



Research and
Development Center

新集能源：煤电一体协同发展，转型成长未来可期

—公司首次覆盖报告

2024 年 1 月 5 日

证券研究报告

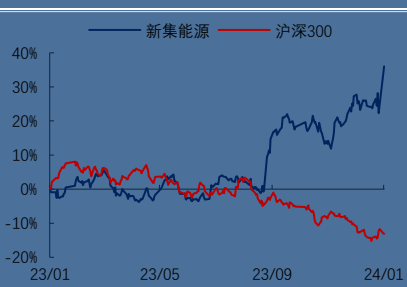
公司研究

公司首次覆盖报告

新集能源(601918)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	5.91
52周内股价波动区间(元)	5.94-3.94
最近一月涨跌幅(%)	11.01
总股本(亿股)	25.91
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	153

资料来源：iFind，信达证券研发中心

新集能源：煤电一体协同发展，转型成长未来可期

2024年1月5日

本期内容提要：

- ◆ **公司作为华东地区煤炭央企，以煤电一体协同发展为战略，未来转型成长空间可期。**公司是由中煤能源集团控股的华东地区动力煤央企龙头，从事煤炭开采、洗选和火力发电业务。2023年前三季度，实现营业收入97亿元，同比+8.8%；归母净利润19.2亿元，同比+4.3%；在煤价波动调整背景下公司业绩实现小幅增长。公司在《“十四五”发展规划纲要》中提出：构建完善以煤炭、煤电、新能源为主，能源综合服务和资源综合利用协同发展的“3+N”产业发展新格局，将公司打造成华东地区多能互补、绿色低碳、智慧高效、治理现代的能源示范企业。公司以煤电一体协同发展为战略，兼顾业绩稳定性和成长确定性，未来转型成长空间可期。
- ◆ **安徽省煤炭供需形势趋紧，公司具有煤炭资源储量优势。**2021年以来，安徽省保持较快的经济增长，全社会用电量增速持续超出全国平均水平，叠加华东地区煤炭产量逐年下滑，安徽省近年来煤炭净调入量呈现持续上升态势。华东地区作为我国煤炭消费的主力地区，安徽省煤炭资源供需形势呈现出趋紧态势。安徽省内煤炭资源开发主体主要为淮北矿业集团、淮南矿业集团、皖北煤电集团和中煤新集能源四家煤企集团。新集能源资源储量大，剩余可采年限达48年，且后备资源储量丰富（资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的40%），承担着保障安徽省煤炭供给的重要作用，同时丰富的煤炭资源为公司可持续发展奠定坚实的基础。
- ◆ **公司煤炭产能利用率高位维持，叠加高比例长协和出色的成本管控能力，煤炭业绩有望保持稳定态势。****产量端：**公司共拥有5座在产煤矿，核定产能2350万吨/年。2018年-2023年Q3，公司产能利用率持续提升，由85%上升至95%。公司产能利用率高位维持，且杨村煤矿复建处于待核准状态，公司煤炭产量有望保持稳定。**价格端：**2023年前三季度实现商品煤综合售价545元/吨，相较2022年仅小幅下滑5元/吨。公司煤炭综合售价保持平稳，主要得益于公司拥有85%的高比例长协煤销售结构和煤质改善带来的热值提升。我们预计未来公司煤炭销售价格有望维持稳态。**成本端：**2023年前三季度公司煤炭生产成本为334元/吨，相较2022年持平，相较2021年上涨19元/吨。得益于公司出色的成本管控能力，公司煤炭生产成本保持平稳。人工成本作为影响煤炭开采成本的主要因素，2021年以来并未显著增加。我们认为，在煤炭产能利用率高位维持，叠加高比例长协和出色的成本管控能力背景下，公司煤炭板块业绩有望维持稳态。
- ◆ **在运电厂受益于自有煤供应，成本优势突出，盈利能力强。**利辛板集电厂一期是公司目前主要在运燃煤发电厂，机组容量2×100万千瓦，为具有灵活调节能力的先进超超临界机组，度电煤耗低且发电利用小时数常年保持较高水平。机组位于板集煤矿坑口位置，其煤炭需求全部通过板集煤矿满足。利辛板集电厂一期得益于煤电一体化优势，成本端保持稳定。收入端受益于电改推进，自2021年起公司的度电营业收入逐年上行，其电价在2022年实现20%顶格上浮。
- ◆ **在建及规划煤电项目体量可观，自用煤需求将不断提升直至基本全部自供，公司有望实现“煤-电一体化”转型。**公司规划新建煤电厂装机容量高达596万千瓦，分布于安徽、江西等地。至2026年公司煤电控股装机有望达到796万千瓦，未来三年装机与板块业绩有望实现高速增长。未来其电厂的煤炭需求主要由公司煤矿供应，新建电厂有望具备

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

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

稳定的燃料供应链, 形成“煤电一体”产业新格局。至 2027 年公司有望实现商品煤由大部分外销全面转向自用, 实现从煤炭公司向煤电一体化公司的转型。在安徽经济高速发展推动用电量需求增长的大背景下, 新建煤电机组利用小时数有望维持高位。叠加安徽电力现货市场加快推进, 省内煤电机组有望获得现货增量收益。

- ◆ **盈利预测与投资评级:** 新集能源作为中煤能源集团控股的华东地区动力煤央企龙头, 其煤炭资产优质、成本管控能力强, 叠加未来煤电一体化的协同发展, 稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司 2023-2027 年归母净利润分别为 23.5/23.5/24.8/27.8/29.3 亿元; EPS 分别为 0.91/0.91/0.96/1.07/1.13 元/股; 对应 PE 分别为 6.52/6.52/6.18/5.5/5.23 倍; 对应 PB 分别 1.11/0.96/0.85/0.77/0.69 倍。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性和确定性, 综合考虑转型为煤电一体化公司的估值水平, 未来新集能源价值修复空间较大, 给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素:** 国内外能源政策变化带来短期影响; 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期; 煤电利用小时数下滑风险; 煤电电价下降风险; 煤矿安全生产事故风险; 煤质下降风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,489	12,003	12,518	12,801	13,676	16,669	16,890
同比(%)	49.5%	-3.9%	4.3%	2.3%	6.8%	21.9%	1.3%
归属母公司净利润	2,662	2,064	2,348	2,348	2,478	2,784	2,930
同比(%)	214.2%	-22.4%	13.7%	0.0%	5.6%	12.3%	5.2%
毛利率(%)	44.9%	42.4%	43.9%	44.4%	45.7%	44.6%	44.4%
ROE(%)	27.7%	18.0%	17.1%	14.8%	13.7%	13.9%	13.3%
EPS (摊薄) (元)	1.03	0.80	0.91	0.91	0.96	1.07	1.13
P/E	5.75	7.42	6.52	6.52	6.18	5.50	5.23
P/B	1.59	1.33	1.11	0.96	0.85	0.77	0.69
EV/EBITDA	4.34	4.53	4.48	5.34	4.89	5.36	5.47

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2024 年 1 月 4 日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、新集能源：煤电一体协同发展，转型成长未来可期	7
1.1 公司简介：华东地区煤炭央企，煤电联营协同发展	7
1.2 经营概况：煤炭贡献主要利润，煤电联营不断深化	8
二、煤炭业务：煤炭资源储量丰富，高比例长协业绩稳健	10
2.1 公司煤炭资源储量丰富，地处华东区位优势突出	10
2.2 高比例长协和出色的成本管控能力下，煤炭业绩有望保持稳态	12
三、电力业务：成长成本优势齐现，“煤-电一体化”转型未来可期	16
3.1 在运电厂受益于自有煤供应，成本优势突出，盈利能力强	16
3.2 在建及规划煤电体量可观，助力公司实现“煤-电一体化”转型	17
3.3 安徽电力消费增速高于全国平均，新建机组利用小时数有望维持高位；电改加速推进，煤电有望获得额外增厚收益	18
四、盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 公司估值	21
风险因素	23

表目录

表 1：公司煤矿储量、产能和服务年限等情况	12
表 2：安徽地区出矿环节中长期交易价格区间高	14
表 3：公司在运、在建及规划燃煤电厂情况	17
表 4：公司相关电厂耗煤情况预估	18
表 5：煤炭业务量价本假设	19
表 6：电力业务量价本假设	20
表 7：新集能源主要财务指标预测	21
表 8：可比公司估值	22

图目录

图 1：公司股权结构	7
图 2：2018-2023M9 公司营业收入情况（亿元）	8
图 3：2019-2023M9 公司归母净利润情况（亿元）	8
图 4：2017-2022 年公司营业收入占比情况	8
图 5：2017-2022 年公司毛利占比情况	8
图 6：2018-2022 年公司煤炭和发电业务毛利率情况	9
图 7：2018-2023M1-9 公司 ROE 和销售净利率情况	9
图 8：2018-2023M9 公司费用率呈下降态势	9
图 9：2019-2023M1-9 公司减值情况（亿元）	9
图 10：2018-2023Q3 公司资产负债率稳步下降（亿元）	10
图 11：2018-2023M1-9 公司现金流情况（亿元）	10
图 12：我国煤炭资源调入调出形势	10
图 13：安徽省煤炭净调入量持续增加（万吨）	10
图 14：华东地区各省市煤炭产量情况（万吨）	11
图 15：华东地区煤炭产量逐步衰减（万吨）	11
图 16：新集能源煤炭产能位列安徽省第三（万吨/年）	11
图 17：安徽省内四大煤企服务年限对比（年）	11
图 18：2018-2023Q3 公司煤炭产量情况（万吨）	13
图 19：公司煤矿产能利用率维持高位（万吨/年，万吨）	13
图 20：2018-2023Q3 公司煤炭销量情况（万吨）	13
图 21：2018-2023Q3 公司煤炭内外销结构	13
图 22：2018-2023Q1-3 公司煤炭业务收入情况（亿元）	14
图 23：2018-2023Q3 公司煤炭业务成本情况（亿元）	14
图 24：2018-2023Q3 公司煤炭业务毛利率情况（元/吨）	14
图 25：2018-2023Q3 公司煤炭业务销售价格情况（元/吨）	14
图 26：长协煤价格走势更为平稳（元/吨）	15
图 27：2023 年 Q1-3 公司长协煤占比情况	15
图 28：2021-2022 年公司煤炭业务成本情况（亿元）	15
图 29：2022 年煤炭业务成本结构情况	15
图 30：2017-2022 年公司发电量和上网电量情况	16
图 31：2017-2022 年公司度电收入和成本情况	16

图 32: 2022 年部分电力公司火电板块收入成本与度电毛利情况.....	17
图 33: 2022-2027 年预计公司分板块收入情况	18
图 34: 2022-2027 年预计电力板块营收毛利情况.....	18
图 35: 2018-2022 年全国与安徽 GDP 与用电量增速 (%)	19
图 36: 2018-2022 年全国与安徽分类用电量增速 (%)	19



投资聚焦

公司作为华东地区煤炭央企，以煤电一体协同发展为战略，未来转型成长空间可期。新集能源作为华东地区煤炭央企，当前仍然以煤炭开采销售业务贡献主要利润。随着公司践行煤电一体协同发展战略，未来利辛电厂二期、上饶电厂、滁州电厂和六安电厂将陆续投产。煤电一体化转型发展，兼顾公司业绩稳定性和成长确定性，有望带动公司估值水平提升和EPS增厚，公司未来转型成长空间可期。

安徽省煤炭供需形势趋紧，公司具有煤炭资源储量优势。2021年以来，安徽省保持较快的全社会用电量增速，持续超出全国平均水平，叠加华东地区煤炭产量逐年下滑，安徽省近年来煤炭净调入量呈现持续上升态势。华东地区作为我国煤炭消费的主力地区，安徽省煤炭资源供需形势呈现出紧张态势。安徽省内煤炭资源开发主体主要为淮北矿业集团、淮南矿业集团、皖北煤电集团和中煤新集能源四家煤企集团。新集能源资源储量大，剩余可采年限达48年，且后备资源储量丰富（资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的40%）。公司丰富的煤炭资源为可持续发展奠定坚实的基础。

公司煤炭产能利用率高位维持，叠加高比例长协和出色的成本管控能力，煤炭业绩有望保持稳态。公司煤炭业务产能利用率已高位维持，叠加杨村煤矿处于待核准状态，未来煤炭产量有望保持稳定。价格和成本方面，得益于高比例长协煤的销售结构和出色的成本管控能力，我们预计未来公司煤炭销售价格和成本有望保持平稳。

在运电厂受益于自有煤供应，成本优势突出，盈利能力强。利辛板集电厂一期是公司目前主要在运燃煤发电厂，机组容量2×100万千瓦，为具有灵活调节能力的先进超超临界机组，度电煤耗低且发电利用小时数常年保持较高水平。机组位于板集煤矿坑口位置，其煤炭需求全部通过板集煤矿满足。利辛板集电厂一期得益于煤电一体化优势，成本端保持稳定。收入端受益于电改推进，自2021年起公司的度电营业收入逐年上行，其电价在2022年实现20%顶格上浮。

在建及规划煤电项目体量可观，自用煤需求将不断提升直至基本全部自供，公司有望实现“煤-电一体化”转型。公司规划新建煤电厂装机容量高达596万千瓦，分布于安徽、江西等地。至2026年公司煤电控股装机有望达到796万千瓦，未来三年装机与板块业绩有望实现高速增长。未来其电厂的煤炭需求主要由公司煤矿供应，新建电厂有望具备稳定的燃料供应链，形成“煤电一体”产业新格局。至2027年公司有望实现商品煤由大部分外销全面转向自用，实现从煤炭公司向煤电一体化公司的转型。在安徽经济高速发展推动用电量需求增长的大背景下，新建煤电机组利用小时数有望维持高位。叠加安徽电力现货市场加快推进，省内煤电机组有望获得现货增量收益。

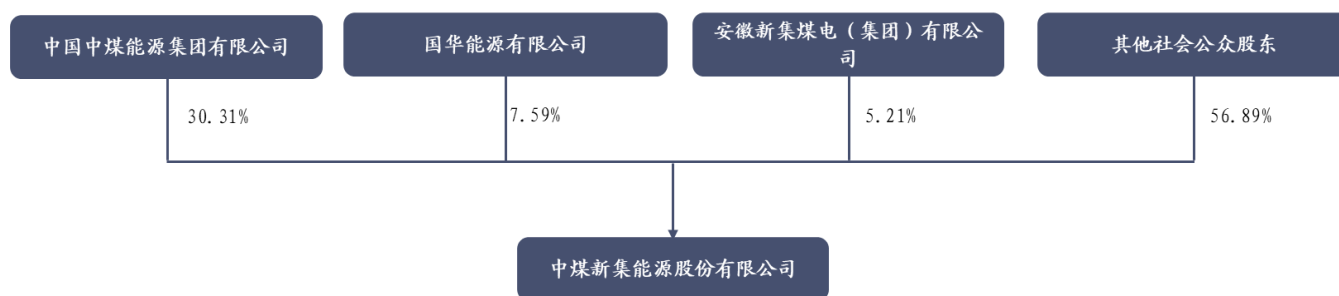
新集能源作为中煤能源集团控股的华东地区动力煤央企龙头，其煤炭资产优质、成本管控能力强，叠加未来煤电一体化的协同发展，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司2023-2027年归母净利润分别为23.5/23.5/24.8/27.8/29.3亿元。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性和确定性，综合考虑转型为煤电一体化公司的估值水平，未来新集能源价值修复空间较大，给予公司“买入”评级。

一、新集能源：煤电一体协同发展，转型成长未来可期

1.1 公司简介：华东地区煤炭央企，煤电联营协同发展

发展历程及股权结构：公司是由国家开发投资公司、国华能源有限公司、安徽新集煤电(集团)有限公司于1997年12月发起设立，并于2007年12月在上交所首发上市。2016年12月，经国务院国资委批复，国投公司将持有的公司30.31%股份无偿划转至中煤集团，中煤集团成为公司控股股东。公司是一家以煤炭采选为主、煤电并举的企业，是全国重点企业之一。公司主营业务是煤炭开采、洗选和火力发电。

图 1：公司股权结构



资料来源：iFind，信达证券研发中心。注：股权结构日期截至2023年9月30日。

公司《“十四五”发展规划纲要》提出：十四五”期间，公司深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，积极融入国家长三角一体化发展和淮河生态经济带，把握安徽省打造皖北能源基地和承接产业转移集聚区的发展定位，坚持稳中求进工作总基调，遵循“存量提效、增量转型”发展思路，践行“安全高效发展、绿色低碳发展、改革创新发展”理念，构建完善以煤炭、煤电、新能源为主，能源综合服务和资源综合利用协同发展的“3+N”产业发展新格局，将公司打造成华东地区多能互补、绿色低碳、智慧高效、治理现代的能源示范企业。

发展目标：到2025年，公司将建成多能互补、绿色低碳、智慧高效、治理现代的能源示范企业。企业规模保持合理增长，质量效益显著提升，资产负债率稳中有降。

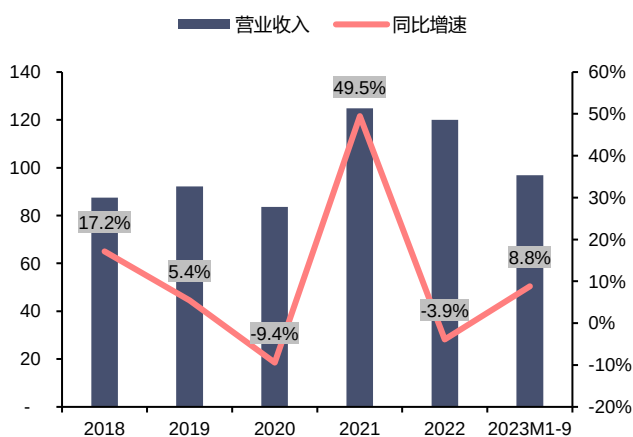
- 煤炭产业：生产矿井全部实现安全高效稳产，煤炭产能保持2350万吨/年；
- 煤电产业：煤电总装机达到595万千瓦；
- 新能源产业：新能源装机规模达到100万千瓦；
- 综合能源服务产业：推进电代油及充电桩的建设，参与微电网的建设和运营，实现多能互补；
- 资源综合利用产业：建成煤矸石、粉煤灰、瓦斯、地热综合利用示范项目，资源综合利用产业初具规模。

1.2 经营概况：煤炭贡献主要利润，煤电联营不断深化

受益于商品煤销量增加，2023 年前三季度公司业绩实现同比增长。2023 年前三季度，公司实现营业收入 97 亿元，同比+8.8%；归母净利润实现 19.2 亿元，同比+4.3%。煤炭业务方面，实现商品煤销量 1523 万吨，同比+15.7%；商品煤销售价格 545 元/吨，同比小幅下降 14 元/吨。电力业务方面，公司上网电量 69.86 亿千瓦时，同比-9.7%；不含税平均上网电价 0.41 元/千瓦时，同比+0.39%。公司业绩实现同比增加，主要是煤炭业务商品煤销量提升所致。2023 上半年受矿井地质条件和过断层等因素影响，公司商品煤煤质有所下降。下半年公司煤质逐步恢复，商品煤洗选率的提高带动商品煤产销量增加。

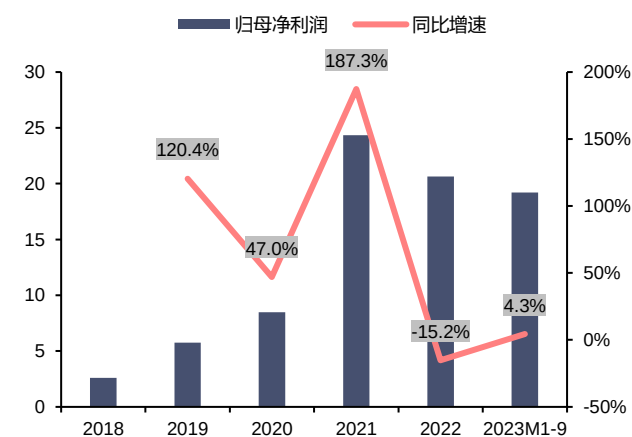
从收入及毛利结构看，当前公司仍然以煤炭业务为主。2022 年，公司煤炭业务收入占比 65%，电力业务收入占比 35%。从毛利情况看，2022 年，煤炭业务毛利占比为 81%，电力业务毛利占比为 19%。当前公司仍然以煤炭业务为主，未来将逐步推进煤电一体化战略，电力业务收入比重有望稳步提升。

图 2：2018-2023M9 公司营业收入情况（亿元）



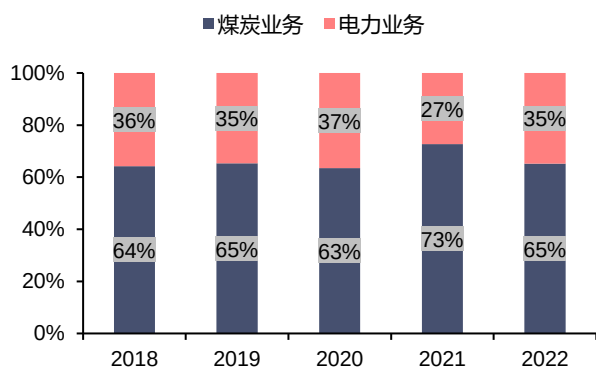
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 3：2019-2023M9 公司归母净利润情况（亿元）



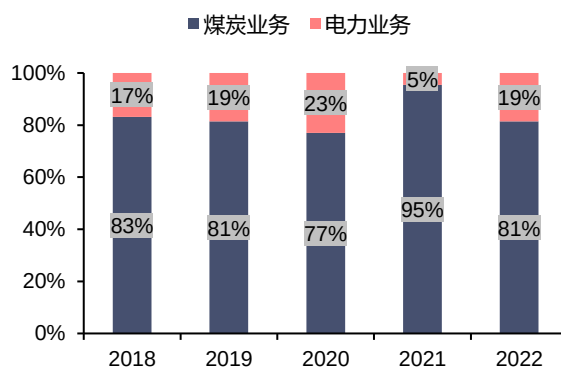
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：2017-2022 年公司营业收入占比情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2017-2022 年公司毛利占比情况



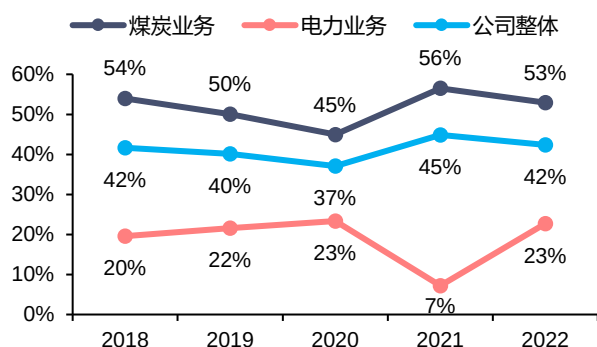
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2021 年以来公司毛利率和净利率小幅波动，盈利能力保持稳态。2022 年公司整体毛利率 42%，相较 2021 年仅下降 3 个百分点。煤炭业务方面，在高比例长协和出色的成本管控能力下，2021 年以来毛利率保持稳态。电力业务方面，在燃煤电价 20%顶格上浮以及电煤长

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

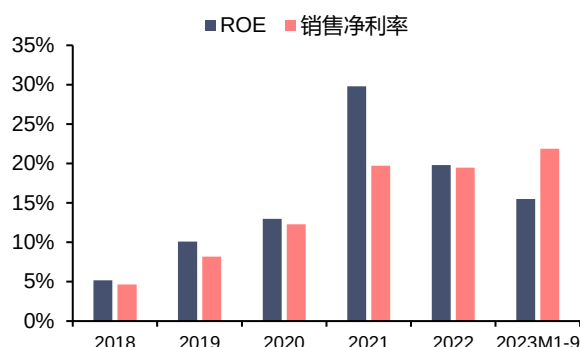
协保供下，2022 年毛利率迅速回升至 23%。2023Q1-3，公司 ROE 为 15.5%，相较 2022 年前三季度小幅下滑 2.3 个百分点。公司销售净利率达 21.9%，相较 2022 年前三季度小幅下滑 1.1 个百分点。整体看，公司盈利能力保持稳态。

图 6：2018-2022 年公司煤炭和发电业务毛利率情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：2018-2023M1-9 公司 ROE 和销售净利率情况

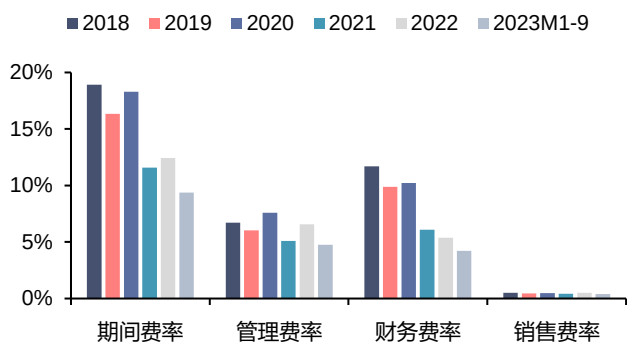


资料来源：iFind，信达证券研发中心注：ROE 为 1-9 月数值。

期间费率呈下降态势，主要是财务费率有所下降。2023 前三季度，公司期间费率为 9.4%，同比下降 2.4 个百分点，主要是财务费率下降 1.4 个百分点，管理费用下降 0.9 个百分点。未来随着公司规划电厂的开工建设，我们预计公司财务费率将有所回升。

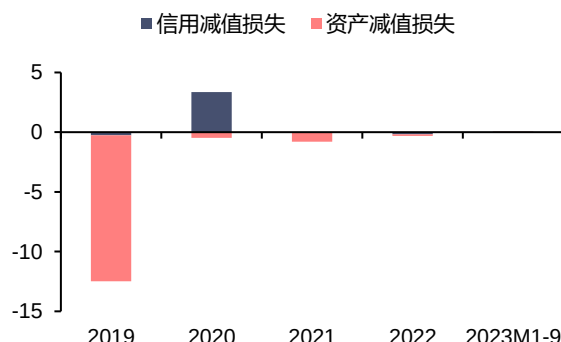
公司资产质量优质，2021 年以来未计提大额减值。2023 年前三季度，公司资产减值损失和信用减值损失合计转回 393 万元。2021-2022 年间，公司共计提资产减值损失和信用减值损失合计 1.12 亿元。2021 年以来公司未计提大额减值，资产质量优异。

图 8：2018-2023M9 公司费用率呈下降态势



资料来源：iFind，信达证券研发中心

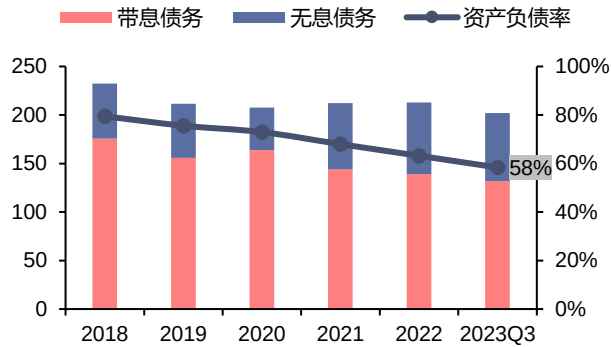
图 9：2019-2023M1-9 公司减值情况（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

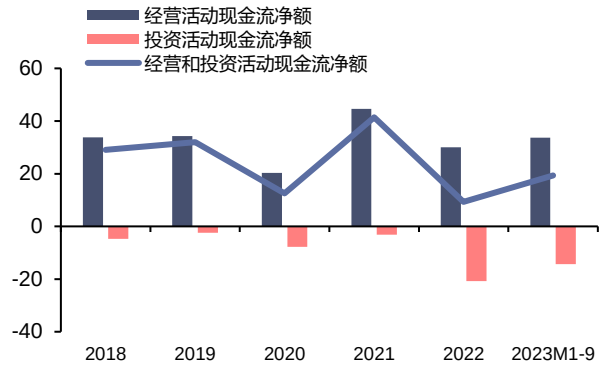
受益于煤炭行业步入景气周期，公司财务杠杆和资本开支压力减轻。2023Q3 公司资产负债率 58%，带息债务呈下降态势，无息债务保持平稳。2018-2023Q3，公司经营活动现金流量净额保持稳态，基本能够覆盖公司投资活动现金流支出。

图 10: 2018-2023Q3 公司资产负债率稳步下降 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 11: 2018-2023M1-9 公司现金流情况 (亿元)



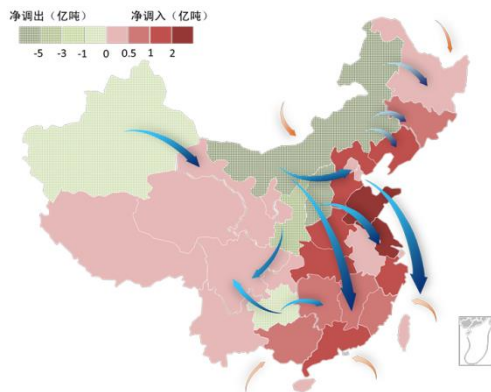
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、煤炭业务：煤炭资源储量丰富，高比例长协业绩稳健

2.1 公司煤炭资源储量丰富，地处华东区位优势突出

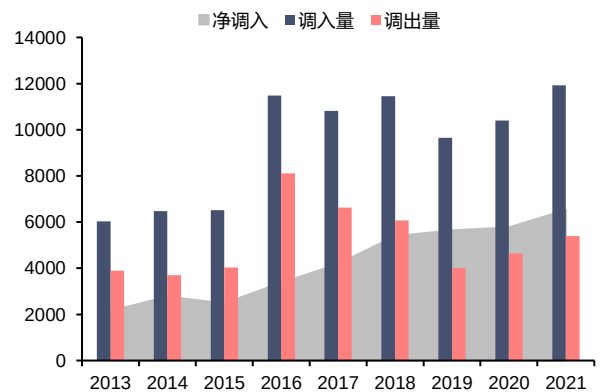
华东地区是我国煤炭消费的主力地区，安徽省煤炭资源供需形势呈现出紧张态势。从我国煤炭整体调度形势来看，华东地区作为我国煤炭主要消费地，其煤炭净调入量最大。根据《中国能源统计年鉴》数据，过去几年来安徽省煤炭净调入量持续增加，2021 年全省净调入煤炭达 6528 万吨。2021 年以来，安徽省保持较快的全社会用电量增速，持续超出全国平均水平。反观安徽省乃至整个华东地区煤炭产量，2019 年以来华东地区煤炭产量逐年下滑，安徽省煤炭产量增加空间有限。我们认为，在中东部地区能源消费持续增长和煤炭产量逐步衰减的背景下，安徽省煤炭资源供需形势呈现出紧张态势。

图 12: 我国煤炭资源调入调出形势

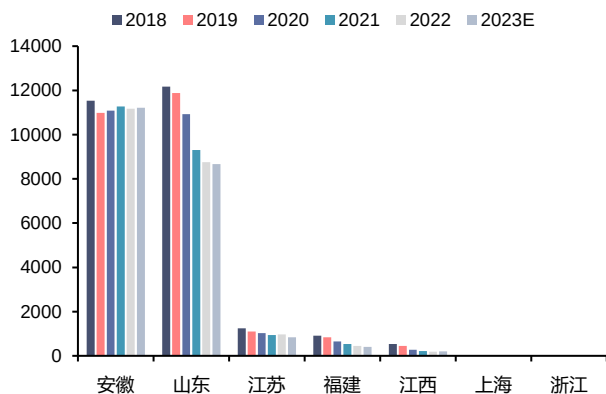


资料来源: 《煤炭工业发展“十三五”规划》，信达证券研发中心

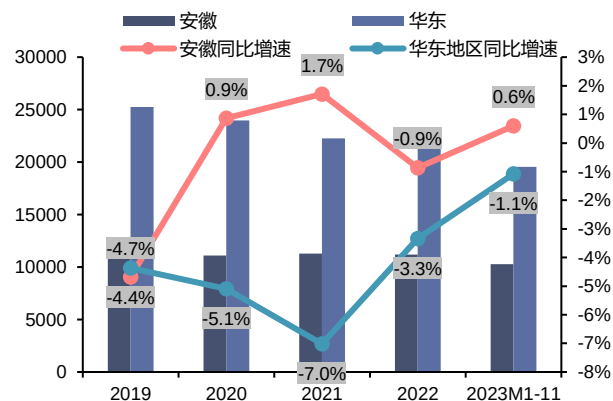
图 13: 安徽省煤炭净调入量持续增加 (万吨)



资料来源: 中国能源统计年鉴, 信达证券研发中心

图 14：华东地区各省市煤炭产量情况（万吨）


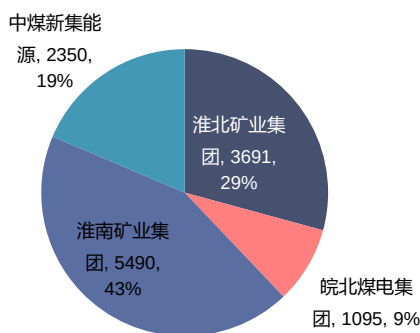
资料来源：CCTD，信达证券研发中心。注：2023 全年预测为 1-11 月原煤产量年化计算得出。

图 15：华东地区煤炭产量逐步衰减（万吨）


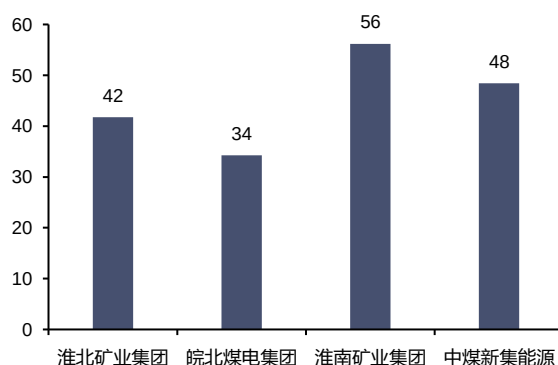
资料来源：CCTD，信达证券研发中心

新集能源储量剩余可采年限长，且后备资源储量丰富，为可持续发展奠定坚实的资源基础。安徽省煤炭资源开发主体主要为淮北矿业集团、淮南矿业集团、皖北煤电集团和中煤新集能源四家煤企集团，核定产能分别为 3691、2195（其中安徽 1095）、7790（其中安徽 5490）、2350 万吨/年，中煤新集能源公司煤炭产能位列安徽省第三。从矿井服务年限来看，安徽省内整体格局为“南优于北”，淮南矿业集团和中煤新集能源的矿井服务年限较长，淮北矿业集团和皖北煤电集团次之。

根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》，新集公司矿区总面积约 1092 平方公里，含煤面积 684 平方公里，资源储量 101.6 亿吨，资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的 40%。公司拥有采矿权 5 处：新集一矿、新集二矿、刘庄煤矿、口孜东煤矿、板集煤矿；探矿权 4 处：罗园勘查区、连塘李勘查区、口孜西勘查区、刘庄深部勘查区。截至 2023 年 6 月末，公司矿权内资源储量 62.39 亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨，共计 88.90 亿吨。新集能源后备资源储量丰富，为公司今后可持续发展奠定坚实的资源基础。

图 16：新集能源煤炭产能位列安徽省第三（万吨/年）


资料来源：各公司债券募集说明书和跟踪评级报告，信达证券研发中心。注：皖北煤电集团和淮南矿业集团仅列示安徽省内煤炭产能。

图 17：安徽省内四大煤企服务年限对比（年）


资料来源：各公司债券募集说明书和跟踪评级报告，信达证券研发中心。注：（1）皖北煤电集团和淮南矿业集团仅测算安徽省内煤炭资源服务年限；（2）储量备用系数按 1.3 考虑；（3）服务年限仅以可采储量口径测算，不含探矿权和采矿权深部资源。

地处华东区位优势突出，商品煤低灰低硫深受客户青睐。公司地处安徽省中部，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，华东地区经济总量规模及发展对电力能源供给保持长期需求，公司贴近主要客户所在地，运输距离较西北及北方煤炭生产基地相比近 1000 公里以上，具有供应灵活和运输成本低的优势，所属矿区内铁路运输十分便捷。

公司所产煤种属于气煤和 1/3 焦煤，质量稳定，具有中低灰，特低硫、特低磷和中高热量的本质特征，是深受客户青睐的环保型煤炭商品。全硫含量低于 0.4%，这一特征能够最大限度地减少大气污染，具有燃煤热效率较高且节省环保费用优势，特别是可以降低脱硫装置巨额投资。

表 1: 公司煤矿储量、产能和服务年限等情况

序号	煤矿	状态	煤种	权益比例	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	服务年限 (年)
1	新集一矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	4.4	1.4	180	60
2	新集二矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	4.1	1.7	270	48
3	刘庄煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	14.2	6.1	1100	43
4	口孜东矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	7.4	3.6	500	55
5	板集煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	5.2	2.0	300	51
在产合计					35.3	14.8	2350	48
6	杨村煤矿	推进复建中	气煤、1/3 焦煤	100%	8.8	3.8	500	58
合计					44.1	18.6	2850	50

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心整理。注：（1）服务年限测算：储量备用系数取 1.3，以可采储量口径测算；（2）考虑探矿权和现有矿权向深部延伸的情况下，公司煤炭资源储量达 88.9 亿吨。

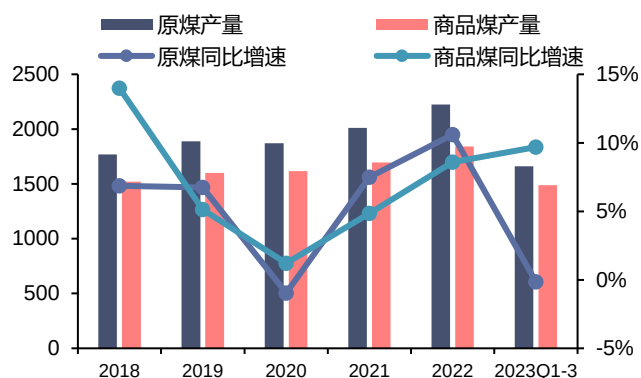
2.2 高比例长协和出色的成本管控能力下，煤炭业绩有望保持稳态

2.2.1 产能利用率高位维持，商品煤产销两旺

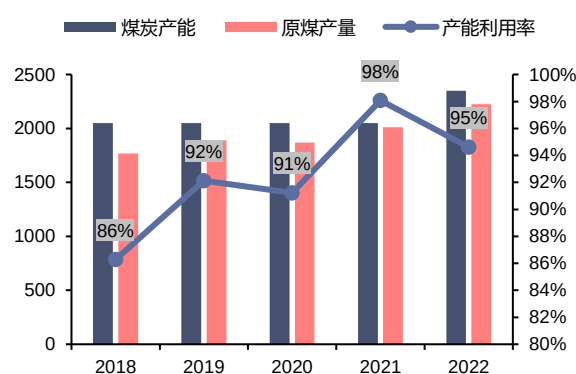
公司原煤产量持续增加，得益于产能利用率持续提升和板集煤矿投产。2018-2022 年，公司原煤产量由 1769 万吨上升至 2224 万吨；一方面是产能利用率由 85% 上升至 95%；另一方面是产能规模 300 万吨/年的板集煤矿于 2022 年正式投产。2023 年前三季度，公司原煤产量 1660 万吨，同比-0.2%。公司原煤产量维持稳态，产能利用率保持高位。

受益于煤质改善，2023 前三季度公司商品煤产销量回升。2023 前三季度，公司商品煤产量实现 1489 万吨，同比+9.7%；商品煤销量实现 1523 万吨，同比+15.7%。商品煤产销量同比增加，主要是受益于煤质改善。2022 年受矿井地质条件和过断层等因素影响，造成公司商品煤煤质较低，商品煤洗出率下降。2023 以来，公司商品煤煤质逐步改善，商品煤洗出率呈恢复态势，商品煤产销量同比增加。

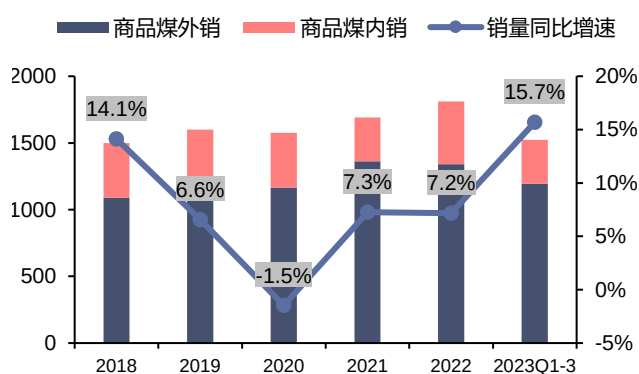
2023 前三季度内销煤炭占比 22%，我们预计规划电厂全部投产后，公司煤炭有望全部内销。2023 年前三季度，公司内销煤炭 330 万吨，占煤炭总销量的 22%。我们预计，随着上饶电厂、滁州电厂和六安电厂的开工投产，2027 年公司煤炭有望全部实现内销。

图 18: 2018-2023Q3 公司煤炭产量情况 (万吨)


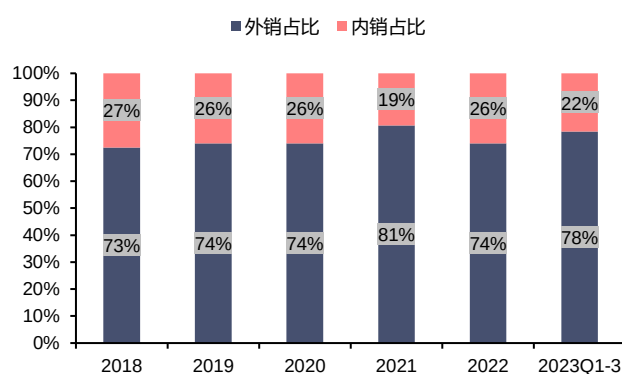
资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心。注: 2023 年商品煤销量增加, 原因是煤质改善带动商品煤洗出率提升。

图 19: 公司煤矿产能利用率维持高位 (万吨/年, 万吨)


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 2018-2023Q3 公司煤炭销量情况 (万吨)


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

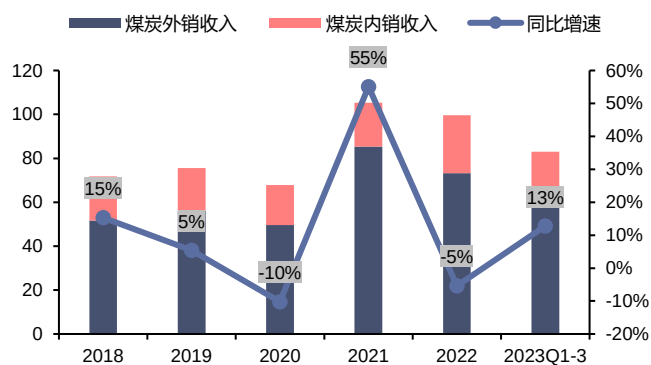
图 21: 2018-2023Q3 公司煤炭内外销结构


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心。注: 内销口径为对公司控股电厂的销售。

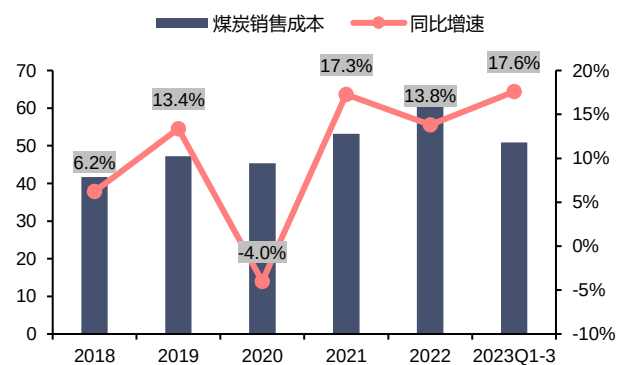
2.2.2 高比例长协和出色的成本管控能力下, 公司煤炭业绩有望保持稳态

受益于商品煤销量同比提升和价格仅小幅下降, 公司煤炭业务收入同比增加。2023 年前三季度, 公司煤炭业务收入 83 亿元, 同比+13%。煤炭业务收入同比增加, 主要是前三季度实现商品煤销量 1523 万吨, 同比+15.7%; 而商品煤销售价格仅小幅下降, 前三季度实现销售均价 545 元/吨, 同比小幅下降 14 元/吨。

剔除销量上涨影响, 公司单位生产成本基本维持稳态。2023Q1-3, 公司煤炭业务成本为 51 亿元, 同比+17.6%。成本大幅上升主要是受销量上涨的影响, 剔除销量上涨影响后, 公司煤炭生产成本基本维持稳态。2023 年前三季度, 公司煤炭生产成本为 334 元/吨, 相较 2022 年持平, 相较 2022 年前三季度上涨 6 元/吨。

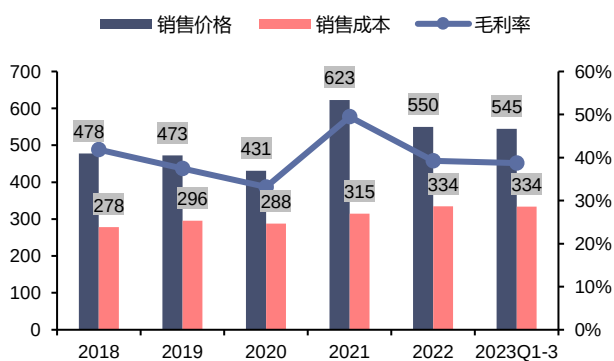
图 22：2018-2023Q1-3 公司煤炭业务收入情况（亿元）


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

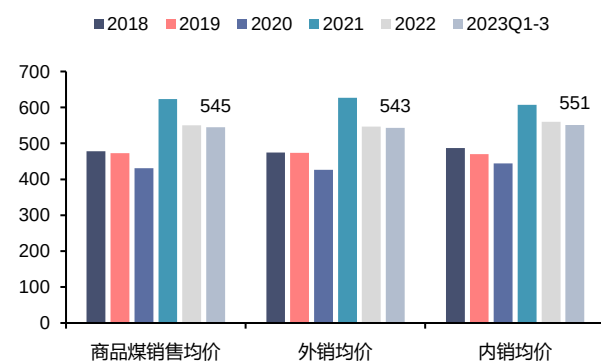
图 23：2018-2023Q3 公司煤炭业务成本情况（亿元）


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

公司煤炭销售价格维持稳态，2023 年仅小幅下滑 5 元/吨。2023 年前三季度，公司实现商品煤综合售价 545 元/吨，相较 2022 全年销售均价 550 元/吨，下降仅 5 元/吨。公司煤炭综合售价保持平稳，主要是得益于公司拥有 85% 的高比例长协煤销售结构和煤质改善带来的热值提升。公司对内销售和对外销售的煤炭价格基本保持一致。

图 24：2018-2023Q3 公司煤炭业务毛利率情况（元/吨）


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图 25：2018-2023Q3 公司煤炭业务销售价格情况（元/吨）


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

安徽省煤炭长协价格具有优势，出矿环节中长期交易价格区间高。根据《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》和《安徽省发展改革委关于落实煤炭市场价格形成机制有关事项的通知》，在省产煤炭与外调煤炭到燃煤电厂价格相近的原则下，安徽省出矿环节中长期交易价格区间为 545-745 元/吨，折算 5500 卡后价格区间为 600-820 元/吨。安徽省凭借靠近主消费地的区位优势，其煤炭价格区间明显高于晋陕蒙等主产地价格。

表 2：安徽地区出矿环节中长期交易价格区间高

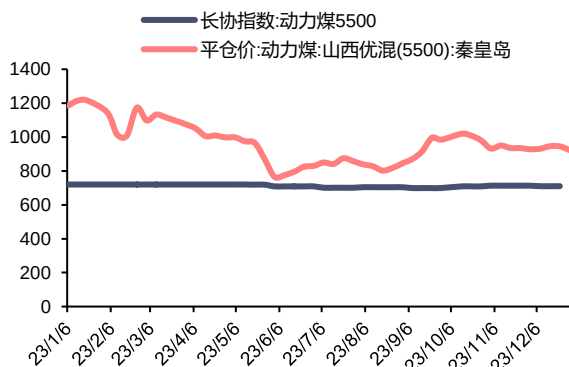
地区	热值 (千卡)	价格合理区间 (元/吨)
山西	5500	370-570
陕西	5500	320-520
蒙西	5500	260-460
蒙东 (3500 卡)	3500	200-300
蒙东 (折算 5500 卡)	5500	314-471

安徽（5000卡）	5000	545-745
安徽（折算5500卡）	5500	600-820

资料来源：国家发改委，安徽省发改委，信达证券研发中心

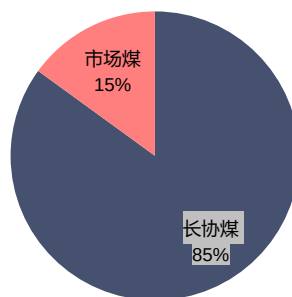
高比例长协煤的销售结构下，公司煤炭销售价格保持平稳。2023年以来，长协煤价格走势平稳，港口全年最高价格为720元/吨，最低价格为699元/吨，价格波动幅度小。2023前三季度，公司长协煤销量占比达85%，使得公司煤炭销售价格保持平稳状态。

图 26：长协煤价格走势更为平稳（元/吨）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

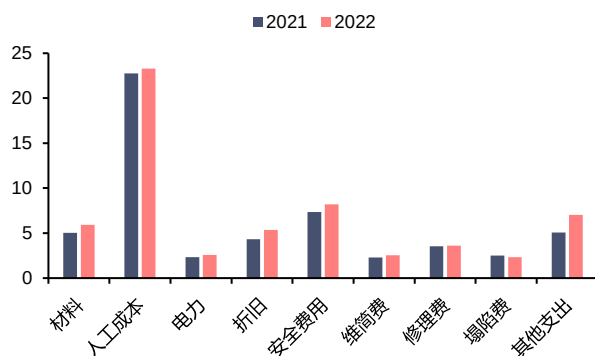
图 27：2023 年 Q1-3 公司长协煤占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

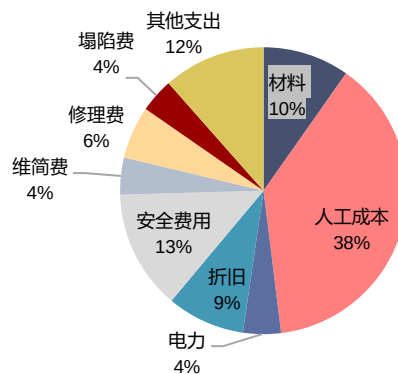
公司成本管控能力出色，2021 年以来并未大幅提升。2023 年前三季度公司煤炭生产成本为 334 元/吨，相较 2022 年持平，相较 2021 年上涨 19 元/吨。公司成本能够保持稳态，主要是得益于公司出色的成本管控能力。人工成本作为影响煤炭生产成本的主要因素，2021 年以来公司人工成本保持稳定，并未显著增加。

图 28：2021-2022 年公司煤炭业务成本情况（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 29：2022 年煤炭业务成本结构情况



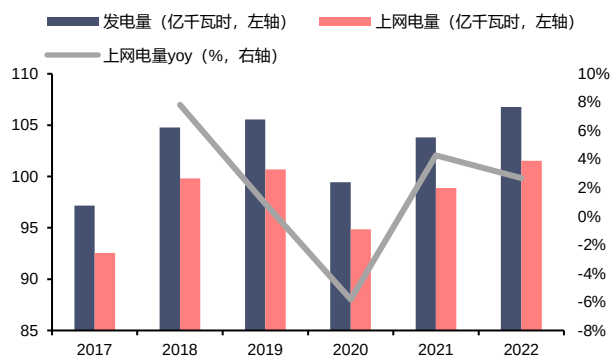
资料来源：iFind，信达证券研发中心

三、 电力业务：成长成本优势齐现，“煤-电一体化”转型未来可期

3.1 在运电厂受益于自有煤供应，成本优势突出，盈利能力强

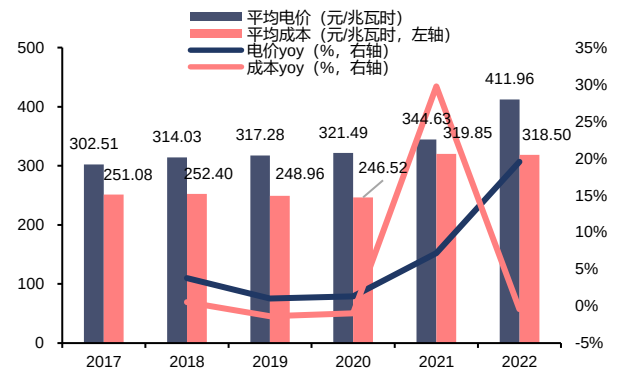
在运机组兼具自有煤炭供应和坑口区位优势，盈利能力凸显。利辛板集电厂一期是公司目前主要在运燃煤发电厂，机组容量 2×100 万千瓦，为具有灵活调节能力的先进超超临界机组，度电煤耗低且发电利用小时数常年保持较高水平。电厂 2022 年发电量达 106.78 亿千瓦时，机组利用小时数 5339.13 小时，同比增加 2.87%。利辛板集电厂一期位于板集煤矿坑口位置，其煤炭需求全部通过板集煤矿满足，既可以保证燃煤供给稳定，又几乎不存在运输成本。相比于安徽省内的大部燃煤电厂具有明显的生产成本的控制优势。

图 30：2017-2022 年公司发电量和上网电量情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

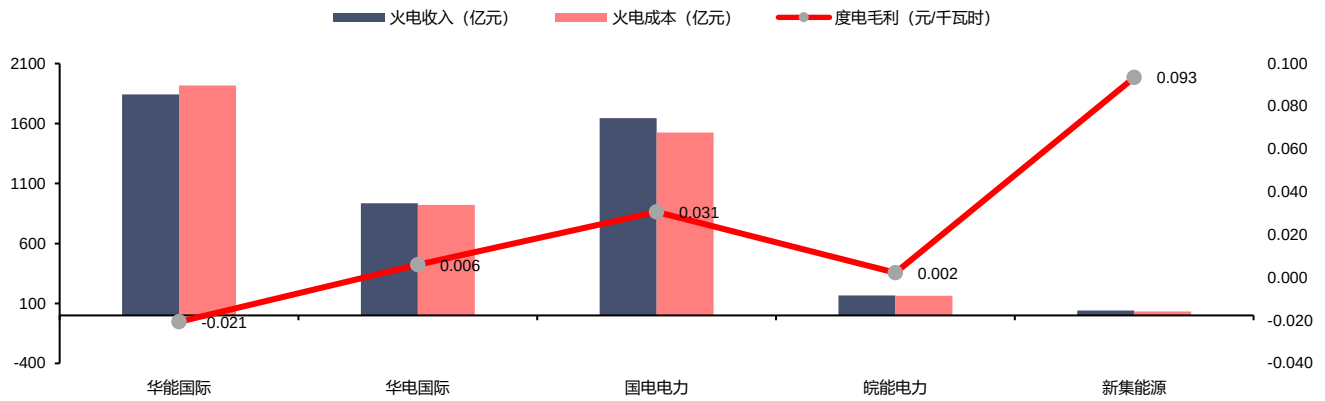
图 31：2017-2022 年公司度电收入和成本情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

市场化改革推进打开电厂收入空间。叠加成本管控优势，业绩表现较为亮眼。得益于煤电一体化优势，利辛板集电厂一期的成本端保持稳定，过去五年中仅在 2021-2022 年成本端略有上行，且 2022 年开始保持稳中略降。2021 年 10 月，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格[2021]1439 号），推动燃煤发电量全部进入电力市场，并将煤电“基准价+上下浮动”的浮动范围扩大至上下浮动 20%，同步提高煤电上浮“天花板”。得益于电力市场化改革推进，公司的度电营业收入自 2021 年开始逐年上行，并在 2022 年实现 0.412 元的 20% 顶格上浮（不含税）。同时受益于成本端的稳定和收入端的上升，2022 年利辛板集电厂一期的度电毛利达到 0.093 元/千瓦时，为历史最高水平。

图 32：2022 年部分电力公司火电板块收入成本与度电毛利情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 在建及规划煤电体量可观，助力公司实现“煤-电一体化”转型

在建及规划煤电项目体量可观，电力业务有望实现快速增长。公司规划新建煤电厂装机容量达 596 万千瓦，分布于安徽、江西等地。在建电厂中，利辛板集电厂二期预计投产时间为 2024 年 11 月，将于未来两年带来电力板块成长增量。此外，上饶电厂已于 2023 年 12 月开工建设，预计 2025 年年底投产；滁州电厂预计于 2024 年 1 月开工，预计 2026 年年初投产；六安电厂预计于 2024 年年中开工，预计 2026 年年中投产。相较于目前控股在运煤电装机 200 万千瓦，至 2026 年公司煤电控股装机有望达到 796 万千瓦，未来三年装机与板块业绩有望实现高速增长。

表 3：公司在运、在建及规划燃煤电厂情况

项目名称	状态	持股比例	装机规模 (MW)	预计开工时间	预计投产时间
利辛板集电厂一期	投产	55%	2*1000	-	-
利辛板集电厂二期	在建	55%	2*660	-	2024 年 11 月
上饶电厂	在建	65%	2*1000	2023 年 12 月	2025 年年底
滁州电厂	规划	85%	2*660	2024 年 1 月	2026 年年初
六安电厂	规划	55%	2*660	2024 年年中	2026 年年中
在运、在建及规划控股装机合计			7960		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

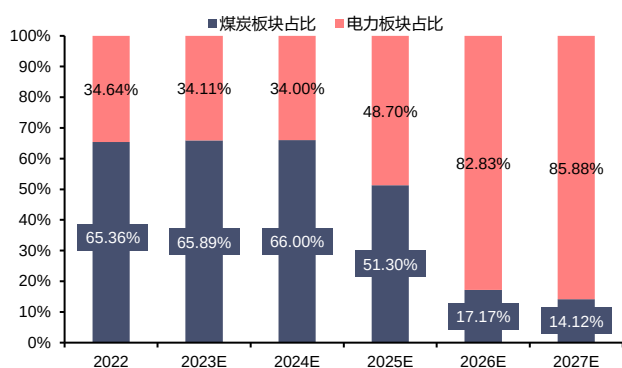
在建电厂投产有望提升自用煤需求直至基本全部自供，公司有望完全实现“煤-电一体化”转型，成为完全煤电运营商。公司在建和规划中的燃煤电厂大多位于安徽省内，若其煤炭需求主要由公司煤矿供应，新建电厂有望形成稳定的燃料供应链，形成“煤电一体”产业新格局。如前所述，目前公司自用煤占比为 40%左右，除向控股电厂利辛板集电厂一期供煤外，还向参股电厂宣城一期、二期电厂供煤。若公司在建及规划的电厂有望于 2024 年底至 2026 年中陆续全面投产，则至 2027 年，公司自供煤体量有望达到 1804 万吨左右，仅略低于公司 2022 年商品煤产量 1842 万吨。由此，公司有望实现商品煤由大部分外销全面转向自用，实现从煤炭公司向煤电一体化公司的转型。

表 4: 公司相关电厂耗煤情况预估

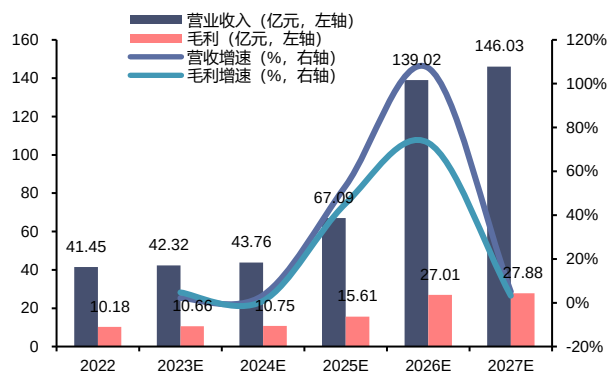
电厂项目	装机容量 (万千瓦)	利用小时数 (h)	发电量 (亿千瓦时)	耗煤量 (万吨, 4200K)
利辛板集电厂一期	200	4600	92.00	407.87
利辛板集电厂二期	132	4600	60.72	269.19
滁州电厂	132	4600	60.72	269.19
上饶电厂	200	4600	92.00	326.29
六安电厂	132	4600	60.72	269.19
宣城电厂一期	66	4600	30.36	134.60
宣城电厂二期	63	4600	28.98	128.48
总和	925		425.50	1804.81

资料来源: 公司交流, 信达证券研发中心

煤炭板块利润筑底公司业绩基本盘, 电厂陆续投产带来业绩增长点。公司目前主要的收入为煤炭板块, 电力板块收入占比仅为三分之一左右。而至 2027 年全部电厂开始贡献业绩后, 电力板块的收入有望随电厂逐步投产和利用小时数的稳定实现增长, 从而实现业绩提升。

图 33: 2022-2027 年预计公司分板块收入情况


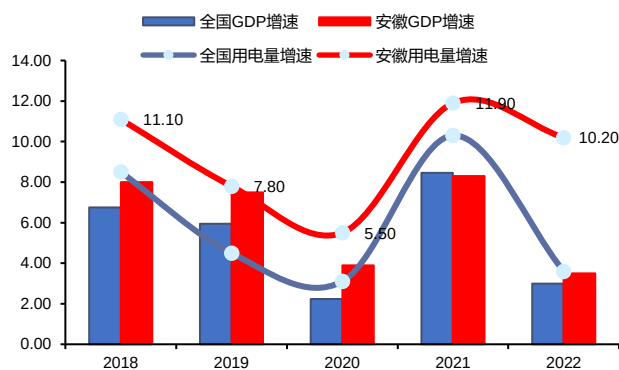
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 34: 2022-2027 年预计电力板块营收毛利情况


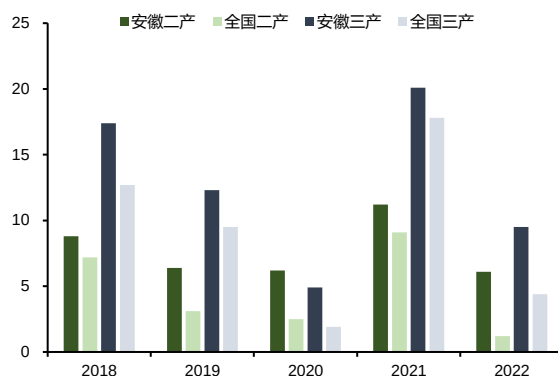
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.3 安徽电力消费增速高于全国平均, 新建机组利用小时数有望维持高位; 电改加速推进, 煤电有望获得额外增厚收益

安徽经济高速发展推动用电量需求增长, 新建煤电机组利用小时数有望维持高位。近年来, 安徽经济持续向好, 二产三产发展较快, 带动安徽省内电力需求增长势头强劲。据新浪财经, 2022 年安徽用电量超越福建, 成功跻身全国前十; 同时, 安徽以 4.5 万亿元的 GDP 总量首超上海 (4.47 万亿元), 历史性挺进经济十强省份。而 2023 年, 安徽电力消费增速继续保持高位。据中电联, 2023 年 1-10 月安徽省内累计用电量消费增速达 6.10%, 超过全国平均增长水平。其中, 二产累计用电同比增速达 9.40%, 远超全社会二产累计用电增速 3.60pct。而安徽省内目前超过 60% 的电力装机均为火电装机, 在用电量需求高速增长背景下, 省内煤电机组利用小时数有望维持高位。

图 35: 2018-2022 年全国与安徽 GDP 与用电量增速 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 36: 2018-2022 年全国与安徽分类用电量增速 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

政策推动现货市场建设加快推进，省内煤电机组有望获得现货增量收益。2023 年 9 月，国家发改委、国家能源局印发《电力现货市场基本规则（试行）》，这是首部国家层面指导现货市场设计以及运行的规则，为其他准备建设电力现货市场的省份提供基本的制度指引。2023 年 10 月，国家发改委、国家能源局发布《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》，要求其他地区(除西藏外)加快推进市场建设，力争在 2023 年底前具备结算试运行条件。安徽作为第二批现货试点同样进入提速阶段，自 2023 年 11 月 18 日启动电力现货市场月度试运行。展望 2024 年，安徽电力现货市场有望全面转入长周期结算试运行。在省内光伏发电占比较高，峰谷差波动较大的背景下，省内火电机组有望因电力分时供需紧张而获得现货市场尖峰电价增量收益。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

4.1.1 量价本假设

煤炭产销量: 考虑到当前公司煤炭产能利用率已维持高位，且杨村煤矿重建流程处于待核准状态，我们预计未来公司煤炭产量有望保持稳定。2023-2027 年，原煤产量维持 2233 万吨；商品煤销量维持 1942/1965/1965/1965/1965 万吨；煤炭内销逐年增加，分别为 504/525/806/1600/1688 万吨。

煤炭价格和成本: 我们认为，国内煤炭价格中长期或仍将维持中高位运行。我们预计新集能源 2023-2027 年吨煤综合售价分别为 541/548/549/550/550 元/吨，长协电煤价格（含税 5000 卡）维持 714 元/吨。考虑到煤矿开采向深部延伸以及公司较强的成本管控能力，我们预计 2023-2027 年吨煤成本分别为 336/336/338/340/341 元/吨。

表 5: 煤炭业务量价本假设

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
原煤产量(万吨)	1870	2011	2224	2233	2233	2233	2233	2233
yoy		7.5%	10.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
商品煤产量(万吨)	1617	1696	1842	1942	1965	1965	1965	1965
yoy		4.9%	8.6%	5.4%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
商品煤销量(万吨)	1575	1690	1811	1942	1965	1965	1965	1965

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

yoy		7.3%	7.2%	7.2%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
煤炭内销(万吨)	410	328	471	504	525	806	1600	1688
yoy		-20.0%	43.7%	7.1%	4.3%	53.3%	98.6%	5.5%
煤炭销售均价(元/吨)	431	623	550	541	548	549	550	550
yoy		44.6%	-11.7%	-1.6%	1.2%	0.3%	0.1%	-0.1%
煤炭销售长协价(元/吨)	0	0	731	714	714	714	714	714
yoy				-2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
煤炭生产成本(元/吨)	288	315	334	336	336	338	340	341
yoy		9.3%	6.2%	0.5%	0.0%	0.6%	0.6%	0.3%
煤炭业务收入(亿元)	68	105	100	105	108	108	108	108
yoy		55.1%	-5.4%	5.5%	2.4%	0.3%	0.1%	-0.1%
煤炭业务成本(亿元)	45	53	61	65	66	66	67	67
yoy		17.3%	13.8%	7.8%	1.1%	0.6%	0.6%	0.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测。注：（1）长协价格为5000卡含税价，（2）煤炭业务收入和成本为合并抵消前口径

电力产销量：随着公司规划建设电厂的逐步投产，2023-2027 年公司装机容量将由 200 万千瓦上升至 796 万千瓦。随着省内电厂逐步投产，安徽省电力供需矛盾有望有所缓解。我们预计 2023-2027 年，利用小时数分别为 5400/5281/5200/4873/4700 小时，发电量分别为 108/113/173/356/374 亿千瓦时，上网电量分别为 104/108/166/341/359 亿千瓦时。

电力价格和成本：我们预计 2023-2027 年电价有望维持高位，安徽省电价（不含税）分别为 0.408/0.405/0.405/0.401/0.401 元/千瓦时；江西省电价（不含税）分别为 0.440/0.436/0.436/0.433/0.433 元/千瓦时。考虑到公司煤电一体化协同发展，煤炭来源稳定且以长协价格采购，我们预计度电成本分别为 0.29/0.29/0.30/0.31/0.32 元/千瓦时。

表 6：电力业务量价本假设

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
装机容量(万千瓦)	200	200	200	200	332	332	796	796
利用小时数(小时)	4973	5190	5332	5400	5281	5200	4873	4700
利辛电厂一期	4973	5190	5332	5400	5300	5200	4900	4700
利辛电厂二期					500	5200	4900	4700
滁州电厂							4900	4700
上饶电厂							4900	4700
六安电厂							2300	4700
发电量(亿千瓦时)	99	104	107	108	113	173	356	374
yoy		4%	3%	1%	4%	53%	106%	5%
上网电量(亿千瓦时)	95	99	102	104	108	166	341	359
yoy		4%	3%	2%	4%	53%	106%	5%
安徽电价(元/千瓦时，不含税)	0.318	0.338	0.408	0.408	0.405	0.405	0.401	0.401
江西电价(元/千瓦时，不含税)			0.440	0.440	0.436	0.436	0.433	0.433
营业成本(元/千瓦时)	0.25	0.32	0.29	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32
利辛电厂一期	0.25	0.32	0.29	0.29	0.29	0.30	0.30	0.30
利辛电厂二期					0.29	0.30	0.30	0.30
滁州电厂							0.31	0.31
上饶电厂							0.34	0.34
六安电厂							0.33	0.33
电力业务收入(亿元)	31	34	41	42	44	67	139	146
yoy		12%	22%	2%	3%	53%	107%	5%

电力业务成本（亿元）	23	32	31	32	33	51	112	118
yoy		35%	-1%	1%	4%	56%	118%	5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：电力业务收入和成本为合并抵消前口径。

4.1.2 主要财务指标预测

新集能源作为中煤能源集团控股的华东地区动力煤央企龙头，其煤炭资产优质、成本管控能力强，叠加未来煤电一体化的协同发展，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司 2023-2027 年归母净利润分别为 23.5/23.5/24.8/27.8/29.3 亿元；EPS 分别为 0.91/0.91/0.96/1.07/1.13 元/股；对应 PE 分别为 6.52/6.52/6.18/5.5/5.23 倍；对应 PB 分别 1.11/0.96/0.85/0.77/0.69 倍。我们看好公司煤电一体化战略实施带来的业绩成长性和确定性，综合考虑转型为煤电一体化公司的估值水平，未来新集能源价值修复空间较大，给予公司“买入”评级。

表 7：新集能源主要财务指标预测

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,489	12,003	12,518	12,801	13,676	16,669	16,890
同比(%)	49.5%	-3.9%	4.3%	2.3%	6.8%	21.9%	1.3%
归属母公司净利润	2,662	2,064	2,348	2,348	2,478	2,784	2,930
同比(%)	214.2%	-22.4%	13.7%	0.0%	5.6%	12.3%	5.2%
毛利率(%)	44.9%	42.4%	43.9%	44.4%	45.7%	44.6%	44.4%
ROE(%)	27.7%	18.0%	17.1%	14.8%	13.7%	13.9%	13.3%
EPS（摊薄）（元）	1.03	0.80	0.91	0.91	0.96	1.07	1.13
P/E	5.75	7.42	6.52	6.52	6.18	5.50	5.23
P/B	1.59	1.33	1.11	0.96	0.85	0.77	0.69
EV/EBITDA	4.34	4.53	4.48	5.34	4.89	5.36	5.47

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 1 月 4 日收盘价

4.2 公司估值

公司作为华东地区煤炭央企，以煤电一体协同发展为战略，未来转型成长空间可期。“煤-电一体化”转型叠加成本端三大优势，参考同类煤电一体公司板块估值有望抬升。当前二级市场给予煤电股普遍以 10 倍 PE，新集能源 PE（TTM）仅为 7.1 倍（以 1 月 4 日收盘价计）。若公司完全实现自产煤全部自用，摆脱煤价波动对公司业绩的影响，转而成为以售电为主要业务的煤电公司，则公司估值水平有望实现因业务转型引领的估值抬升。且公司相比于同类型煤电公司具有煤炭来源稳定可靠，无需居间交易成本，煤矿-电厂运输距离短成本低的三大优势，抵御上下游价格波动风险的能力更强，盈利稳定性更有优势。

公司以煤电一体协同发展为战略，兼顾业绩稳定性和成长确定性。我们预计至 2027 年电厂全部投产后，公司归母净利润将实现 29.3 亿元。综合考虑转型为煤电一体化公司的估值水平，未来新集能源价值修复空间较大。

表 8: 可比公司估值

公司	收盘价 (元/股)	归母净利润			PE		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
中国神华	33.43	606.0	632.2	649.2	10.53	10.09	9.83
国电电力	4.35	72.2	87.1	101.0	10.74	8.91	7.68
内蒙华电	4.10	27.1	31.0	35.1	9.89	8.64	7.61
平均值					10.38	9.21	8.37
新集能源	5.91	23.48	23.48	24.78	6.52	6.52	6.18

资料来源: iFind, 信达证券研发中心。注: (1) 国电电力和内蒙华电为同花顺一致预期, 其余为信达能源预测; (2) 收盘价截止时间为2024年1月4日; (3) 国电电力煤炭来源稳定, 其估值水平与煤电一体公司相近。

风险因素

- (1) 国内外能源政策变化带来短期影响;
- (2) 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期;
- (3) 煤电利用小时数下滑风险;
- (4) 煤电电价下降风险;
- (5) 煤矿安全生产事故风险;
- (6) 煤质下降风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,869	3,317	6,194	6,969	10,032
货币资金	1,697	1,406	4,214	4,949	7,890
应收票据	7	0	0	0	0
应收账款	573	1,169	1,217	1,245	1,330
预付账款	20	39	42	43	45
存货	290	344	351	356	371
其他	282	359	371	377	396
非流动资产	28,594	30,389	31,559	41,208	45,382
长期股权投资	591	668	748	828	908
固定资产(合计)	21,980	21,624	22,167	26,853	35,264
无形资产	1,765	1,758	1,758	1,758	1,758
其他	4,257	6,338	6,885	11,768	7,451
资产总计	31,462	33,706	37,753	48,177	55,413
流动负债	9,899	10,896	10,896	11,893	12,511
短期借款	1,217	1,481	1,871	2,781	3,121
应付票据	390	207	214	217	227
应付账款	1,982	2,334	2,339	2,371	2,475
其他	6,310	6,875	6,472	6,524	6,688
非流动负债	11,333	10,399	11,854	18,854	22,854
长期借款	8,913	7,826	9,326	16,326	20,326
其他	2,420	2,573	2,528	2,528	2,528
负债合计	21,232	21,295	22,750	30,747	35,365
少数股东权益	621	942	1,248	1,562	1,999
归属母公司股东权益	9,610	11,468	13,756	15,868	18,049
负债和股东权益	31,462	33,706	37,753	48,177	55,413

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,489	12,003	12,518	12,801	13,676
同比(%)	49.5%	-3.9%	4.3%	2.3%	6.8%
归属母公司净利润	2,662	2,064	2,348	2,348	2,478
同比(%)	214.2%	-22.4%	13.7%	0.0%	5.6%
毛利率(%)	44.9%	42.4%	43.9%	44.4%	45.7%
ROE(平均)(%)	27.7%	18.0%	17.1%	14.8%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.03	0.80	0.91	0.91	0.96
P/E	5.75	7.42	6.52	6.52	6.18
P/B	1.59	1.33	1.11	0.96	0.85
EV/EBITDA	4.34	4.53	4.48	5.34	4.89

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,489	12,003	12,518	12,801	13,676
营业成本	6,886	6,913	7,017	7,113	7,426
营业税金及附加	421	419	438	448	479
销售费用	51	59	63	64	68
管理费用	636	790	814	832	889
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	759	644	594	740	859
减值损失合计	-81	-13	0	0	0
投资净收益	-206	75	80	80	80
其他	100	7	13	13	14
营业利润	3,549	3,246	3,684	3,697	4,049
营业外收支	-32	-8	0	0	0
利润总额	3,517	3,238	3,684	3,697	4,049
所得税	826	902	1,032	1,035	1,134
净利润	2,691	2,335	2,653	2,662	2,916
少数股东损益	29	271	305	314	437
归属母公司净利润	2,662	2,064	2,348	2,348	2,478
EBITDA	5,473	5,008	5,753	6,167	7,014
EPS(当年)(元)	1.03	0.80	0.91	0.91	0.96

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,688	3,007	4,647	5,121	5,982
净利润	2,691	2,335	2,653	2,662	2,916
折旧摊销	1,009	1,198	1,474	1,731	2,106
财务费用	768	650	601	761	884
投资损失	206	-75	-80	-80	-80
营运资金变动	100	-1,130	-6	48	156
其它	-86	29	4	0	0
投资活动现金流	-547	-2,076	-2,569	-11,300	-6,200
资本支出	-558	-2,081	-2,700	-11,300	-6,200
长期投资	0	0	0	0	0
其他	11	5	131	0	0
筹资活动现金流	-2,935	-1,267	730	6,915	3,159
吸收投资	0	77	0	0	0
借款	5,695	5,084	1,890	7,910	4,340
支付利息或股息	-950	-740	-886	-995	-1,181
现金净增加额	1,206	-337	2,808	736	2,941

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，中国注册会计师协会会员，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，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，从事煤炭行业研究。

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硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。