7%/+3.1%/+6.8%，占比分别为 73%/23%/3%；毛利润分别为 23.4/12.4/-0.2 亿元，同比分别-12.5%/-12.0%/-，占比分别为 65%/35%/0%。

图表 5: 各板块营业收入 (亿元)



数据来源公司公告，华福证券研究所

图表 6: 各板块毛利润 (亿元)

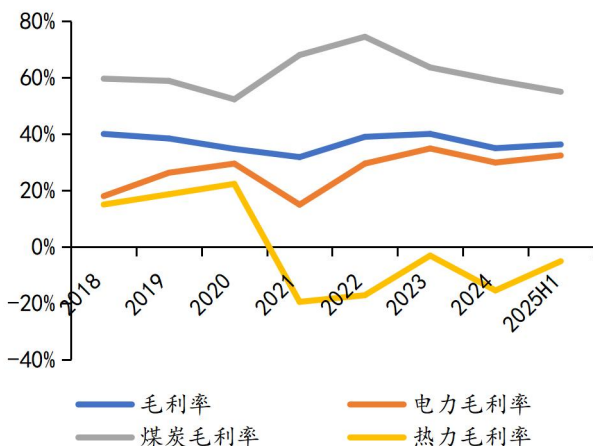


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2024 年毛利率有所下滑，其中电力、煤炭毛利率分别为 30%、59%，同比分别-5.0pct、-4.6pct，热力业务毛利率进一步降低至-15.5%。毛利率下跌主要系外购煤用量增加，而内部煤炭供给减少，直接推高采购成本；25H1 毛利率上升至 36.3%。

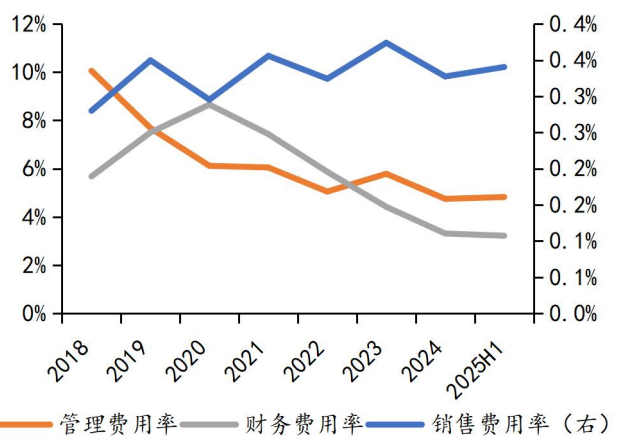
期间费用管控良好，销售费用率、管理费用率、财务费用率呈下降趋势。销售费用率、管理费用率、财务费用率 2024 年分别为 0.3%/4.7%/3.3%，同比分别-0.05pct/-1.0pct/-1.1pct; 2025H1 分别为 0.3%/4.8%/3.2%，同比分别+0.1pct/+0.1%/-0.4%。

图表 7: 各板块毛利率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 8: 期间费用率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

2 煤炭业务：优质煤矿资源，具备长期产能注入空间

2.1 煤炭资源丰富，内生外延推动产能增长

公司煤炭产品主要为动力煤和化工用煤，以长焰煤、不粘煤为主，具有低硫、低灰、低磷、高发热量等特点。产品主要由陕能运销负责销售，主要销往西北、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。**截至 2025H1，公司下属煤矿拥有煤炭保有资源量合计约 51.84 亿吨，同比增长 10.2 亿吨，为收购的钱阳山煤矿资源量。**

2025H1 公司核定煤炭产能为 3000 万吨/年，在省属企业中位列第二，其中在产 2400 万吨/年、在建 600 万吨/年，另有 1000 万吨/年产能处于前期筹建阶段；2024 年度在产产能增加 200 万吨/年，为园子沟煤矿东翼投产，筹建产能增加 600 万吨/年，为收购钱阳山煤矿。

图表 9：公司产能情况（万吨/年）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
已投产产能	1400	2000	2000	2200	2200	2400	2400
冯家塔煤矿	600	600	600	800	800	800	800
凉水井煤矿	800	800	800	800	800	800	800
园子沟煤矿	-	600	600	600	600	800	800
在建产能	800	200	800	800	800	600	600
园子沟煤矿	800	200	200	200	200		
赵石畔煤矿			600	600	600	600	600
筹建产能	1000	1000	400	400	400	1000	1000
赵石畔煤矿	600	600					
丈八煤矿	400	400	400	400	400	400	400
钱阳山煤矿						600	600
待注入产能		600	600	600	600	600	600
小壕兔煤矿		600	600	600	600	600	600

数据来源：公司公告、公司官网、投资者互动平台、自然资源部，华福证券研究所

截至 2024 年，公司下属在产矿井有 3 座，分别为凉水井煤矿、冯家塔煤矿和园子沟煤矿，产能均为 800 万吨/年，合计产能 2400 万吨/年、权益产能 1429 万吨/年；其中，园子沟煤矿东翼的 200 万吨/年产能于 2024 年 2 月投产。凉水井和园子沟煤矿是公司煤炭外销的主要来源，冯家塔煤矿为清水川能源煤电一体化项目配套煤矿，开采出的原煤洗选后直接送至清水川电厂，全部自用。截至 2025Q1，公司在产煤矿保有储量合计 11.2 亿吨，按 2400 万吨/年在产产能计算，可采年限高达 47 年。其中，凉水井煤矿、冯家塔煤矿和园子沟煤矿可采年限分别为 34、31、74 年。****

公司在建矿井 1 座，为赵石畔煤矿，产能 600 万吨/年、权益产能 360 万吨/年，为赵石畔电厂配套煤矿。赵石畔矿井井田位于国家大型煤炭基地-陕北侏罗纪煤田榆横矿区南区，煤质优良，地质构造单一，为大型整装煤田，开采条件优越，项目于 2021 年 7 月 16 日正式开工建设，计划 2025 年 9 月开始联合试运转、2026 年 4 月正

式投产，矿井设计生产能力争取调整规划至 800 万吨/年。截至 2025 年 3 月末，赵石畔煤矿 87.22 亿元的总投资已完成 68.43 亿元，进展 78%。

公司筹建矿井 2 座，分别为丈八煤矿、钱阳山煤矿，产能分别为 400 万吨/年、600 万吨/年，权益产能分别为 238 万吨/年、600 万吨/年，总投资分别为 31.46、97.85 亿元，目前均处于开展项目前期工作阶段，甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权为公司于 2024 年 5 月 24 日以 3735 万元成功竞得。除此之外，陕投集团另有 600 万吨/年小壕兔煤矿正在办理前期手续，集团承诺达到项目启动开工建设条件时注入上市公司。截至 2025 年 3 月末公司在建及拟建矿井项目总投资规模为 216.53 亿元，具备成长性。

若以上产能建设进展顺利，远期公司产能或将上升至 4600 万吨/年，短期（2026 年）在产产能将提升至 3000 万吨/年，贡献产量增量。

图表 10：公司矿井信息汇总

	矿井	所属公司	持股比例	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)	可采 年限	取得 方式	进展
在产	凉水井煤矿	凉水井矿业	53%	800	424	2.72	34	自建	
	冯家塔煤矿	清水川能源	66%	800	528	2.51	31	自建	
	园子沟煤矿	麟北煤业	59.6%	800	477	5.94	74	自建	西翼 600 万吨/年项目已于 2020 年 11 月正式投产，东翼 200 万吨/年 2024 年 2 月投产。
在建	赵石畔煤矿	赵石畔煤电	60%	600	360	2.65	44	自建	2021 年 7 月 16 日正式开工建设，计划 2025 年 9 月开始联合试运转、2026 年 4 月正式投产。
筹建	丈八煤矿	麟北煤业	59.6%	400	238			自建	正在开展项目前期工作，计划于 2025 年底前开工建设，于 2029 年 4 月底建设完成。
	钱阳山煤矿	陕能庆阳能源	100%	600	600			收购	2024 年 5 月 24 日以 3735 万元成功竞得甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权。
待注入	小壕兔煤矿	陕投集团	-	600	-			注入	前期手续办理，达到项目启动开工建设条件时注入上市公司。

数据来源：公司公告、公司官网、投资者互动平台、自然资源部，华福证券研究所

图表 11：在建筹建煤矿总投资及进度

	总投资（亿元）	已投资（亿元）			
		截至 25Q1	截至 24Q1	截至 23Q1	截至 22Q1
园子沟煤矿	75.32	/	68.16	67.75	64.2
赵石畔煤矿	87.22	68.43	40.73	21.76	20.54
丈八煤矿	31.46				
钱阳山煤矿	97.85	0.02			
合计		216.53			

数据来源：公司公告，华福证券研究所



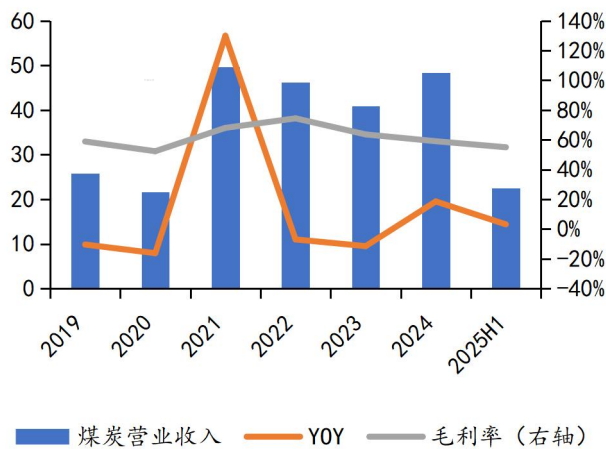
2.2 业绩表现：产能增长推动业绩上涨，自用外售灵活调整

2018-2024 年煤炭业务营业收入从 28.8 亿元增长至 48.4 亿元，其中，2021 年，煤炭产量提高叠加煤价大幅上涨，营业收入大幅增长至 49.6 亿元，同比+130.0%；2024 年煤炭业务营收 48.4 亿元，同比+18.5%，主要系公司根据市场情况优化煤炭销售策略使得煤炭外销量增加；2025H1 煤炭业务营收 22.6 亿元，同比+3.1%。

公司煤炭业务成本主要包括直接材料、直接人工和制造费用，2024 年占比分别为 12%、32%、56%，同比分别+16.2%、+34.8%、+36.9%，成本增长主要系销量增长带来的人工和制造费用上涨。2020-2025H1 吨煤成本分别为 159/232/184/259/247/178 元/吨，同比分别+14.7%/+45.4%/-20.8%/+41.0%/-4.6%/-13.2%。2020 年以来公司下属煤矿的外包业务减少、正式员工增加，直接人工成本占比呈上升趋势。

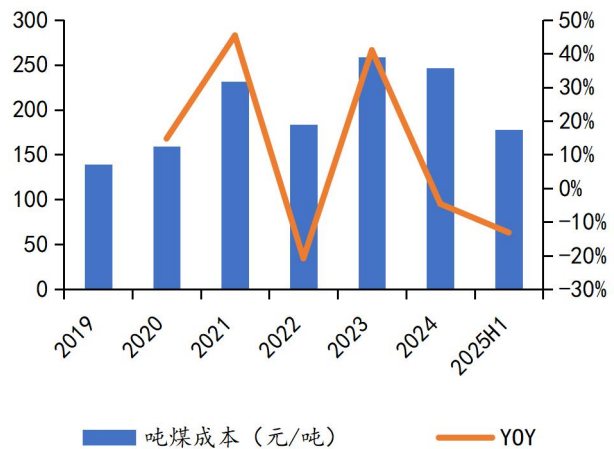
2020-2025H1 煤炭业务毛利率同比分别 -6.5pct/+15.7pct/+6.4pct/-10.8pct/-4.6pct/-9.5pct；吨煤毛利分别为 175/493/534/452/356/217 元/吨，同比分别 -12.0%/+181.9%/+8.3%/-15.3%/-21.4%/-41.5%。

图表 12：煤炭业务营收（亿元）、YOY、毛利率



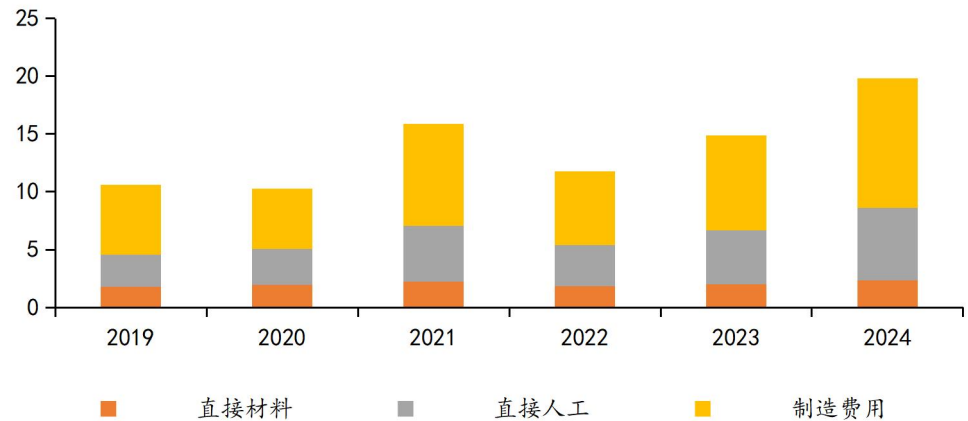
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13：吨煤成本（元/吨）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 14: 煤炭成本构成 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

拆分看营收影响因素:

(1) 产量: 随产能增长

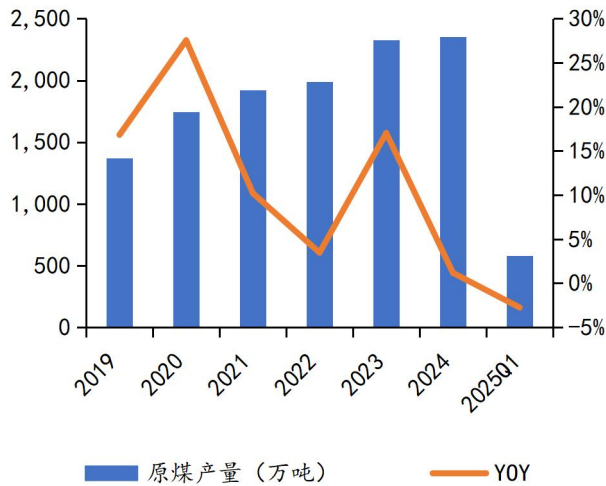
复盘公司历史煤炭产量, 2019-2025Q1 公司原煤产量分别为 1368/1745/1923/1990/2329/2356/578 万吨, 同比分别+16.8%/+27.5%/+10.2%/+3.5%/+17.0%/+1.2%/-2.8%, 加权产能利用率分别为 98%/116%/96%/93%/106%/100%/96%。2020 年煤炭产量大幅增长主要系园子沟煤矿投产, 当年贡献产量 339 万吨, 2022 年冯家塔煤矿产能从 600 万吨/年核增至 800 万吨/年, 带动产量增长。

随着园子沟煤矿产能逐步释放、冯家塔煤矿扩产达产和在建项目工程煤产出, 公司 2024 年原煤产量保持增长, 产能利用率接近 100%。25Q1 原煤产量 578 万吨, 同比-2.8%, 产能利用率 96%, 煤炭产量 (2025 年新口径, 指经洗选后商品煤+未经洗选直接由所属电厂消纳原煤) 435 万吨, 同比-10.5%, 主要系冯家塔洗选率降低。

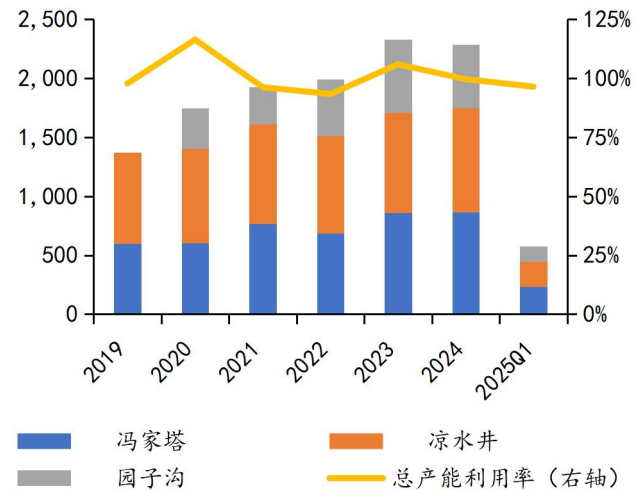
分煤矿看, 公司在产煤矿冯家塔、凉水井、园子沟 2024 年原煤产量分别为 866/879/540 万吨, 25Q1 原煤产量分别为 232/211/135 万吨。2024 年园子沟矿产量明显下滑主要因为园子沟煤矿高瓦斯埋藏较深地质条件复杂, 故开采成本相对较高, 加之 2024 年以来煤价同比下跌, 开采利润空间会有所压缩, 故产量同比下降。

图表 15: 原煤产量 (万吨)、YOY

图表 16: 在产矿井产量 (万吨)、总产能利用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：产能利用率使用加权已投产产能计算）

（2）销量：外销+自用动态匹配

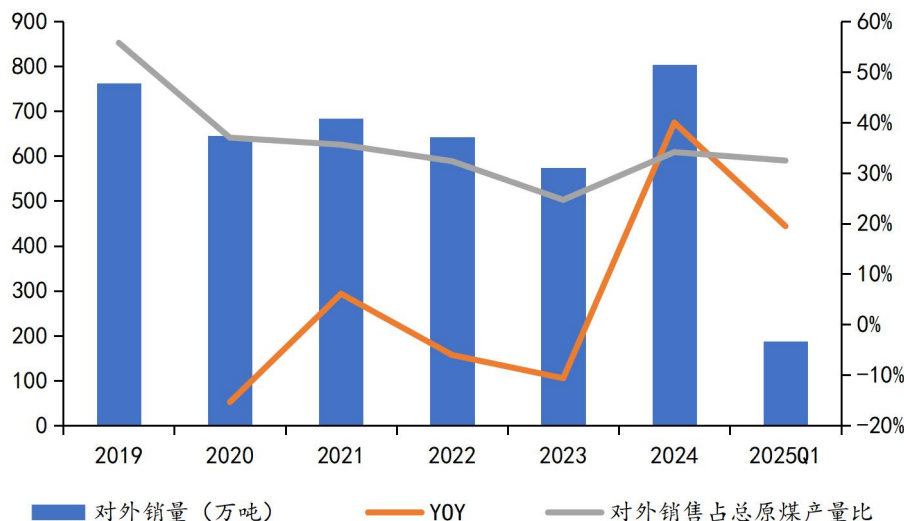
自用为主，部分对外销售。公司煤、电产能总量匹配，但地区结构上尚有差异，主要客户范围包括省内外煤炭产业链下游各行业，煤炭产品需求广，客户群体集中度不高。电厂确定合适的煤源受煤价、热值、运输距离等多种因素影响，公司会根据市场情况、运输成本，动态匹配调整煤炭自用量和外销量，以实现利润最大化。

2020-25Q1 公司自产煤对外销量分别为 646/685/643/574/804/188 万吨，同比分别 -15.4%/+6.1%/-6.1%/-10.7%/+40.0%/+19.5%，占总原煤产量比分别为 37%/36%/32%/25%/34%/32%。2024 年外销量增长主要系公司根据市场情况优化煤炭销售策略，25Q1 延续趋势。

分煤矿看：1）冯家塔煤矿：全部自用，为清水川能源煤电一体化项目配套煤矿，开采出的原煤洗选后，接送至清水川电厂。2）凉水井煤矿：全部外销，是公司外销煤炭的主要来源。3）园子沟煤矿：部分自用，部分煤种热值较高，更适合外售，而不是作为动力煤使用。



图表 17: 自产煤对外销量 (万吨)、YOY、占总原煤产量比



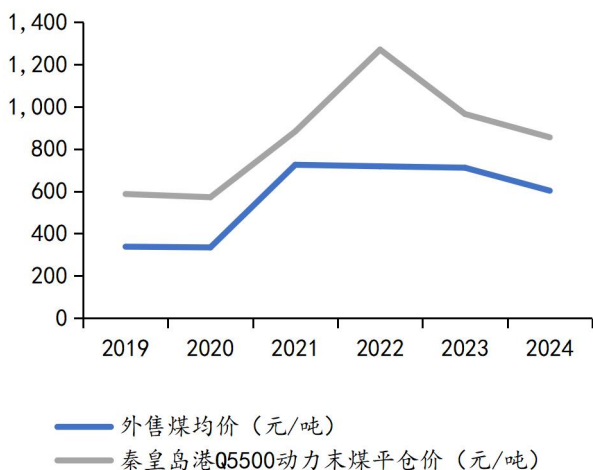
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

(3) 煤价: 售价处于行业较高水平

公司外销煤价部分采用长协价格,部分采用市场定价,2024H1 长协占比约 7%,长协占比较低。2020-2024 年公司外售煤均价分别为 334/725/718/711/602 元/吨,同比分别-1.0%/+116.8%/-1.0%/-0.9%/-15.3%。

对比几家主要动力煤企业自产煤对外售价和吨煤毛利,公司处于较高水平,原因: 1) 公司对外出售煤炭主要产自凉水井煤矿,热值较高,且基本以市场价销售。2) 凉水井煤矿开采成本较低。

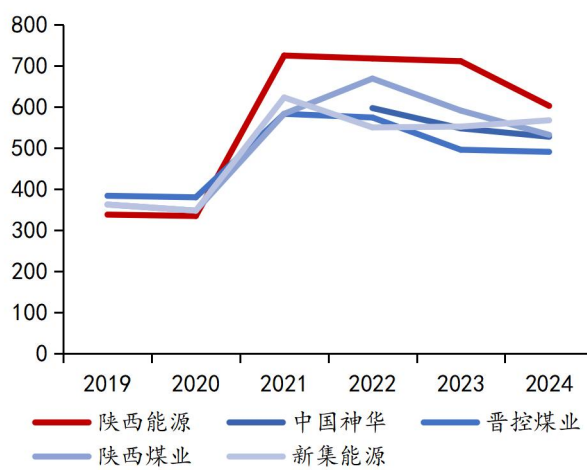
图表 18: 陕能与秦皇岛 Q5500 动力煤价格对比



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

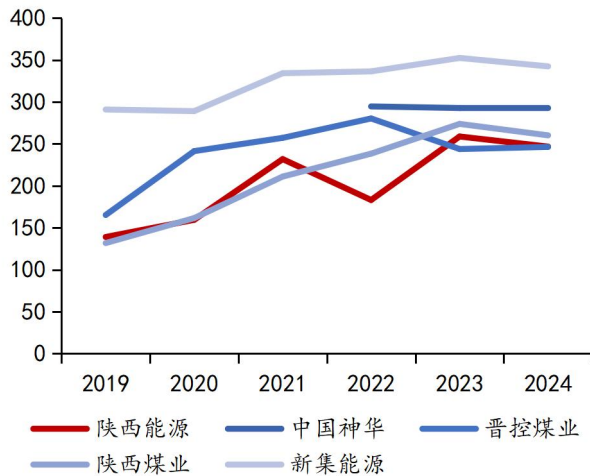
图表 20: 行业商品煤吨煤成本对比 (元/吨)

图表 19: 行业自产煤吨煤售价对比 (元/吨)

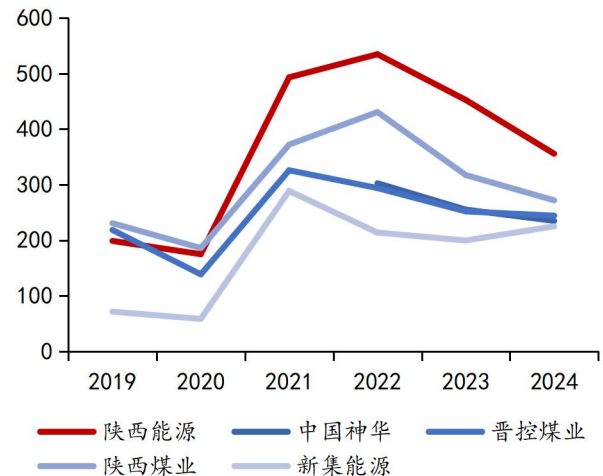


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 行业商品煤吨煤毛利对比 (元/吨)



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 电力业务：产能集中投放在即，煤电一体化程度行业领先

3.1 短期装机增量可见，煤电一体化优势亮眼

公司是陕西省属煤炭资源电力转化龙头企业，下属电厂装备水平具有较强的竞争优势，供电煤耗均优于国家标准和行业平均水平，具备深度调峰能力，在构建新能源为主体的新型电力系统趋势下，公司存量煤电机组具备稀缺性。

公司通过下属清水川能源、赵石畔煤电、秦龙电力、商洛发电开展电力业务。

截至 2024 年，公司已核准煤电装机规模 1725 万千瓦时，其中，在役装机规模 1123 万千瓦时、在建装机规模 402 万千瓦时、核准筹建装机规模 200 万千瓦时。

图表 22：公司装机规模（万千瓦时）

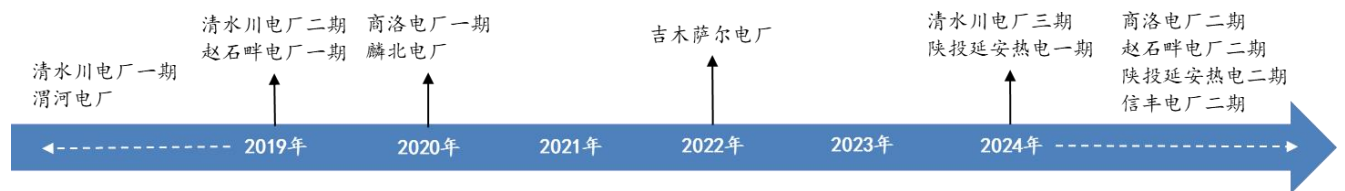
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
已核准煤电装机规模	786	918	1118	1118	1525	1725
在役	584	786	852	918	918	1123
清水川电厂一期	60	60	60	60	60	60
清水川电厂二期	200	200	200	200	200	200
清水川电厂三期	-	-	-	-	-	200
赵石畔电厂一期	200	200	200	200	200	200
商洛电厂一期	-	132	132	132	132	132
渭河电厂	124	124	124	124	124	124
麟北电厂	-	70	70	70	70	70
吉木萨尔电厂	-	-	66	132	132	132
陕投延安热电一期	-	-	-	-	-	5
在建	202	132	266	200	205	402
商洛电厂一期	132	/				
麟北电厂	70	/				
吉木萨尔电厂	-	132	66	/		
清水川电厂三期	-	-	200	200	200	/
陕投延安热电一期	-	-	-	-	5	/

商洛电厂二期	-	-	-	-	-	132
陕投延安热电二期	-	-	-	-	-	70
信丰电厂二期	-	-	-	-	-	200
核准筹建				0	402	200
商洛电厂二期				-	132	/
陕投延安热电二期				-	70	/
赵石畔电厂二期				-	200	200

数据来源：公司公告、投资者互动平台、公司官网、陕西省人民政府、商洛市人民政府、赣州市人民政府、信丰县人民政府、安塞宣传、陕西日报，华福证券研究所

公司发电机组大多为近几年投产的新机组，投运时间短，生产工艺先进，设备健康状况良好，已核准装机中超（超）临界机组占 89.04%。2024 年新增在役装机容量 205 万千瓦时，分别为清水川电厂三期（200 万千瓦时）和陕投延安热电一期（5 万千瓦时）。清水川三期建成后，清水川电厂成为西北最大的火力火力发电厂。

图表 23：公司电厂投产时间线



数据来源：公司公告、投资者互动平台、公司官网、陕西省人民政府、商洛市人民政府、赣州市人民政府、信丰县人民政府、安塞宣传、陕西日报，华福证券研究所

目前公司共有 3 个电厂在建，装机规模共计 402 万千瓦时，包括商洛电厂二期 2 × 660MW、陕投延安热电二期 2 × 350MW、信丰电厂二期 2 × 1,000MW。

商洛电厂二期预期 2026 年初投产发电，陕投延安热电二期预计 2026 年 7 月投产，信丰电厂二期为 2024 年 6 月 18 日新收购项目，2024 年 8 月开工，预计 2026 年底投产，在建的 3 个电厂均预期在 2026-2027 年贡献增量。另有已核准 200 万千瓦时产能筹建，为赵石畔电厂二期 2 × 1,000MW 机组。

图表 24：公司电厂情况汇总

所属公司	持股比例	电厂	运营状态	机组	控股装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	配套煤矿	外送地区	投产时间及进展
清水川能源	66%	清水川电厂一期	在役	2×300MW	60	40	冯家塔	湖北	1、2 号机组均于 2008 年 4 月投产
		清水川电厂二期	在役	2×1,000MW	200	132			3 号机组于 2019 年 5 月 25 日投产；4 号机组于 2019 年 3 月 14 日投产
		清水川电厂三期	在役	2×1,000MW	200	132			5 号机组于 2024 年 1 月 15 日投产；6 号机组于 2024 年 7 月 12 日投产
赵石畔煤电	60%	赵石畔电厂一期	在役	2×1,000MW	200	120	赵石畔	山东 潍坊	2019 年投产
		赵石畔电厂二期	筹建	2×1,000MW	200	120	赵石畔	规划 河南	前期工作中

商洛发电	100%	商洛电厂一期	在役	2×660MW	132	132			2020 年投产
		商洛电厂二期	在建	2×660MW	132	132			预期 2026 年初投产
渭河发电	67%	渭河电厂	在役	2*320 +2*300MW	124	82			1995 年
麟北发电	95%	麟北电厂	在役	2×350MW	70	67	园子沟		2020 年
吉木萨尔发电	95%	吉木萨尔电厂	在役	2×660MW	132	125		安徽 皖南	2022 年 1 月 5 日
延安热电	66%	陕投延安热电一期	在役	2×25MW	5	3			2024 年初投产
		陕投延安热电二期	在建	2×350MW	70	46			预计 2026 年 7 月投产
信丰能源	51%	信丰电厂二期	在建	2×1,000MW	200	102			2024 年 8 月开工，预计 2026 年底建成投产

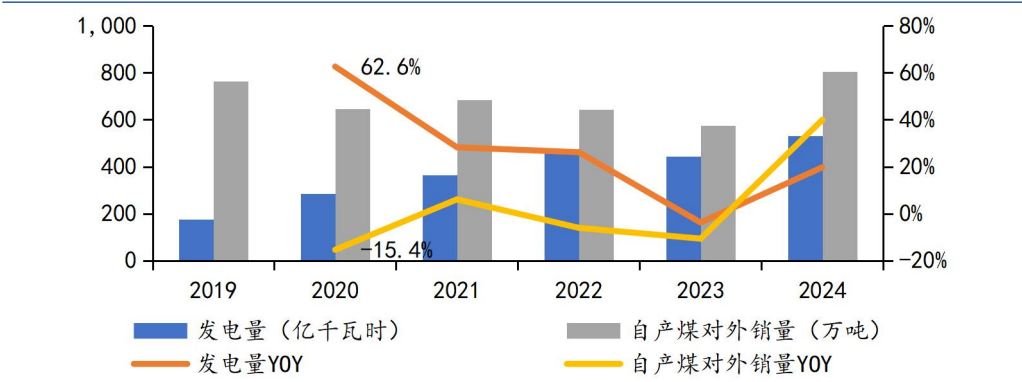
数据来源：公司公告、投资者互动平台、公司官网、陕西省人民政府、商洛市人民政府、赣州市人民政府、信丰县人民政府、安塞宣传、陕西日报，华福证券研究所

煤电一体化平滑市场波动。煤电一体化坑口电站，通过产业协同、资源共享、就地转化，不仅减轻煤炭外销压力，降低煤炭运输成本，减少煤炭运输造成的污染，而且还降低了生产能耗和发电成本。公司下属清水川能源、赵石畔煤电、麟北发电均配套有煤矿，是典型的煤电一体化坑口电站，吉木萨尔电厂处于新疆煤炭资源丰富集区，具有坑口电站优势。

1) 清水川电厂：陕西省自主建设、自主运营的首座大型煤电一体化项目。冯家塔煤矿全部供电厂燃煤，煤矿开采出的原煤经筛选后以胶带输送机直接送至清水川电厂，电煤成本控制能力较强。**2) 赵石畔电厂：**为陕电送豫工程的配套煤电项目和陕北大型风电光伏基地的重要组成部分，配套在建的赵石畔煤矿**3) 麟北电厂：**配套园子沟煤矿。

从公司自产煤对外销量变化可以看出公司煤炭一体化运营的影响，2020 年公司自产煤对外销量同比-15.4%，主要系清水川电站投产后，实施煤电一体化模式，冯家塔煤炭生产后直接供应至清水川电站，不再对外销售，当年发电量同比+62.6%。

图表 25：煤炭一体化表现



数据来源：公司公告，华福证券研究所

整体看，公司电力装机和煤炭生产可实现总量平衡。煤电一体化及坑口电站装机占比达 61.57%，成本优势突出，资源综合利用效率较高。



3.2 省内消纳+西电东送双线发展

西电东送、陕电外送是国家和陕西能源发展的重要战略。公司在保障陕西省内电力供应的同时，通过陕武直流、宝德直流、吉泉直流、榆横—潍坊特高压交流工程等通道为国内其他地区供应电力。

公司 42.43%的煤电机组为“西电东送”配套项目。赵石畔煤电（2×1000MW）煤电一体化项目，为榆横-潍坊 1000kV 输电通道配套电源点；吉木萨尔电厂（2×660MW）项目，为新疆准东-安徽皖南±1100kV 特高压直流输电工程配套电源点；清水川能源电厂三期（2×1000MW）项目，为陕北-湖北±800kV 直流通道配套电源点；赵石畔电厂一期（2×1000MW）项目，为陕西榆横至山东潍坊 1,000kV 特高压输电通道配套电源点。已核准的赵石畔电厂二期（2×1000MW）项目，是正在规划的陕电外送河南配套电源点。

随着电力供给侧改革和西电东送战略的推进，跨区、跨省输电通道能力会显著提升，以及东部地区落后煤电机组在环保压力下加速出清，替代新增的高参数、大容量、低能耗、低排放先进燃煤火电机组将向煤炭富集区布局，西北区域火电装机规模占全国比重将进一步扩大。**公司省内消纳+西电东送双线并行，支撑电量成长，成本和发电利用小时数有较强保障。**

3.3 业绩表现：装机规模增长+电力政策推行，保障盈利水平

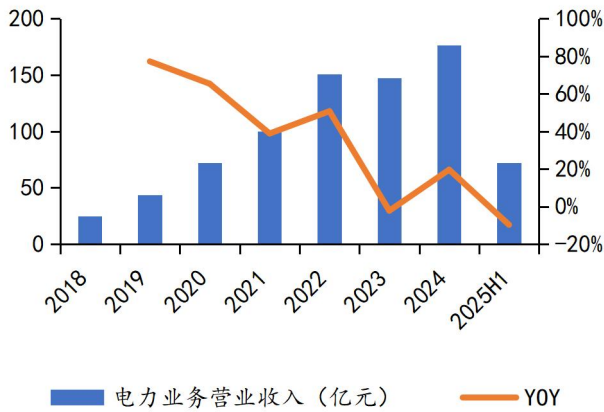
因煤、电定价机制市场化程度不同，火电业绩存在波动性，**营收主要取决于发电量和上网电价，成本主要取决于煤价。**2019-2024 年公司电力业务营收分别为 43.7/72.2/100.2/151.1/147.7/176.7，同比分别+77%/65%/+39%/+51%/-2%/+20%；毛利润分别为 11.5/21.3/15.0/44.6/51.5/52.8 亿元，同比分别+159%/+86%/-30%/+198%/+16%/+2%，毛利率分别为 26%/29%/15%/30%/35%/30%。

2019-2022 年营收增长主要系装机规模增长和电力市场化、容量电价政策推行；2023 年营收下滑主要系利用小时数下降带来的上网电量减少；2024 年营收增长受益于清水川电厂三期机组投运带来的发电量增长。

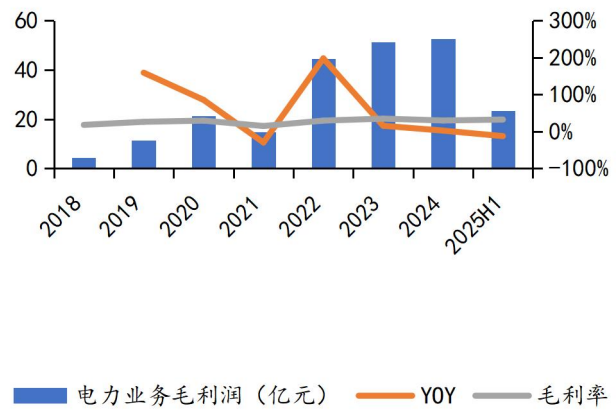
2021 年营收增长而毛利润下滑主要系煤价大涨使得成本上升，2023 年营收下滑而毛利润增长主要系陕西能源煤电一体化深入发展，有效控制电煤成本；2024 年电力业务成本增长主要系清水川电厂三期两台机组投入使用带动耗煤增加，发电消耗燃煤的外购量占比增加使得毛利率下降。

图表 26：电力业务营收（亿元）、YOY

图表 27：电力业务毛利润（亿元）、YOY、毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所



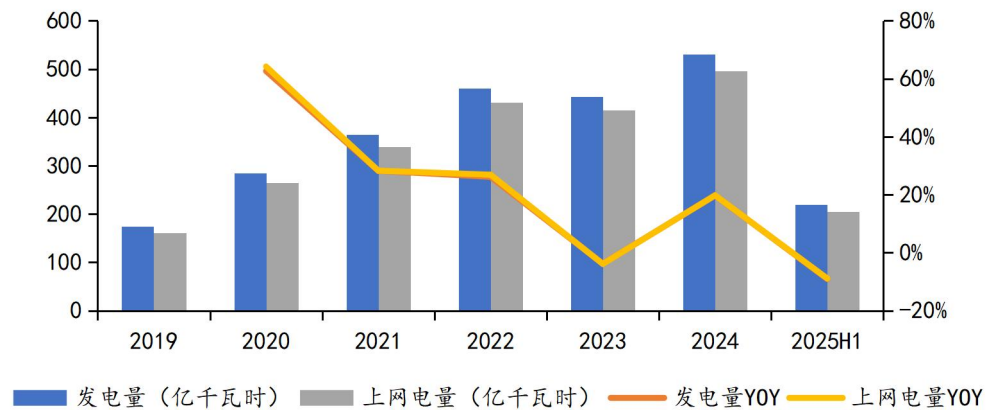
数据来源：公司公告，华福证券研究所

拆分开：

1) 发电量/上网电量

受益于省内消纳+外送省份需求增长，公司利用小时数具备保障，发电量和上网电量随电厂投产增长。2021-2024 年时间加权平均总在役装机规模分别为 852/918/918/1073 万千瓦时，利用小时数分别为 4285/5016/4814/4943 小时；发电量分别为 365/461/443/530 亿千瓦时，同比分别+28%/+26%/-4%/+20%；上网电量分别为 340/431/414/496 亿千瓦时，同比分别+28%/+27%/-4%/+20%。25H1 发电量 219 亿千瓦时，同比-9.0%；上网电量 205 亿千瓦时，同比-8.9%。

图表 28：发电量、上网电量变动（亿千瓦时）



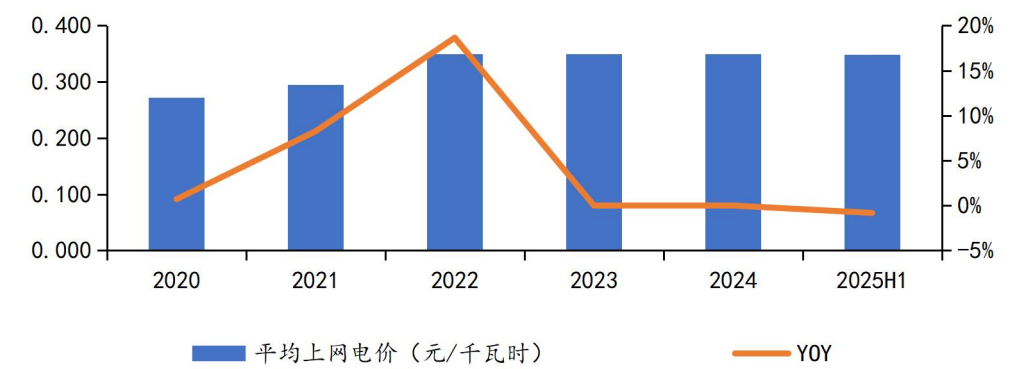
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2) 电价

电力市场化改革政策带动上网电价上涨。2021 年 10 月 11 日，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，提出“有序放开全部燃煤发电电量上网电价，扩大市场交易电价上下浮动范围（燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制），推动工商业用户都进入市场”。2021-2022 年公司平均上网电价分别为 0.295、0.350 元/千瓦时，同比分别+8%、+19%，2022 年营收毛利大幅增长。

容量电价政策出台，降低煤电收益预期波动。2023 年 11 月 10 日，国家发改委、国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，提出“将现行煤电单一制电价调整为两部制电价，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值”，确定了容量电价实施范围、容量电价水平（按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。用于测算容量电价的煤电机组固定成本为每年每千瓦 330 元；回收煤电机组一定比例 2024-2025 年为 30%-50%，2026 年起比例提升至不低于 50%）、容量电费分摊、容量电费考核等内容。

图表 29：平均上网电价（元/千瓦时）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

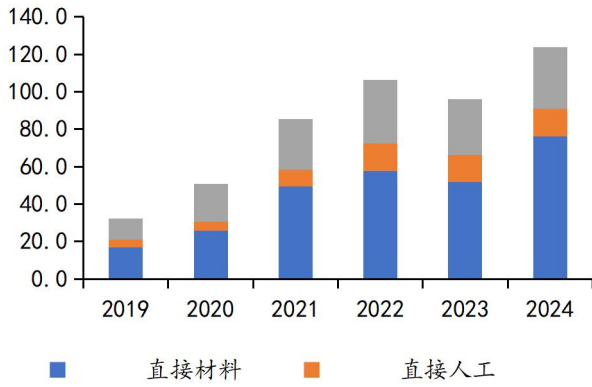
3) 成本

直接材料成本（即购买煤炭）占公司电力业务总成本的 50%+，2024 年更是因煤价下滑下外购煤增加上升至总电力成本的 62%，因为煤价波动性较大，**购煤成本为电力业务毛利率波动的主要影响因素。**

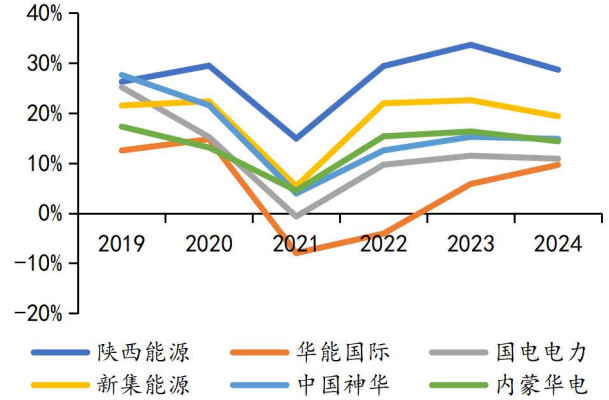
长协政策平滑火电企业成本波动。2022 年电煤中长期签约提出“煤企中长期合同签订量应达到自有资源量的 80%以上，发电供热企业年度用煤应实现中长期供需合同全覆盖”，火电企业业绩改善明显，公司毛利率从 2021 年的 14.9%提升至 2022 年的 29.5%。

图表 30：电力业务成本构成（亿元）

图表 31：可比火电企业电力业务毛利率



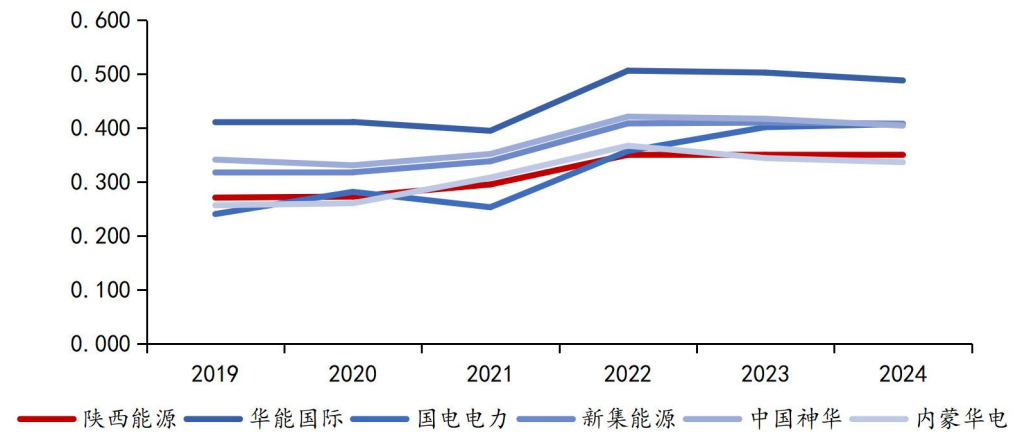
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

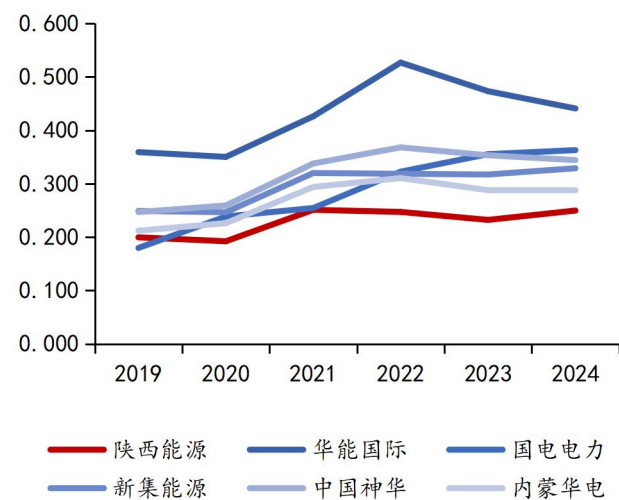
受益于煤电一体化，对比其他火电企业，公司具备燃料成本优势，度电毛利水平处于同行业较高水平。

图32: 火电企业度电售价对比 (元/千瓦时)



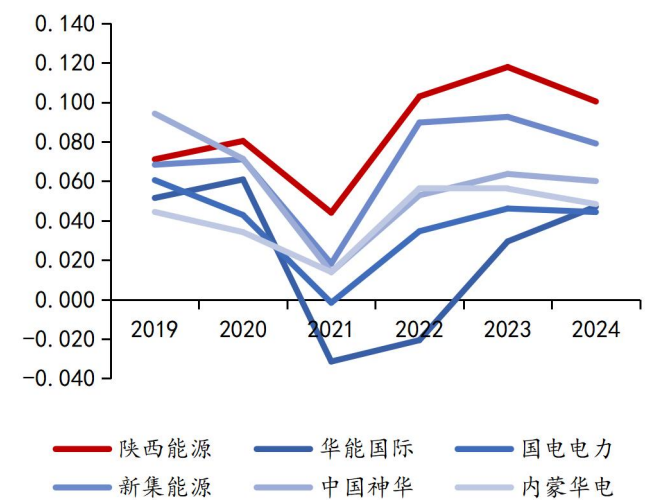
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图33: 火电企业度电成本对比 (元/千瓦时)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图34: 火电企业度电毛利对比 (元/千瓦时)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 热电联产，建设完整产业链

围绕煤电主业，公司布局了热电联产、综合利用以及销售、运维等较为完整的

产业链，实现资源循环利用，降低整体运营成本，提升了专业化水平和企业效益。

公司下属渭河发电、商洛发电、麟北发电、延安热电均开展供热业务，2023 年覆盖面积已经达到 3,890 万平方米。其中：

1) 渭河发电：供热区域覆盖西安北郊、西咸新区等地区，供热能力达 1,395MW，实现对周边区域能耗高、污染重的落后燃煤锅炉的替代，是西安城北、西咸新区等地区重要的清洁热源供应基地。

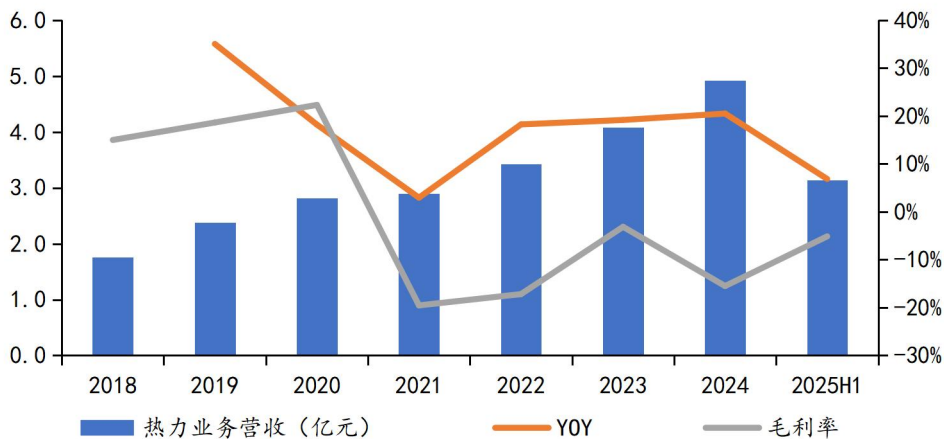
2) 商洛发电：向商洛市城区供热，设计供热能力 640MW。

3) 麟北发电：向灵台县城和园子沟煤矿供热，设计供热能力 296.5MW；延安热电向延安市区供热，设计供热能力 850MW。

4) 陕投延安热电：一期供热面积 350 万平方米；二期作为延安市中心城区热电联产规划集中供热热源点之一，将与南区热源厂和宝塔区燃煤锅炉房等现役调峰热源共同承担 6 个供热分区的采暖热负荷，预计近期（2025 年）承担总供热面积约 1905×104 m²、远期（2030 年）承担总供热面积约 2252×104 m²。

2024 年公司热力业务营收 4.9 亿元，同比+20.5%，占总营收比 2.1%；毛利润-0.8 亿元，同比-495.3%，毛利率-15.5%。

图表 35：热力业务营收（亿元）、YOY、毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

此外，公司下属秦龙电力已建成西咸、渭南、宝鸡三大电厂固体废弃物再生利用基地，对电厂粉煤灰、灰渣、石膏等废弃物进行综合利用；公司下属煤矿企业已对乏风、矿井水、空压机余热开展综合利用；麟北发电利用煤矸石、煤泥等低热值燃料发电，通过打造循环经济产业链，充分挖掘资源价值，有效降低污染排放，产生了良好的经济效益。

陕能售电是陕西省第一批取得资质的售电公司，主要开展电力交易业务。陕能运销负责公司火电燃煤的统一采购和生产商品煤的统一销售，同时负责外部煤炭市

场的开发与经营；铁路运销黄土庙集装站设计发运能力 1,000 万吨/年，已开展凉水井煤矿及周边煤矿的集运业务。电力运营主要开展电力设施的检修维护、电力设备试验及电力技术监督等业务。

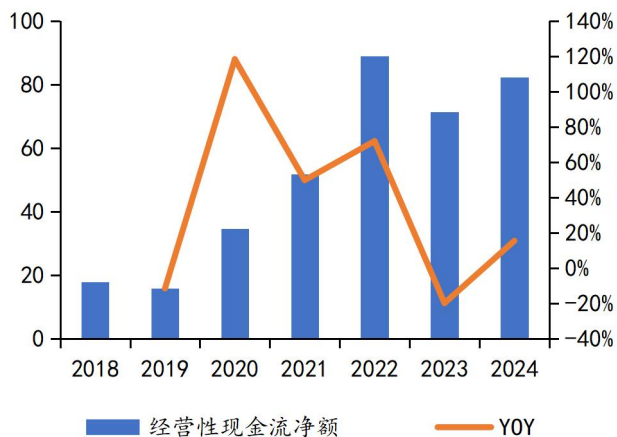
5 充沛现金流支撑高分红

受益于公司煤电一体经营模式的优势、电力市场化和容量电价等政策推行，公司经营现金流稳定、在手资金充足，为持续高分红提供有力支持。2018-2024 年经营性现金流净额呈增长趋势，2023 年现金流下滑主要系收到的增值税留抵退税同比减少、上网电量同比减少、电厂预付煤款同比增加；2024 年因并网发电量增加经营性现金流金额达 82.4 亿元，为归母净利润的 2.7 倍，同比+15.5%。

上市以来，公司坚持高分红政策。《公司章程》规定“每年以现金方式累计分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 30%”。2022-2024 年分红金额分别为 13.1/13.5/13.5 亿元，每股分红分别为 0.35/0.36/0.36 元，分红比例分别为 53.1%/52.8%/51.1%，分红稳定较高水平。

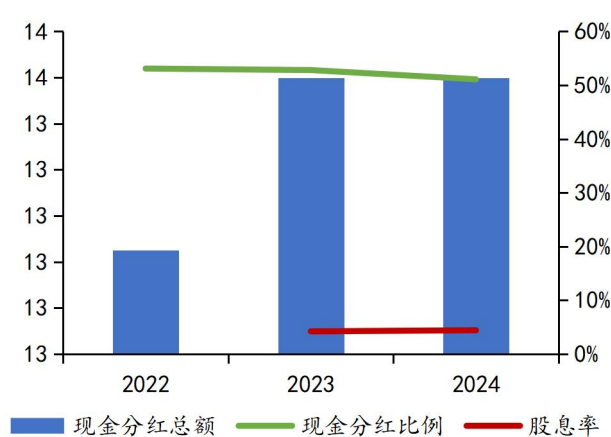
考虑到公司经营稳健，连续三年分红比例均超 50%，我们预期 2025 年公司或将维持 50%的高分红比例，参考 2024 年底收盘价，股息率 3.9%。资本开支集中期后，充足的现金流或将支撑公司分红率提升。

图表 36: 经营性现金流净额（亿元）、YOY



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 37: 现金分红总额（亿元）、分红率、股息率



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设:

(1) 煤炭业务:

1) 产量: 2025 年没有新投产煤矿, 2024 年投产的园子沟煤矿东翼 200 万吨/年产能爬坡+赵石畔煤矿试运转贡献产量增量, 赵石畔煤矿预期 2026 年 4 月正式投产, 2027 年进一步爬坡。预估 2025-2027 年公司综合产能利用率分别为 96%、91%、95%, 原煤产量分别为 2310、2724、2860 万吨。

2) 销量: 根据公司战略, 煤价下跌时自有电厂对内采购减少、外采增加, 2025 年煤价下跌幅度较大, 因此我们预期 2025 年对内采购减少, 2026-2027 年随配套赵石畔电厂的赵石畔煤矿投产内购占比有所提升。2025-2027 年自产煤对外销量分别为 924、1128、1204 万吨。

3) 煤价: 公司长协占比低, 预期 2025 年外售煤均价随市场价下跌, 同比-21%, 2026-2027 年随赵石畔投产有所提升。

4) 成本: 2025 年煤价承压下煤企普遍进行成本管控, 我们预期公司 2025 年吨煤成本有所改善, 2026-2027 年随赵石畔投产有所提升。

图表 38: 煤炭业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭营业收入 (亿元)	40.9	48.4	43.8	56.1	62.9
YOY	-11.5%	18.5%	-9.6%	28.2%	12.1%
原煤产量 (万吨)	2,329	2,356	2,310	2,724	2,860
YOY	17.0%	1.2%	-2.0%	17.9%	5.0%
外销量 (万吨)	574	804	924	1,128	1,204
YOY	-10.7%	40.0%	14.9%	22.1%	6.7%
外售煤均价 (元/吨)	711	602	474	498	523
YOY	-0.9%	-15.3%	-21.3%	5.0%	5.0%
煤炭营业成本 (亿元)	14.9	19.8	16.4	20.4	22.3
YOY	25.9%	33.5%	-17.2%	24.5%	8.9%
吨煤成本 (元/吨)	258.8	246.7	177.7	181.2	184.8
YOY	41.0%	-4.6%	-28.0%	2.0%	2.0%
煤炭毛利润 (亿元)	26.0	28.6	27.4	35.7	40.7
YOY	-24.4%	10.0%	-4.2%	30.4%	13.9%
毛利率	63.6%	59.0%	62.5%	63.6%	64.6%
吨煤毛利 (元/吨)	452.5	355.7	296.3	316.5	337.7
YOY	-15.3%	-21.4%	-16.7%	6.8%	6.7%

数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

(2) 电力业务

1) 装机容量: 2025 年没有新投产电厂; 2025 年底商洛电厂二期 132 万千瓦投产预期在 2026 年贡献, 陕投延安热电二期 70 万千瓦时预期在 2026 年 7 月投产; 2026 年底信丰电厂二期 200 万千瓦时预期投产。2025-2027 年权益在役装机规模预期分别为 1123、1284、1525 万千瓦时。

2) 发电厂利用小时数: 考虑到新能源替代, 我们预期 2025-2027 年公司利用小

时数同比分别-17%、-2%、-2%。

3) 发电量/上网电量: 预期 2025-2027 年公司发电量分别为 461、516、601 亿千瓦时, 上网电量分别为 431、483、562 亿千瓦时。

4) 平均上网电价: 预期 2025-2027 年上网电价维持 0.350 元/千瓦时。

5) 成本: 预期 2025-2027 年营业成本同比分别-13.5%、+15.1%、+17.0%。

图表 39: 电力业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电力营业收入 (亿元)	147.7	176.7	150.9	169.1	196.8
YOY	-2.2%	19.6%	-14.6%	12.1%	16.4%
权益在役装机容量 (万千瓦)	918.0	1,073.0	1,123.0	1,284.2	1,525.0
发电厂利用小时数 (小时)	4,814	4,943	4,103	4,021	3,940
发电量 (亿千瓦时)	443	530	461	516	601
YOY	-3.8%	19.7%	-13.1%	12.1%	16.4%
上网电量 (亿千瓦时)	414	496	431	483	562
YOY	-3.9%	19.8%	-13.1%	12.1%	16.4%
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350
YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电力营业成本 (亿元)	96.2	123.9	107.2	123.4	144.4
YOY	-9.7%	28.8%	-13.5%	15.1%	17.0%
度电成本	0.232	0.250	0.249	0.255	0.257
YOY	-6.0%	7.5%	-0.4%	2.7%	0.6%
电力毛利润 (亿元)	51.5	52.8	43.7	45.7	52.4
YOY	15.5%	2.5%	-17.2%	4.6%	14.6%
毛利率	34.9%	29.9%	29.0%	27.0%	26.6%

数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

综上, 我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为-13.1%、+15.7%、+15.1%, 归母净利润增速分别为-10.3%、+15.6%、+15.7%。

图表 40: 盈利预测

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	194.5	231.6	201.2	232.7	267.8
YOY	-4.1%	19.0%	-13.1%	15.7%	15.1%
煤炭	40.9	48.4	43.8	56.1	62.9
YOY	-11.5%	18.5%	-9.6%	28.2%	12.1%
电力	147.7	176.7	150.9	169.1	196.8
YOY	-2.2%	19.6%	-14.6%	12.1%	16.4%
热力	4.1	4.9	4.9	5.9	6.5
YOY	19.2%	20.5%	0.0%	20.0%	10.0%
其他	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
毛利润	77.9	81.0	71.5	81.8	93.5

YOY	-1.5%	3.9%	-11.7%	14.5%	14.2%
毛利率	40.0%	35.0%	35.5%	35.2%	34.9%
煤炭毛利率	63.6%	59.0%	62.5%	63.6%	64.6%
电力毛利率	34.9%	29.9%	29.0%	27.0%	26.6%
归母净利润	25.6	30.1	27.0	31.2	36.1
YOY	3.4%	17.7%	-10.3%	15.6%	15.7%
归母净利率	13.1%	13.0%	13.4%	13.4%	13.5%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

6.2 投资建议

我们认为陕西能源是优秀的“煤-电-热”全产业链龙头企业，对比普通火电企业，煤电一体化优势使得其具备较强的盈利预期稳定性；对比煤炭企业，在煤价下行期可以抵御煤价波动带来的业绩下滑；对比其他煤电一体化企业，内部消化+外售煤炭可调节性更强，产能长短期增长可预见，分红稳定较高水平且具备提升潜力。

参考可比公司 2025 年平均 PE 为 12.3，我们给予一定估值溢价，给予 25 年 16 倍 PE，对应目标价 11.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值表（截至 2025 年 9 月 17 日）

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS				PE			
		2025 年 9 月 17 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000983.SZ	中国神华	7.5	0.55	0.39	0.46	0.51	11.8	19.5	16.1	14.6
601225.SH	陕西煤业	20.8	2.31	1.69	1.76	1.94	10.7	11.9	11.4	10.3
601918.SH	新集能源	6.4	0.92	0.79	0.88	0.94	9.2	8.2	7.3	6.8
600863.SH	内蒙华电	4.1	0.34	0.36	0.39	0.41	12.3	11.4	10.6	10.0
600011.SH	华能国际	7.5	0.46	0.80	0.85	0.90	16.9	9.5	8.9	8.4
600795.SH	国电电力	5.2	0.55	0.40	0.45	0.49	8.9	13.1	11.6	10.7
平均值							11.6	12.3	11.0	10.1
001286.SZ	陕西能源	9.2	0.80	0.72	0.83	0.96	11.4	12.8	11.0	9.5

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：陕西煤业数据来自华福证券研究所，其余数据均参考 Wind 一致预期）

7 风险提示

1）政策变动：电力或煤炭政策变动会直接影响供需。如：电力市场化政策出台显著提升上网电价，双碳战略带来的能源结构调整风险；环保、安监政策调整也会影响公司生产，从而影响公司业绩。

2）宏观经济波动：经济波动会影响煤炭供需结果和发电量水平，从而影响公司业绩。

3）产能建设不及预期：公司仍有煤矿和电厂建设中，煤矿预期投产时间较远，不可控因素较多，比如施工期间原材料及设备价格上涨、贷款利率调高等，施工进度不及预期等，影响新增产能贡献。

4) 突发事件: 煤炭生产存在安全隐患, 施工时因不可预见或操作、管理等人为因素等因素都可能引发事故, 从而产生亏损。

图表 42：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,119	4,024	4,655	5,356
应收票据及账款	2,403	1,930	2,061	2,297
预付账款	351	195	226	261
存货	547	460	520	623
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	597	351	385	420
流动资产合计	9,016	6,959	7,847	8,958
长期股权投资	2,391	2,391	2,391	2,391
固定资产	37,554	38,882	42,403	43,959
在建工程	5,472	6,312	7,013	6,973
无形资产	8,443	8,254	8,212	8,315
商誉	196	196	196	196
其他非流动资产	5,142	5,130	5,139	5,149
非流动资产合计	59,199	61,165	65,354	66,984
资产合计	68,215	68,124	73,201	75,942
短期借款	2,951	2,638	3,976	2,106
应付票据及账款	5,590	3,959	4,621	5,385
预收款项	2	1	2	2
合同负债	167	362	419	482
其他应付款	1,070	1,070	1,070	1,070
其他流动负债	5,580	5,547	5,582	5,620
流动负债合计	15,360	13,577	15,669	14,665
长期借款	18,647	17,647	17,147	16,647
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,235	2,235	2,235	2,235
非流动负债合计	20,881	19,881	19,381	18,881
负债合计	36,242	33,459	35,051	33,547
归属母公司所有者权益	24,717	25,925	27,696	29,956
少数股东权益	7,256	8,740	10,455	12,439
所有者权益合计	31,974	34,666	38,151	42,395
负债和股东权益	68,215	68,124	73,201	75,942

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,236	7,708	9,560	10,497
现金收益	8,162	8,611	9,332	10,315
存货影响	-93	87	-61	-103
经营性应收影响	-289	630	-163	-271
经营性应付影响	1,098	-1,632	662	764
其他影响	-642	12	-210	-209
投资活动现金流	-7,020	-5,430	-7,721	-5,419
资本支出	-8,250	-5,696	-7,979	-5,684
股权投资	-104	0	0	0
其他长期资产变化	1,334	266	259	266
融资活动现金流	-2,010	-3,373	-1,209	-4,377
借款增加	1,760	-1,313	838	-2,370
股利及利息支付	-3,423	-2,888	-2,871	-2,844
股东融资	575	0	0	0
其他影响	-921	828	824	837

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,156	20,119	23,273	26,780
营业成本	15,060	12,971	15,090	17,432
税金及附加	1,004	872	1,009	1,161
销售费用	76	66	76	88
管理费用	1,100	955	1,105	1,272
研发费用	23	20	23	27
财务费用	767	710	697	657
信用减值损失	-29	19	19	19
资产减值损失	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	259	268	268	268
其他收益	28	24	24	24
营业利润	5,359	4,835	5,583	6,456
营业外收入	70	33	38	44
营业外支出	48	41	42	45
利润总额	5,380	4,828	5,579	6,455
所得税	718	644	744	861
净利润	4,662	4,184	4,835	5,594
少数股东损益	1,654	1,484	1,715	1,984
归属母公司净利润	3,009	2,700	3,120	3,610
EPS（按最新股本摊薄）	0.80	0.72	0.83	0.96

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	19.0%	-13.1%	15.7%	15.1%
EBIT 增长率	6.9%	-9.9%	13.3%	13.3%
归母公司净利润增长率	17.7%	-10.3%	15.6%	15.7%
获利能力				
毛利率	35.0%	35.5%	35.2%	34.9%
净利率	20.1%	20.8%	20.8%	20.9%
ROE	9.4%	7.8%	8.2%	8.5%
ROIC	11.6%	10.3%	10.8%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	53.1%	49.1%	47.9%	44.2%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	34	39	31	29
存货周转天数	12	14	12	12
每股指标（元）				
每股收益	0.80	0.72	0.83	0.96
每股经营现金流	2.20	2.06	2.55	2.80
每股净资产	6.59	6.91	7.39	7.99
估值比率				
P/E	11	13	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA				

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn