

煤电联营稳步推进, 转型成长空间广阔

2024年3月20日

事件: 2024年3月20日, 新集能源发布2023年报, 公司实现营业收入128.45亿元, 同比增加7.01%; 实现归母净利润21.09亿元, 同比增加1.57%; 扣非后净利润20.52亿元, 同比减少1.47%。经营活动现金流量净额37.96亿元, 同比增加26.25%; 基本每股收益0.814元/股, 同比增加1.5%。第四季度, 公司实现营业收入31.53亿元, 同比增加1.87%, 归母净利润1.89亿元, 同比下降19.95%。

点评:

- **煤炭: 商品煤产销量同比提升, 煤炭板块盈利表现优异。** 煤炭产销量方面, 受益于煤质条件改善, 2023年公司商品煤产量1937万吨, 同比+5.16%; 商品煤销量1969万吨, 同比+8.7%。当前公司煤炭产能利用率维持较高水平, 叠加杨村煤矿复产手续仍需一定时间, 我们认为未来公司煤炭产量将保持平稳态势。价格方面, 煤炭综合售价551元/吨, 同比+0.2%; 公司煤炭售价保持平稳主要得益于85%的高长协比例。展望2024年, 公司电煤长协比例仍然维持85%, 其煤炭综合售价有望保持稳态。成本方面, 商品煤成本351元/吨, 同比+5%; 吨煤成本上升受人员工资上涨、安全生产费计提标准提高等因素影响。我们预计, 随着公司持续强化成本管理, 未来成本基本保持稳态。综上, 公司煤炭板块量价本均有望保持稳态, 煤炭板块将稳定为公司创造业绩贡献。
- **电力: 煤电联营优势尽显, 控股电厂业绩表现可观。** 2023年, 受益于安徽电价持续顶格上浮和公司煤炭板块的联营优势, 公司电力板块业绩维持稳定。电量方面, 板集一期电厂继续实现高利用小时数发电。2023年全年发电量实现103.93亿千瓦时, 同比降低2.67%。折合机组利用小时数5197小时, 高于安徽省火电平均利用小时107小时, 同时高于全国火电平均利用小时731小时。电价方面, 受益于安徽电价顶格上浮, 板集一期电厂实现平均上网电价(不含税)409.8元/兆瓦时, 同比上升0.39%, 继续维持高电价水平。成本方面, 受益于板集煤矿的自有煤炭100%按长协价格供应, 板集电厂一期电厂度电燃料成本仅为253.15元/兆瓦时, 同比降低1.24%。电力板块燃料成本实现稳中有降。我们预计, 随着板集二期电厂在下半年落地投产发电并贡献业绩, 公司电力板块业绩将实现同比提升, 为公司创造增量业绩贡献。
- **成长: 煤电一体协同发展, 估值提升空间广阔。** 公司在建及规划燃煤机组容量高达596万千瓦, 分布于安徽、江西等地。截至3月20日, 板集电厂二期有望于2024年10月投产; 江西上饶电厂和六安电厂已经开工, 预计将于2025年年底至2026年上半年投产; 滁州电厂也将有望于2024年内开工建设。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，从而带动公司估值逐步抬升。同时，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。

- **盈利预测及评级：**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 2024-2026 年归母净利润分别为 23.4/25.5/29.0 亿元；EPS 分别为 0.9/0.98/1.12 元/股；对应 PE 分别为 8.86/8.13/7.13 倍；对应 PB 分别 1.31/1.14/1 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，维持公司“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。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,003	12,845	13,007	13,854	16,922
同比(%)	-3.9%	7.0%	1.3%	6.5%	22.1%
归属母公司净利润	2,077	2,109	2,336	2,547	2,902
同比(%)	-22.0%	1.6%	10.8%	9.0%	13.9%
毛利率(%)	42.4%	39.7%	43.2%	44.7%	43.4%
ROE(%)	18.1%	15.6%	14.7%	14.0%	14.0%
EPS (摊薄)(元)	0.80	0.81	0.90	0.98	1.12
P/E	9.97	9.81	8.86	8.13	7.13
P/B	1.80	1.53	1.31	1.14	1.00
EV/EBITDA	4.53	5.08	5.50	5.87	4.96

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 3 月 20 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	3,317	3,137	7,442	9,746	15,139	
货币资金	1,406	1,635	5,349	7,537	12,458	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,169	859	1,265	1,347	1,645	
预付账款	39	28	44	46	57	
存货	344	298	369	383	479	
其他	359	317	415	433	500	
非流动资产	30,418	33,157	34,465	44,085	48,220	
长期股权投资	668	762	772	772	782	
固定资产(合计)	21,624	21,880	22,398	27,059	35,446	
无形资产	1,758	1,920	1,920	1,920	1,920	
其他	6,367	8,595	9,375	14,334	10,072	
资产总计	33,735	36,295	41,907	53,831	63,359	
流动负债	10,896	10,051	11,404	13,915	16,657	
短期借款	1,481	1,551	2,091	4,351	5,591	
应付票据	207	130	226	234	293	
应付账款	2,334	2,163	2,463	2,554	3,192	
其他	6,875	6,207	6,625	6,776	7,581	
非流动负债	10,400	11,418	13,038	19,818	23,538	
长期借款	7,826	8,961	10,581	17,361	21,081	
其他	2,574	2,457	2,457	2,457	2,457	
负债合计	21,296	21,470	24,443	33,733	40,195	
少数股东权益	942	1,306	1,609	1,950	2,462	
归属母公司股东权益	11,497	13,519	15,855	18,148	20,702	
负债和股东权益	33,735	36,295	41,907	53,831	63,359	

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	12,003	12,845	13,007	13,854	16,922	
同比(%)	-3.9%	7.0%	1.3%	6.5%	22.1%	
归属母公司净利润	2,077	2,109	2,336	2,547	2,902	
同比(%)	-22.0%	1.6%	10.8%	9.0%	13.9%	
毛利率(%)	42.4%	39.7%	43.2%	44.7%	43.4%	
ROE%	18.1%	15.6%	14.7%	14.0%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.81	0.90	0.98	1.12	
P/E	9.97	9.81	8.86	8.13	7.13	
P/B	1.80	1.53	1.31	1.14	1.00	
EV/EBITDA	4.53	5.08	5.50	5.87	4.96	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,003	12,845	13,007	13,854	16,922	
营业成本	6,913	7,750	7,388	7,662	9,575	
营业税金及附加	419	421	455	485	592	
销售费用	59	58	65	69	85	
管理费用	790	779	910	901	1,100	
研发费用	0	8	0	0	0	
财务费用	644	539	613	819	922	
减值损失合计	-13	-24	-3	-4	-5	
投资净收益	75	93	80	80	80	
其他	7	31	13	14	17	
营业利润	3,246	3,389	3,664	4,009	4,740	
营业外收支	-8	48	2	2	2	
利润总额	3,238	3,438	3,666	4,011	4,742	
所得税	890	1,033	1,027	1,123	1,328	
净利润	2,348	2,405	2,640	2,888	3,414	
少数股东损益	271	296	304	341	512	
归属母公司净利润	2,077	2,109	2,336	2,547	2,902	
EBITDA	5,009	5,110	5,719	6,526	7,735	
EPS(当年)(元)	0.80	0.81	0.90	0.98	1.12	

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	3,007	3,796	4,843	5,486	7,397	
净利润	2,348	2,405	2,640	2,888	3,414	
折旧摊销	1,198	1,287	1,439	1,696	2,071	
财务费用	650	552	621	846	960	
投资损失	-75	-93	-80	-80	-80	
营运资金变动	-1,130	-352	222	134	1,029	
其它	16	-4	1	2	3	
投资活动现金流	-2,076	-3,039	-2,668	-11,238	-6,128	
资本支出	-2,081	-3,006	-2,738	-11,318	-6,198	
长期投资	0	-27	0	0	0	
其他	5	-5	70	80	70	
筹资活动现金流	-1,267	-575	1,539	7,940	3,652	
吸收投资	77	70	0	0	0	
借款	5,084	6,019	2,160	9,040	4,960	
支付利息或股息	-740	-816	-621	-1,100	-1,308	
现金流净增加额	-337	182	3,714	2,187	4,921	

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 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。