新集能源（601918.SH） 煤电一体化稳定性，有望比肩长电及神华

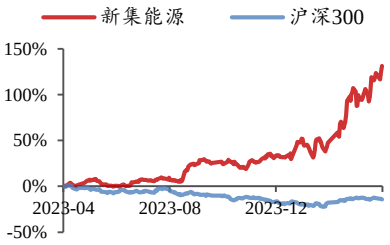
2024 年 04 月 11 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2024/4/10
当前股价(元)	9.20
一年最高最低(元)	9.55/4.04
总市值(亿元)	238.33
流通市值(亿元)	238.33
总股本(亿股)	25.91
流通股本(亿股)	25.91
近 3 个月换手率(%)	114.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《全年业绩稳健，煤电一体化成长空间大—公司信息更新报告》-2024.3.21

《煤质提升致售价上涨，煤电一体化构建盈利稳定—公司三季报点评报告》-2023.10.23

《Q2 量价齐升&热值提升，煤电一体化构建盈利稳定—公司中报点评报告》-2023.8.28

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● 煤电一体化稳定性，有望比肩长江电力及中国神华。维持“增持”评级

公司发布 2024Q1 经营数据。2024Q1 商品煤产销 469/452 万吨，同比-1.5%/-5.4%，外销煤 350 万吨，同比-8.5%，煤炭业务收入 26.0 亿元，同比+1.5%，煤炭销售毛利 10.3 亿元，同比+1.9%。公司 Q1 煤炭主业逆势增长，凸显稳定盈利能力，我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年实现归母净利润 24.3/26.2/30.6 亿元，同比+15.0%/+8.1%/+16.8%；EPS 分别为 0.94/1.01/1.18 元，对应当前股价 PE 为 9.8/9.1/7.8 倍。公司煤电一体化加速推进，看好公司未来盈利能力和未来高分红期权提升，**维持“增持”评级。**

● 吨煤售价和电价同比均有提升，两主业毛利继续扩张

煤炭业务：2024Q1 吨价 574.9 元/吨，同比+7.3%，外销煤吨价 574.7 元/吨，同比+6.8%；吨成本 346.5 元/吨，同比+7.1%;吨毛利 228.4 元/吨，同比+7.7%。2024Q1 秦港 Q5500 长协均价同比-2.4%，秦港 Q5500 市场均价同比-20.1%，公司吨价逆势增长，或受益于煤质提升。**电力业务：**Q1 发电量/上网电量为 24.6/23.3 亿千瓦时，同比+27.1%/+27.9%，发售电量显著增长；平均上网电价 0.4081 元/千瓦时，同比+1.5%，同期市场煤价下跌，预计 Q1 公司度电毛利有所提升。

● 煤炭高比例长协稳定盈利，煤电一体化再强化稳定性

公司盈利能力稳定，2024 年长协煤签约占比 85%左右，当前控股利辛电厂一期，参股宣城电厂，2023 年内销煤占比 24%，参控股电厂煤炭消耗量约占公司产量 40%，保障公司实现稳定的煤炭销售收入。2022 年以来，公司煤电一体化战略加速推进，利辛电厂二期于 2022 年 11 月开工建设，预计 2024 年 10 月投运。此外，上饶电厂、滁州电厂、六安电厂于 2024 年上半年相继开工建设，按 26 个月建设周期推算，三座电厂将于 2026 年中投运。2027 年公司将实现所有电厂全年满负荷发电，我们测算，对应 2023 年销量，内销煤占比有望提升至 94%，参控股电厂煤炭消耗占比 110%，公司煤电一体化落地，盈利能力显著增强，盈利稳定性更加凸显。

● 煤电一体化稳定性比肩长江电力及中国神华，高股息期权提估值可期

公司煤电一体化落地后，稳定性有望比肩长江电力、中国神华。**对比长江电力，**公司收入端背靠安徽强劲电力需求，类比长江电力水电输往东部沿海发达省份，公司火电供需量价均有望保持稳定；成本端依托长协内销煤，终端电厂收入对应源头成本实际为公司自有煤炭的开采成本，稳定性不逊长江电力坝体折旧成本；投资端现有在运火电厂 ROE 高于公司整体 ROE，且电厂运营稳定、盈利模式可复制，类比长江电力于上下游投资水电站，在建电厂投运后有望提升公司盈利能力。**对比中国神华，**公司长协煤比例更高，在建电厂投运后，煤电一体化程度有望高于中国神华，因而盈利稳定性有望比肩中国神华。目前，公司虽处电厂建设投资期，但已逐年提高分红，且资产负债率持续降低，货币资金显著增加，归母净利润良好，未分配利润持续增加，现金流及财务状况可充分满足在建电厂资本支出，预计随着电厂建成投运，公司资本支出将显著下降，分红率有望保持较快增长，股息率有望持续提升，在稳定性和高分红加持下，估值提升可期。

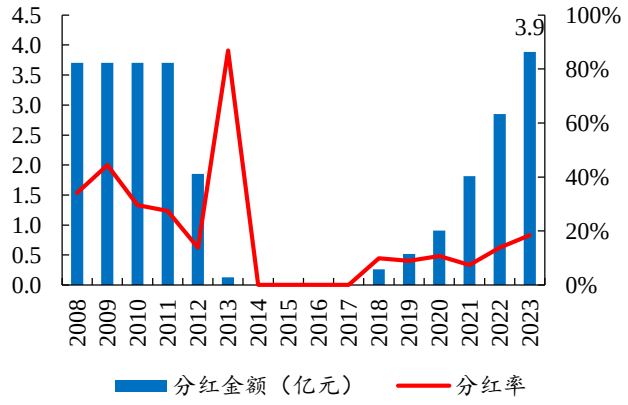
● 风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；电厂建设进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,003	12,845	13,143	15,198	19,952
YOY(%)	-3.9	7.0	2.3	15.6	31.3
归母净利润(百万元)	2,077	2,109	2,426	2,621	3,063
YOY(%)	-22.0	1.6	15.0	8.1	16.8
毛利率(%)	42.4	39.7	40.7	38.2	34.6
净利率(%)	17.3	16.4	18.5	17.2	15.3
ROE(%)	18.9	16.2	15.7	14.6	14.8
EPS(摊薄/元)	0.80	0.81	0.94	1.01	1.18
P/E(倍)	11.5	11.3	9.8	9.1	7.8
P/B(倍)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1

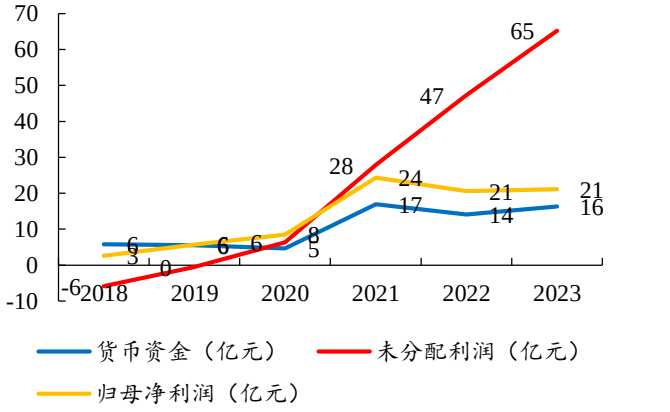
数据来源：聚源、开源证券研究所

附图 1：2018-2023 年，新集能源分红率持续提升，2023 年拟分红金额 3.9 亿元创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2018-2023 年新集能源货币资金、未分配利润、归母净利润呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：可比公司比较中，新集能源估值相对偏低

日期：2024 年 4 月 10 日	总市值（亿元）	归属上市公司股东净利润（亿元）			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国神华	7,973	615	630	646	13.0	12.7	12.3
内蒙华电	305	30	33	—	10.2	9.3	—
均值					11.6	11.0	12.3
新集能源	238	24	26	31	9.8	9.1	7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）2024-2026 年业绩预测，中国神华、新集能源为开源证券研究所预测，内蒙华电为 Wind 一致预期；（2）市值为 2024 年 4 月 10 日收盘价。

附表 2：与长江电力相比，新集能源估值显著偏低

日期：2024 年 4 月 10 日	总市值（亿元）	归属上市公司股东净利润（亿元）			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
长江电力	6,271	342.32	361.69	374.78	18.3	17.3	16.7
新集能源	238	24	26	31	9.8	9.1	7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）2024-2026 年业绩预测中，新集能源为开源证券研究所预测数据，长江电力为 Wind 一致预期数据；（2）市值为 2024 年 4 月 10 日收盘价。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3317	3137	3609	4032	5667
现金	1406	1635	1673	1935	2540
应收票据及应收账款	1169	859	1144	1239	1842
其他应收款	169	152	177	203	295
预付账款	39	28	41	39	66
存货	344	298	348	430	651
其他流动资产	190	165	226	186	274
非流动资产	30418	33157	33731	37823	46689
长期投资	668	762	946	1131	1315
固定资产	21624	21903	22066	25285	32999
无形资产	1758	1920	1937	1971	2022
其他非流动资产	6367	8573	8782	9437	10354
资产总计	33735	36295	37340	41855	52357
流动负债	10896	10051	10029	12376	19271
短期借款	1481	1551	2214	4060	7656
应付票据及应付账款	2541	2293	2848	3167	5310
其他流动负债	6875	6207	4968	5149	6305
非流动负债	10400	11418	9726	8881	8911
长期借款	7826	8961	7269	6424	6454
其他非流动负债	2574	2457	2457	2457	2457
负债合计	21296	21470	19755	21257	28182
少数股东权益	942	1306	1640	2032	2546
股本	2591	2591	2591	2591	2591
资本公积	2155	2171	2171	2171	2171
留存收益	5994	7818	10578	13591	17168
归属母公司股东权益	11497	13519	15945	18566	21629
负债和股东权益	33735	36295	37340	41855	52357

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3007	3796	4456	4524	7161
净利润	2348	2405	2760	3013	3577
折旧摊销	1149	1233	1133	1271	1591
财务费用	644	539	235	249	352
投资损失	-75	-93	-93	-93	-93
营运资金变动	-1130	-352	440	104	1758
其他经营现金流	71	63	-20	-21	-24
投资活动现金流	-2076	-3039	-1602	-5258	-10352
资本支出	2086	3006	1523	5179	10273
长期投资	0	0	-184	-184	-184
其他投资现金流	9	-33	105	105	105
筹资活动现金流	-1267	-575	-3478	-851	201
短期借款	264	71	662	1847	3595
长期借款	-1087	1136	-1692	-845	30
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	16	0	0	0
其他筹资现金流	-445	-1798	-2448	-1853	-3424
现金净增加额	-337	182	-624	-1585	-2990

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12003	12845	13143	15198	19952
营业成本	6913	7750	7797	9394	13053
营业税金及附加	419	421	431	498	654
营业费用	59	58	60	69	91
管理费用	790	779	815	816	816
研发费用	0	8	8	9	12
财务费用	644	539	235	249	352
资产减值损失	-13	-24	-25	-28	-37
其他收益	19	11	11	11	11
公允价值变动收益	1	5	5	5	5
投资净收益	75	93	93	93	93
资产处置收益	4	7	7	7	7
营业利润	3246	3389	3896	4259	5064
营业外收入	19	81	81	81	81
营业外支出	27	32	32	32	32
利润总额	3238	3438	3945	4307	5113
所得税	890	1033	1185	1294	1536
净利润	2348	2405	2760	3013	3577
少数股东损益	271	296	334	392	514
归属母公司净利润	2077	2109	2426	2621	3063
EBITDA	4951	5307	5413	5942	7207
EPS(元)	0.80	0.81	0.94	1.01	1.18

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	7.0	2.3	15.6	31.3
营业利润(%)	-8.5	4.4	15.0	9.3	18.9
归属于母公司净利润(%)	-22.0	1.6	15.0	8.1	16.8
获利能力					
毛利率(%)	42.4	39.7	40.7	38.2	34.6
净利率(%)	17.3	16.4	18.5	17.2	15.3
ROE(%)	18.9	16.2	15.7	14.6	14.8
ROIC(%)	10.8	10.2	10.7	10.3	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	59.2	52.9	50.8	53.8
净负债比率(%)	101.2	87.0	58.5	54.7	61.3
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	13.8	12.7	13.2	12.9	13.1
应付账款周转率	3.2	3.4	3.3	3.4	3.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.81	0.94	1.01	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.47	1.72	1.75	2.76
每股净资产(最新摊薄)	4.44	5.22	6.15	7.17	8.35
估值比率					
P/E	11.5	11.3	9.8	9.1	7.8
P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.5	7.2	6.6	6.2	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn