

新集能源 (601918.SH) 完全煤电一体稳步推进，回调或是布局良机

2024年08月13日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/8/12
当前股价(元)	8.64
一年最高最低(元)	10.71/4.15
总市值(亿元)	223.82
流通市值(亿元)	223.82
总股本(亿股)	25.91
流通股本(亿股)	25.91
近3个月换手率(%)	66.47

● 完全煤电一体稳步推进，回调或是布局良机。维持“买入”评级

近期，公司利辛电厂二期3号机组实现并网发电，煤电一体化正在稳步推进。展望下半年，公司基本面仍有边际增量，煤炭业务方面，热值有望从当前4400K增加至4500K、产量有望随着安徽安监边际放松致产销量恢复、价格仍有迎峰度冬的利多；电力业务方面，下半年为用电高峰上网电量或环比上半年增加，利辛电厂二期投产进度超预期，3号机组已于8月初并网发电，4号机组有望于8月底9月初并网发电，新电厂2024年有望贡献更多发电量，增厚公司全年业绩。我们维持2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年实现归母净利润25.1/27.1/31.9亿元，同比+19.0%/+7.8%/+18.0%；EPS分别为0.97/1.04/1.23元，看好公司煤电一体化布局推进带来的盈利增长，以及完全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提升，维持“买入”评级。

● 对比中国神华：高比例长协及高度煤电一体化，估值性价比更高

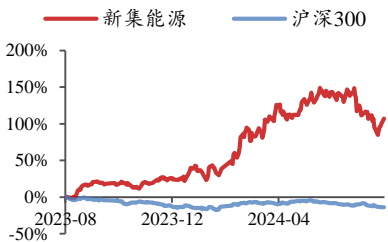
煤电一体化程度：随着利辛电厂二期的两台机组于2024年三季度陆续投产，新集能源内销煤占比有望达到39.5%，对比中国神华约23%的内销煤占比，煤电一体化程度更高，若考虑新集能源供应参股的宣城电厂约200万吨电煤，则煤电一体化程度将达到50%水平，当前盈利稳定性已经大幅增强。**长协煤比例：**2022-2024年，新集能源年度长协煤占比均在85%左右，对比中国神华80%的年度长协煤占比，新集能源更加受益于长协煤价格带来的稳定盈利。**估值水平：**我们以“Q2业绩预告的中值乘3+Q1业绩”的方法，预测中国神华及煤炭板块其他公司2024年业绩，对应8月12日收盘价，中国神华及板块个股平均PE分别为13.1/10.0，而新集能源2024年仅8.9倍PE，估值显著偏低。考虑新集能源当前及未来的煤电一体化程度远高于中国神华且年度长协煤比例占优、电厂投产带来业绩高成长有望享受更高估值溢价、2027年公司完全煤电一体化业务模式在煤炭板块内具有稀缺属性、未来稳定盈利叠加高分红带来潜在高股息投资机会，新集能源估值仍有较大的提升空间。

● 加速推进煤电一体化，未来有望实现高分红

煤电一体化加速推进：2024年3月，公司上饶电厂（2*1000MW）、滁州电厂（2*660MW）正式开工建设，2024年6月，六安电厂（2*660MW）正式开工建设，2024年9月，利辛电厂二期有望双机建成投运，公司煤电一体化已进入快速发展阶段。随着2026年4座在建电厂投运，公司有望实现完全煤电一体，盈利稳定性有望进一步增强。同时，公司积极发展绿电煤电联营，计划布局毛集实验区4.19MW分布式光伏发电项目、利辛县南部10万千瓦风电项目、新集二矿塌陷区9万千瓦水面光伏项目，并目标在2025年底实现1000MW新能源装机容量。**分红有望提高：**公司属于央企，受益央企市值管理政策，具备提分红动力，虽然当前公司仍处电厂建设投资期，分红比例较低，但保持着分红比例上升的趋势，随着公司资本开支期结束，基于稳定的盈利水平及高ROE，公司未来有望实现高分红，估值有望提升。

● 风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤电一体化加速推进，下半年煤和电均有亮点——公司2024年中报点评报告》-2024.8.1

《Q1业绩稳健，煤电一体化加速推进——公司2024年一季报点评报告》-2024.4.26

《深度系列二：完全煤电一体可期，或比肩长江电力——公司深度报告》-2024.4.22

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	13,180	14,113	16,304
YOY(%)	-3.9	7.0	2.6	7.1	15.5
归母净利润(百万元)	2,077	2,109	2,511	2,706	3,194
YOY(%)	-22.0	1.6	19.0	7.8	18.0
毛利率(%)	42.4	39.7	44.7	47.4	54.3
净利率(%)	17.3	16.4	19.1	19.2	19.6
ROE(%)	18.9	16.2	16.5	15.3	15.5
EPS(摊薄/元)	0.80	0.81	0.97	1.04	1.23
P/E(倍)	10.8	10.6	8.9	8.3	7.0
P/B(倍)	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	3578	3552	4372
现金	1406	1635	1678	1797	2076
应收票据及应收账款	1169	859	1150	1063	1454
其他应收款	169	152	177	175	232
预付账款	39	28	41	33	53
存货	344	298	305	309	309
其他流动资产	190	165	227	175	249
非流动资产	30418	33157	33807	35635	39682
长期投资	668	762	946	1131	1315
固定资产	21624	21903	22133	23320	26546
无形资产	1758	1920	1937	1971	2022
其他非流动资产	6367	8573	8791	9214	9799
资产总计	33735	36295	37385	39187	44054
流动负债	10896	10051	10349	10895	13545
短期借款	1481	1551	2945	3872	5706
应付票据及应付账款	2541	2293	2510	2239	2604
其他流动负债	6875	6207	4893	4784	5234
非流动负债	10400	11418	9745	8332	7338
长期借款	7826	8961	7289	5875	4881
其他非流动负债	2574	2457	2457	2457	2457
负债合计	21296	21470	20094	19227	20883
少数股东权益	942	1306	1649	2001	2407
股本	2591	2591	2591	2591	2591
资本公积	2155	2171	2171	2171	2171
留存收益	5994	7818	10147	12641	15578
归属母公司股东权益	11497	13519	15642	17959	20764
负债和股东权益	33735	36295	37385	39187	44054

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3007	3796	4464	4470	5995
净利润	2348	2405	2855	3058	3600
折旧摊销	1149	1233	1135	1227	1393
财务费用	644	539	529	628	1064
投资损失	-75	-93	-93	-93	-93
营运资金变动	-1130	-352	58	-330	51
其他经营现金流	71	63	-20	-20	-22
投资活动现金流	-2076	-3039	-1680	-2950	-5335
资本支出	2086	3006	1600	2870	5256
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	-4136	-2328	-2215
短期借款	264	71	1394	927	1834
长期借款	-1087	1136	-1673	-1413	-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	-3857	-1841	-3055
现金净增加额	-337	182	-1351	-808	-1555

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12003	12845	13180	14113	16304
营业成本	6913	7750	7286	7417	7457
营业税金及附加	419	421	527	776	1223
营业费用	59	58	60	64	74
管理费用	790	779	857	1058	1549
研发费用	0	8	8	9	10
财务费用	644	539	529	628	1064
资产减值损失	-13	-24	-25	-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	4012	4258	5022
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	4061	4306	5070
所得税	890	1033	1206	1249	1470
净利润	2348	2405	2855	3058	3600
少数股东损益	271	296	343	351	406
归属母公司净利润	2077	2109	2511	2706	3194
EBITDA	4951	5307	5553	5907	6876
EPS(元)	0.80	0.81	0.97	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	2.6	7.1	15.5
营业利润(%)	-8.5	4.4	18.4	6.1	17.9
归属于母公司净利润(%)	-22.0	1.6	19.0	7.8	18.0
获利能力					
毛利率(%)	42.4	39.7	44.7	47.4	54.3
净利率(%)	17.3	16.4	19.1	19.2	19.6
ROE(%)	18.9	16.2	16.5	15.3	15.5
ROIC(%)	10.8	10.2	11.0	11.0	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	59.2	53.7	49.1	47.4
净负债比率(%)	101.2	87.0	63.8	52.8	48.9
流动比率	0.3	0.3	0.3	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	0.97	1.04	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.47	1.72	1.73	2.31
每股净资产(最新摊薄)	4.44	5.22	6.04	6.93	8.02
估值比率					
P/E	10.8	10.6	8.9	8.3	7.0
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.2	6.9	6.3	5.9	5.2

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

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3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