

新集能源 (601918.SH) 深度系列二：完全煤电一体可期，或比肩长江电力

2024 年 04 月 22 日

——公司深度报告

投资评级：买入（上调）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/4/19
当前股价(元)	9.16
一年最高最低(元)	9.80/4.04
总市值(亿元)	237.29
流通市值(亿元)	237.29
总股本(亿股)	25.91
流通股本(亿股)	25.91
近 3 个月换手率(%)	112.26

● 完全煤电一体可期，或比肩长江电力。上调至“买入”评级

公司加速推进煤电一体化布局，在原本煤炭高比例年度长协带来的业绩稳定性基础上，有望实现业绩的更高稳定性。我们上调公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 24.4/27.1/31.9 亿元，同比+15.5%/+11.1%/+18.0%，EPS 分别为 0.94/1.04/1.23 元，对应当前股价 PE 分别为 9.7/8.8/7.4 倍。看好公司煤电一体化布局推进带来的盈利增长，以及实现一体化后带来的更高业绩稳定性，预计公司的估值也将显著提升。上调至“买入”评级。

● 煤炭业务：年度长协占比高，稳定盈利的压舱石

公司煤矿核定产能 2350 万吨，各矿井可采年限均超 50 年，当前年度长协煤占比约 85%，煤炭业务收入具有较高的稳定性和可持续性。与可比公司横比，公司充分享受安徽省长协价格相对较高的优势，吨毛利维持在 200 元水平，盈利稳定性更加突出。随着煤价趋于平稳，供需矛盾缓解，人工成本的增长将更加良性，煤炭业务盈利能力或更加稳健。

● 电力业务：火电装机容量高增长，增厚业绩未来可期

未来三年电力业务进入高速发展期，4 座在建控股电厂合计装机容量 5960MW，是目前在产控股电厂装机容量近 3 倍，其中利辛电厂二期有望于 2024 年 10 月投运，其余电厂将于 2026 年中投运，2027 年公司可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%。公司电力业务具有煤炭成本稳定和电价高的优势，当前利辛电厂一期盈利能力稳定，电价体制改革落地后，2023 年度公司度电毛利达到 0.093 元，为历史最高水平，配合 5200 小时/年的利用小时数，公司电厂效益显著。我们认为，随着在建电厂投运，公司将实现煤电一体化，业绩稳定性显著提升，并有望复制现有电厂盈利模式，贡献显著的业绩增量，兼具稳定性及成长性。

● 煤电一体化加快布局，成长与未来稳定性助力提估值

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，电厂收入对应源头成本实际为公司自有煤炭开采成本，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，公司年度长协煤比例更高，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甚至超过中国神华。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，在未来更高稳定性和有望提高分红的加持下，估值提升可期。

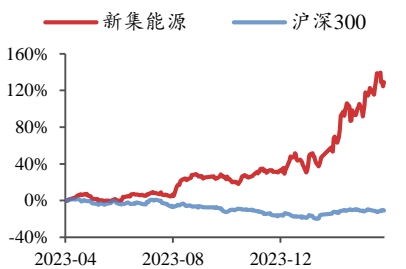
● 风险提示：煤价超预期下跌，电价超预期下调，火电厂建设进度不及预期，宏观经济复苏不及预期。

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	13,032	14,113	16,304
YOY(%)	-3.9	7.0	1.5	8.3	15.5
归母净利润(百万元)	2,077	2,109	2,437	2,706	3,193
YOY(%)	-22.0	1.6	15.5	11.1	18.0
毛利率(%)	42.4	39.7	44.1	47.4	54.3
净利率(%)	17.3	16.4	18.7	19.2	19.6
ROE(%)	18.9	16.2	15.8	14.9	15.0
EPS(摊薄/元)	0.80	0.81	0.94	1.04	1.23
P/E(倍)	11.4	11.2	9.7	8.8	7.4
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

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤电一体化稳定性，有望比肩长电及神华——公司信息更新报告》-2024.4.11

《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

目 录

1、 公司概况：煤炭央企受益市值管理，煤电一体化布局业绩稳健.....	5
2、 煤炭业务：年度长协占比高，稳定盈利的压舱石.....	7
2.1、 资源丰富产销增长，关注去产能矿井复建.....	7
2.2、 高比例长协和成本管控，助力盈利能力稳定.....	9
2.3、 可比公司横比，公司盈利稳定性突出.....	11
3、 电力业务：装机容量高增长，增厚业绩未来可期.....	12
3.1、 电力业务加速扩容，成业绩主要增长极.....	12
3.2、 电厂运营稳健高效，成本稳定吨毛利创新高.....	13
3.3、 煤炭有望全部供应电厂，在建电厂近三倍装机或大幅提升毛利.....	15
3.4、 稳步推进新能源项目，构建综合能源供给体系.....	19
4、 煤电一体化加快布局，成长与未来稳定性助力提估值.....	20
4.1、 对标长江电力，煤电一体化稳定性堪比水电.....	20
4.1.1、 收入端对比：供需量价皆稳.....	20
4.1.2、 成本端对比：稳定折旧 VS 稳定的动力煤长协价&稳定的煤炭开采成本.....	21
4.1.3、 投资端对比：“上下游”水电站协同投资 VS 下游火电站一体化投资.....	22
4.2、 公司煤电一体化程度高于神华，未来稳定性更高有望获得更高估值.....	23
4.3、 静待电厂投运度过资本开支期，未来高分红可期.....	24
5、 盈利预测与投资建议.....	26
6、 风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

图 1： 实控人为国务院国资委，通过中煤集团及国华能源控股公司.....	5
图 2： 受益煤及电价上涨，公司收入显著增长（亿元）.....	6
图 3： 煤炭收入占比 65%左右，较为稳定.....	6
图 4： 公司毛利增速与收入增速一致.....	6
图 5： 煤炭毛利占比超 80%，较为稳定.....	6
图 6： 公司归母净利润呈上升趋势.....	6
图 7： 毛利率稳定 40%左右，归母净利率提升至 16%以上.....	6
图 8： 管理费用率及财务费用率呈下降趋势.....	7
图 9： 经营性净现金流持续为正，资产负债率持续下降.....	7
图 10： 公司资源储量约占安徽省四大煤企总资源量 40%.....	8
图 11： 公司拥有探矿权的 4 个勘查区煤炭储量丰富.....	8
图 12： 公司在产煤矿总体可开采年限优于同区域煤企（年）.....	8
图 13： 公司各煤矿可采年限较为均衡（年）.....	8
图 14： 产能及洗选比率提升推动商品煤销量增长.....	9
图 15： 公司 2024 年长协煤签约占比 85%左右.....	10
图 16： 动力煤长协价波动小于现货价（元/吨）.....	10
图 17： 人工成本呈现上涨趋势（元/吨）.....	11
图 18： 公司吨成本相对较高（元/吨）.....	11
图 19： 公司吨成本波动率低于同行.....	11
图 20： 2021-2023 年，公司吨价处于中游水平（元/吨）.....	12

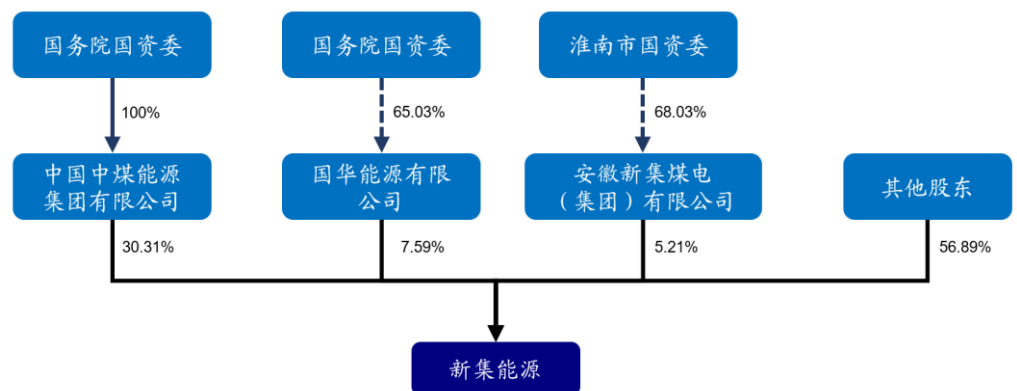
图 21: 公司吨价波动率低于同行	12
图 22: 公司毛利中枢约为 200 元/吨 (元/吨)	12
图 23: 公司吨毛利波动率低于同行	12
图 24: 公司布局煤电一体化业务后, 盈利稳定性得到提升	13
图 25: 公司电厂利用小时数高于全国平均水平 (小时)	14
图 26: 发售电量稳定, 市场化交易比例增长至 100%	14
图 27: 电力业务成本主要为燃料	14
图 28: 电价上行背景下, 公司度电毛利创出新高	14
图 29: 公司平均电价略低于中国神华 (元/千瓦时)	15
图 30: 公司度电成本明显低于中国神华 (元/千瓦时)	15
图 31: 2022-2023 年, 公司度电毛利超过中国神华 (元/千瓦时)	15
图 32: 2022-2023 年, 公司电力业务毛利率超过中国神华	15
图 33: 随着商品煤产量提升, 煤炭外销量持续增长	16
图 34: 受制于现有电厂装机容量, 煤炭内销量保持稳定	16
图 35: 预计公司 2027 年内销煤数量占 2023 年销量的 94%	16
图 36: 2027 年电厂上网电量有望达到 393 亿千瓦时	17
图 37: 2027 年电厂毛利有望达到 36.6 亿元	17
图 38: 安徽 GDP 增速高于全国增速	18
图 39: 安徽人均电力消费量低于全国	18
图 40: 据公司规划, 新能源装机容量将快速提升	19
图 41: 长江电力及新集能源上网电量稳定 (亿千瓦时)	21
图 42: 长江电力及新集能源上网电价稳定 (元/千瓦时)	21
图 43: 长江电力度电成本稳定	22
图 44: 2021 年以来, 新集能源度电成本稳定	22
图 45: 长协煤定价中的浮动价格因子月度变化波动小	22
图 46: 公司 2017-2023 年煤炭业务吨成本波动率较低	22
图 47: 长江电力通过注入资产实现两次营收盈利阶跃	23
图 48: 长江电力注入资产后, ROE 显著提升	23
图 49: 新集能源利辛电厂一期利润总额持续为正	23
图 50: 新集能源电厂 ROE 高于公司总体 ROE	23
图 51: 预计新集能源 4 座在建电厂投运后, 煤电一体化程度远高于中国神华	24
图 52: 新集能源上网电价波动小于中国神华长协煤价波动	24
图 53: 2018-2023、2022-2023 年两段时间内, 新集能源上网电价波动均小于中国神华长协煤价波动	24
图 54: 2021 年底以来, 中国神华估值逐渐高于板块; 新集能源 2023 年以来估值快速提高	24
图 55: 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	25
图 56: 2018-2023 年, 新集能源每股股利及股息率持续提升, 2023 年股息率 2.9% 创历史新高	25
图 57: 2015-2023 年, 新集能源资产负债率持续下降	25
图 58: 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	25
表 1: 在产煤矿核定产能 2350 万吨/年, 5 大在产矿井可采储量丰富	7
表 2: 安徽省动力煤长协价格区间高于其他省份	9
表 3: 2023 年人工成本在煤炭开采成本中占比 42% (元/吨)	10
表 4: 预计公司在建电厂将陆续投产	13
表 5: 4 座在建电厂投产后, 预计公司供给参控股电厂的煤炭消耗占商品煤产量 110%	16
表 6: 2027 年公司电力业务毛利率有望达到 36.6 亿元	17

表 7: 预计 2024 年, 安徽省内电力供应仍存缺口 (万千瓦)	18
表 8: 公司新能源项目储备丰富	20
表 9: 煤炭板块盈利预测	26
表 10: 火电板块盈利预测	27
表 11: 与煤电一体化公司相比, 新集能源估值相对偏低	28
表 12: 与长江电力相比, 新集能源估值显著偏低	28

1、公司概况：煤炭央企受益市值管理，煤电一体化布局业绩稳健

公司为国务院国资委控股的央企，受益央企市值管理改革。截至 2023 年，公司控股股东为中国中煤能源集团，持有公司 30.31% 股份，二股东为国华能源，持有公司 7.59% 股份，实际控制人为国务院国资委，通过前两者合计控制公司 37.9% 股份。2024 年 1 月，国务院国资委在新闻发布会上表示，将“进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核”，随后一周再次表态“在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核”、“量化评价中央企业控股上市公司市场表现”，公司作为国务院国资委控股的央企，有望直接受益本轮央企市值管理改革，推动公司更加关注内在价值及股东分红回报的提升，实现更加稳定可持续的市值增长。

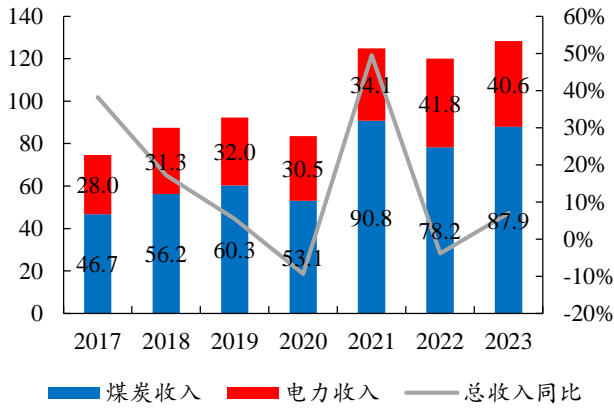
图1：实控人为国务院国资委，通过中煤集团及国华能源控股公司



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所，注：数据截至 2023 年底

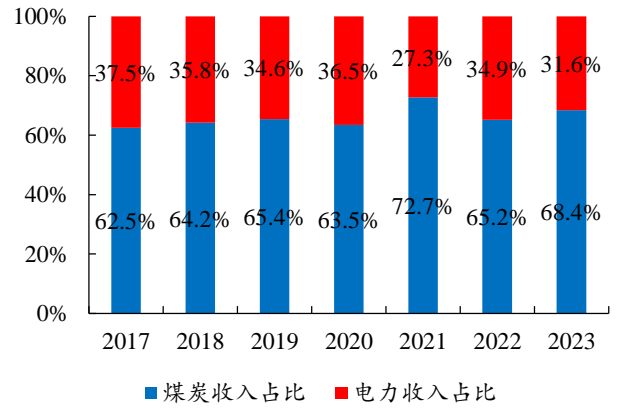
营收盈利显著改善，期间费用率大幅下降。煤炭业务方面，2021 年，受益于国内煤价大幅上涨，公司收入及盈利显著上涨，主因煤炭供需阶段性错配叠加全球大宗商品共振引发市场煤价大幅波动，国内国际煤炭需求快速提升，而国内产能短期内难以满足，叠加安监环保力度强化、高温天气和水电不足影响，煤炭市场整体供需偏紧。随后 2022-2023 年，煤价虽有回落，但仍处于历史高位盘整态势，随着新长协煤价格机制落地，公司煤炭售价上台阶，煤炭业务收入稳定于 80 亿元水平，毛利稳定于 40 亿元水平。**电力业务方面**，2021 年，由于电煤价格上涨，公司电力业务毛利显著下滑，2022 年，受益于燃煤发电上网电价市场化改革，公司电价同比上涨 20%，电力业务毛利显著回升。**盈利能力方面**，由于公司电力业务目前仅有一座运营中的控股电厂，超 80% 毛利由煤炭业务贡献，叠加长协煤占比较高，公司毛利率稳定于 40% 水平。2017-2023 年，受益于公司优异的融资成本管控及管理能力的提升，公司的财务费用率及管理费用率持续下降，归母净利润率则从 0.3% 上升至 16.4%，归母净利润水平显著提升。**现金流方面**，2017 年以来，公司煤炭业务经营稳健，叠加利辛电厂一期投运开启煤电一体化进程，公司经营现金流持续为正，同时资产负债率也持续降低，财务状况显著好转，为加速推进煤电一体化提供了条件。

图2: 受益煤及电价上涨, 公司收入显著增长 (亿元)



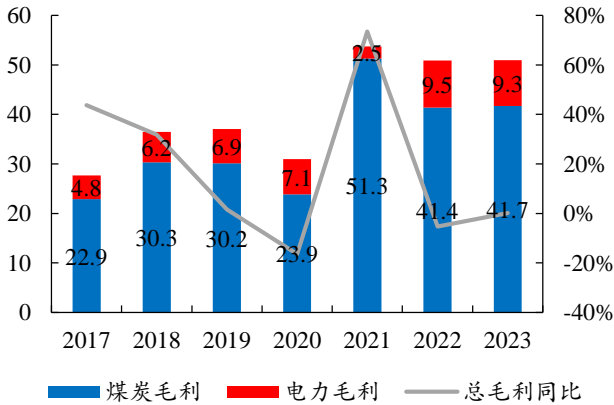
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 煤炭收入占比 65%左右, 较为稳定



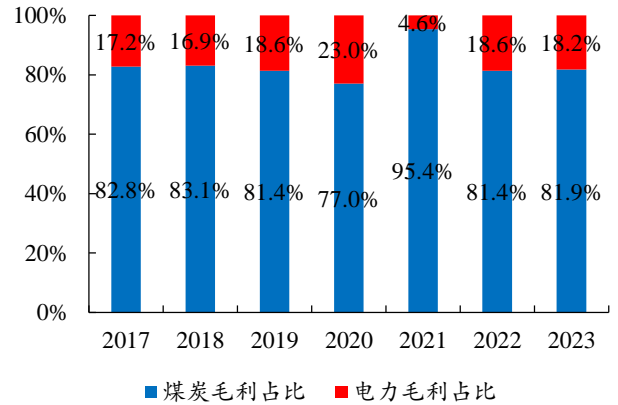
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司毛利增速与收入增速一致



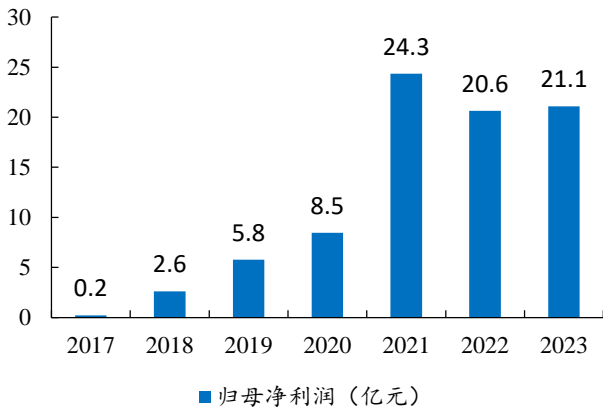
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 煤炭毛利占比超 80%, 较为稳定



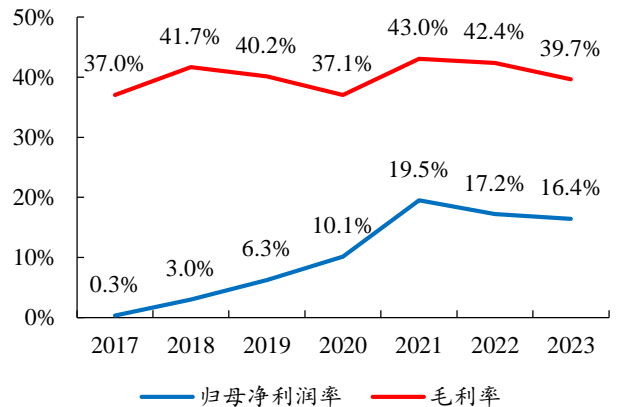
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 公司归母净利润呈上升趋势

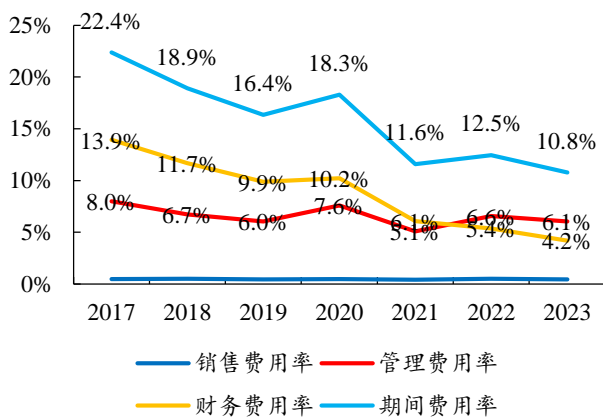
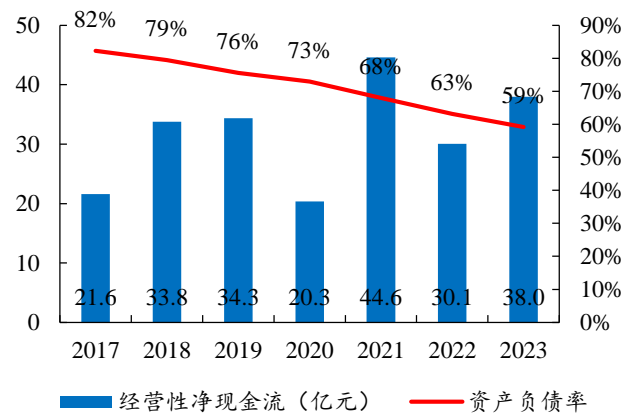


数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 毛利率稳定 40%左右, 归母净利率提升至 16%以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8：管理费用率及财务费用率呈下降趋势

图9：经营性净现金流持续为正，资产负债率持续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务：年度长协占比高，稳定盈利的压舱石

2.1、资源丰富产销增长，关注去产能矿井复建

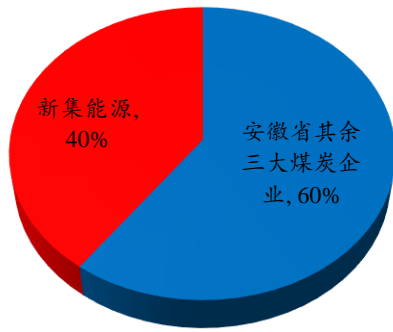
煤炭资源储备丰富，助力可持续发展。根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》（发改能源[2005]2633号），公司矿区总面积约1,092平方公里，含煤面积684平方公里，资源储量101.6亿吨，资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的40%。截至2023年末，公司矿权内资源储量62.14亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量26.51亿吨，共计88.65亿吨。公司所产煤种属于气煤和1/3焦煤，质量稳定，具有中低灰、特低硫、特低磷和中高热量的本质特征，目前5对在产煤矿及核定产能分别为新集一矿180万吨/年、新集二矿270万吨/年、刘庄煤矿1100万吨/年、口孜东矿500万吨/年、板集煤矿300万吨/年，合计2350万吨/年。此外，公司还有罗园、连塘李、刘庄深部、口孜西四个勘查区的探矿权，为公司今后可持续发展奠定坚实的资源基础。

表1：在产煤矿核定产能2350万吨/年，5大在产矿井可采储量丰富

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	核定产能	权益产能	状态
新集一矿	公司本部	安徽凤台县	气煤、1/3焦煤	100%	4.38	1.41	0.25	180	180	在产
新集二矿	公司本部	安徽凤台县	气煤、1/3焦煤	100%	3.95	1.72	0.67	270	270	在产
刘庄煤矿	刘庄矿业	安徽颖上县	气煤、1/3焦煤	100%	14.14	6.01	4.44	1100	1100	在产
口孜东矿	阜阳矿业	安徽颖东县	气煤、1/3焦煤	100%	7.32	3.59	2.00	500	500	在产
板集煤矿	公司本部	安徽利辛县	气煤、1/3焦煤	100%	5.22	1.95	1.47	300	300	在产
合计				100%	35.01	14.67	8.83	2350	2350	

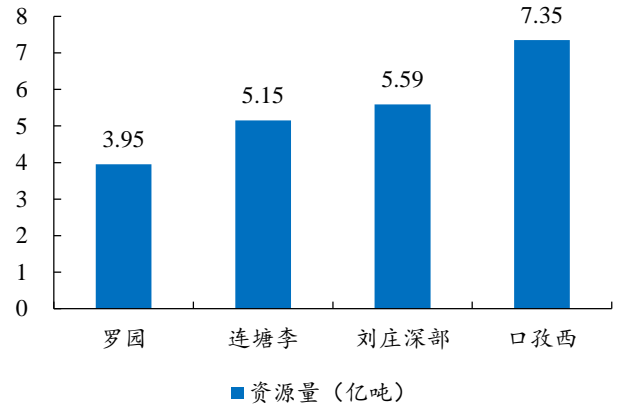
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 公司资源储量约占安徽省四大煤企总资源量 40%



数据来源: 上证 e 互动、开源证券研究所

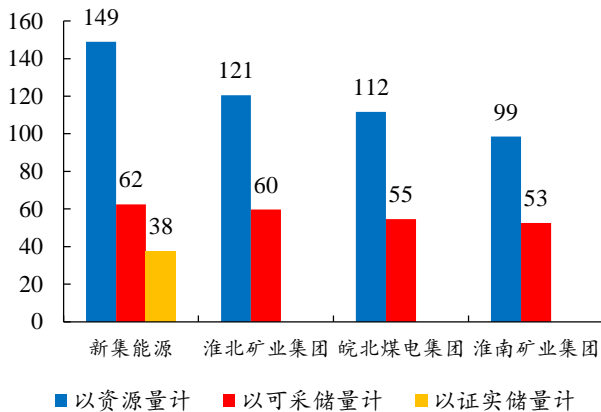
图11: 公司拥有探矿权的 4 个勘查区煤炭储量丰富



数据来源: 阜阳市政府网、全国地质资料馆、开源证券研究所

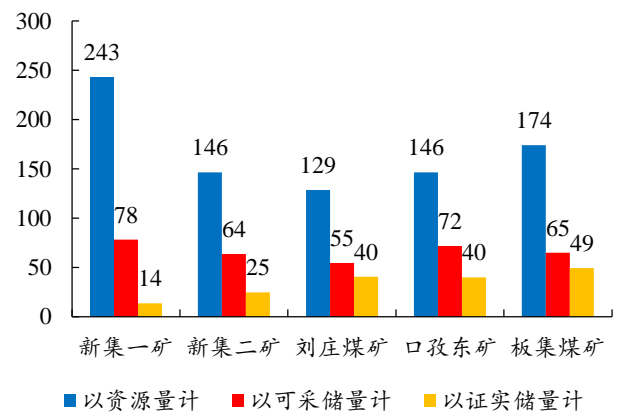
在产矿井资源可采年限长。横向对比安徽省 4 大煤炭开采企业, 以当前核定产能计算, 公司资源量可采年限为 149 年, 可采储量的可采年限为 62 年, 均高于安徽省其余 3 大煤炭开采企业。具体到在产矿井, 核定产能前三的刘庄煤矿、口孜东矿、板集煤矿的证实储量均有超过 40 年的开采年限。新集一矿、新集二矿的证实储量可采年限较短, 但可采储量的可采年限分别达到 78、64 年。总体来看, 公司在产矿井资源可采年限长, 持续发展的基本盘十分稳固。

图12: 公司在产煤矿总体可开采年限优于同区域煤企 (年)



数据来源: 公司公告、淮北矿业集团短融券募集说明书等、开源证券研究所

图13: 公司各煤矿可采年限较为均衡 (年)

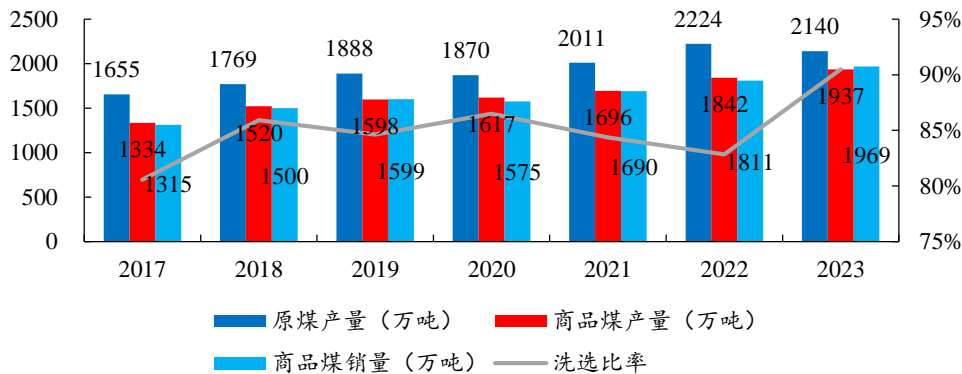


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

提高洗选促进产销, 去产能矿井复建是潜在增量。随着在建矿井陆续投产, 近年来公司煤炭产能持续增长, 原煤产量从 2017 年的 1655 万吨提升至 2023 年的 2140 万吨。此外, 公司还通过提高洗选率的方式提高商品煤产量, 洗选率从 2017 年的 80.6% 提升至 2023 年的 90.5%。在产能和洗选率提升的助力下, 公司商品煤销量也从 2017 年的 1315 万吨增长至 2023 年的 1969 万吨。展望未来, 公司核定产能仍有增量空间, 公司正在积极申请复建杨村煤矿, 该矿于 2018 年被列为去产能矿井, 已完成产能去

化，参照公司板集煤矿的复建经验，若杨村煤矿得以复建，有望为公司新增 500 万吨/年的产量。

图14：产能及洗选比率提升推动商品煤销量增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

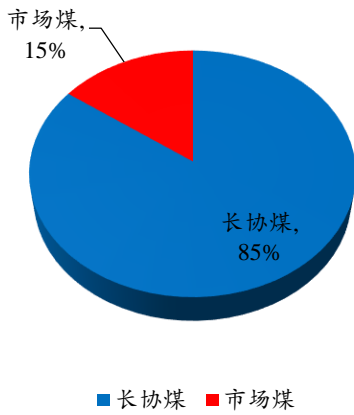
2.2、高比例长协和成本管控，助力盈利能力稳定

高价格长协体现区位优势，高比例长协助力稳定盈利。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，从各省长协煤合理价格区间看，安徽省折 5500 大卡的动力煤长协价为 600-820 元/吨，居于各产煤大省前列。公司 2024 年长协煤签约占比 85% 左右，对比现货交易，长协价格更加稳定，且在 2022 年新长协定价政策执行以来，长协价格上调，增厚公司利润。当前煤炭现货交易价格仍高于长协价格合理区间上限，长协价有望保持长期稳定，公司可维持煤炭业务盈利能力稳定。

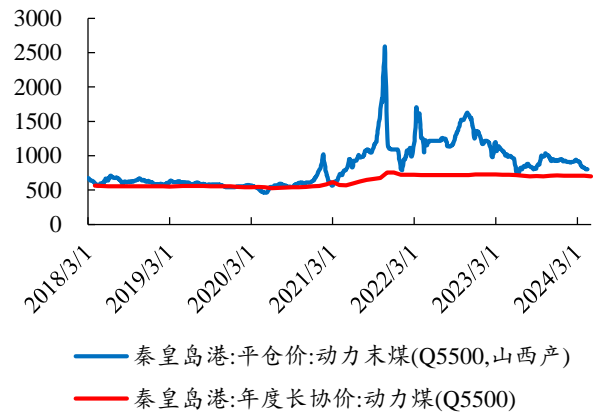
表2：安徽省动力煤长协价格区间高于其他省份

地区	热值 (大卡)	中长期交易价格合理区	现货交易价格合理区
		间 (元/吨)	间上限 (元/吨)
蒙东	3500	200-300	450
蒙西	5500	260-460	690
陕西	5500	320-520	780
山西	5500	370-570	855
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
秦皇岛港	5500	570-770	1155
安徽	5000	545-745	1118
安徽	折 5500	600-820	1230

数据来源：国家发改委、开源证券研究所

图15: 公司 2024 年长协煤签约占比 85%左右


数据来源: 上证 e 互动、开源证券研究所

图16: 动力煤长协价波动小于现货价 (元/吨)


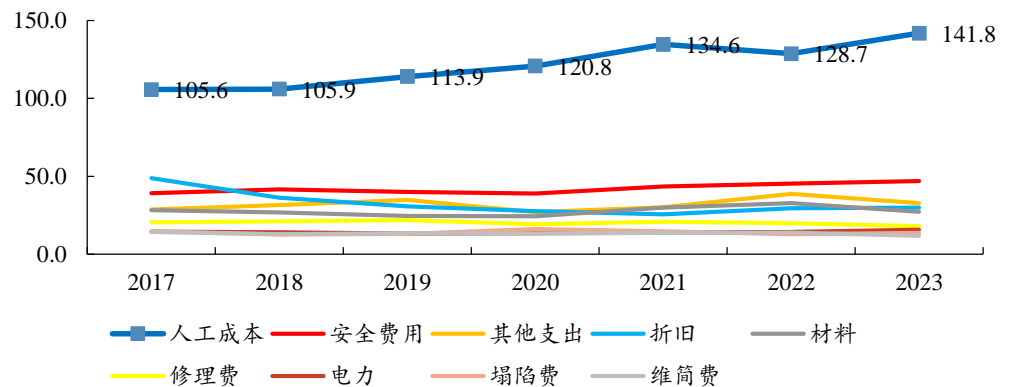
数据来源: Wind、开源证券研究所

人工成本为主要成本支出，煤价稳定及智能化开采趋势下成本增加或趋缓。公司煤炭开采业务主要成本在于人工成本，其中主要是生产人员工资和社保福利等。2023 年公司吨煤人工成本为 141.8 元/吨，占煤炭生产总成本的 41.9%，相比 2017 年增长 36.19 元/吨，6 年 CAGR 为 5%。一方面，人力成本增加与煤价上涨有关，在 2021 年煤价大幅上涨，煤炭业务盈利能力增强，生产人员工资提升幅度加大，2022 年煤价回落后，人员成本相应回落。另一方面，人力成本提升是全社会工资增长的正常体现，2017-2023 年 6 年间公司人力成本提升速度与经济增长相匹配，反映了合理的成本结构变化。此外，人工成本不存在持续显著增长的趋势，当前煤炭开采行业正在进行智能矿山升级，智能化设备在改善生产人员作业条件，减少人员配置需求方面的效用持续体现，有望缓解煤炭企业的人工成本压力。我们认为，随着煤价趋稳及未来智能矿山建设，公司煤炭开采业务的人工成本有望保持在合理的水平，煤炭业务的整体成本将保持稳定。

表3: 2023 年人工成本在煤炭开采成本中占比 42% (元/吨)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023 年占比	2023-2017
人工成本	105.6	105.9	113.9	120.8	134.6	128.7	141.8	41.9%	36.19
安全费用	39.2	41.7	40.0	39.0	43.5	45.3	46.9	13.9%	7.74
其他支出	28.8	31.5	34.8	27.2	30.1	38.7	32.8	9.7%	4.07
折旧	48.8	36.4	30.7	27.7	25.6	29.5	30.0	8.9%	-18.75
材料	28.2	26.9	24.7	24.3	29.9	32.8	27.3	8.1%	-0.95
修理费	20.5	21.1	21.8	19.3	20.9	19.9	18.1	5.3%	-2.45
电力	14.5	14.0	13.4	13.5	13.9	14.3	15.8	4.7%	1.26
塌陷费	14.9	12.6	13.0	16.1	14.7	12.9	13.8	4.1%	-1.10
维简费	14.3	13.0	13.4	13.3	13.7	14.0	12.0	3.5%	-2.38
合计	314.8	303.2	305.9	301.3	326.8	336.1	338.4	100%	23.63

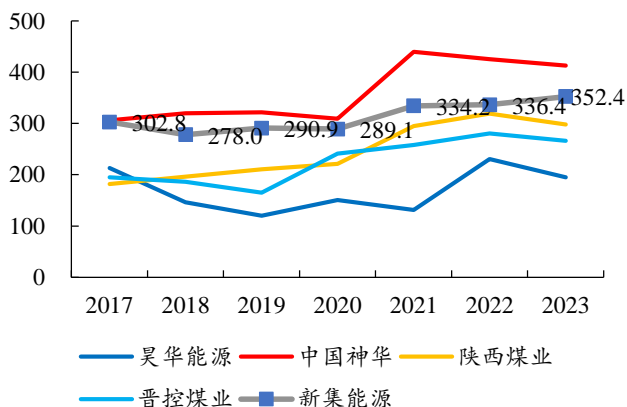
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17：人工成本呈现上涨趋势（元/吨）


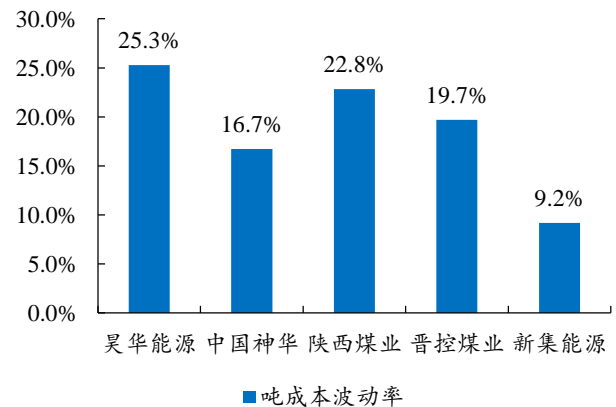
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、可比公司横比，公司盈利稳定性突出

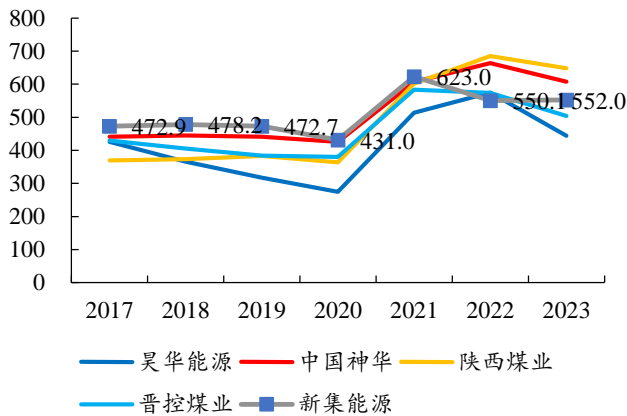
横向对比，公司盈利稳定性优于同行。我们选取煤种为动力煤的煤炭开采企业进行横向对比，以判断公司盈利的稳定性。从吨成本看，2017-2020年公司商品煤吨成本为290元/吨左右，随着价格上涨带动成本上涨，2021-2023年公司商品煤吨成本为340元/吨左右，2017-2023年，公司吨成本波动率为仅为9.2%，而同行可比公司波动率普遍高于15%。从吨价看，2017-2020年，公司商品煤吨价高于同行，2021-2023年，煤价上台阶，公司长协煤占比较高涨幅小于同行，当前吨价处于行业中游，2017-2023年，公司吨价波动率为12.9%，优于同行。从吨毛利看，2017-2023年公司平均吨毛利为200元/吨，波动率为23%，波动率优于同行。当前公司吨毛利处于200元/吨的历史均值水平，展望未来，长协价格在新基准价水平上趋于稳定，公司吨毛利有望维持稳定。

图18：公司吨成本相对较高（元/吨）


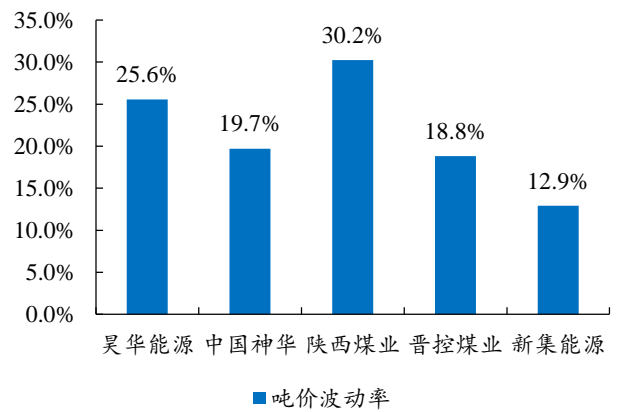
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：公司吨成本波动率低于同行


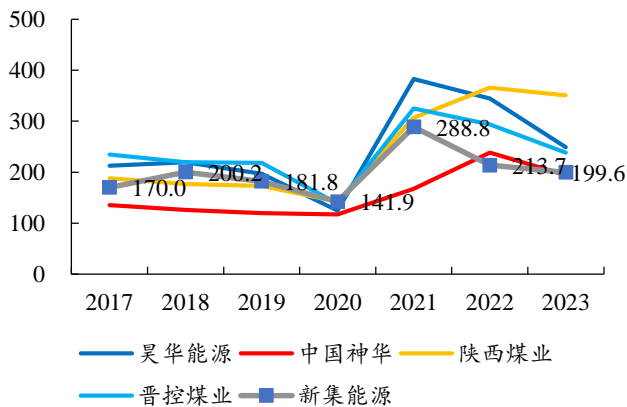
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图20: 2021-2023年, 公司吨价处于中游水平(元/吨)


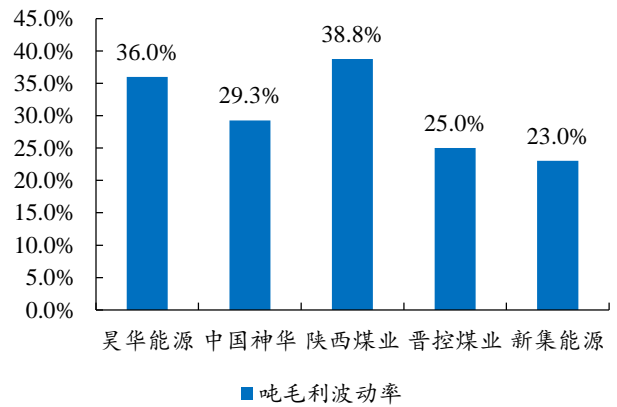
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图21: 公司吨价波动率低于同行


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图22: 公司毛利中枢约为 200 元/吨(元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图23: 公司吨毛利波动率低于同行


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

3、电力业务: 装机容量高增长, 增厚业绩未来可期

3.1、电力业务加速扩容, 成业绩主要增长极

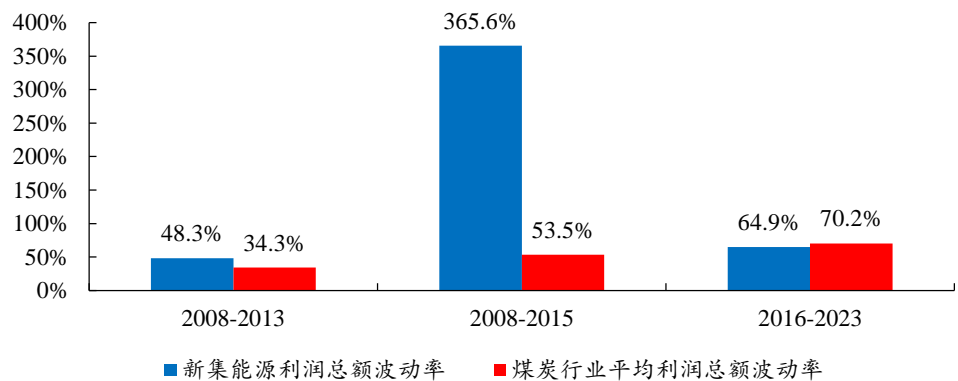
在建电厂陆续投产, 煤电一体化加速推进。公司现有两座电厂在运, 分别是控股 55% 的利辛电厂一期 (2*1000MW 机组), 参股 49% 的宣城电厂 (1*660MW, 1*630MW 机组)。依靠这两座电厂, 公司在 2016 年开始了煤电一体化进程, 通过自产煤供应电厂, 既保证了商品煤的销路稳定, 同时电力业务又能创造稳定的经济效益。2022 年以来, 公司煤电一体化战略加速推进, 利辛电厂二期于 2022 年 11 月开工建设, 预计 2024 年 10 月建成投运。此外, 上饶电厂、滁州电厂、六安电厂于 2024 年上半年相继开工建设, 按 26 个月建设周期推算, 三座电厂将于 2026 年中投运, 2027 年将实现所有电厂全年满负荷发电。我们认为, 公司具备大型电厂成熟运营经验, 煤电一体化模式已跑通, 随着四座在建电厂投运, 公司控股电厂总装机容量将接近 8000MW, 是当前装机容量的 4 倍, 将推动煤电一体化战略加速推进, 有望大幅提升公司盈利水平并提高盈利的稳定性。

表4：预计公司在建电厂将陆续投产

运行电厂	持股比例	机组 (MW)	装机容量 (MW)		
利辛电厂一期	55% (控股)	2*1000MW	2000		
宣城电厂	49% (参股)	1*660MW,1*630MW	1290		
在建电厂				开工建设时间	预计投运时间
利辛电厂二期	55% (控股)	2*660MW	1320	2022年11月	2024年10月
上饶电厂	65% (控股)	2*1000MW	2000	2024年1季度	2026年年中
滁州电厂	85% (控股)	2*660MW	1320	2024年1季度	2026年年中
六安电厂	55% (控股)	2*660MW	1320	2024年上半年	2026年年中
控股电厂装机容量			7960		
参控合计装机容量			9250		

数据来源：公司公告、上证 e 互动、开源证券研究所

煤电一体化有效提升公司盈利稳定性。以 2016 年公司煤电一体化元年划分，2008-2015 年，公司利润总额波动率为 365.6%，远超行业 53.5% 的波动率水平。剔除 2014 及 2015 年两年行业深度调整阶段，2008-2013 年，公司利润总额波动率为 48.3%，依然高于行业的 34.3% 波动率。2016-2023 年，经过利辛电厂一期、宣城电厂的对自产煤的消纳以及电力业务对盈利的增厚，公司盈利稳定性显著增强，这期间利润总额波动率为 64.9%，低于行业平均波动率，煤电一体化的优势得到了体现。

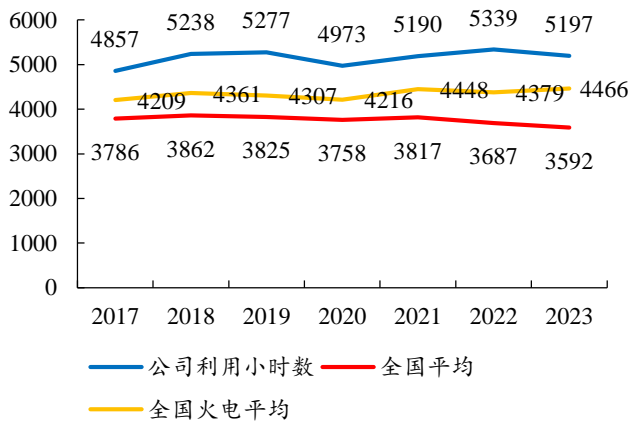
图24：公司布局煤电一体化业务后，盈利稳定性得到提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、电厂运营稳健高效，成本稳定吨毛利创新高

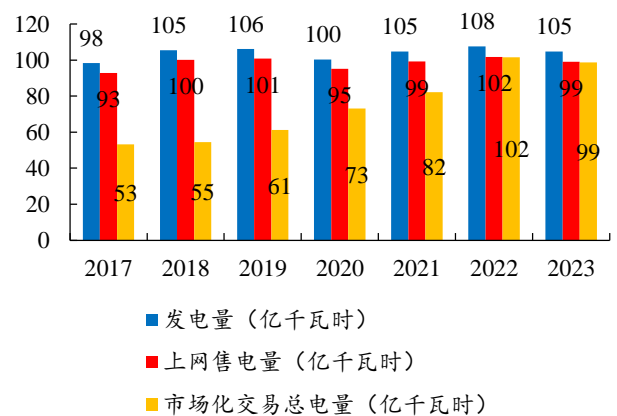
利用小时数稳定高位，市场化交易电量占比提升至 100%。公司电厂发电量全部供给安徽省内，由于安徽用电需求大，利辛电厂一期发电小时数远高于全国平均水平，2018-2023 年，平均发电小时数达到了 5200 小时，且每年发电量均超过 100 亿千瓦时，接近 95% 的发电量实现上网销售，实现了高效稳定的火电输出。此外，随着国家电力体制改革持续推进，公司市场化交易电量的占比持续提升，2022 及 2023 年，公司实现上网电量全部市场化交易，有效提高公司电力销售的上网电价，充分发挥了电力业务的经济效益。

图25：公司电厂利用小时数高于全国平均水平（小时）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图26：发电量稳定，市场化交易比例增长至 100%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

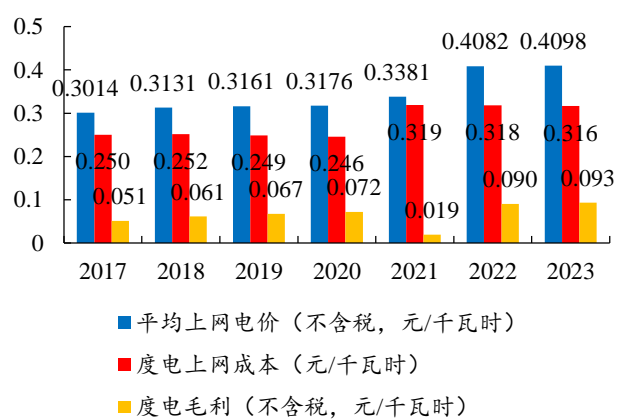
成本稳定，电价提升，度电毛利创新高。成本方面，公司电力业务主要成本为燃料，占比接近 85%，而公司火电厂燃料大部分为自有煤矿生产的动力煤，通过长协价购进，因而成本及供应都较为稳定，在新长协价形成后，2022-2023 年公司度电成本稳定在 0.32 元/千瓦时。电价方面，2022 年，随着国家发改委《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》要求得到落实，燃煤发电电量全面进入电力市场，交易电价上下浮动范围扩大至 20%，在市场化交易比例提升和上网电价提升的助力下，公司 2022 电价也同比上涨了 20.7% 至 0.408 元/千瓦时。总体来看，虽然成本有所上升，但得益于电价的上升幅度更大，2023 年公司度电毛利达到了 0.093 元/千瓦时，创出新高。展望未来，在长协煤价稳定的预期下，公司度电毛利有望维持高位。

图27：电力业务成本主要为燃料



数据来源：公司公告、开源证券研究所

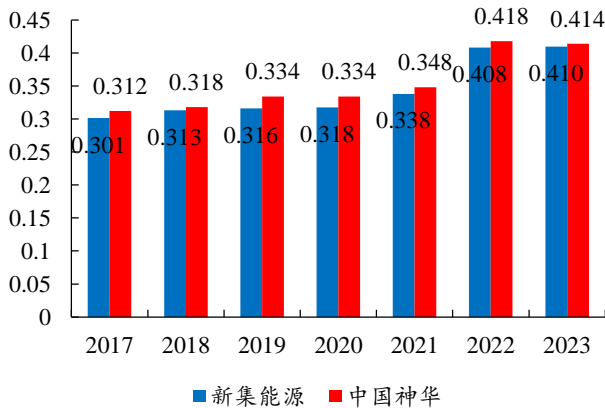
图28：电价上行背景下，公司度电毛利创出新高



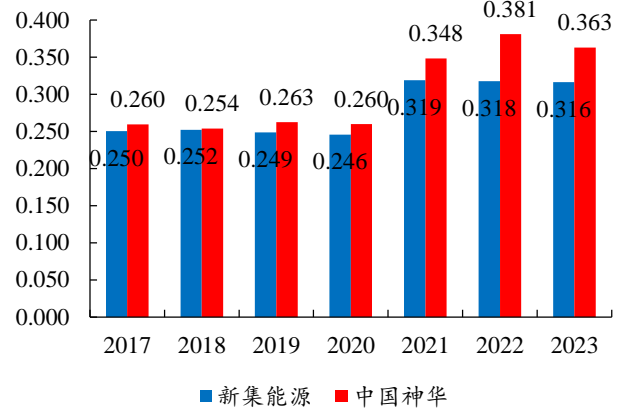
数据来源：公司公告、开源证券研究所

成本优势下，度电毛利优于同行。作为煤电一体化的行业龙头，中国神华具有优异的电力业务盈利能力，2017-2023 年，中国神华平均上网电价均小幅高于新集能源，但在度电成本上，中国神华也高于新集能源。2021-2023 年，煤炭行业价格上涨，由于新集能源的利辛电厂一期为坑口电厂，运输成本低，能实现几乎全部的煤炭自

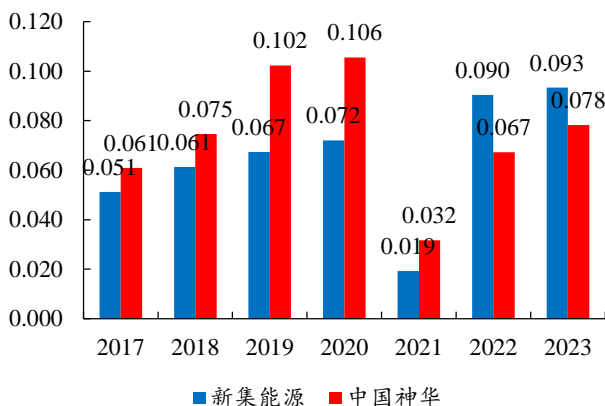
供应，且实行长协煤价格机制，在高煤价环境下，具备更显著的成本优势，使得新集能源度电毛利在 2022-2023 年超过了中国神华，相应的电力业务毛利率也实现了反超。

图29：公司平均电价略低于中国神华（元/千瓦时）


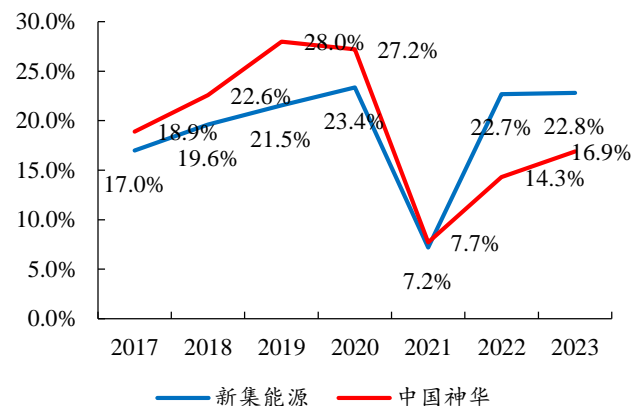
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：公司度电成本明显低于中国神华（元/千瓦时）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：2022-2023 年，公司度电毛利超过中国神华（元/千瓦时）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图32：2022-2023 年，公司电力业务毛利率超过中国神华


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、煤炭有望全部供应电厂，在建电厂近三倍装机或大幅提升毛利

2027 年煤炭内销煤占比有望达到 94%。公司控股的利辛电厂一期及参股的宣城电厂均主要使用公司商品煤，合计占公司商品煤销量约 40%，由于参股的宣城电厂财务上不并表，因此 2023 年公司内销煤比例为 23.7%。我们假设目前在建电厂投运后全部使用内销煤，当前及未来电厂每年利用小时数一致，对比 2023 年利辛电厂一期 2000MW 装机容量耗煤量 467 万吨，根据装机容量等比例测算，预计利辛电厂二期/上饶电厂/滁州电厂/六安电厂分别将耗煤 308/467/308/308 万吨/年，5 座控股电厂 2027 年所需的内销煤量有望达 1860 万吨，占 2023 年商品煤销量的 94%（由于煤炭核定产能增加暂无明确规划，因此保守以 2023 年商品煤销量作为基数），若考虑参股的宣城电厂，则 2027 年公司电厂耗煤量有望达 2162 万吨，占 2023 年公司商品煤销量 110%。我们认为，随着 2026 年现有在建电厂全部投运，公司煤电一体化战略

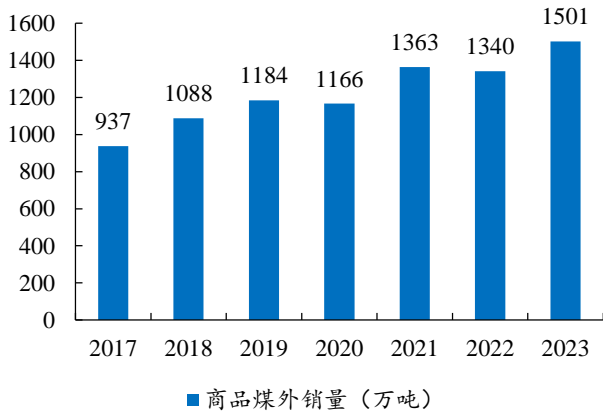
有望完全落地，公司煤炭和电力业务收入将更加稳定，电力业务也将带来更多的利润增量，公司盈利水平将大幅提升。

表5：4座在建电厂投产后，预计公司供给参控股电厂的煤炭消耗占商品煤产量110%

	合计装机容量 (MW)	装机容量相对利辛电厂一期	自产煤消耗总量 (万吨)
利辛电厂一期	2000	100%	467
利辛电厂二期	1320	66%	308
上饶电厂	2000	100%	467
滁州电厂	1320	66%	308
六安电厂	1320	66%	308
合计	7960		1860
合计占比			94%
宣城电厂	1290	65%	301
合计	9250		2162
合计占比			110%

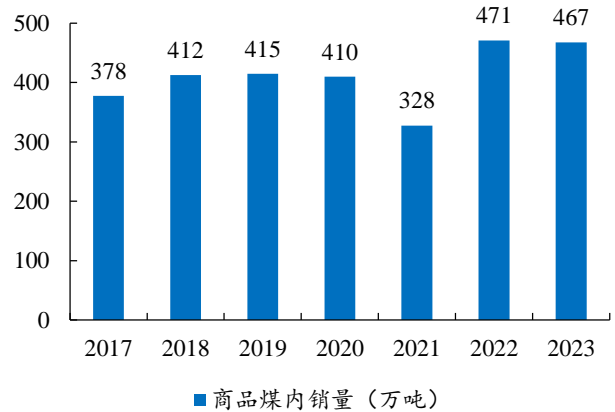
数据来源：公司公告、上证e互动、开源证券研究所，注：商品煤产销数据以2023年为基准

图33：随着商品煤产量提升，煤炭外销量持续增长



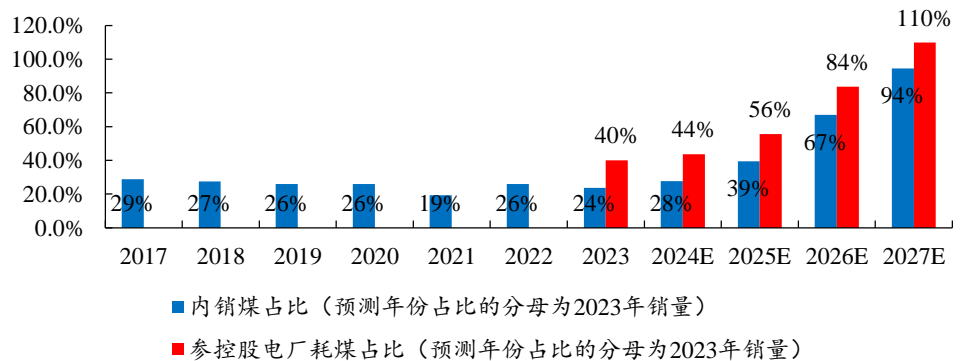
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：受制于现有电厂装机容量，煤炭内销量保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：预计公司2027年内销煤数量占2023年销量的94%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

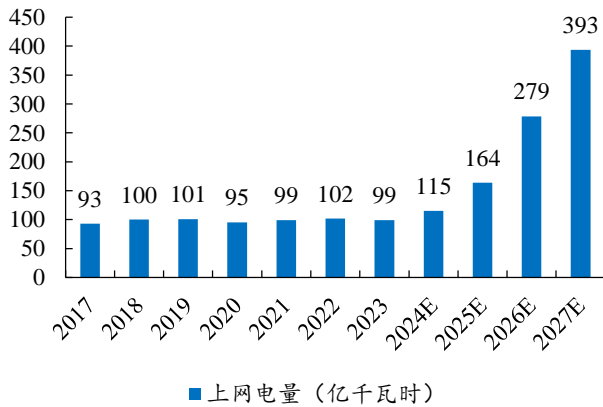
2027年电力业务毛利或达36.6亿元。我们以当前利辛电厂一期每年约5200小时的利用小时数估算当前在建电厂的利用小时数，以发电量的95%计算上网电量，假设未来度电毛利0.093元/千瓦时，根据电厂的投运时间节点，测算出2024-2027年公司电力业务的毛利分别为10.7/15.3/25.9/36.6亿元，3年CAGR为50.6%，公司电力业务将高速发展，成为公司盈利能力的新增长极，贡献将近半数的毛利。

表6：2027年公司电力业务毛利率有望达到36.6亿元

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
上网电量 (亿千瓦时)	98.72	115.10	164.0	278.6	393.2
度电利润 (元/千瓦时)	0.093	0.093	0.093	0.093	0.093
电厂毛利(亿元)	9.2	10.7	15.3	25.9	36.6
增速		12.0%	42.5%	69.9%	41.1%

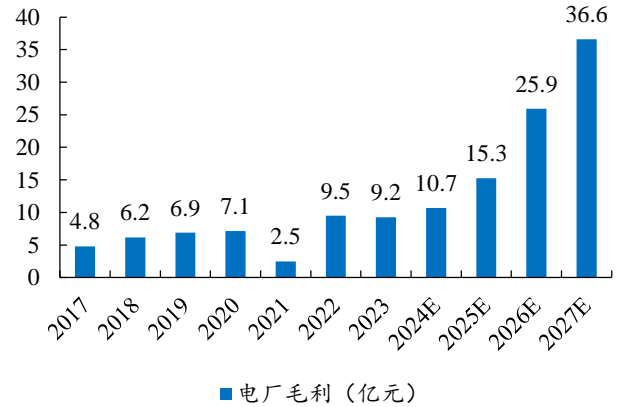
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2027年电厂上网电量有望达到393亿千瓦时



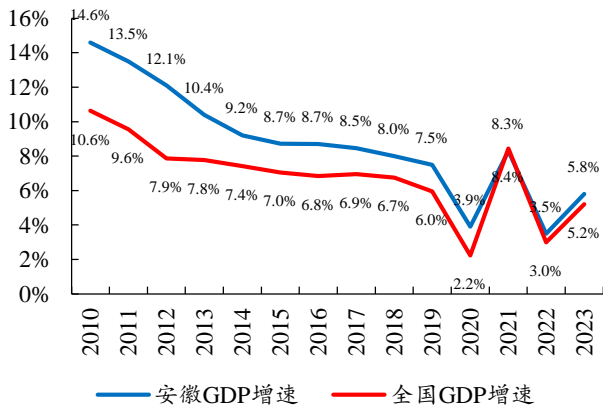
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2027年电厂毛利有望达到36.6亿元

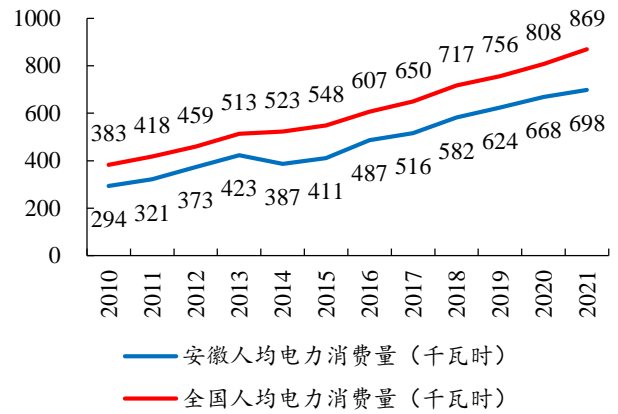


数据来源：公司公告、开源证券研究所

安徽省内仍存电力缺口，电价或保持坚挺。从需求端看，安徽省GDP增速长期高于国内整体的GDP增速，电力需求仍有长期的增长趋势，当前安徽省人均电力消费水平低于全国，电力消费的增长空间较大，预计未来省内的电力需求仍有较好的增长。从供给端看，省内电力供应仍存缺口，根据《安徽省人民政府办公厅关于印发安徽省电力供应保障三年行动方案（2022—2024）的通知》，2022-2024年安徽省电力缺口预计分别为443万千瓦、164万千瓦、24万千瓦，省内电力供应或仍偏紧。安徽省地处长江经济带，经济发展潜力大，随着经济持续复苏，电力需求或将进一步释放，省内电价有望保持稳定。

图38：安徽 GDP 增速高于全国增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：安徽人均电力消费量低于全国


数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：预计 2024 年，安徽省内电力供应仍存缺口 (万千瓦)

项目	2022E	2023E	2024E	三年合计
一、电力需求 (规划备用)	6350	6910	7314	
(一) 全社会最大负荷	5670	6170	6530	
(二) 规划备用容量 (12%)	680	740	784	
二、电力供应能力	5557	6371	6890	
(一) 存量电力供应能力	4835	5557	6371	
(二) 当年新增电力供应能力	722	814	519	2055
1. 规划新增电源	187	524	144	855
其中：煤电	167	396	136	699
抽水蓄能	0	120	0	120
生物质能	20	8	8	36
2. 规划新增准直流分电	125	75	0	200
3. 争取临时省外来电	350	125	125	600
其中：白鹤滩直流分电	0	100	100	200
长三角年度互济	200	0	0	200
长三角临时互济	100	0	0	100
区外临时来电	50	25	25	100
4. 推动灵活性电源建设	60	90	250	400
其中：应急备用电源	0	60	60	120
天然气调峰电站	0	0	160	160
电化学储能	60	30	30	120
三、用电负荷削减	350	375	400	

项目	2022E	2023E	2024E	三年合计
(一) 电力需求侧管理	150	175	200	
(二) 有序用电方案	200	200	200	
四、电力供需缺口（规划备用容量下）	443	164	24	

资料来源：安徽省发改委

备注：1. 电力供需缺口=电力需求-电力供应能力-用电负荷削减。

2. 临时省外来电受区域电网供需形势及外来电力通道制约，存在较大不确定性。

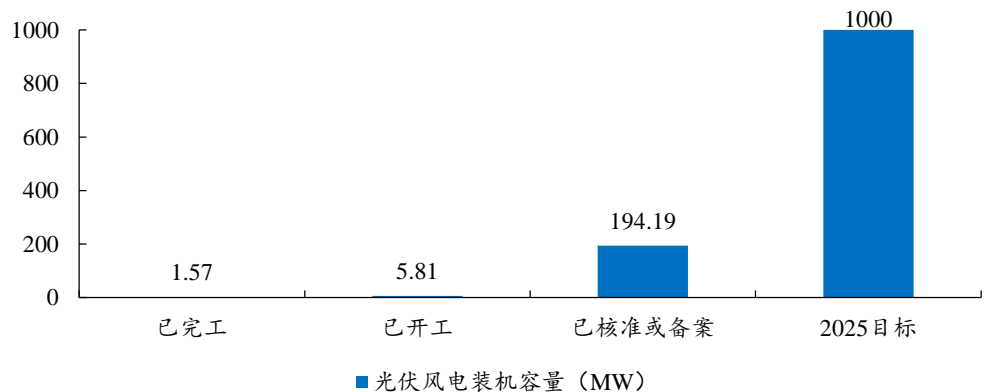
3. 电力供应紧张时段可适当降低备用率运行，电力供应缺口相应减少，但系统运行风险增加。

4. 安徽省最大负荷一般发生在晚高峰（20点—22点），此时段光伏发电无法出力，风电出力仅为装机容量的5%，因此2022—2024年间风光新能源出力忽略不计。

3.4、稳步推进新能源项目，构建综合能源供给体系

稳步推进光伏、风电、抽水蓄能等清洁能源建设。依托“煤炭-煤电-新能源”联营发展模式，公司于“十四五”期间，规划建设光伏、风电装机1500MW，抽水蓄能1800MW，预计2025年底，光伏、风电新能源装机规模将达到1000MW。截至2024年4月，公司已完工或开工新能源项目有2个：公司办公园区1.57MW分布式光伏发电项目已经完工，毛集实验区5.81MW分布式光伏发电项目已于近期开工建设；已核准或备案项目有3个：毛集实验区4.19MW分布式光伏发电项目、利辛县南部100MW风电项目、新集二矿塌陷区90MW水面光伏项目。展望未来，公司将利用好矿区资源、煤电配套、社会资源，通过在矿区光伏发电与矿井塌陷区综合治理相结合、与煤电项目所在地市政府签订新能源开发协议、与大型央企合作开发新能源项目等方式，推进新能源项目开发，逐步构建综合能源供给体系。

图40：据公司规划，新能源装机容量将快速提升



数据来源：上证e互动、开源证券研究所

表8：公司新能源项目储备丰富

新能源储备项目	装机容量 (MW)
裕安区北部风电场	300
利辛县南部二期风电场	100
鄱阳风车斗风电	100
鄱阳芦田乡风电	100
凤阳县红心镇风电	120
合计	720

数据来源：新集风电项目询比报告、开源证券研究所

4、煤电一体化加快布局，成长与未来稳定性助力提估值

4.1、对标长江电力，煤电一体化稳定性堪比水电

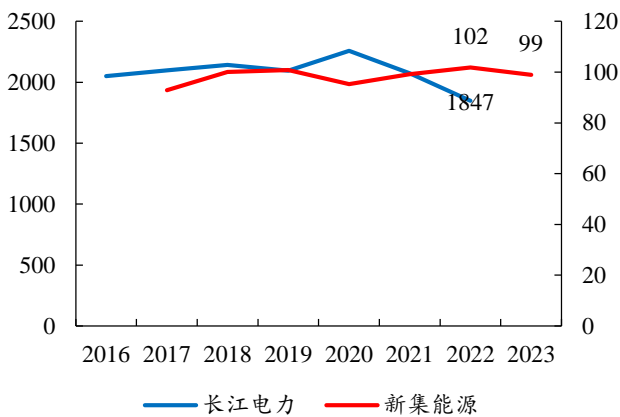
实现煤电一体化后，公司所产煤炭有望全部供给自有参控电厂，从售煤转向售电，规避了煤价波动较大的风险，盈利稳定性大幅提升，业务模式的转变有望带来公司价值重估。我们对比电力龙头股长江电力，从收入端、成本端、投资端进行对比，论证新集能源具备高水平的稳定盈利能力。

4.1.1、收入端对比：供需量价皆稳

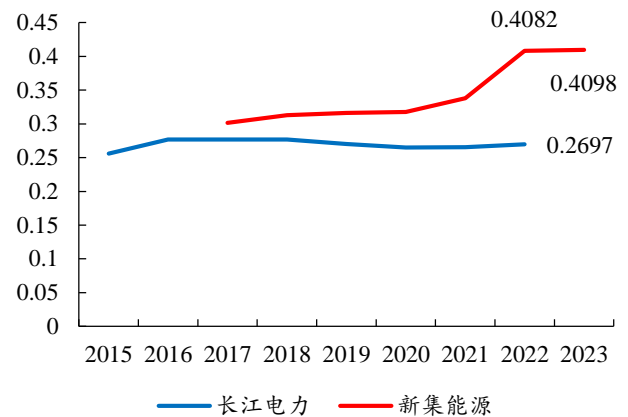
电力需求量充足。长江电力：所发电由专用输变电线路外送至东南沿海经济发达省份，由于发达地区电力消纳能力强且水电作为清洁能源具有优先消纳地位，因此公司电力在需求侧基本不存在消纳限制，公司水电站可实现稳定发电。**新集能源：**电站位于安徽省内，由于安徽省电力供需存在缺口，公司所发电量均由省内消纳，当前不存在电力需求不足的担忧。随着公司在建电厂陆续投运，前期电力仍由省内消纳，未来会根据需求部分发往东部沿海省份，公司距离华东区域距离较近，具备输电优势，长期看电力消纳仍会维持稳定。

电力供给量稳定。长江电力：长江电力水电的影响因素主要为上游来水量，长江来水量虽因年而异，但总体围绕均值波动，且2023年长江电力通过收购上下游水电站，已经形成“六库联调”，通过梯级调度显著熨平来水波动，且有效减少弃水。**新集能源：**公司电厂燃料为自有煤矿生产的动力煤，在建电厂投产后，预计2027年内销煤量占2023年公司商品煤销量约94%，公司有充足且稳定的产能保障控股电厂发电燃煤需求。

电价稳定。长江电力：除葛洲坝电站投产较早，上网电价采用成本方式定价外，乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡电站均采用落地电价倒推形成上网电价，公司电能主要消纳到长三角、珠三角等经济发达、电力需求旺盛、电价较高地区，因此落地电价稳定。**新集能源：**利辛电厂一期上网电量已实现100%市场化交易，定价规则为“基准价+上下浮动20%”，基于当前安徽省电力供需偏紧，公司充分受益于市场化交易电价，2022年平均上网电价（不含税）为0.4082元/千瓦时，同比上涨20.7%，且2023年平均上网电价为0.4098，同比保持稳定。

图41：长江电力及新集能源上网电量稳定（亿千瓦时）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

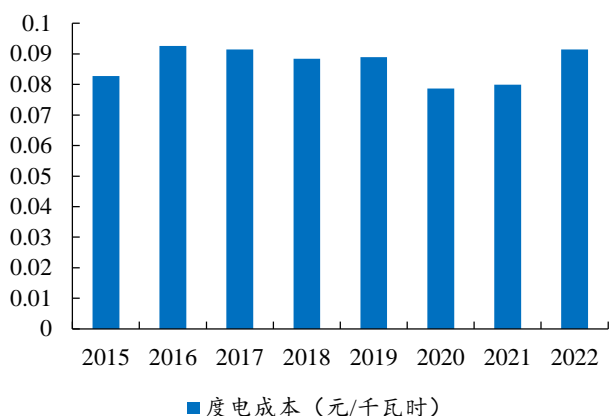
图42：长江电力及新集能源上网电价稳定（元/千瓦时）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

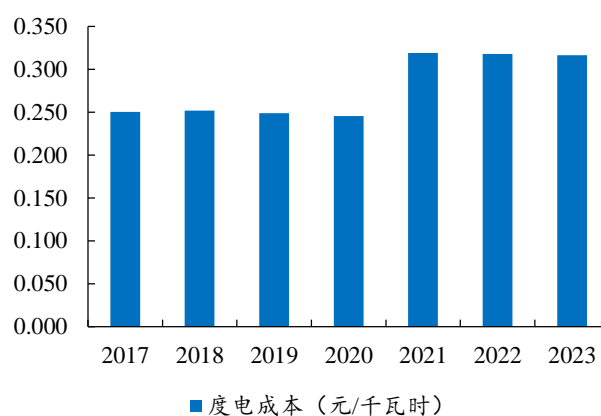
注：新集能源 2022 年电价显著上涨主因电力市场化改革，2022 年后电价维持稳定

4.1.2、成本端对比：稳定折旧 VS 稳定的动力煤长协价&稳定的煤炭开采成本

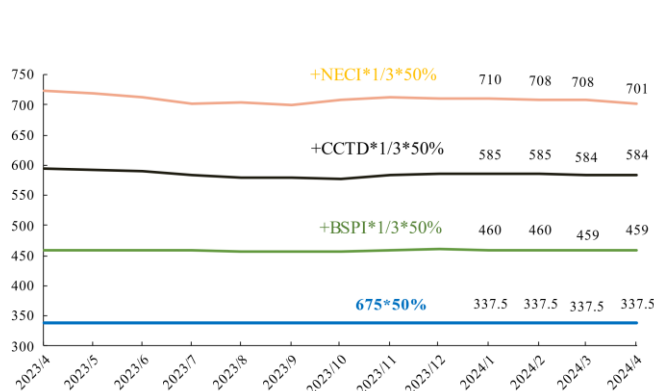
成本稳定。公司的现有价值根植于往期投资所带来的回报，除了要关注投资所带来的稳定收入，还要考察过去投资成本的影响。**长江电力：**作为水电企业，发电原料为长江河水，所以主要发电成本体现于拦水发电的水坝产生的固定资产折旧，以及发电的机器设备折旧。长江电力机器设备折旧会计年限适中，基本符合设备的实际使用年限，而最为重要的挡水建筑物折旧年限较为保守，仅为 40-60 年，远低于实际超百年的坝体寿命，因此公司发电成本低且以每年折旧的形式稳定体现。长江电力公司价值实际为低成本而稳定高回报的投资结果体现，即相对低成本的水坝建设而实现长期稳定的售电收入。**新集能源：**新集能源主要发电成本为煤炭，虽然火电厂与水电厂有明显的燃料需求差异，但具备着类比水电的稳定成本支出，主因公司电厂用动力煤绝大部分来源于自有煤矿，且以长协价格内部购入，长协煤根据发改委给出的计算公式可长期保持低水平波动，因此新集能源电力业务成本稳定是明确的。**进一步延伸，在公司煤电一体化业务框架下，**煤炭外销转内销，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。在第二章节中，我们对比了公司及可比公司的煤炭业务成本，公司近 7 年煤炭开采成本波动率仅 9.2%，显著低于同行可比公司。此外，煤炭价格经历高位回落后已进入盘整稳定的阶段，人工成本作为公司煤炭开采成本的主要影响因素，也难有明显波动，煤炭开采成本整体仍将保持稳定。综上，无论从电厂端看还是公司煤电一体化产业链总体看，公司业务成本都将保持稳定，保障了公司在拥有稳定火电收入的同时，能够实现稳定的盈利。

图43：长江电力度电成本稳定


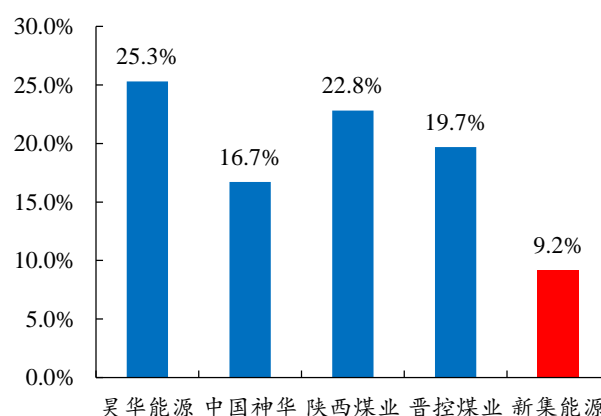
数据来源：长江电力公告、开源证券研究所

图44：2021年以来，新集能源度电成本稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：长协煤定价中的浮动价格因子月度变化波动小


数据来源：Wind、开源证券研究所

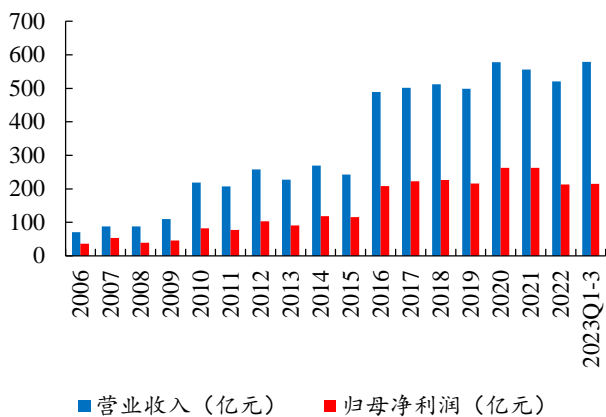
图46：公司 2017-2023 年煤炭业务吨成本波动率较低


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4.1.3、投资端对比：“上下游”水电站协同投资 VS 下游火电站一体化投资

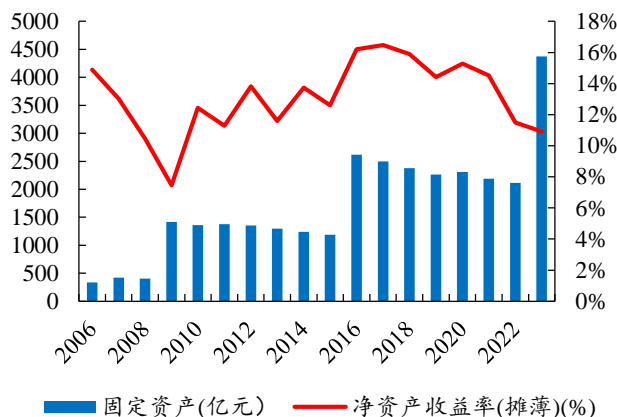
高 ROE 投资助力持续增长。长江电力：上市之初公司仅有一座葛洲坝水电站，而后通过收购注入集团优质上下游水电站资产，实现了两次盈利能力的阶跃式增长。优质的资产注入的同时，公司仍保持了 ROE 的稳定增长，且受益于上下游水电站的协同作用，公司已实现“六库联调”大幅减少弃水并增加电站运行水头，公司资产的协同效应持续提升。**新集能源：**目前正在建的 4 座火电厂是公司最为瞩目的投资，通过持续扩大下游火电资产，实现煤电一体化，既提升了盈利能力，也提升了盈利的稳定性，正是公司投资端助力成长的体现。在火电资产的投资运营上，公司已有丰富的经验和成功的案例证明，回顾已经运营 8 年的利辛电厂一期，未曾录得会计年度的亏损，以平均每年 19% 的 ROE 为公司创造了高额投资回报，远高于公司 2004-2023 年平均 7% 的 ROE。我们认为，公司即将投运的火电厂，有望复制已有的利辛电厂一期的投资回报，既实现煤电一体化带来的收入稳定增长，同时也提升公司资产的整体质量。

图47：长江电力通过注入资产实现两次营收盈利阶跃



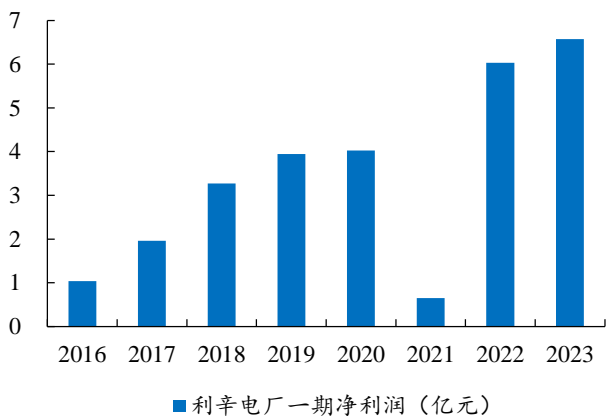
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：长江电力注入资产后，ROE显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

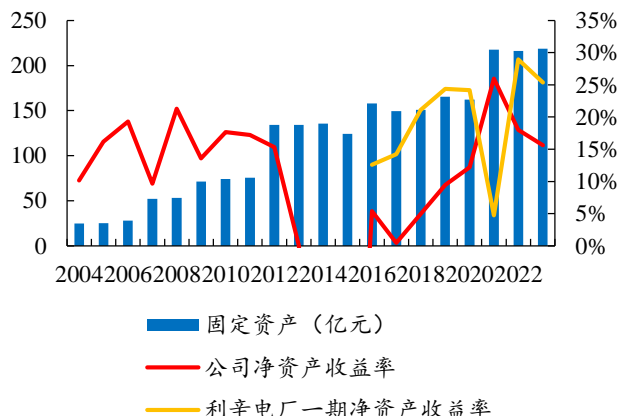
图49：新集能源利辛电厂一期利润总额持续为正



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：利辛电厂一期净利润以利润总额按 25%所得税税率进行估算

图50：新集能源电厂 ROE 高于公司总体 ROE



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：利辛电厂一期净利润以利润总额按 25%所得税税率进行估算

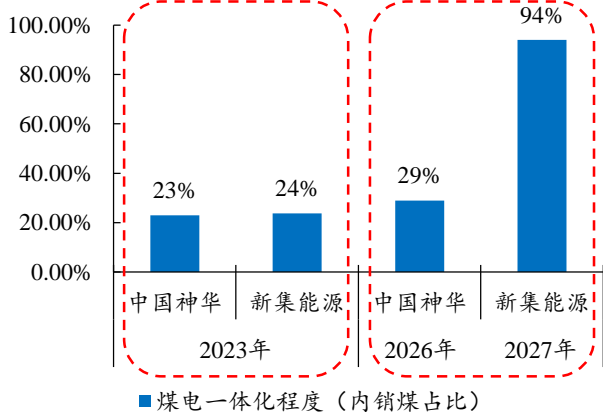
4.2、公司煤电一体化程度高于神华，未来稳定性更高有望获得更高估值

对比中国神华，新集能源年度长协煤比例更高，煤电一体化程度更高，有望实现更高的业务稳定性。考虑到煤炭业务稳定性主要变量在于吨煤售价，煤电一体化后电力业务稳定性的主要变量在于上网电价，而上网电价稳定性高于煤炭长协价，因此煤电一体化程度越高，盈利有望越稳定。我们主要通过对比新集能源及中国神华的长协煤占比、煤电一体化程度两个指标，来对比两家公司的业务稳定性。**中国神华**：作为煤炭开采行业龙头，拥有高比例长协煤的业务结构，2023 年公司年度长协煤占自产煤销量 79.5%。此外公司也积极拓展下游火电厂业务，并向自有电厂供应动力煤，2023 年中国神华对内部发电分部的煤炭销售量占自产煤销量的 23%。展望未来，2025 年及以前公司预计投产的在建电厂总装机容量占当前在运燃煤发电机组总容量的 26.3%，据此预计 2026 年，中国神华内销煤占 2023 年自产煤 29%，煤电一体化提升幅度相对不明显。**新集能源**：2023 年前三季度公司年度长协煤比例约 85%，略高于中国神华。此外，公司 4 座在建电厂投运后，相对 2023 年商品煤销量，2027 年内销煤占比有望达 94%，参控股用煤量占比 110%，煤电一体化程度远

高于中国神华。综上，新集能源长协煤占比及未来煤电一体化程度均较中国神华有优势，有望实现更高的业务稳定性，且新集能源电厂进入加速建设期，未来公司业绩成长性显著。

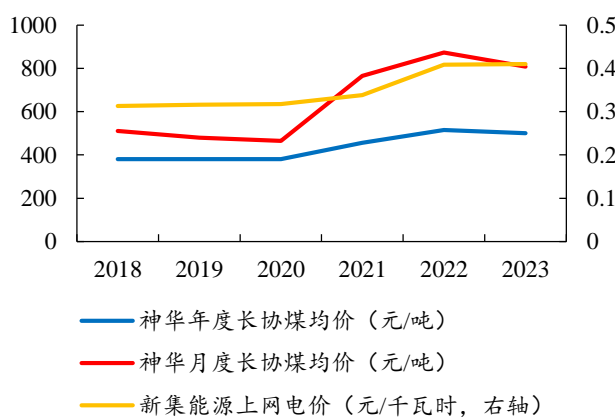
稳定性及成长性占优下，新集能源有望获得更高估值。中国神华作为煤炭行业龙头，凭借稳定的盈利能力及高股息率，2021 年底以来 PE 估值逐渐高于煤炭板块。新集能源当前进入煤电一体化高速发展期，未来盈利稳定性及高股息预期强和确定性高，有望复制中国神华估值逻辑，逐步实现价值重估，甚至在稳定性及成长性占优下有望获得更高估值。

图51：预计新集能源 4 座在建电厂投运后，煤电一体化程度远高于中国神华



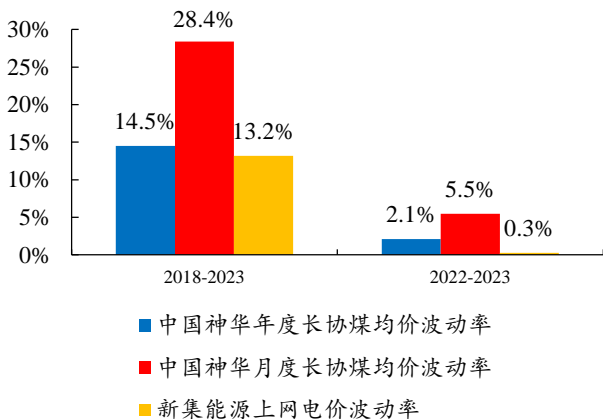
数据来源：各公司公告、开源证券研究所，注：中国神华及新集能源预测的内销煤占比，采用基数为 2023 年公司商品煤销量

图52：新集能源上网电价波动小于中国神华长协煤价波动



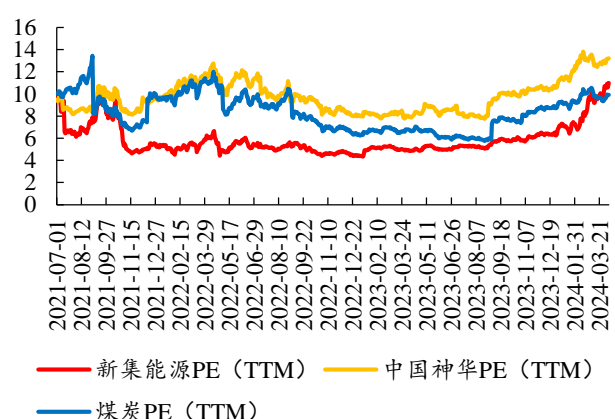
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图53：2018-2023、2022-2023 年两段时间内，新集能源上网电价波动均小于中国神华长协煤价波动



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图54：2021 年底以来，中国神华估值逐渐高于板块；新集能源 2023 年以来估值快速提高



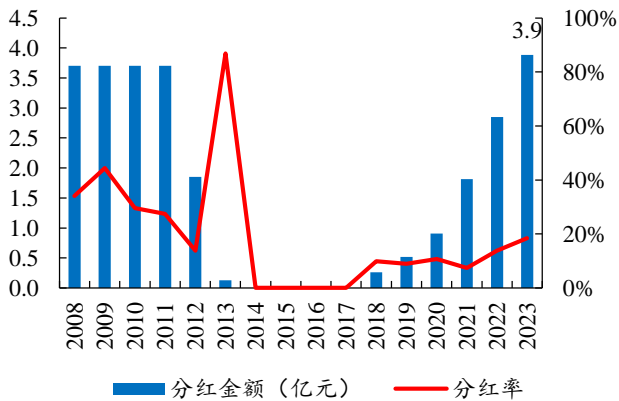
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、静待电厂投运度过资本开支期，未来高分红可期

虽处电厂建设投资期，但已逐年提高分红，未来高分红可期。新集能源上市以

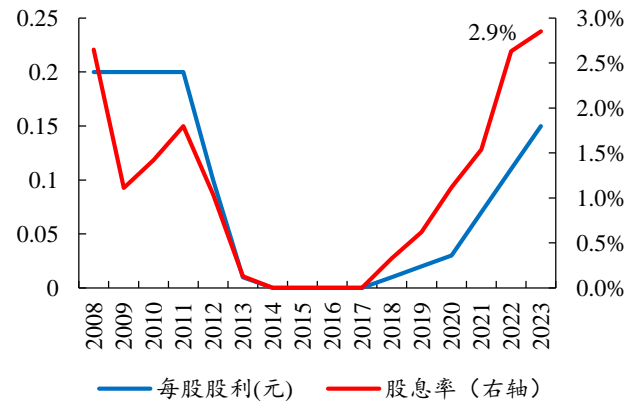
来即有较高分红的历史年份记录，2014-2015年煤炭行业价格低迷，公司受此影响归母净利润为负，因而于2014-2017年停止分红，以待公司财务好转和恢复良好经营状况，随后于2018年开始重启分红，且2018-2023年，公司分红率、每股股利、股息率均呈逐年上升趋势，其中2023年分红率及股息率均创出历史新高。当前公司仍有4座在建电厂，处于煤电一体化战略加速推进关键期，仍需较多资金进行电厂建设，短期内公司有望保持每股股利的持续增长态势，但电厂建成前暂不会大幅提升分红水平。我们认为，公司当前资产负债率持续降低，货币资金显著增加，归母净利润良好，未分配利润持续增加，有较好的现金流及财务状况支撑在建电厂所需的资本支出，预计随着电厂陆续建成投运，公司资本开支将显著下降，分红率有望保持快速增长，股息率有望持续提升，未来高分红可期。

图55：2018-2023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



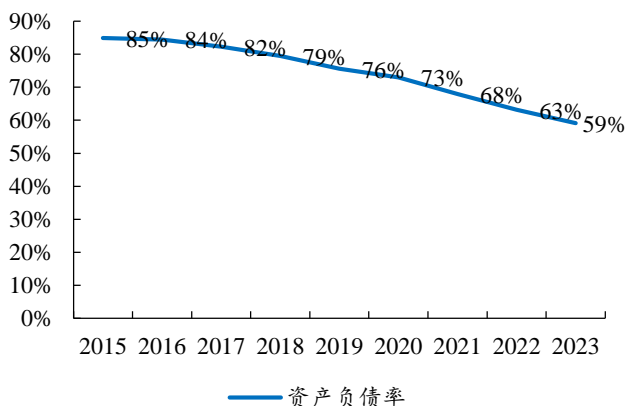
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2018-2023年，新集能源每股股利及股息率持续提升，2023年股息率2.9%创历史新高



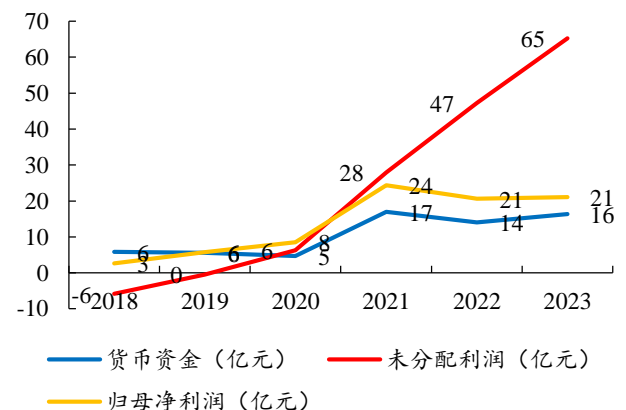
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2015-2023年，新集能源资产负债率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2018-2023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

5、盈利预测与投资建议

公司煤炭及火电业务拆分的主要预测依据：

(1) 考虑公司当前无在建煤矿，杨村煤矿复建无明确预期，我们预计 2024-2026 年公司煤炭产能仍维持 2350 万吨/年。我们预计煤炭市场保持高景气，2024/2025/2026 年产能利用率为 93%/93.5%/94%，2024/2025/2026 年公司原煤产量预计为 2186/2197/2209 万吨。

(2) 考虑公司长协煤占比高，未来长协煤价格或保持稳定，我们预测 2024/2025/2026 年公司商品煤单位售价分别为 442.5/442.5/442.5 元/吨。考虑到成本随着新矿投产及煤价稳定，将逐步稳定，我们预计 2024/2025/2026 年公司商品煤单位成本分别为 220/222/224 元/吨。

(3) 考虑安徽省电力市场持续景气，并通过电厂投产时间节点确定实际发电容量，我们预测 2024/2025/2026 年公司发电量为 121/173/293 亿千瓦时，上网电量为 115/164/279 亿千瓦时，同时考虑到电力市场改革后安徽省电费有望维持稳定，我们预测 2024/2025/2026 年火电销售单价分别为 0.410/0.410/0.410 元/千瓦时，火电单位成本分别为 0.315/0.315/0.315 元/千瓦时。

盈利预测与估值：我们维持公司 2024-2026 盈利预测，预计 2024-2026 年实现归母净利润 24.4/27.1/31.9 亿元，同比+15.5%/+11.1%/+18.0%，折合 EPS 分别是 0.94/1.04/1.23 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.7/8.8/7.4 倍。我们选取煤炭和火电板块内具备煤电一体化业务格局的中国神华、陕西能源、内蒙华电 3 家公司作对比，2024-2025 年可比公司平均 PE 为 12.1/11.1 倍，新集能源估值相对偏低；考虑新集能源未来有望形成完全煤电一体化且稳定性更高，我们选取水电板块的长江电力与公司对比，长江电力 2024-2026 年 PE 为 18.6/17.6/17.0 倍，新集能源显著偏低。我们看好公司煤电一体化布局推进带来的盈利增长，以及实现一体化后带来的更高业绩稳定性，预计公司的估值也将显著提升。上调公司至“买入”评级。

表9：煤炭板块盈利预测

煤炭板块 盈利预测	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原煤产量 (万吨)	1888	1870	2011	2224	2140	2186	2197	2209
商品煤产量 (万吨)	1598	1617	1696	1842	1937	1978	1989	1999
洗选比率	84.6%	86.5%	84.4%	82.8%	90.5%	90.5%	90.5%	90.5%
商品煤销量 (万吨)	1599	1575	1690	1811	1969	1978	1989	1999
产销率	100.1%	97.4%	99.7%	98.3%	101.6%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入 (亿元)	60.3	53.1	90.8	78.2	87.9	87.5	88.0	88.5
平均售价 (元)	377.0	336.7	537.3	431.8	446.4	442.5	442.5	442.5
市场价格参考	555.3	542.8	648.3	721.7	713.8	708.0	708.0	708.0

煤炭板块 盈利预测	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
(元)								
价格比例	67.9%	62.0%	82.9%	59.8%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%
产能 (万吨)	2050	2050	2050	2350	2350	2350	2350	2350
产能利用率	92.1%	91.2%	98.1%	94.6%	91.1%	93.0%	93.5%	94.0%
营业成本 (亿元)	30.1	29.2	39.5	36.8	46.2	43.5	44.1	44.8
平均成本 (元)	188.4	185.3	233.7	203.1	234.6	220.0	222.0	224.0
吨煤毛利 (元)	188.6	151.4	303.5	228.6	211.8	222.5	220.5	218.5
毛利率	50.0%	45.0%	56.5%	53.0%	47.4%	50.3%	49.8%	49.4%
毛利	30.2	23.9	51.3	41.4	41.7	44.0	43.8	43.7

数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2024-2026 年数据未考虑分部间抵消的影响

表10：火电板块盈利预测

火电板块 盈利预测	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)	31.95	30.5	34.09	41.83	40.56	47.31	67.42	114.53
成本 (亿元)	25.07	23.38	31.63	32.34	31.31	36.36	51.80	88.00
发电量 (万千瓦时)	1055400	994534	1038052	1067825	1039307	1211600	1726400	2932800
上网电量 (万千瓦时)	1008200	952100	992100	1017700	989500	1154170	1644569	2793785
平均售价 (元/千瓦时)	0.317	0.322	0.345	0.411	0.410	0.410	0.410	0.410
平均成本 (元/千瓦时)	0.249	0.247	0.320	0.318	0.316	0.315	0.315	0.315
平均毛利 (元/千瓦时)	0.068	0.075	0.025	0.093	0.093	0.095	0.095	0.095
上网与发电比 率	95.42%	95.36%	95.26%	95.31%	95.21%	95.26%	95.26%	95.26%
利用小时数 (小时)	5277	4973	5190	5339	5197	5200	5200	5200
功率 (MW)	2000	2000	2000	2000	2000	2330	3320	5640
毛利率	21.53%	23.34%	7.22%	22.68%	22.80%	23.16%	23.16%	23.16%
毛利 (亿元)	6.88	7.12	2.46	9.49	9.25	10.96	15.61	26.52

数据来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表11: 与煤电一体化公司相比, 新集能源估值相对偏低

2024/4/19	总市值 (亿元)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国神华	8,323	614	619	630	13.6	13.4	13.2
陕西能源	384	30	35	—	12.7	10.9	—
内蒙华电	300	30	33	—	10.1	9.1	—
均值					12.1	11.1	13.2
新集能源	237	24	27	32	9.7	8.8	7.4

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 2024-2026 年业绩预测, 中国神华与新集能源为开源证券研究所预测, 陕西能源与内蒙华电为 Wind 一致预期; (2) 市值取 2024 年 4 月 19 日收盘价。

表12: 与长江电力相比, 新集能源估值显著偏低

2024/4/19	总市值 (亿元)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
长江电力	6,362	342	361	375	18.6	17.6	17.0
新集能源	237	24	27	32	9.7	8.8	7.4

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) 市值取 2024 年 4 月 19 日收盘价。

6、风险提示

煤价超预期下跌。公司当前尚未完全实现煤电一体化, 过半收入仍直接来自煤炭外销, 若煤价下跌, 公司煤炭业务收入或受影响。

电价超预期下调。公司当前部分收入来自电力业务, 电价若显著下调, 将影响公司电力业务收入。

火电厂建设进度不及预期。公司煤电一体化战略推进依赖目前在建电厂顺利建成投运, 若电厂建设进度不及预期, 或将影响公司电力业务扩张, 进而无法完成煤电一体化进程, 影响公司盈利能力和盈利稳定性的提升。

宏观经济复苏不及预期。动力煤及电力需求与宏观经济复苏态势相关联, 宏观经济景气度下降或将影响煤炭及电力价格水平, 进而影响公司盈利能力。

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	3531	3580	4343
现金	1406	1635	1659	1797	2076
应收票据及应收账款	1169	859	1128	1086	1432
其他应收款	169	152	174	179	228
预付账款	39	28	40	34	52
存货	344	298	305	309	308
其他流动资产	190	165	225	176	247
非流动资产	30418	33157	33502	35639	39687
长期投资	668	762	946	1131	1315
固定资产	21624	21903	21864	23324	26550
无形资产	1758	1920	1937	1971	2022
其他非流动资产	6367	8573	8755	9214	9799
资产总计	33735	36295	37033	39219	44030
流动负债	10896	10051	9763	10180	12344
短期借款	1481	1551	2381	3156	4508
应付票据及应付账款	2541	2293	2509	2240	2602
其他流动负债	6875	6207	4873	4784	5233
非流动负债	10400	11418	9667	8350	7357
长期借款	7826	8961	7210	5893	4900
其他非流动负债	2574	2457	2457	2457	2457
负债合计	21296	21470	19430	18530	19700
少数股东权益	942	1306	1647	2027	2474
股本	2591	2591	2591	2591	2591
资本公积	2155	2171	2171	2171	2171
留存收益	5994	7818	10596	13682	17323
归属母公司股东权益	11497	13519	15956	18662	21855
负债和股东权益	33735	36295	37033	39219	44030

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3007	3796	4388	4399	6031
净利润	2348	2405	2778	3086	3641
折旧摊销	1149	1233	1129	1220	1393
财务费用	644	539	509	589	1007
投资损失	-75	-93	-93	-93	-93
营运资金变动	-1130	-352	85	-383	104
其他经营现金流	71	63	-20	-20	-22
投资活动现金流	-2076	-3039	-1368	-3252	-5336
资本支出	2086	3006	1289	3173	5257
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	-3825	-1784	-1768
短期借款	264	71	829	775	1352
长期借款	-1087	1136	-1751	-1317	-994
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	-2903	-1242	-2127
现金净增加额	-337	182	-806	-637	-1073

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12003	12845	13032	14113	16304
营业成本	6913	7750	7283	7417	7457
营业税金及附加	419	421	521	776	1223
营业费用	59	58	59	64	74
管理费用	790	779	847	1058	1549
研发费用	0	8	8	9	10
财务费用	644	539	509	589	1007
资产减值损失	-13	-24	-24	-26	-30
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	3904	4298	5079
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	3952	4346	5128
所得税	890	1033	1174	1260	1487
净利润	2348	2405	2778	3086	3641
少数股东损益	271	296	341	379	447
归属母公司净利润	2077	2109	2437	2706	3193
EBITDA	4951	5307	5420	5901	6875
EPS(元)	0.80	0.81	0.94	1.04	1.23

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	7.0	1.5	8.3	15.5
营业利润(%)	-8.5	4.4	15.2	10.1	18.2
归属于母公司净利润(%)	-22.0	1.6	15.5	11.1	18.0
获利能力					
毛利率(%)	42.4	39.7	44.1	47.4	54.3
净利率(%)	17.3	16.4	18.7	19.2	19.6
ROE(%)	18.9	16.2	15.8	14.9	15.0
ROIC(%)	10.8	10.2	10.8	11.0	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	59.2	52.5	47.2	44.7
净负债比率(%)	101.2	87.0	59.0	47.5	41.7
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
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	1.04	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.47	1.69	1.70	2.33
每股净资产(最新摊薄)	4.44	5.22	6.16	7.20	8.44
估值比率					
P/E	11.4	11.2	9.7	8.8	7.4
P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.5	7.1	6.6	6.0	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

29 / 31

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