

公用事业

证券研究报告
2024年05月30日

煤电一体化——支撑“高分红”或“高成长”的优质选择

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郭丽丽

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520030001

guolili@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业点评:建投能源:电量增长叠加成本下行,一季度盈利表现亮眼》 2024-04-29
- 《公用事业-行业研究周报:2022-2023年火电装机核准复盘》 2024-04-11
- 《公用事业-行业研究周报:城燃行业基本面有望迎来量价拐点》 2024-04-08

煤电资产“公用事业”属性强化,“煤电联营”渐成趋势

煤电资产调节性与支撑性价值凸显,政策端强调保障机组合理盈利,煤电资产回归“公用事业”属性,“煤电联营”渐成趋势,2022-2023年国内火电新增核准火电机组约1.67亿千瓦,煤电联营机组占比约34.8%。

“煤电一体化”模式盈利稳定性突出,有效熨平煤、电周期性波动

我们对煤炭企业、火电企业与煤电联营企业的ROE水平,三类企业19-23年ROE平均标准差分别为5.09%、6.19%、3.33%,煤电联营企业盈利能力受煤价的边际影响明显较弱,“煤电一体化”有望熨平煤、电周期性波动。

依托稳定盈利支撑企业“高分红”或“高成长”

高分红:以“稳定盈利与现金”提升股东回报,分红比率保持高位

中国神华:煤炭龙头,23全年商品煤产量324.5百万吨,同比增长3.5%;总装机4463.4万千瓦,燃煤发电机组4316.4万千瓦。23年分红比率75%。

陕西能源:纯正的“煤电一体化”标的,截至2023年底公司煤电已投产装机容量为918万千瓦,在建装机容量205万千瓦;已投产产能2200万吨/年,在建产能800万吨/年。23年分红比率53%。

淮河能源:电力、煤炭、贸易一体,火电业绩显著提升。23年完成潘集电厂(一期)收购,后续电力资产有望进一步扩张,电力、煤炭、贸易一体化经营有望保障现金流质量。23年分红比率55%。

内蒙华电:截至23年底,公司电力装机容量1322.62万千瓦,燃煤发电机组1140万千瓦,新能源装机182.62万千瓦,同时具备1500万吨/年煤炭产能。23年分红比率60%，“十四五”新能源装机目标1000万千瓦。

高成长:转型进行时,分红比率相对较低

电投能源:“煤电铝一体化”稳定盈利,绿电转型持续提速。截至2023年底,公司煤炭核准产能4800万吨,火电机组容量120万千瓦,新能源机组容量455.2万千瓦,同时拥有年产86万吨电解铝生产线。到“十四五”末公司预计新能源装机规模将达到1000万千瓦以上。

新集能源:储备项目丰富,装机增长空间可观。截至2023年底,公司煤炭合计产能2350万吨/年;旗下控股电厂200万千瓦,在建132万千瓦,筹备建设容量464万千瓦。

甘肃能化:以煤炭业务为核心,在建煤电化工项目陆续落地。公司2023年煤炭产量1967.68万吨,在建年产能690万吨;火电装机80.9万千瓦,在建装机70万千瓦;刘化化工清洁高效气化气综合利用一期项目完成单机试运行,二期工程也处于建设中。

投资建议:从行业趋势来看,煤电资产逐渐回归“公用事业”属性,其稳定盈利的重要性凸显;从盈利水平来看,“煤电一体化”模式下火电企业盈利稳定性与现金质量具备相对明显优势,有望有效支撑企业“高分红”或“高成长”,投资价值有望持续提升。标的方面,建议关注【陕西能源】【电投能源】【淮河能源】【新集能源】【内蒙华电】【中国神华】【甘肃能化】等。

风险提示:宏观经济下行,煤炭价格波动,电力价格波动,资产规模扩张不及预期,分红政策变动,测算假设存在误差风险等

内容目录

1. “煤电一体化”有效熨平周期性波动.....	4
1.1. 煤电资产“公用事业”属性强化，“煤电联营”渐成趋势.....	4
1.2. “煤电一体化”模式盈利稳定性突出，有效熨平煤、电周期性波动.....	5
2. 依托稳定盈利支撑企业“高分红”或“高成长”.....	6
2.1. 高分红：以“稳定盈利与现金”提升股东回报，分红比率保持高位.....	6
2.1.1. 中国神华：煤炭龙头企业，盈利稳健高分红.....	7
2.1.2. 陕西能源：纯正的“煤电一体化”标的，资产与业绩双增长.....	8
2.1.3. 淮河能源：电力、煤炭、贸易一体，火电业绩显著提升.....	9
2.1.4. 内蒙华电：华能旗下“煤电一体化”公司，分红与成长兼具.....	9
2.2. 高成长：转型进行时，分红比率相对较低.....	10
2.2.1. 电投能源：“煤电铝一体化”稳定盈利，绿电转型持续提速.....	11
2.2.2. 新集能源：储备项目丰富，装机增长空间可观.....	12
2.2.3. 甘肃能化：以煤炭业务为核心，在建煤电化工项目陆续落地.....	13
3. 投资建议.....	14
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：典型日内风光出力情况.....	4
图 2：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比.....	4
图 3：我国每年火电新增装机容量（万千瓦）.....	5
图 4：2022-2024 年 3 月核准火电项目经营模式（GW）.....	5
图 5：煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE（摊薄）变化与煤价走势（秦皇岛港 Q5500）对比（%，元/吨）.....	6
图 6：中国神华、陕西能源、淮河能源、内蒙华电资金及分红状况（截至 2024.5.23）.....	7
图 7：中国神华 2019-2024Q1 煤炭产量.....	7
图 8：中国神华 2019-2024Q1 发电量.....	7
图 9：中国神华 2019-2024Q1 营业收入.....	7
图 10：中国神华 2019-2024Q1 归母净利润.....	7
图 11：陕西能源两大业务板块（截至 2023 年末）.....	8
图 12：陕西能源业务营收结构（截至 2023 年末）.....	8
图 13：陕西能源 2019-2024Q1 营业收入.....	8
图 14：陕西能源 2019-2024Q1 归母净利润.....	8
图 15：淮河能源业务营收结构（单位：亿元）（截至 2023 年）.....	9
图 16：淮河能源业务毛利结构（单位：亿元）（截至 2023 年）.....	9
图 17：内蒙华电 2019-2023 年煤炭产量.....	10
图 18：内蒙华电 2019-2023 年发电量.....	10
图 19：内蒙华电 2019-2024Q1 营业收入.....	10
图 20：内蒙华电 2019-2024Q1 归母净利润.....	10

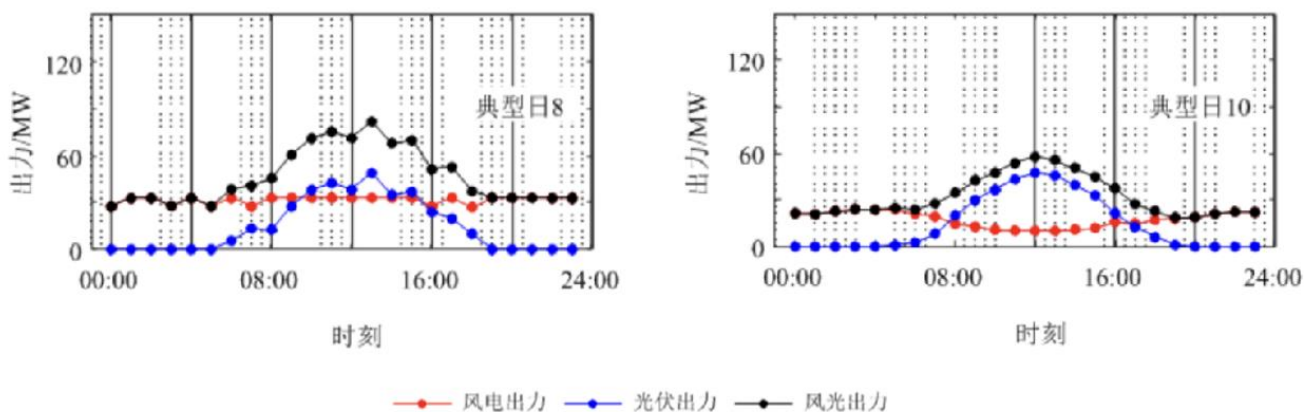
图 21: 内蒙华电 2019-2023 年分红率	10
图 22: 内蒙华电 2019-2023 年新能源装机规模	10
图 23: 电投能源、新集能源、甘肃能化资金及分红状况 (截至 2024.5.23)	11
图 24: 电投能源三大业务板块 (截至 2023 年底)	11
图 25: 电投能源业务营收结构 (截至 2023 年底)	11
图 26: 电投能源 2019-2024Q1 营业收入	11
图 27: 电投能源 2019-2024Q1 归母净利润	11
图 28: 电投能源 2021-2025 年新能源装机规模及预测 (万千瓦)	12
图 29: 新集能源 2019-2024Q1 商品煤产量	12
图 30: 新集能源 2019-2024Q1 发电量	12
图 31: 新集能源 2019-2024Q1 营业收入	13
图 32: 新集能源 2019-2024Q1 归母净利润	13
图 33: 甘肃能化业务营收结构 (2023 年)	14
图 34: 甘肃能化业务毛利结构 (2023 年)	14
图 35: 甘肃能化存量及在建资产情况 (截至 2023 年底)	14
表 1: 各类型企业所选标的	6
表 2: 2022 年至今中国神华新增火电装机核准情况	8
表 3: 淮河能源火电项目情况	9
表 4: 新集能源火电项目情况	13

1. “煤电一体化”有效熨平周期性波动

1.1. 煤电资产“公用事业”属性强化，“煤电联营”渐成趋势

电力系统改革持续推进，煤电资产调节性与支撑性价值凸显。新型电力系统建设下，新能源装机规模不断提高，占比持续提升，但风光发电受地域环境限制较大，风电日波动最大幅度可达装机容量的 80%，且呈现一定的反调峰特性；光伏发电受昼夜、天气、移动云层变化的影响，同样存在间歇性和波动性。而火电采用同步发电机技术，可以根据电网的频率、电压情况瞬时调整其有功和无功功率输出，在维持电力系统稳定性以及故障穿越能力方面，较风电和光伏具有显著的优势。因此，保持合理容量的火电机组对保障供电可靠性具有重要意义。

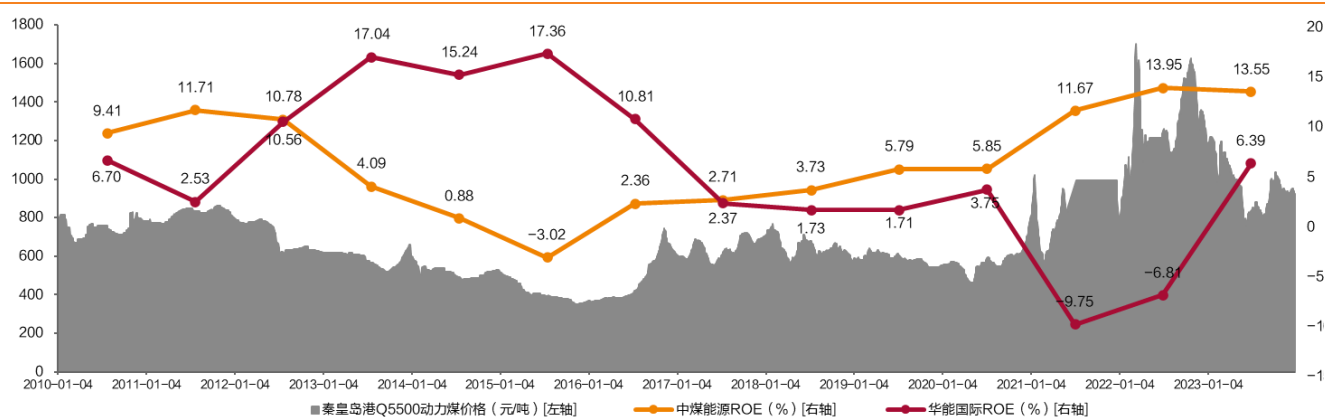
图 1：典型日内风光出力情况



资料来源：《考虑风光出力波动性的实时互补性评价方法》刘永前等，天风证券研究所

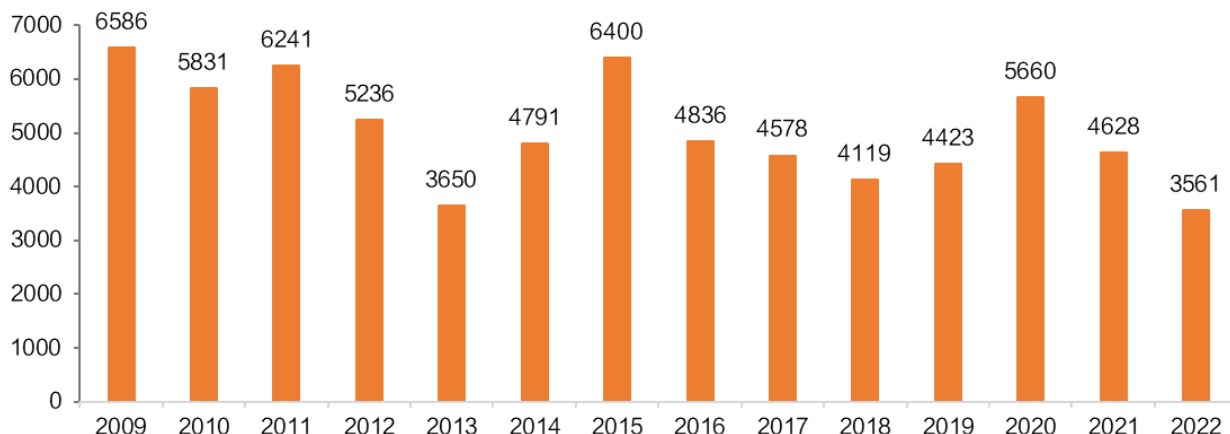
受煤、电行业周期性波动与机组利用率下滑影响，煤电资产经营未来或面临一定压力。一方面，煤炭企业与电力企业分别位于煤电产业链的上、下游，伴随煤价波动，其盈利水平通常呈反向波动，煤价上升则直接导致煤电企业盈利能力下滑，业绩面临压力；煤价下降则可能降低煤企收益，影响保供。另一方面，伴随新能源装机的持续扩张，未来火电机组容量利用率或将不断下降，从而可能导致机组收益下滑，影响企业投资积极性。

图 2：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：我国每年火电新增装机容量（万千瓦）

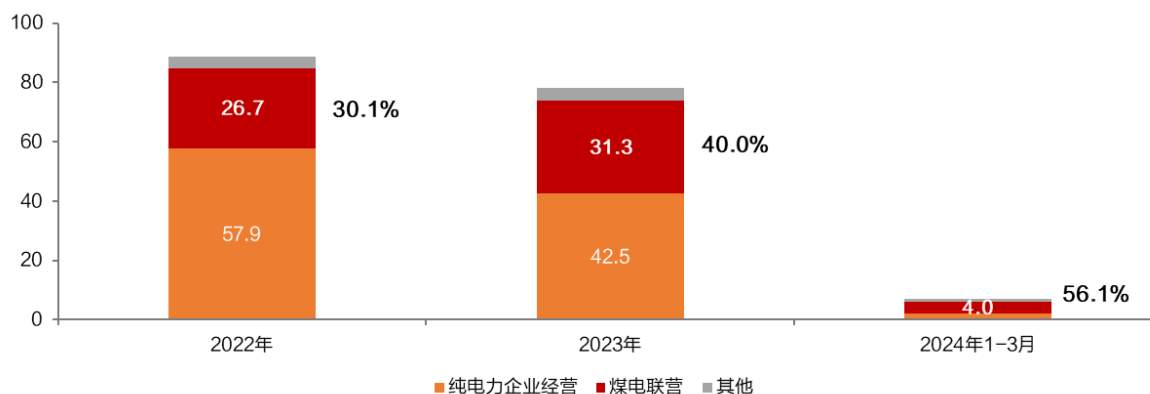


资料来源：Wind，国家能源局公众号，福建节能公众号，天风证券研究所

政策端强调能源保供安全，保障机组合理盈利，促使煤电资产回归“公用事业”属性。装机方面，2022年8月，电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出在保证安全的前提下，加快推进明确煤电建设，同时尽快新增规划煤电项目落实，适时新增规划一批电源储备项目，夯实托底保供基础，压实电力供应保障的基本盘；**收益方面**，2023年11月，两部委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，明确表明煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型的新形势，并提出从2024年开始，将煤电单一制电价调整为两部制电价，其中容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，确保煤电行业持续健康运行。

在上述背景下，“煤电联营”渐成趋势，多家传统煤炭企业布局电力板块。根据北极星电力网统计，2022-2023年国内火电新增核准火电机组约1.67亿千瓦，其中煤电联营机组占比约34.8%。其中，国家能源集团、中煤能源集团、陕煤集团等多家大型煤炭企业均有煤电装机新增。

图 4：2022-2024 年 3 月核准火电项目经营模式（GW）



资料来源：北极星电力新闻网，Wind，华润集团官网，国投电力官网，国际电投集团官网，华能国际官网，华电国际官网，华银电力官网等，天风证券研究所

1.2. “煤电一体化”模式盈利稳定性突出，有效熨平煤、电周期性波动

“煤电一体化”经营模式顺应政策导向与行业趋势，盈利稳定性突出。我们选取几家典型公司，以其作为代表将煤炭企业、火电企业和煤电联营企业2019-2023年盈利水平进行对比：

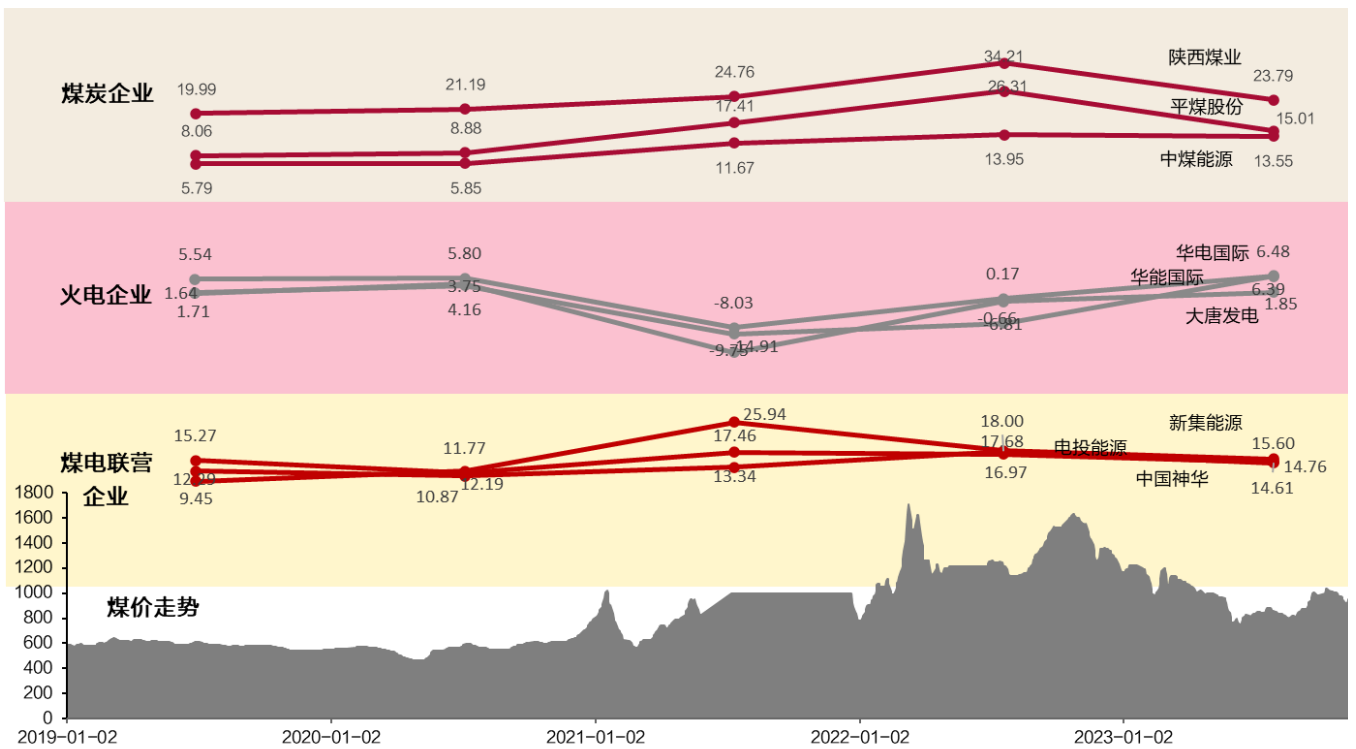
表 1: 各类型企业所选标的

企业类型	选取公司
煤炭企业	中煤能源、陕西煤业、平煤股份
火电企业	华能国际、华电国际、大唐发电
煤电联营企业	中国神华、电投能源、新集能源

资料来源: Wind, 天风证券研究所

对比上述公司 ROE 水平, 由于 2021-2022 年煤价大幅上涨, 煤炭企业 ROE 水平显著提高, 火电企业 ROE 则显著下滑, 甚至出现亏损, 而对比煤电联营企业, 其 ROE 水平较为平稳, 盈利稳定性相对较强。测算上述三类企业 19-23 年 ROE 的平均标准差, 煤炭企业、火电企业、煤电联营企业分别为 5.09%、6.19%、3.33%, 煤电联营企业盈利能力受煤价的边际影响明显较弱, “煤电一体化” 模式有望有效熨平煤、电周期性波动。

图 5: 煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE (摊薄) 变化与煤价走势 (秦皇岛港 Q5500) 对比 (% , 元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 依托稳定盈利支撑企业“高分红”或“高成长”

2.1. 高分红: 以“稳定盈利与现金”提升股东回报, 分红比率保持高位

下表所列企业经营性现金流明显高于资本支出水平, 以“稳定盈利与现金”提升股东回报, 2023 年分红比率均处于 50% 以上。

图 6：中国神华、陕西能源、淮河能源、内蒙华电资金及分红状况（截至 2024.5.23）

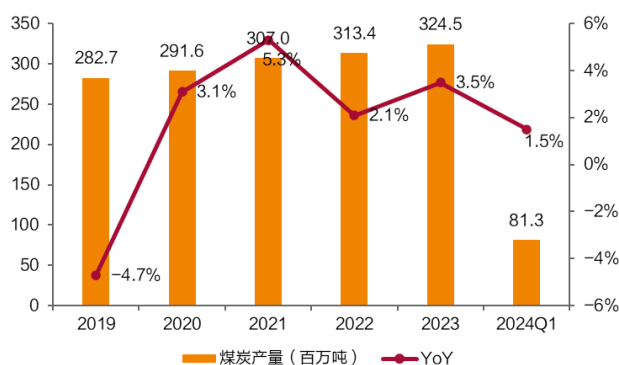
代码	公司	23年营收 (亿元)	23年业绩 (亿元)	经营性现金流 (亿元)			购买资产现金支出 (亿元)			分红比率			股息率 (依据2023年分红)	股价 (亿元)
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023		
601088.SH	中国神华	3431	597	946	1097	897	239	287	371	100%	73%	75%	5.38%	8345
001286.SZ	陕西能源	195	26	52	89	71	41	44	46	0%	53%	53%	3.55%	380
600575.SH	淮河能源	273	8	16	17	10	6	8	10	0%	0%	55%	3.51%	132
600863.SH	内蒙华电	225	20	31	52	53	10	12	24	144%	61%	60%	4.15%	291

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.1. 中国神华：煤炭龙头企业，盈利稳健高分红

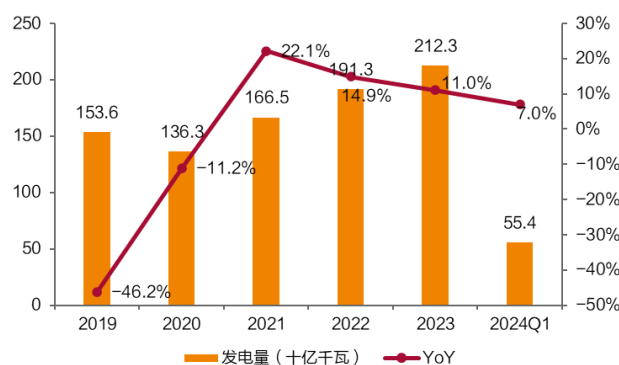
21-22 年煤价上涨带动业绩高增，23 年后电力业务支撑下盈利依旧相对稳健。截至 2023 年底，中国神华全年实现商品煤产量 324.5 百万吨，同比增长 3.5%，实现煤炭销售量 450.0 百万吨，同比增长 7.7%；总装机容量 4463.4 万千瓦，其中燃煤发电机组 4316.4 万千瓦，实现总发电量 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%。23 年后煤价下滑对公司整体业绩有所影响，但“煤电联营”模式对公司盈利形成一定支撑，整体表现相对稳健，2023 年、2024Q1 分别实现归母净利润 596.94、158.84 亿元，同比分别变动-14.29%、-14.66%。

图 7：中国神华 2019-2024Q1 煤炭产量



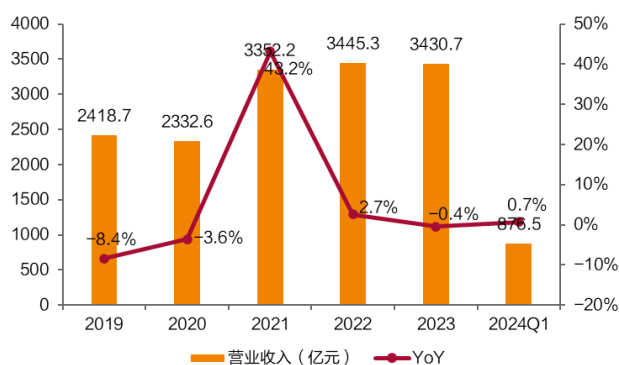
资料来源：中国神华公告，天风证券研究所

图 8：中国神华 2019-2024Q1 发电量



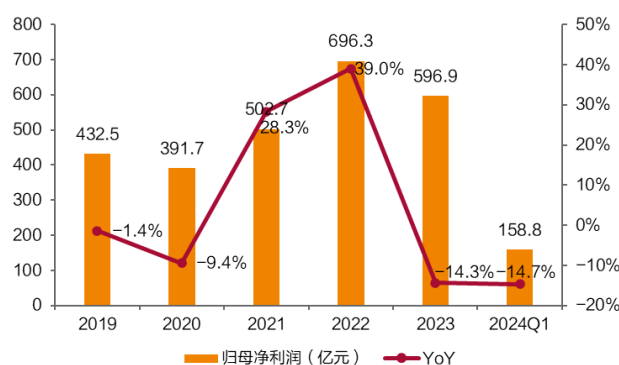
资料来源：中国神华公告，天风证券研究所

图 9：中国神华 2019-2024Q1 营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：中国神华 2019-2024Q1 归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年至今持续有新增火电项目核准，“煤电一体化”持续深入布局。根据北极星电力网和各省市发改委，国家能源集团 2022 年至今合计新增火电装机规模达到约 3310 万千瓦，其中中国神华新增核准火电项目规模达到 669 万千瓦。

表 2：2022 年至今中国神华新增火电装机核准情况

项目	核准日期	装机规模 (万千瓦)	合计 (万千瓦)
江西神华九江发电公司 2 台 1000 兆瓦二期扩建工程项目	2022/8/12	200	
国能神福 (晋江) 热电有限公司 1×50MW 热电联产机组扩建工程	2022/7/5	5	
国能清远电厂二期 2×1000MW 扩建工程项目	2022/10/17	200	669
国家能源集团河北公司定州电厂三期 2×660 兆瓦机组扩建工程	2024/1/3	132	
国神公司博州 2×66 万千瓦煤电项目	2023/7/19	132	

资料来源：北极星火力发电网，国家能源集团，福建省发改委，广东省发改委，河北省生态环境厅，国神，天风证券研究所

2.1.2. 陕西能源：纯正的“煤电一体化”标的，资产与业绩双增长

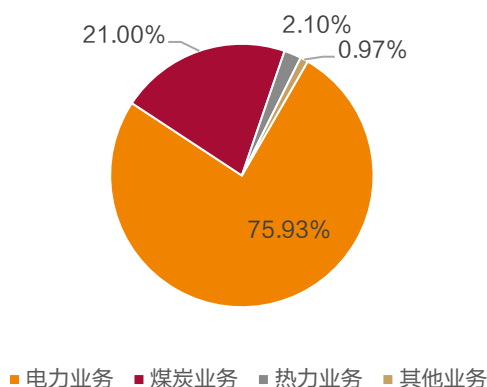
陕西能源业务板块以电力为主，煤炭、热力为辅，营收占比分别为 75.93%、21.00%、2.10%。截至 2023 年末：电力方面，陕西能源控股的煤电总装机容量为 1123 万千瓦，其中已投产装机容量为 918 万千瓦，在建装机容量 205 万千瓦；煤炭方面，陕西能源核定煤炭产能为 3000 万吨/年，其中，已投产产能为 2,200 万吨/年，在建产能为 800 万吨/年。同时，陕西能源旗下设计能力 400 万吨/年的煤矿项目正在办理核准。从营收结构来看，2023 年陕西能源电力业务、煤炭行业、热力业务及其他业务分别实现营业收入 147.70、40.85、4.08、1.89 亿元，占比分别为 75.93%、21.00%、2.10%、0.97%。

图 11：陕西能源两大业务板块（截至 2023 年末）



资料来源：陕西能源公告，天风证券研究所

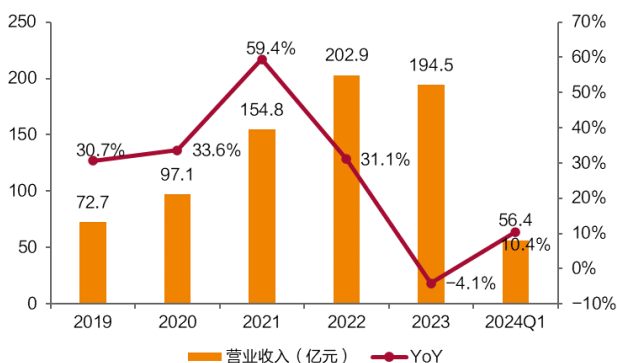
图 12：陕西能源业务营收结构（截至 2023 年末）



资料来源：陕西能源公告，天风证券研究所

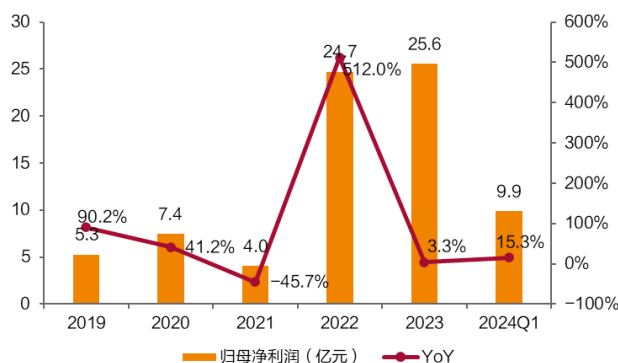
“煤电一体化”模式下盈利优势显著，业绩水平稳健增长。受益于自有煤炭供应，陕西能源整体经营有望有效对冲煤价波动，2023 年、2024Q1 分别实现归母净利润 25.56、9.87 亿元，同比增长 3.30%、15.30%，业绩水平保持稳健增长。伴随后续资产规模有序扩张，陕西能源高业绩、高分红状态有望持续。

图 13：陕西能源 2019-2024Q1 营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：陕西能源 2019-2024Q1 归母净利润

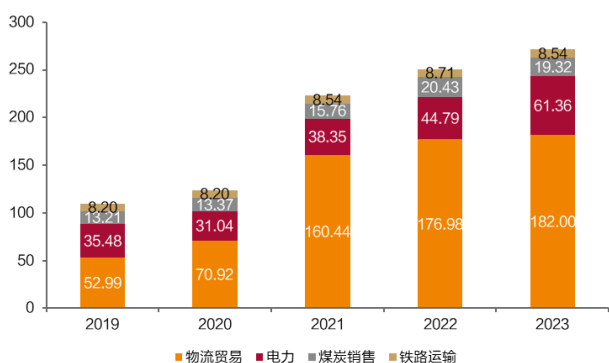


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.3. 淮河能源：电力、煤炭、贸易一体，火电业绩显著提升

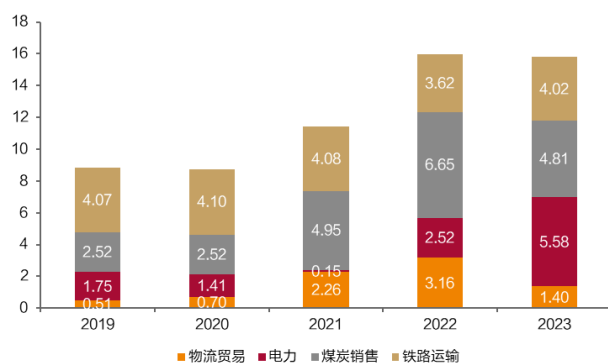
淮河能源业务范围涵盖电力、铁路运输、煤炭销售、物流贸易四大板块。从营收来看，物流贸易板块占比最高，2023 年营业收入为 182.00 亿元，占比达到 66.58%，电力、煤炭销售和铁路运输 2023 年营收分别为 61.36、19.32、8.54 亿元，占比分别为 22.45%、7.07%、3.12%；从毛利占比来看，电力、煤炭销售和铁路运输板块为主要业绩来源，2023 年三者毛利分比为 5.58、4.81、4.02 亿元，占比分别为 35.29%、30.42%、25.43%，物流贸易板块由于毛利率较低，对业绩影响相对较弱。

图 15：淮河能源业务营收结构（单位：亿元）（截至 2023 年）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 16：淮河能源业务毛利结构（单位：亿元）（截至 2023 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司完成潘集发电公司收购，依托“煤电联营”模式，板块盈利有望显著提升。2023 年公司完成收购潘集发电公司 100% 股权，截至 2023 年底，公司火电业务主要由全资电厂、控股子公司淮沪煤电及参股公司淮沪电力开展，全资电厂包括潘集电厂一期、顾桥电厂、潘三电厂，其中潘集电厂一期为超超临界二次再热燃煤机组，顾桥电厂、潘三电厂均为煤炭资源综合利用电厂；淮沪煤电和淮沪电力采取的是煤矿和电厂共属同一主体的煤电联营模式，产业实体包括田集电厂一期项目和二期项目以及配套的丁集煤矿。

潘集电厂二期项目、谢桥电厂项目按照控股股东 2016 年重组时所作出的公开市场承诺，在具备投产运营条件后也将注入上市公司，目前已经开工建设，未来公司火电装机规模有望进一步扩张。

表 3：淮河能源火电项目情况

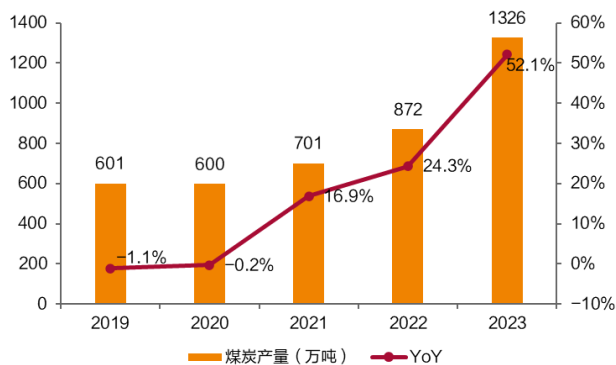
项目	规模（万千瓦）	状态	持股比例
顾桥电厂	66	投运	100%
潘三电厂	27	投运	100%
潘集电厂一期	132	投运	100%
田集电厂一期	126	投运	50.43%
田集电厂二期	140	投运	49%
潘集电厂二期	132	在建	待注入
谢桥电厂	132	在建	待注入

资料来源：淮南市人民政府，国资委网站，淮河能源公告，新闻网，淮沪电力官网，天风证券研究所

2.1.4. 内蒙华电：华能旗下“煤电一体化”公司，分红与成长兼具

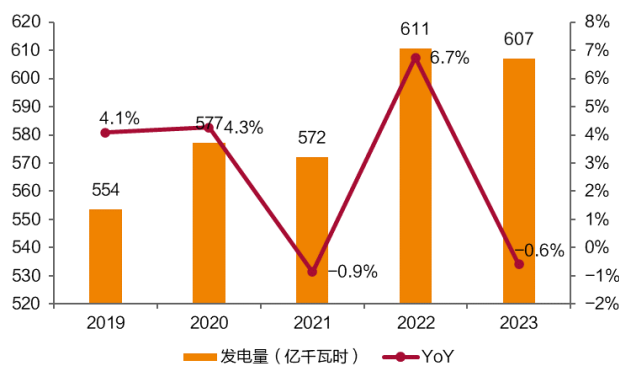
内蒙华电业务以火电为主，同时自有煤炭产能 1500 万吨/年。截至 2023 年底，公司电力装机容量 1322.62 万千瓦，其中燃煤发电机组装机容量 1140 万千瓦，占比 86.19%；新能源装机容量 182.62 万千瓦，占比 13.81%。同时，公司旗下魏家峁煤矿具备 1500 万吨/年煤炭产能，23 年实现煤炭产量 1326.17 万吨，同比增长 52.09%，公司合并范围内电厂供应煤炭量 415.19 万吨，同比增长 98.96%，占比 31.31%。受益于煤价下滑及自供煤优势，公司业绩水平显著修复，2023 年、2024Q1 分别实现营业收入 225.25、55.72 亿元，同比分别降低 2.34%、7.43%；分别实现归母净利润 20.05、8.88 亿元，同比分别增长 13.44%、2.96%。

图 17：内蒙华电 2019-2023 年煤炭产量



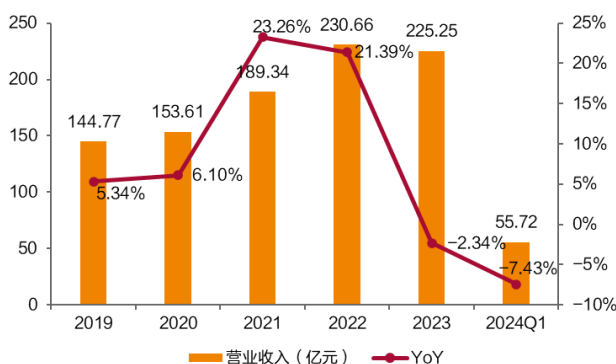
资料来源：内蒙华电公告，天风证券研究所

图 18：内蒙华电 2019-2023 年发电量



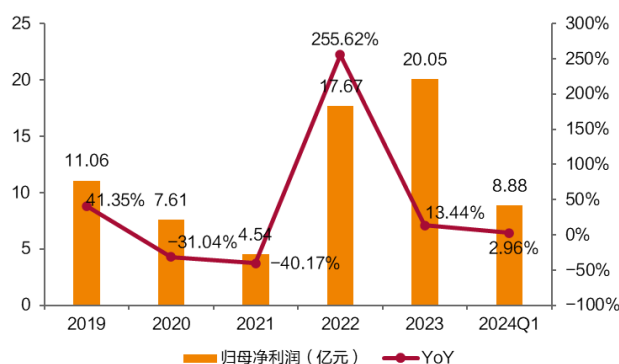
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：内蒙华电 2019-2024Q1 营业收入



资料来源：内蒙华电公告，天风证券研究所

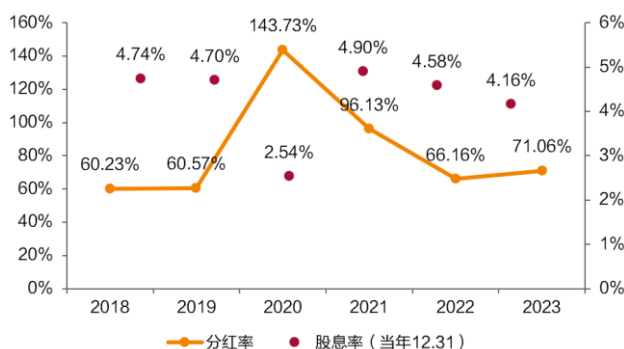
图 20：内蒙华电 2019-2024Q1 归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流质量优质，分红与成长兼具。煤电一体化模式下公司现金流优质，2021-2023 年经营性现金流分别为 30.94、51.54、53.32 亿元，均明显高于当年资本支出水平，优质现金流支撑下，公司分红与成长兼具。根据公司《2022-2024 年股东回报计划》，公司预计 2022-2024 年每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币（含税），2023 年公司分红比例达到 60.23%，连续 6 年分红比例达到 60%以上；同时公司表示争取在“十四五”末装机容量达到 2000 万千瓦、新能源装机比重达到 50%，对应新能源装机容量达到 1000 万千瓦，相比当前存量规模空间显著。

图 21：内蒙华电 2019-2023 年分红率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：内蒙华电 2019-2023 年新能源装机规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 高成长：转型进行时，分红比率相对较低

下表所列企业依托“煤电一体化”的高质量现金流实现快速转型或资产体量扩张，分红比率相对较低。

图 23：电投能源、新集能源、甘肃能化资金及分红状况（截至 2024.5.23）

代码	公司	23年营收 (亿元)	23年业绩 (亿元)	经营性现金流 (亿元)			购买资产现金支出 (亿元)			分红比率			股息率 (依据2023年分红)	股价 (亿元)
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023		
002128.SZ	电投能源	268	46	63	85	69	33	67	78	27%	28%	33%	3.03%	504
601918.SH	新集能源	128	21	45	30	38	4	21	30	7%	14%	18%	1.53%	255
000552.SZ	甘肃能化	113	17	24	51	18	7	27	30	47%	20%	31%	2.82%	190

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.1. 电投能源：“煤电铝一体化”稳定盈利，绿电转型持续提速

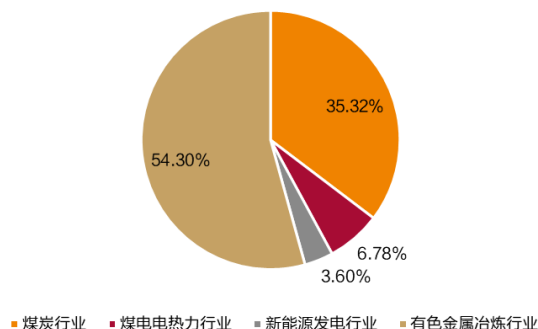
电投能源“煤-电-铝”三大业务并行，营收占比分别为 35.32%、10.38%、54.30%。截至 2023 年底：煤炭方面，电投能源拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，煤炭核准产能 4800 万吨；电力方面，电投能源火电上网发电机组容量 120 万千瓦，新能源上网发电机组容量 455.2 万千瓦；电解铝方面，电投能源控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥年产 86 万吨电解铝生产线。从营收结构来看，2023 年电投能源煤炭行业、煤电热力行业、新能源发电行业、有色金属冶炼行业分别实现营业收入 94.82、18.20、9.66、145.78 亿元，占比分别为 35.32%、6.78%、3.60%、54.30%。

图 24：电投能源三大业务板块（截至 2023 年底）



资料来源：电投能源公告，天风证券研究所

图 25：电投能源业务营收结构（截至 2023 年底）

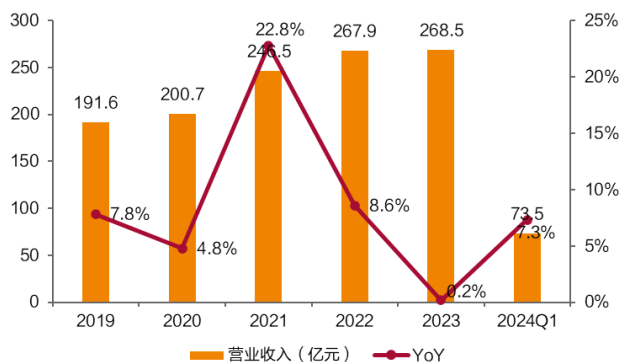


资料来源：Wind，天风证券研究所

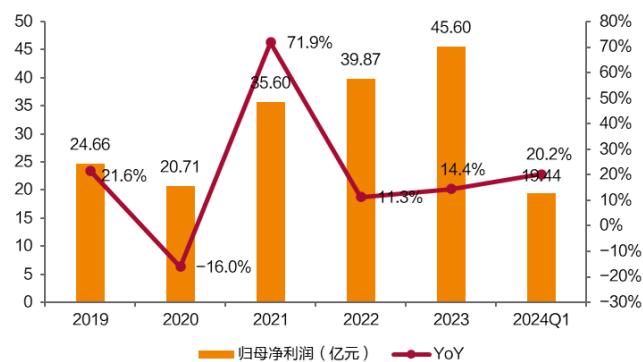
多业务板块布局保障稳定性，业绩水平稳步提升。受益于电投能源的全产业链布局，其整体盈利水平相对稳定，业绩表现保持上升趋势，2023 年电投能源实现营业收入 268.46 亿元，同比增长 0.20%，实现归母净利润 45.60 亿元，同比增长 14.39%；2024Q1 实现营业收入 73.45 亿元，同比增长 7.32%，实现归母净利润 19.44 亿元，同比增长 20.21%。

图 26：电投能源 2019-2024Q1 营业收入

图 27：电投能源 2019-2024Q1 归母净利润



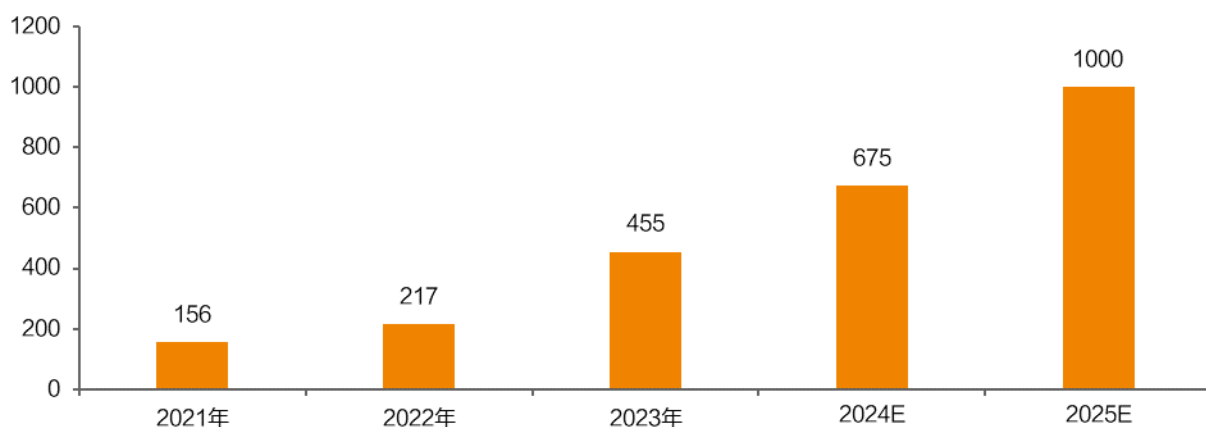
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

依托稳健的业绩与现金流，电投能源加快推进绿色转型升级，新能源装机规模迅速扩张，发电水平处于高位。截至 2023 年底，通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目、上海庙外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古台 50 万千瓦风电项目均已完成全容量投产，电投能源已投运新能源发电装机规模同比增长 109.8%，新能源装机规模达到现有总装机规模的 79.1%。公司预计到“十四五”末电投能源规划新能源装机规模将达到 1000 万千瓦以上，按该目标值预计，其 2024-2025 年新能源装机有望继续保持高速增长。

图 28：电投能源 2021-2025 年新能源装机规模及预测（万千瓦）



资料来源：电投能源公告，天风证券研究所

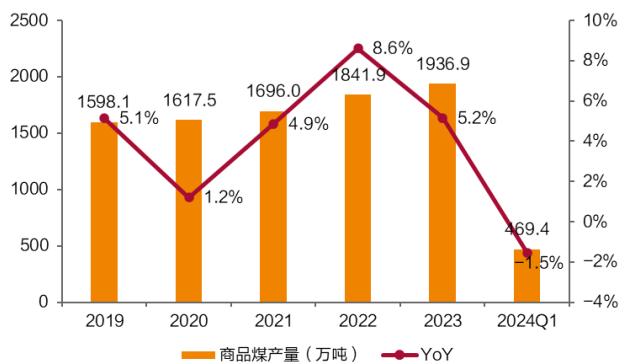
注：24-25 年数据根据平均增速假设

2.2.2. 新集能源：储备项目丰富，装机增长空间可观

新集能源业务包括煤炭及电力两大板块，业绩水平稳中有增。截至 2023 年底，煤炭方面，新集能源旗下共有 5 对生产矿井，合计产能为 2350 万吨/年，23 全年实现原煤产量 2139.99 万吨，同比降低 3.76%，实现商品煤产量 1936.91 万吨，同比增长 5.16%；电力方面，新集能源控股利辛电厂一期（2*1000MW）项目，同时拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂，23 全年实现发电量 104.79 亿千瓦时，同比降低 2.58%。2023 年新集能源煤炭板块、电力板块分别实现营业收入 87.88、40.56 亿元，分别占比 68.42%、31.58%；2023 年、2024Q1 分别实现归母净利润 21.09、5.98 亿元，同比分别增长 1.57%、0.62%。

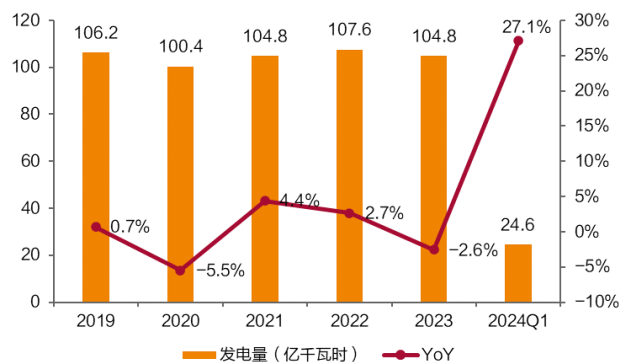
图 29：新集能源 2019-2024Q1 商品煤产量

图 30：新集能源 2019-2024Q1 发电量



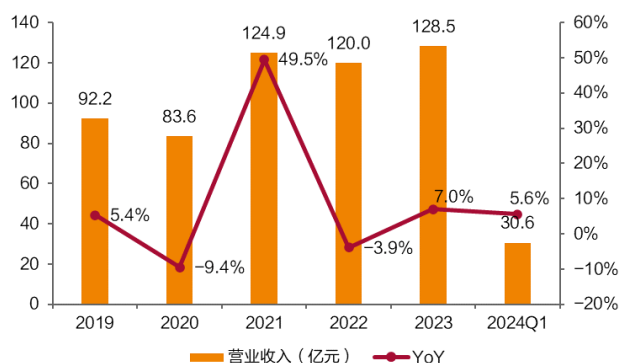
资料来源：新集能源公告，天风证券研究所

图 31：新集能源 2019-2024Q1 营业收入

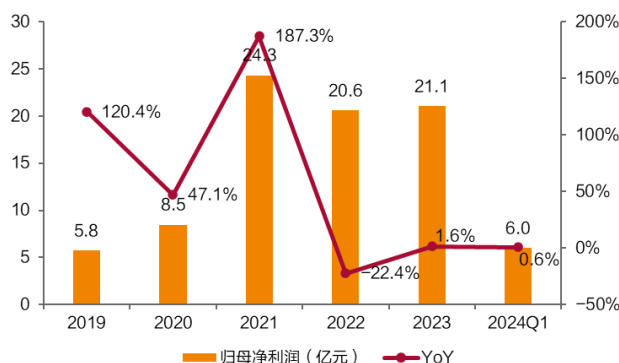


资料来源：新集能源公告，天风证券研究所

图 32：新集能源 2019-2024Q1 归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

装机规模有望快速扩张，空间弹性可观。根据新集能源《“十四五”发展规划纲要》，公司预计到 2025 年：煤炭生产矿井全部实现安全高效稳产，煤炭产能保持 2350 万吨/年；煤电总装机达到 595 万千瓦；新能源装机规模达到 100 万千瓦。截至 2023 年底，新集能源在建利辛电厂二期(2*660MW)，筹备建设上饶电厂(2*1000MW)、滁州电厂(2*660MW)、六安电厂(2*660MW)，储备项目规模达到存量装机的 298%。

表 4：新集能源火电项目情况

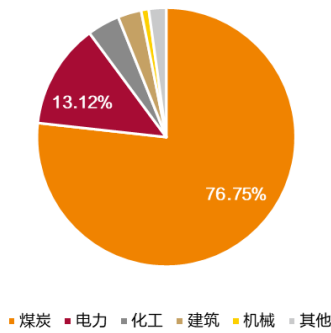
项目	规模 (万千瓦)	状态	持股比例
利辛电厂一期	200	投运	55%
利辛电厂二期	132	在建	55%
上饶电厂	200	筹备	65%
滁州电厂	132	筹备	85%
六安电厂	132	筹备	55%

资料来源：新集能源公告，天风证券研究所

2.2.3. 甘肃能化：以煤炭业务为核心，在建煤电化工项目陆续落地

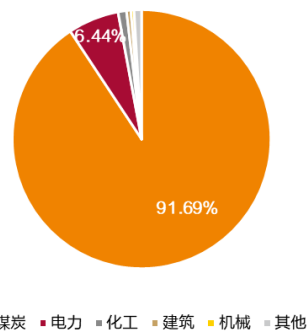
甘肃能化以煤炭业务为核心，具备完整的煤炭产、供、销业务体系和煤电一体化产业链条。公司当前业务板块包含煤炭、电力、化工/建筑等，其中以煤炭业务为核心，2023 年板块营业收入为 86.42 亿元，占比达到 76.75%，毛利为 36.86 亿元，占比达到 91.69%。电力业务 2023 年营业收入为 14.77 亿元，占比为 13.12%，毛利为 2.59 亿元，占比为 6.44%。

图 33：甘肃能化业务营收结构（2023 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：甘肃能化业务毛利结构（2023 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从资产来看，公司发挥一体化优势，各板块同步扩张，截至 2023 年底：

- **煤炭**：公司下辖靖煤公司和窑煤公司两个矿区，生产经营地分布甘肃省白银平川、景泰，兰州红古、武威天祝和酒泉肃北等地，拥有 8 对生产矿井，煤炭产量达到 1967.68 万吨。3 个在建矿，在建年产能 690 万吨。
- **电力**：公司电力装机容量 80.9 万千瓦，其中白银热电拥有 2×35 万千瓦超临界燃煤空冷热电联产机组，固体废物热电公司装机容量 4×2.5 万千瓦，洁能热电瓦斯发电装机容量 0.9 万千瓦，同时，新区热电装机容量 70 万千瓦（2×35）项目正在建设中。
- **化工等其他**：公司化工业务由刘化化工负责实施，目前一期工程已进入单机试车阶段，项目以本地煤为主要原料，生产合成氨、尿素、甲醇等多类化工产品。同时，二期工程也处于建设进程中。

图 35：甘肃能化存量及在建资产情况（截至 2023 年底）



资料来源：甘肃能化公告，天风证券研究所

3. 投资建议

从行业趋势来看，煤电资产逐渐回归“公用事业”属性，其稳定盈利的重要性凸显；从盈利水平来看，“煤电一体化”模式下火电企业盈利稳定性与现金质量具备相对明显优势，有望有效支撑企业“高分红”或“高成长”，投资价值有望持续提升。标的方面，建议关注【陕西能源】【电投能源】【淮河能源】【新集能源】【内蒙华电】【中国神华】【甘肃能化】等。

4. 风险提示

宏观经济下行风险：如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，可能对上述

公司发电水平产生不利影响。

煤炭价格波动风险：上述公司均有煤炭业务占比，煤价波动可能对公司盈利造成影响。

电力价格波动风险：随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，跨省区交易比例大幅增长，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

资产规模扩张不及预期风险：上述部分公司的成长性依托于较高的资产扩张空间，若资产规模扩张不及预期，则可能对公司发展造成不利影响。

分红政策变动风险：上述部分公司依托于“高分红”提升股东回报，若未来分红政策出现变动，则可能对公司价值产生不利影响。

测算假设存在误差风险：测算相关假设具有一定主观性，可能存在误差，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com