



买入(维持)

所属行业: 煤炭/煤炭开采  
当前价格(元): 7.99

#### 证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

薛磊

资格编号: S0120524020001

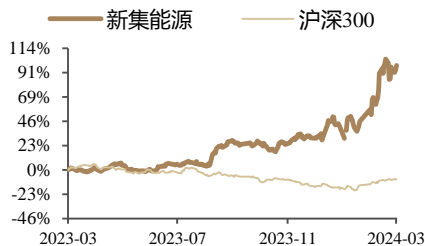
邮箱: xuelei@tebon.com.cn

#### 研究助理

谢信圆

邮箱: xiejy@tebon.com.cn

#### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	26.62	43.60	50.18
相对涨幅(%)	21.29	33.95	42.64

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

#### 相关研究

- 《新集能源(601918.SH): 23年业绩同比增长, 稳健成长可期》, 2024.1.12
- 《新集能源(601918.SH): 煤电协同, 稳健增长》, 2023.10.26

## 新集能源(601918.SH): 23年业绩稳健, 电力远期增量可期

#### 投资要点

- 事件: 公司发布2023年年报。**2023年公司实现营业收入128.5亿元, 同比+7.01%; 归母净利润21.09亿元, 同比+1.57%; 扣非后归母净利润20.53亿元, 同比-1.47%。单季度来看, 23Q4实现营业收入31.5亿元, 同比+1.87%, 环比-8.11%; 归母净利润1.89亿, 同比-19.95%, 环比-69.19%; 扣非后归母净利润1.57亿元, 同比-42.55%, 环比-74.33%。
- 煤炭业务: 洗出率六年来新高, 成本抬升拖累毛利。**
  - 产销量方面:**2023年公司实现原煤产量2140.0万吨, 同比-3.76%; 商品煤产量1936.9万吨, 同比+5.16%; 商品煤销量1968.6万吨, 同比+8.70%; 原煤洗出率达90.5%, 为近六年最高水平。单季度来看, 2023年Q4原煤产量479.8万吨, 环比-10.6%; 商品煤产量448.3万吨, 环比-11.3%; 商品煤销量445.3万吨, 环比-12.5%。
  - 售价方面:**2023年公司商品煤综合售价446.4元/吨, 同比+3.39%。2023年4月以来, 公司煤质问题得到有效解决, 9月末整体回升至4200大卡左右, 因此公司商品煤售价逆势上涨。
  - 成本方面:**2023年公司商品煤销售成本234.6元/吨, 同比+15.50%, 成本上升主要由于人工、电力、安全生产费等支出增长。
  - 毛利方面:**2023年公司商品煤单位毛利211.8元/吨, 同比-7.36%。考虑到安全生产费标准或暂不会进一步上调, 随着原煤、商品煤产量进一步提升, 毛利存在修复空间。
- 电力业务: 盈利稳健, 毛利率持续提升。**
  - 发售电量方面:**2023年公司实现发电量103.93亿千瓦时, 同比-2.67%; 上网电量98.72亿千瓦时, 同比-2.78%。
  - 电价方面:**2023年公司度电售价(不含税, 下同)0.4109元/千瓦时, 同比+0.65%。
  - 毛利方面:**2023年公司度电成本0.3172元/千瓦时, 同比-0.41%, 主要由于燃料成本、修理费等支出减少; 公司度电毛利为0.0937元/千瓦时, 同比+4.42%; 电力业务毛利率为22.8%, 同比+0.12pct。
- 电力项目远期增量可观, 煤电协同有望深化。**根据我们梳理, 公司未来在建及规划项目总装机规模达5960MW, 权益装机为3874MW, 电力业务成长可期。根据投资者问答平台, 板集电厂二期已于2022年11月开工, 预计于2024年10月双机运行。公司新建火电项目将以自产煤供应为主, 以北方长协煤炭、进口煤炭为辅, 新项目投运之后, 煤电协同程度有望进一步提升。根据我们测算, 2025-2027年电厂耗煤量覆盖自产煤的比例分别为52%、85%、100%。
- 盈利预测及投资评级。**考虑到公司在建火电项目规模以及煤电协同的提升空间, 公司盈利成长性及稳定性有望进一步夯实。我们预计公司2024-2026年归母净利润为24.4、26.3、31.5亿元, 按照3月20日收盘价计算, 对应PE为8.5、7.9、6.6倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**1) 煤炭价格大幅下跌; 2) 宏观经济增长不及预期; 3) 新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,590.54		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	2,590.54	营业收入(百万元)	12,003	12,845	13,998	16,723	24,396
52 周内股价区间(元):	3.96-8.24	(+/-)YOY(%)	-3.9%	7.0%	9.0%	19.5%	45.9%
总市值(百万元):	20,698.43	净利润(百万元)	2,077	2,109	2,441	2,627	3,148
总资产(百万元):	36,294.53	(+/-)YOY(%)	-22.0%	1.6%	15.7%	7.6%	19.8%
每股净资产(元):	5.22	全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.81	0.94	1.01	1.22
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	42.4%	39.7%	39.9%	37.2%	32.3%
		净资产收益率(%)	18.1%	15.6%	15.7%	14.9%	15.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.94	1.01	1.22
每股净资产	5.22	5.99	6.81	7.81
每股经营现金流	1.47	1.86	2.08	3.14
每股股利	0.15	0.17	0.19	0.22
价值评估(倍)				
P/E	6.47	8.48	7.88	6.58
P/B	1.01	1.33	1.17	1.02
P/S	1.61	1.48	1.24	0.85
EV/EBITDA	5.08	6.07	5.42	4.01
股息率%	2.8%	2.2%	2.3%	2.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.7%	39.9%	37.2%	32.3%
净利润率	18.7%	20.3%	18.7%	15.7%
净资产收益率	15.6%	15.7%	14.9%	15.6%
资产回报率	5.8%	6.2%	6.0%	6.2%
投资回报率	9.3%	10.0%	10.0%	11.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.0%	9.0%	19.5%	45.9%
EBIT 增长率	0.3%	13.3%	9.1%	20.3%
净利润增长率	1.6%	15.7%	7.6%	19.8%
偿债能力指标				
资产负债率	59.2%	56.6%	54.6%	54.7%
流动比率	0.3	0.4	0.5	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.4	24.3	24.6	22.5
存货周转天数	14.9	14.1	13.8	12.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	0.6	0.6	0.7	1.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,109	2,441	2,627	3,148
少数股东损益	296	397	500	691
非现金支出	1,304	1,012	969	989
非经营收益	439	320	302	248
营运资金变动	-352	659	995	3,062
经营活动现金流	3,796	4,828	5,393	8,138
资产	-3,006	-3,470	-2,991	-3,079
投资	-27	-48	-70	-68
其他	-5	101	120	176
投资活动现金流	-3,039	-3,418	-2,941	-2,971
债权募资	632	38	86	68
股权募资	70	0	0	0
其他	-1,278	-873	-910	-1,009
融资活动现金流	-575	-835	-823	-941
现金净流量	182	575	1,629	4,226

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 3 月 20 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,845	13,998	16,723	24,396
营业成本	7,750	8,411	10,502	16,528
毛利率%	39.7%	39.9%	37.2%	32.3%
营业税金及附加	421	459	549	800
营业税金率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	58	63	75	110
营业费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	779	848	1,013	1,478
管理费用率%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
研发费用	8	3	3	5
研发费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	3,823	4,332	4,725	5,684
财务费用	539	391	382	352
财务费用率%	4.2%	2.8%	2.3%	1.4%
资产减值损失	-24	2	6	6
投资收益	93	101	120	176
营业利润	3,389	3,942	4,344	5,332
营业外收支	48	0	0	0
利润总额	3,438	3,942	4,344	5,332
EBITDA	5,110	5,346	5,701	6,679
所得税	1,033	1,104	1,216	1,493
有效所得税率%	30.0%	28.0%	28.0%	28.0%
少数股东损益	296	397	500	691
归属母公司所有者净利润	2,109	2,441	2,627	3,148

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,635	2,211	3,839	8,065
应收账款及应收票据	859	1,031	1,260	1,790
存货	298	360	447	693
其它流动资产	345	401	457	600
流动资产合计	3,137	4,002	6,003	11,149
长期股权投资	762	801	864	924
固定资产	21,880	22,655	23,009	23,420
在建工程	2,212	3,793	5,373	6,954
无形资产	1,920	2,029	2,136	2,253
非流动资产合计	33,157	35,667	37,763	39,925
资产总计	36,295	39,669	43,766	51,074
短期借款	1,551	1,589	1,675	1,743
应付票据及应付账款	2,293	2,758	3,401	5,297
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	6,207	6,691	7,414	9,499
流动负债合计	10,051	11,038	12,491	16,541
长期借款	8,961	8,961	8,961	8,961
其它长期负债	2,457	2,457	2,457	2,457
非流动负债合计	11,418	11,418	11,418	11,418
负债总计	21,470	22,456	23,909	27,959
实收资本	2,591	2,591	2,591	2,591
普通股股东权益	13,519	15,510	17,653	20,221
少数股东权益	1,306	1,703	2,204	2,895
负债和所有者权益合计	36,295	39,669	43,766	51,074

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现 20%以上；
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。