

新集能源 (601918.SH) / 煤炭开采行业

证券研究报告/公司深度报告

2024年8月14日

评级: 买入(首次)

市场价格: 8.52元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

电话:

Email: duchong@zts.com.cn

联系人: 鲁昊

Email: luhao@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,003	12,845	12,717	14,334	20,373
增长率 yoy%	-4%	7%	-1%	13%	42%
净利润(百万元)	2,064	2,109	2,379	2,512	2,944
增长率 yoy%	-15%	2%	13%	6%	17%
每股收益(元)	0.80	0.81	0.92	0.97	1.14
每股现金流量	1.16	1.47	1.80	2.04	2.62
净资产收益率	17%	14%	15%	15%	16%
P/E	10.7	10.5	9.3	8.8	7.5
PEG	-1.02	0.14	8.45	1.25	0.64
P/B	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4

备注: 股价为 2024 年 8 月 13 日收盘价

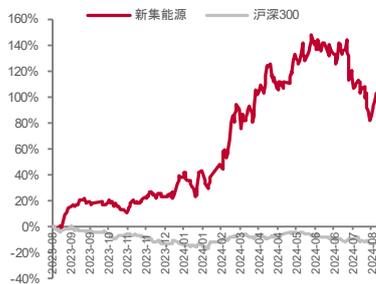
### 报告摘要

- 新集能源作为安徽四大国有煤企之一，背靠控股股东中煤集团，以煤炭开采洗选为主营业务，规划布局火电业务，实现煤电一体化发展。
- **煤炭业务: 资源优质增产空间大，自用比例有望大幅提升。**1) 资源储量丰富。新集能源所产煤种属于气煤和 1/3 焦煤，质量稳定，具有中低灰、特低磷和中高发热量的特征，燃煤热效率较高且具有较高的经济价值，属于环保型煤炭，是优质的电厂燃料。公司拥有 5 座完全控股在产矿山，核定产能达到 2350 万吨，可采储量达到 14.67 亿吨，测算可采年限约为 48 年，储量十分丰富。2) 远期规划产能达到 3590 万吨/年。国家发改委在 2005 年批复新集能源规划矿井 12 座，规划总产能 3590 万吨/年。新集能源正推进杨村煤矿(500 万吨/年，因供给侧改革而停建)复建工作，同时还有罗园勘察区、连塘李勘察区等四处探矿权，有望在未来贡献产量增长。3) 长协占比高，基准价上调助力盈利提高。新集能源长协煤占比在 85% 左右，高长协占比助力自身煤价中枢稳固。自 2022 年长协基准价格由 535 元/吨(2017 年执行的)上调至 675 元/吨后，吨煤售价中枢明显上涨，测算 2021-2023 年吨煤归母净利润为 128.5 元/吨，较 2017-2020 年均值 40.9 元/吨上涨 214.21%，盈利能力显著提高。新集能源 2023 年控股电厂自用煤炭规模 467 万吨(占比 24%)，未来伴随新建电厂的逐步投产，预计 2024-2026 年对内销售量分别为 477、657、1499 万吨(自用比例分别为 26%、35%、77%)。
- **电力业务: 量增价升打开成长空间，盈利规模稳步扩大可期。**1) 坐拥大量在建/筹建火电机组，未来增长可期。新集能源拥有四座在产电厂，装机规模达到 3314MW，权益装机规模达到 1756MW，其中宣城电厂(装机规模为 1290MW，权益装机规模为 632MW)为参股电厂。公司拥有四座在建电厂，其中利辛板集电厂二期(2\*660MW)有望于 2024 年 10 月实现投运;同时新集能源上饶(2\*1000MW)、滁州(2\*660MW)、六安(2\*660MW)三座在建电厂于 2024 年上半年开工建设，预计有望于 2026 年实现投运。到 2026 年，新集能源控股火电装机量有望达到 7984MW(2023-2026 年期间 CAGR58%)，发电量有望达到 412 亿千瓦时(2023-2026 年期间 CAGR33.8%)。2) 浮动区间上调带动利润增长，容量电价有望打开增量空间。2021 年发改委将燃煤发电市场交易价格浮动范围由上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，2022 年新集能源平均上网电价同比上浮 20.39%。2022、2023 年测算公司度电归母净利润分别为 0.004、0.013 元/千瓦时，同比分别增长 108.60%、254.49%，利润明显改善。2023 年 11 月能源局宣布自 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制，并明确安徽省容量电价按照 100 元/KW\*年执行，2026 年起比例提高至不低于 165 元/KW\*年。伴随容量电价标准的不断提高以及新建电厂的投运，预计公司电力板块盈利将大幅增长。
- **盈利预测、估值及投资评级:** 预计 2024-2026 年营业收入为 127.17/143.34/203.73 亿元，实现归母净利润为 23.79/25.12/29.44 亿元，测算每股收益为 0.92/0.97/1.14 元，当前股价 8.52 元，对应 PE 分别为 9.3X/8.8X/7.5X。考虑公司煤电一体化具备较高成长性，盈利确定性较强，首次覆盖并给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 煤炭价格大幅下跌、新建电厂投产不及预期、容量电价政策执行不及预期、研报使用信息数据更新不及时风险。

### 基本状况

总股本(百万股)	2,591
流通股(百万股)	2,591
市价(元)	8.52
市值(百万元)	22,071
流通市值(百万元)	22,071

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

## 投资主题

### 报告亮点

本篇结合 2024 年新出的容量电价政策，对新集能源火电装机规划梳理的同时，也对容量电价为新集能源带来的盈利空间进行测算，并对火电企业电价机制进行拆解与分析。

### 投资逻辑

新集能源作为煤电一体化代表企业，公司凭借自身优质动力煤资源，布局下游火电产业，具备成本竞争优势，预计到 2026 年，新集能源控股火电装机量有望达到 7984MW（2023-2026 年期间 CAGR58%），发电量有望达到 412 亿千瓦时（2023-2026 年期间 CAGR33.8%），火电装机规模短期内有望快速增长。同时容量电价政策的发布，也为公司带来新的盈利增长空间。

### 关键假设、估值与盈利预测

预计 2024-2026 年营业收入为 127.17/143.34/203.73 亿元，实现归母净利润为 23.79/25.12/29.44 亿元，测算每股收益为 0.92/0.97/1.14 元，当前股价 8.52 元，对应 PE 分别为 9.3X/8.8X/7.5X。考虑公司煤电一体化具备较高成长性，盈利确定性较强，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

## 内容目录

1、背靠中煤集团，煤电一体化发展 .....	5
2、煤炭业务：资源优质增产空间大，自用比例有望大幅提升 .....	8
2.1、质优储量丰厚，远期规模增量 .....	8
2.2、高长协占比，基准价上调盈利增加 .....	10
3、电力业务：量增价升打开成长空间，盈利规模稳步扩大可期 .....	11
3.1、浮动区间上调，电价实现上涨 .....	11
3.2、电厂装机规模有望扩大，容量电价打开新增量空间 .....	13
3.3、煤电一体化经营，成本竞争优势较强 .....	16
4、盈利预测与估值 .....	16
5、风险提示 .....	18

## 图表目录

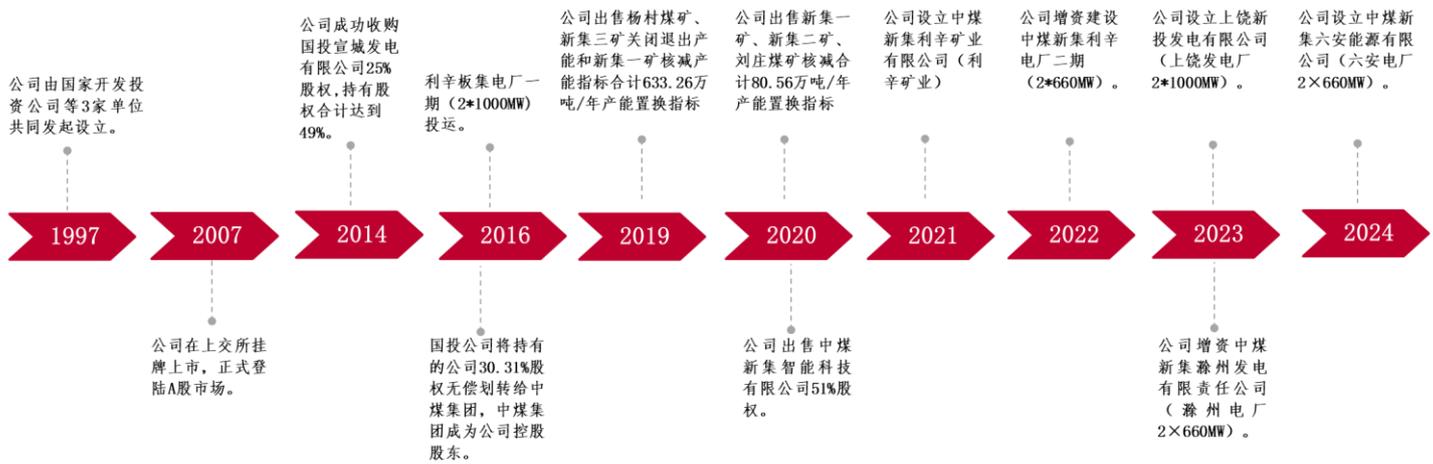
图表 1：公司历史沿革 .....	5
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月末） .....	5
图表 3：2023 年营业收入同比增长 7% .....	6
图表 4：2023 年毛利润同比增长 0.1% .....	6
图表 5：2023 煤炭、电力营收占比分别为 68%、32% .....	6
图表 6：2023 煤炭、电力毛利润占比分别为 82%、18% .....	6
图表 7：2024H 煤炭、电力毛利率均同比分别提高 3pct .....	7
图表 8：2023 年公司经营现金流同比增长 26% .....	7
图表 9：2023 年归母净利润同比增长 2% .....	7
图表 10：2023 年扣非归母净利润同比下降 1% .....	7
图表 11：公司煤矿产能情况（截至 2023 年底） .....	8
图表 12：2023 年原煤产量同比有所下滑（万吨） .....	9
图表 13：2016 年以来商品煤产量提高（万吨） .....	9
图表 14：2023 年商品煤销量同比增长 9% .....	9
图表 15：2016 年以来对内商品煤销量提高 .....	9
图表 16：新集能源四大勘察区储量情况 .....	10
图表 17：公司远景规划情况 .....	10
图表 18：公司煤价定价方式 .....	10
图表 19：2010-2024H 公司煤炭价格与成本情况（元/吨） .....	11
图表 20：公司吨煤售价中枢抬升（元/吨） .....	11
图表 21：2022 年长协改制后公司吨煤售价波动减少 .....	11
图表 22：公司在运电厂情况（截止 2023 年底） .....	12
图表 23：《进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》 改革内容 .....	12

图表 24: 2017-2024H 公司发电经营情况及盈利能力测算.....	- 13 -
图表 25: 新集能源燃料占燃煤发电成本的 80%以上.....	- 14 -
图表 26: 安徽省燃煤电厂收入来源情况.....	- 14 -
图表 27: 公司在建情况 (截至 2024 年 8 月 6 日) .....	- 14 -
图表 28: 火电板块利润弹性测算.....	- 14 -
图表 29: 利辛电厂单位完全成本较低 (元/千瓦时) .....	- 16 -
图表 30: 测算 2026 年电厂煤耗达到 1449 万吨.....	- 16 -
图表 31: 煤炭业务预测 .....	- 17 -
图表 32: 电力业务预测 .....	- 17 -
图表 33: 新集能源可比公司盈利预测与估值表 (元、倍) .....	- 18 -
图表 34: 三张报表摘要 .....	- 20 -

## 1、背靠中煤集团，煤电一体化发展

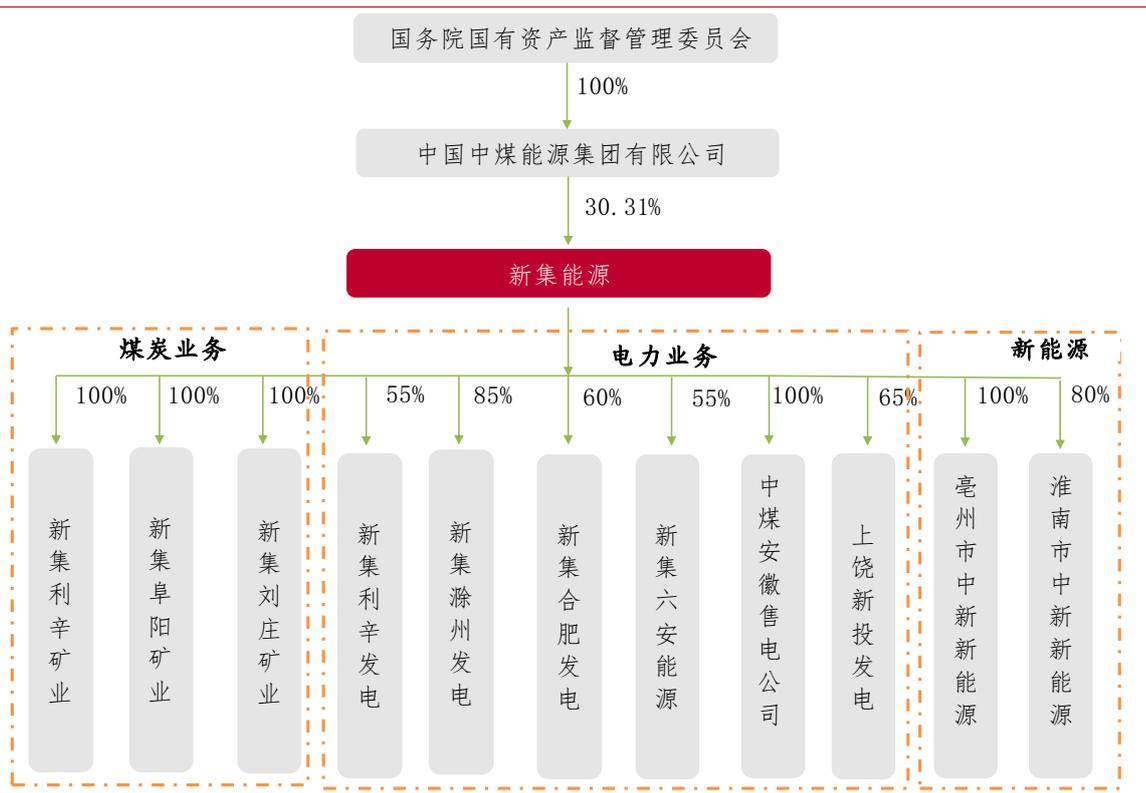
- **背靠中煤集团，煤电一体化发展。**公司由国家开发投资公司、国华能源有限公司、安徽新集煤电(集团)有限公司于1997年12月共同发起设立，并于2007年在上交所成功上市。2016年，国投公司将持有的公司30.31%股权无偿划转给中国中煤能源集团有限公司(以下简称“中煤集团”)，公司控股股东变更为中煤集团。公司为安徽省四大国有煤炭企业之一，主要经营以煤炭开采及煤炭洗选和火力发电为主的能源项目。公司煤炭资源丰富，区位优势明显，靠近华东区域下游煤炭消费市场，2022年以来持续投资建设火电产业，形成煤电一体化的经营模式。截至2024年6月末，控股股东中煤集团持有公司30.31%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图表 1: 公司历史沿革



来源: wind, 公司公告、中泰证券研究所

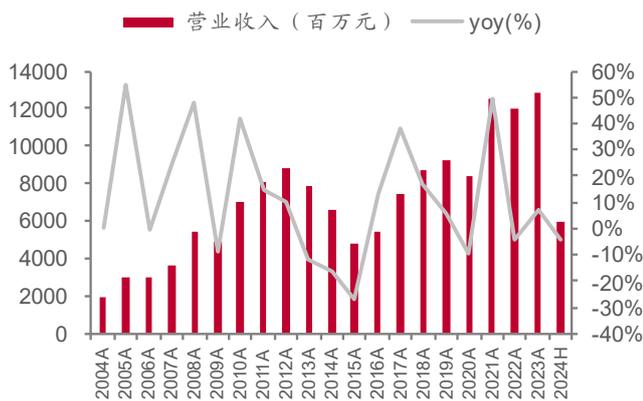
图表 2: 公司股权结构(截至2024年6月末)



来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

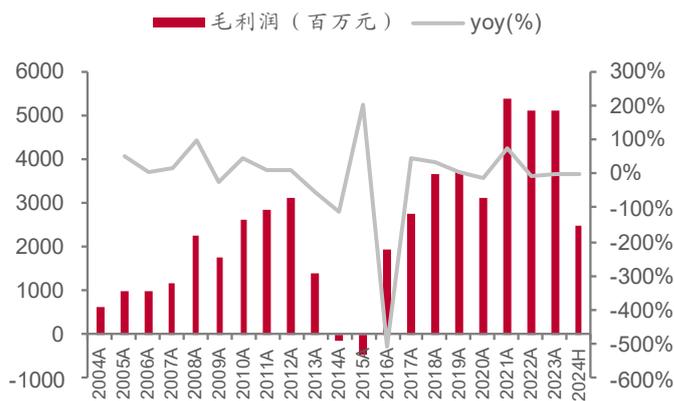
- **业绩增速显著, 23年维持高盈利水平。**2023年公司实现营业收入128.45亿元, 同比增长7.0%, 19年均复合增长率达到10.51%。2023年毛利润达到50.95亿元, 同比增长0.1%, 19年均复合增长率达到11.59%。

图表 3: 2023 年营业收入同比增长 7%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 4: 2023 年毛利润同比增长 0.1%



来源：Wind、中泰证券研究所

- **盈利主要来源为煤炭生产业务。**2023年煤炭业务、电力业务营业收入占比分别为68%、32%, 毛利润占比分别为82%、18%, 煤炭业务为公司盈利的主要来源。随着未来煤电一体化战略的推进, 电力业务收入和毛利比重有望上升。

图表 5: 2023 煤炭、电力营收占比分别为 68%、32%

图表 6: 2023 煤炭、电力毛利润占比分别为 82%、18%

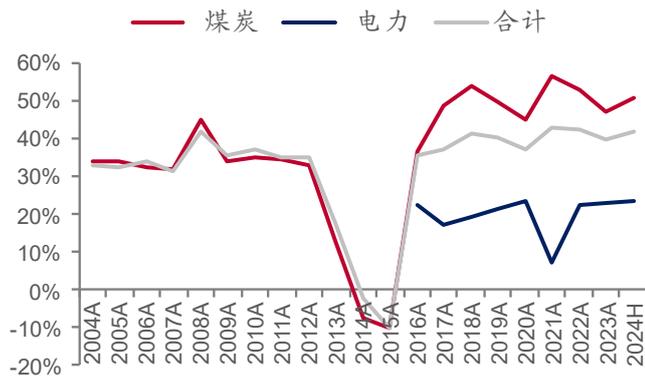


来源：公司公告、中泰证券研究所

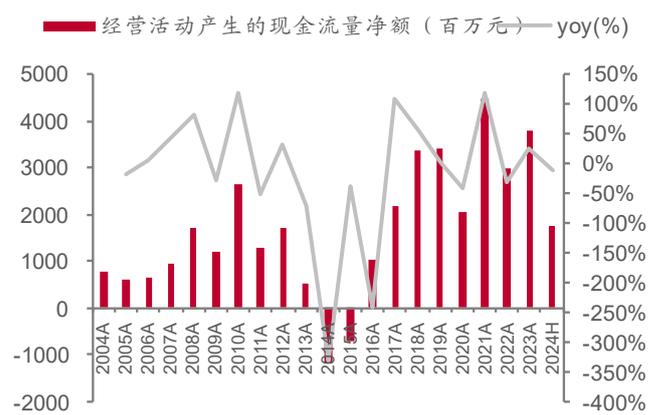


来源：公司公告、中泰证券研究所

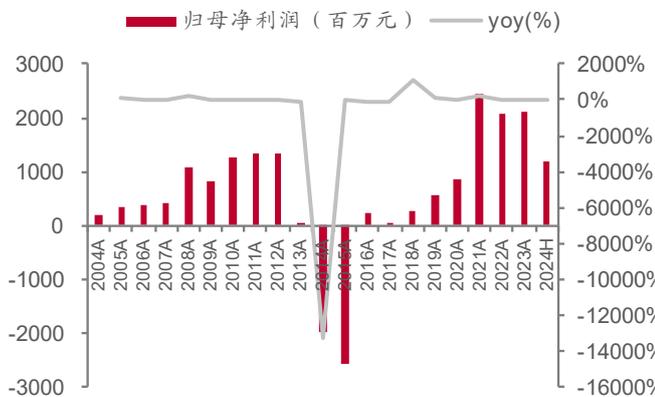
- **2023 年业绩整体向好，盈利能力增强。**2023 年实现归母净利润 21.09 亿元，同比增长 2.18%；实现扣非归母净利润 20.53 亿元，同比减少 0.88%；经营活动产生的现金流量净额 37.96 亿元，同比增长 26.25%。

**图表 7: 2024H 煤炭、电力毛利率均同比分别提高 3pct**


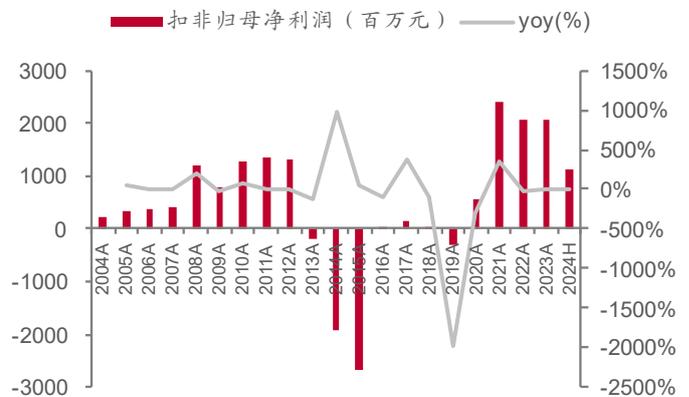
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 8: 2023 年公司经营现金流同比增长 26%**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 9: 2023 年归母净利润同比增长 2%**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 10: 2023 年扣非归母净利润同比下降 1%**


来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2、煤炭业务：资源优质增产空间大，自用比例有望大幅提升

### 2.1、质优储量丰厚，远期规模增量

- **煤炭资源储量丰富，杨村煤矿有望恢复建设。**截至 2023 年底，新集能源在产煤矿 5 座，合计产能 2350 万吨/年，权益产能 2350 万吨/年。新集能源拥有在产的可采储量达到 14.67 亿吨，产储资源丰富，测算可采年限约 48 年。公司原在建煤矿杨村煤矿（500 万吨/年），在 2018 年被列入化解产能矿井而停建。近年来，伴随政策环境改善以及煤价高位运行，公司表示杨村煤矿的复建工作已经正在推进，目前尚未得到国家有关部门批复，未来伴随其复建成功，公司煤炭资产有望实现进一步增厚。
- **区位优势突出，煤种品质优越。**新集能源地处安徽省中部，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，具备稳定的客户群体。同时新集能源贴近主要客户所在地，运输距离较西北及北方煤炭生产基地相比近 1000 公里以上，具备运输成本优势。新集能源所产煤种属于气煤和 1/3 焦煤，质量稳定，具有中低灰，特低磷和中高发热量的特征，燃煤热效率较高且具有较高的经济价值，其全硫含量低于 0.4%，属于环保型煤炭，可以降低客户脱硫装置巨额投资。

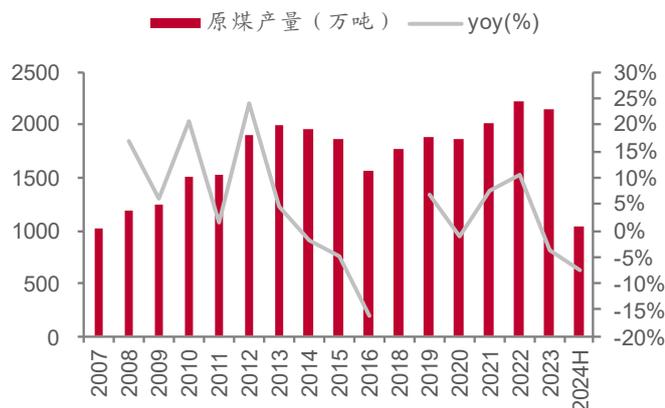
图表 11：公司煤矿产能情况（截至 2023 年底）

矿井	主要煤种	核定产能（万吨/年）	权益占比	权益产能（万吨/年）	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	状态
新集一矿	气煤、1/3 焦煤	180	100%	180	4.38	1.41	在产
新集二矿	气煤、1/3 焦煤	270	100%	270	3.95	1.72	在产
刘庄煤矿	气煤、1/3 焦煤	1100	100%	1100	14.14	6.01	在产
口孜东矿	气煤、1/3 焦煤	500	100%	500	7.32	3.59	在产
板集煤矿	气煤、1/3 焦煤	300	100%	300	5.22	1.95	在产
<b>在产合计</b>		<b>2350</b>		<b>2350</b>	<b>35.01</b>	<b>14.67</b>	
杨村煤矿	气煤、1/3 焦煤	500	100%	500	8.83	3.84	复建推进中
<b>总计</b>		<b>2850</b>		<b>2850</b>	<b>43.84</b>	<b>18.51</b>	

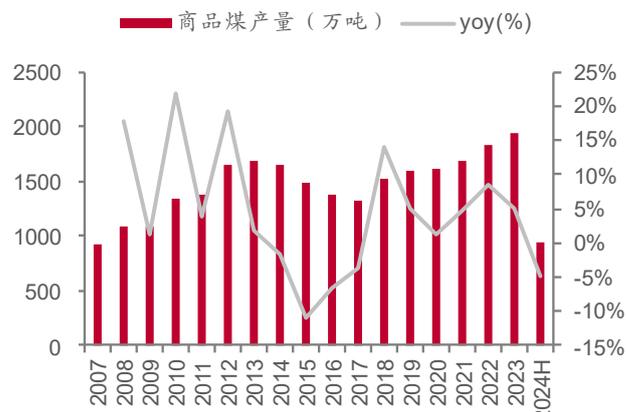
来源：公司公告、自然资源部、中泰证券研究所

备注：数据为截至 2023 年底的数据

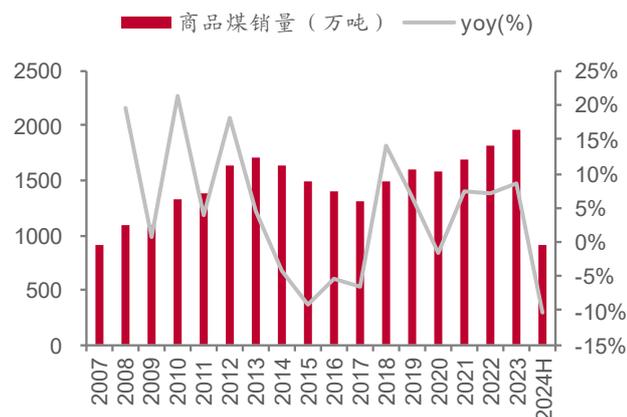
- **优化生产布局，实现质、量双增。**新集能源煤炭销往安徽省内及周边区域，主要用于火力发电等行业，其中约 40% 动力煤用于自身发电厂（包括参股的宣城发电厂）。新集能源 2023 年公司通过加强接续布局、系统优化，加强现场管控、地面洗选管理以及严格落实煤研分流等措施，2023 年实现商品煤产量 1937 万吨，同比增长 5%。同时煤炭热值由 2023 年上半年的 4100 大卡提高到 2024 年一季度的 4475 大卡，热值明显提升。

**图表 12: 2023 年原煤产量同比有所下滑 (万吨)**


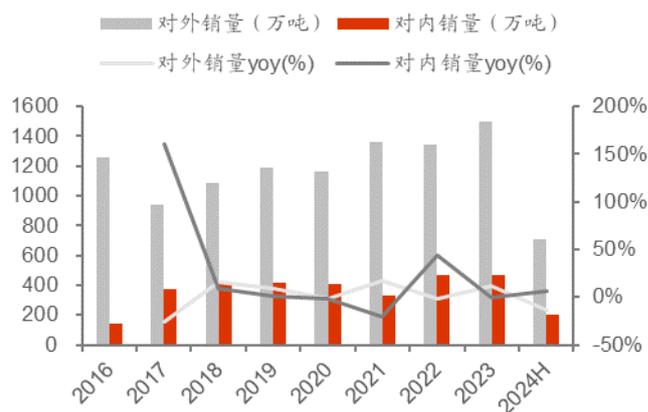
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 13: 2016 年以来商品煤产量提高 (万吨)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 14: 2023 年商品煤销量同比增长 9%**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 15: 2016 年以来对内商品煤销量提高**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 坐拥四大探矿权，内部挖潜空间大。**国家发改委在 2005 年批复新集能源井田面积 1092 平方公里，煤炭储量约 101 亿吨，规划总产能 3590 万吨/年，规划矿井 12 座。当前公司坐拥四处探矿权，有望在未来给公司带来产量提升，其中 1) 罗园勘察区拥有查明资源储量 3.92 亿吨；2) 连塘李勘察区拥有查明资源储量 0.37 亿吨（气煤：0.37 亿吨），另有潜在资源量 3.44 亿吨（气煤：2.33 亿吨，1/3 焦煤：1.10 亿吨；长焰煤：0.005 亿吨）；3) 口孜西井勘察区拥有查明资源储量 7.35 亿吨。4) 刘庄煤矿深部资源勘察区。

图表 16: 新集能源四大勘察区储量情况

勘察区名称	查明储量 (万吨)	潜在资源量 (万吨)
罗园勘察区	39152	
连塘李勘察区	3736	34365
口孜西勘查区	73495	
刘庄深部勘察区	/	/

来源: 公司公告、全国地质资料馆、中泰证券研究所

图表 17: 公司远景规划情况

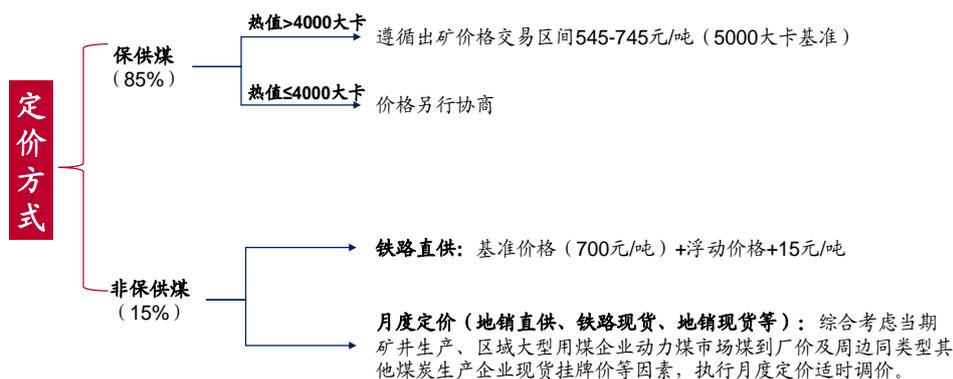


来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 2.2、高长协占比，基准价上调盈利增加

- **高长协占比，基准价上调助力盈利增加。**公司长协煤销量占比在 85% 左右，高长协占比有助于公司自身煤价中枢稳固，从而避免市场煤价大幅下行风险。自 2022 年长协基准价格由 535 元/吨（2017 年执行的）上调至 675 元/吨后，吨煤售价中枢明显上涨，测算 2021-2023 年吨煤归母净利润为 128.5 元/吨，较 2017-2020 年均值 40.9 元/吨上涨 214.21%，盈利能力显著提高。

图表 18: 公司煤价定价方式



来源: 公司公告、中泰证券研究所

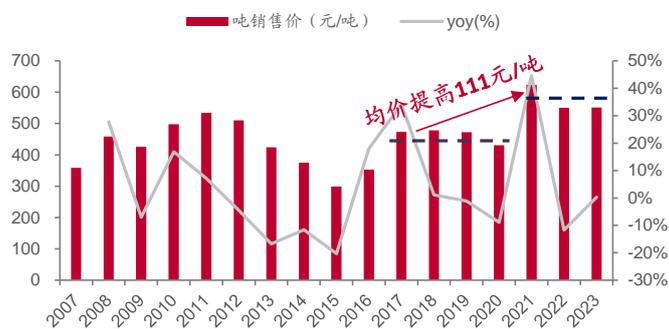
备注: 浮动价格= [(上月最后一期全国煤炭交易中心价格指数 NCEI+上月最后一期环渤海动力煤价格指数 BSP1+上月最后一期 CCTD 秦皇岛 5500 大卡综合交易价格+上月最后一期 CECI 中国沿海电煤 5500 大卡采购综合价)/4-700]/2+(上月 16 日至当月 15 日 CCTD 秦皇岛 5000 大卡现货交易价格均值+上月 16 日至当月 15 日 CCI5000 动力煤价格均值)/2-664 ]/2。

图表 19: 2010-2024H 公司煤炭价格与成本情况 (元/吨)

经营指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H
原煤产量(万吨)	1534	1902	1990	1953	1858	1560		1769	1888	1870	2011	2224	2140	1038
yoy(%)	2%	24%	5%	-2%	-5%	-16%			7%	-1%	8%	11%	-4%	-8%
商品煤产量(万吨)	1388	1655	1687	1661	1481	1385	1334	1520	1598	1617	1696	1842	1937	936
yoy(%)	4%	19%	2%	-2%	-11%	-6%	-4%	14%	5%	1%	5%	9%	5%	-5%
商品煤销量(万吨)	1384	1636	1709	1635	1486	1405	1315	1500	1599	1575	1690	1811	1969	910
yoy(%)	4%	18%	4%	-4%	-9%	-5%	-6%	14%	7%	-1%	7%	7%	9%	-10%
对外销量(万吨)						1260	937	1088	1184	1166	1363	1340	1501	712
对外销量 yoy(%)							-26%	16%	9%	-2%	17%	-2%	12%	-14%
对内销量(万吨)						145	378	412	415	410	328	471	467	198
对内销量 yoy(%)							160%	9%	1%	-1%	-20%	44%	-1%	6%
吨销售价(元/吨)	534	510	425	375	299	353	473	478	473	431	623	550	551	564
yoy(%)	7%	-4%	-17%	-12%	-20%	18%	34%	1%	-1%	-9%	45%	-12%	0%	5%
—对外售价(元/吨)						341	470	475	474	426	627	547	552	564
yoy(%)							38%	1%	0%	-10%	47%	-13%	1%	5%
—对内售价(元/吨)						455	480	487	470	445	607	560	550	564
yoy(%)							5%	2%	-3%	-5%	37%	-8%	-2%	3%
吨销售成本(元/吨)	350	347	364	404	350	243	298	278	296	288	315	334	351	339
yoy(%)	8%	-1%	5%	11%	-13%	-31%	23%	-7%	6%	-3%	9%	6%	5%	3%
吨销售毛利(元/吨)	184	163	60	-29	-52	109	174	200	177	143	308	216	200	225
yoy(%)	6%	-11%	-63%	-148%	77%	-312%	60%	15%	-12%	-19%	116%	-30%	-7%	7%
吨煤利润(元/吨)	89	67	-3	-117	-133	14	17	51	60	55	181	124	110	127
yoy(%)	231%	-25%	-104%	-4506%	-14%	110%	28%	196%	16%	-8%	231%	-31%	-12%	-9%
吨煤归母利润(元/吨)	89	66	-3	-112	-125	13	15	45	53	49	170	115	100	116
yoy(%)	231%	-25%	-104%	-4352%	-11%	110%	23%	195%	17%	-7%	244%	-32%	-13%	-11%

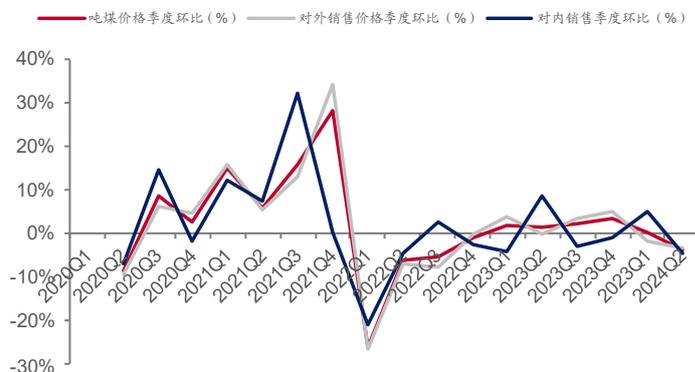
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 公司吨煤售价中枢抬升 (元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 2022 年长协改制后公司吨煤售价波动减少



来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 3、电力业务: 量增价升打开成长空间, 盈利规模稳步扩大可期

#### 3.1、浮动区间上调, 电价实现上涨

- 截至 2023 年底，新集能源拥有四座电厂，合计装机容量达到 3314MW，权益装机容量为 1756MW，其中宣城电厂为参股电厂（49%）装机容量为 1290MW，权益装机容量为 632MW。

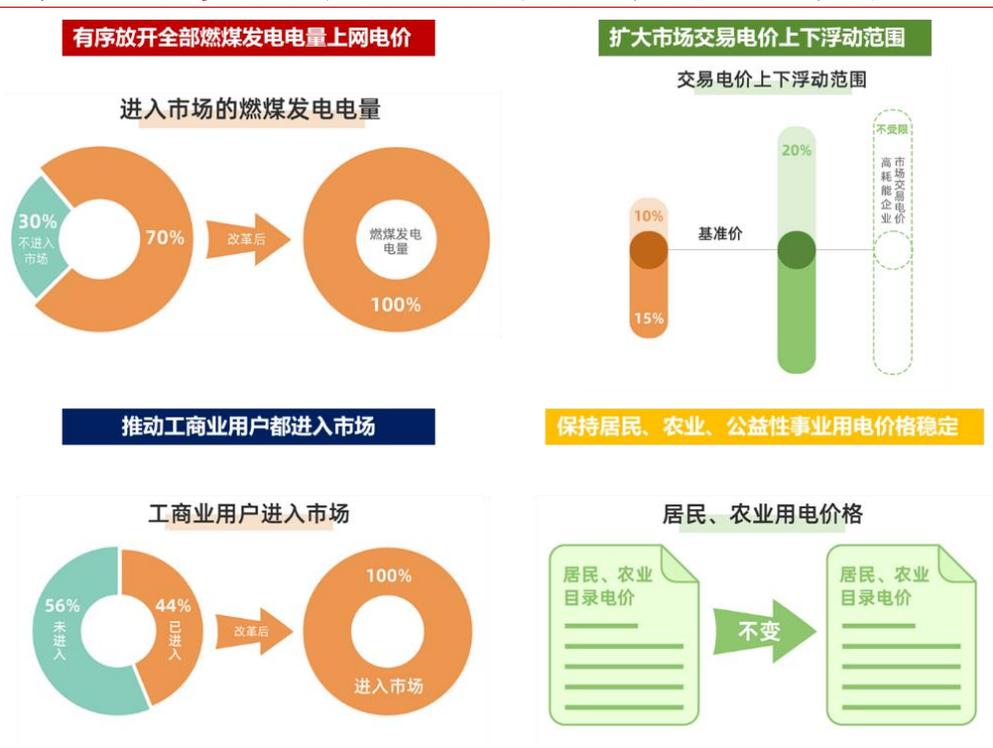
**图表 22：公司在运电厂情况（截止 2023 年底）**

项目	机组 (MW)	装机容量 (MW)	权益占比 (%)	权益装机 (MW)
利辛板集电厂一期	2*1000	2000	55%	1100
新集一矿低热值电厂	2*6	12	100%	12
新集二矿低热值电厂	12	12	100%	12
宣城电厂一、二期	1*660; 1*630	1290	49% (参股)	632
<b>在产合计</b>		<b>3314</b>		<b>1756</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **浮动价波动区间扩大，度电利润改善明显。**2021 年 10 月 11 日发改委发布《进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，要求燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，并将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制。安徽省因此开放燃煤发电上网电价，2022 安徽省上网标杆电价同比上调 19.9%至 0.4608 元/千瓦时，新集能源平均上网电价同比上浮 20.39%。同时 2022、2023 年新集能源测算度电归母净利润分别为 0.004、0.013 元/千瓦时，同比分别增长 108.60%、254.49%，利润也随之明显改善。

**图表 23：《进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》改革内容**



来源：国家电网报、中泰证券研究所

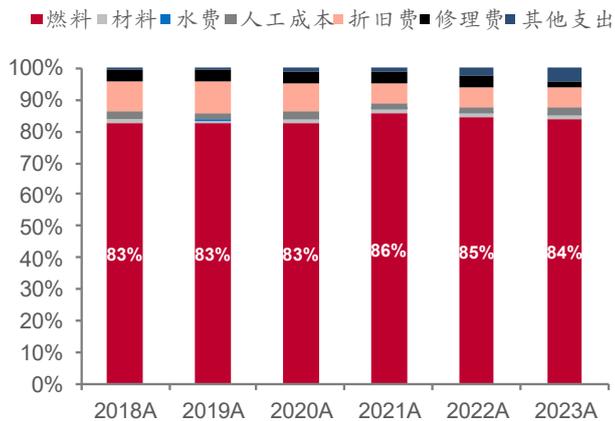
**图表 24：2017-2024H 公司发电经营情况及盈利能力测算**

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H
发电量 (亿千瓦时)	98.31	105.47	106.19	100.36	104.76	107.56	104.79	46.10
yoy (%)		7.28%	0.68%	-5.49%	4.38%	2.67%	-2.58%	12.41%
售电量 (亿千瓦时)	92.88	100.02	100.82	95.21	99.21	101.77	98.95	43.53
yoy (%)		7.69%	0.80%	-5.56%	4.20%	2.58%	-2.77%	12.66%
度电价格	0.303	0.314	0.317	0.320	0.339	0.408	0.410	0.412
yoy (%)		3.80%	1.03%	0.73%	6.10%	20.39%	0.39%	1.28%
度电成本	0.251	0.252	0.249	0.247	0.320	0.319	0.316	0.315
yoy (%)		0.40%	-1.19%	-0.80%	29.55%	-0.31%	-0.79%	-5.67%
度电毛利	0.052	0.062	0.068	0.073	0.019	0.089	0.093	0.096
yoy (%)		20.40%	10.08%	6.33%	-73.73%	367.75%	4.63%	33.51%
度电利润 (元/千瓦时)	-0.011	-0.013	-0.006	-0.006	-0.044	0.004	0.014	0.016
yoy (%)		-19.64%	54.84%	1.33%	-661.43%	108.72%	259.21%	7.43%
度电归母净利润 (元/千瓦时)	-0.010	-0.011	-0.005	-0.005	-0.041	0.004	0.013	0.015
yoy (%)		-19.42%	54.35%	0.26%	-691.65%	108.60%	254.49%	5.21%

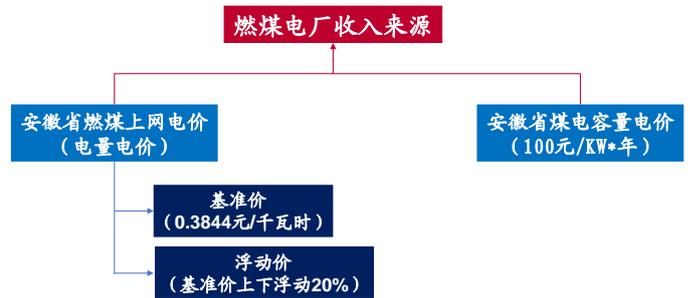
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.2、电厂装机规模有望扩大，容量电价打开新增量空间

- 安徽省容量电价为 100 元/KW\*年。**2023 年 11 月 10 日能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，自 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制，燃煤电价由单一制电价调整为由容量电价与电量电价构成的两部制电价，并明确容量电费由工商业用户按用电比例分摊和跨省区送电的电费分摊细则。燃煤发电属于重资产行业，其成本主要由折旧费用、人工费、修理费、财务费等固定成本和煤炭等原料带来的变动成本构成。电量电价以发电作为主要收益来源，用以回收变动成本。容量电价按照煤电机组一定比例固定成本确定，按照规定全国煤电机组固定成本实现全国统一标准为 330 元/KW，安徽省按照其约 30% 左右即为 100 元/KW\*年作为容量电价，容量电价目的主要用以帮助燃煤电厂回收固定成本。
- 容量电价打开盈利增量空间。**历经两次电改后，燃煤电厂收入来源也顺应两部制电价发布，变为上网电价（电量电价）和容量电价两部分。电量电价方面，安徽省燃煤上网电价包括基准价 0.3844 元/千瓦时，以及浮动价（基准价上下浮动 20%），由于燃料成本是发电企业主要成本，导致浮动价与煤价具备较强相关性。新集能源供应控股、参股电厂的动力煤均按照长协价格结算，其燃料成本端具备较高稳定性。容量电价方面，新集能源在运的板集电厂一期（200 万千瓦）和参股宣城电厂（129 万千瓦），符合安徽省容量电费政策要求。

**图表 25: 新集能源燃料占燃煤发电成本的 80% 以上**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 26: 安徽省燃煤电厂收入来源情况**


来源: 国家发改委、中泰证券研究所

- 火电装机有望快速扩大, 盈利能力增长显著。**公司践行“存量提效、增量转型”发展思路, 持续推进煤电一体化。利辛板集电厂二期(2\*660MW)、已经于 2022 年开工, 有望于 2024 年 10 月实现投运。同时新集能源上饶(2\*1000MW)、滁州(2\*660MW)、六安(2\*660MW)三座在建电厂于 2024 年上半年开工建设, 预计有望于 2026 年实现投运, 火电装机规模有望快速扩大。我们以 2023 年公司现有控股电厂(利辛板集电厂一期、新集一矿低热值电厂、新集二矿低热值电厂)经营数据为基础, 在通过容量电价回收煤电固定成本的比例 30%、50% 以及 70% 三种情景下, 测算 2026 年火电板块归母净利润分别为 19.98/22.41/24.83 亿元, 较 2023 年提高 448%/514%/581%。

**图表 27: 公司在建情况 (截至 2024 年 8 月 6 日)**

项目	机组 (MW)	装机容量 (MW)	权益占比 (%)	权益装机 (MW)	进度
利辛板集电厂二期	2*660	1320	55%	726	2022 年 11 月已开工, 预计 2024 年 10 月投产
上饶电厂	2*1000	2000	65%	1300	2024 年 3 月开工, 预计 2026 年投产
滁州电厂	2*660	1320	85%	1122	2024 年 3 月开工, 预计 2026 年投产
六安电厂	2*660	1320	55%	726	2024 年 6 月开工, 预计 2026 年投产
<b>在建电厂总计</b>		<b>5960</b>		<b>3874</b>	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 28: 火电板块利润弹性测算**

项目	2023	2024E	2025E	2026E(假设 1)	2026E(假设 2)	2026E(假设 3)
<b>装机量 (MW)</b>	<b>2024</b>	<b>3344</b>	<b>3344</b>	<b>7984</b>	<b>7984</b>	<b>7984</b>
利辛板集电厂一期	2000	2000	2000	2000	2000	2000
新集一矿低热值电厂	12	12	12	12	12	12
新集二矿低热值电厂	12	12	12	12	12	12
利辛板集电厂二期		1320	1320	1320	1320	1320
上饶电厂				2000	2000	2000
滁州电厂				1320	1320	1320

六安电厂				1320	1320	1320
<b>权益装机量 (MW)</b>	<b>1124</b>	<b>1850</b>	<b>1850</b>	<b>4998</b>	<b>4998</b>	<b>4998</b>
利辛板集电厂一期	1100	1100	1100	1100	1100	1100
新集一矿低热值电厂	12	12	12	12	12	12
新集二矿低热值电厂	12	12	12	12	12	12
利辛板集电厂二期		726	726	726	726	726
上饶电厂				1300	1300	1300
滁州电厂				1122	1122	1122
六安电厂				726	726	726
<b>发电量 (亿千瓦时)</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>172</b>	<b>412</b>	<b>412</b>	<b>412</b>
利辛板集电厂一期	104	103	103	103	103	103
新集一矿低热值电厂	1	1	1	1	1	1
新集二矿低热值电厂	1	1	1	1	1	1
利辛板集电厂二期		11	68	68	68	68
上饶电厂				103	103	103
滁州电厂				68	68	68
六安电厂				68	68	68
<b>售电量 (亿千瓦时)</b>	<b>99</b>	<b>110</b>	<b>164</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>391</b>
利辛板集电厂一期	98	98	98	98	98	98
新集一矿低热值电厂	1	1	1	1	1	1
新集二矿低热值电厂	1	1	1	1	1	1
利辛板集电厂二期		11	65	65	65	65
上饶电厂				98	98	98
滁州电厂				65	65	65
六安电厂				65	65	65
<b>电量归母净利润 (亿元)</b>	<b>3.65</b>	<b>4.05</b>	<b>6.02</b>	<b>16.26</b>	<b>16.26</b>	<b>16.26</b>
利辛板集电厂一期	3.57	3.58	3.58	3.58	3.58	3.58
新集一矿低热值电厂	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
新集二矿低热值电厂	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
利辛板集电厂二期		0.39	2.36	2.36	2.36	2.36
上饶电厂				4.23	4.23	4.23
滁州电厂				3.65	3.65	3.65
六安电厂				2.36	2.36	2.36
<b>容量归母净利润 (亿元)</b>		<b>0.92</b>	<b>1.37</b>	<b>3.73</b>	<b>6.15</b>	<b>8.58</b>
利辛板集电厂一期		0.82	0.82	0.82	1.36	1.90
利辛板集电厂二期			0.54	0.54	0.90	1.25
上饶电厂				0.97	1.61	2.24
滁州电厂				0.84	1.39	1.93
六安电厂				0.54	0.90	1.25
<b>火电归母净利润 (亿元)</b>	<b>3.65</b>	<b>4.96</b>	<b>7.39</b>	<b>19.98</b>	<b>22.41</b>	<b>24.83</b>
利辛板集电厂一期	3.57	4.40	4.40	4.40	4.94	5.47
新集一矿低热值电厂	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
新集二矿低热值电厂	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
利辛板集电厂二期		0.48	2.91	2.91	3.26	3.61
上饶电厂				5.20	5.84	6.47

滁州电厂	4.49	5.04	5.58
六安电厂	2.91	3.26	3.61

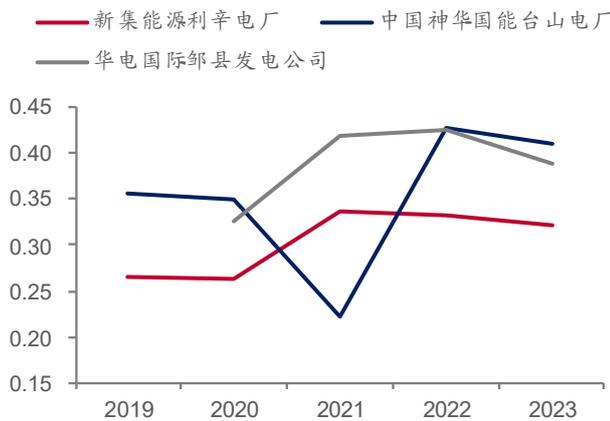
来源：公司公告、中泰证券研究所

备注:1) 现有电厂包括利辛板集电厂一期、新集一矿低热值电厂、新集二矿低热值电厂。2) 考虑政策规划, 2026年起云南、四川等煤电转型较快的地方通过容量电价回收煤电固定成本的比例原则上提升至不低于70%, 其他地方提升至不低于50%。我们对2026年容量电价进行情景假设, 其中假设1(维持30%对应100元/KW\*年)、假设2(提高至50%对应165元/KW\*年)、假设3(提高至70%对应230元/KW\*年)。3) 参照2023年新集能源现有控股电厂经营数据, 假设新建电厂以及参股宣城电厂维持同等经营能力。4) 假设板集电厂二期于2024年10月投运, 在2024年仅有2个月运营时间; 上饶、滁州六安电厂预计于2026年投运, 假设其全年运营。

### 3.3、煤电一体化经营, 成本竞争优势较强

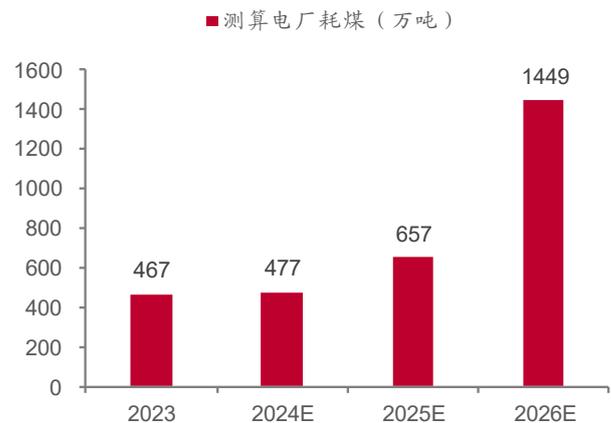
- **煤电一体化经营, 成本竞争优势较强。**公司控股的利辛板集电厂为大型坑口电厂, 充分发挥自身煤电一体化优势, 2022年长协新定价机制发布后, 煤电一体化为利辛板集电厂带来全长协覆盖, 低成本竞争优势明显。2022、2023年利辛板集电厂利润总额分别达到8.04、8.77亿元, 同比分别提高831.36%、9.06%。同时参照公司煤电装机规划, 测算到2026年控股电厂煤耗达到1449万吨, 新集能源煤炭产量基本可以满足, 煤电一体化优势有望在新建电厂继续体现。

图表 29: 利辛电厂单位完全成本较低 (元/千瓦时)



来源: Wind、各公司公告、中泰证券研究所

图表 30: 测算 2026 年电厂煤耗达到 1449 万吨



来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 1) 电厂口径不包括参股电厂即宣城一期以及二期电厂。2) 假设板集电厂二期于2024年10月投运, 在2024年仅有2个月运营时间。3) 上饶、滁州六安电厂预计于2026年投运, 假设其全年运营。

## 4、盈利预测与估值

- **盈利预测的核心假设:**
- **煤炭业务:**
  - 量: 考虑新集能源在产产能为2350万吨/年, 2024年上半年原煤产量为1038万吨, 仍存有较大增产空间, 假设2024-2026年原煤产量分别为2050、2100、2150万吨。参照2024年经营计划生产商品煤1820万吨,

以及预期加大洗选以提高煤炭热值，假设 2024-2026 年商品煤产量分别为 1820、1850、1880 万吨。

➤ 价：考虑 2023 年山西安检收紧影响，供给端有望收紧，叠加公司煤炭品质有望稳中有升，预期煤价中枢同比上涨，假设 2024-2026 年对外煤炭售价分别上涨 1%、2%、3%。

■ 发电业务：

➤ 量：考虑利辛板集电厂二期（1320MW）有望于 2024 年 10 月投产，上饶电厂（2000MW）、滁州电厂（1320MW）以及六安电厂（1320MW）有望于 2026 年投产，假设 2024-2026 年控股电厂装机量分别为 3344、3344、7984MW。参照 2020-2023 年发电小时平均水平即为 5156 小时，同时假设板集电厂二期在 2024 年运营仅为 2 个月，上饶、滁州、六安电厂在 2026 年实现全年运营，测算 2024-2026 年发电量分别为 116、172、412 亿千瓦时。

➤ 容量电费：根据发改委的《关于建立煤电容量电价机制的通知》内容要求，2024-2025 年安徽省燃煤发电容量电价为 100 元/千瓦时\*年，2026 年安徽省容量电价提升至 165 元/千瓦时\*年。据此，假设 2024-2026 年新集能源容量电费分别为 2.2、3.3、13.1 亿元。

图表 31：煤炭业务预测

煤炭板块	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
原煤产量(万吨)	2224	2140	2050	2100	2150
商品煤洗选率(%)	83%	91%	89%	88%	87%
商品煤产量(万吨)	1842	1937	1820	1850	1880
yoy(%)	9%	5%	-6%	2%	2%
商品煤销量(万吨)	1811	1969	1820	1850	1880
yoy(%)	7%	9%	-8%	2%	2%
(一) 对外销量	1340	1501	1343	1193	431
yoy(%)	-2%	12%	-11%	-11%	-64%
(二) 对内销量	471	467	477	657	1449
yoy(%)	44%	-1%	2%	38%	121%
单位价格(元/吨)	550	551	555	562	558
yoy(%)	-12%	0%	1%	1%	-1%
(一) 对外售价	547	552	557	568	585
yoy(%)	-13%	1%	1%	2%	3%
(二) 对内售价	560	550	550	550	550
yoy(%)	-8%	-2%	0%	0%	0%
对外销售单位成本(元/吨)	258	289	290	293	298
yoy(%)	5%	12%	1%	1%	2%
煤炭外销毛利率(%)	53%	48%	48%	48%	49%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 32：电力业务预测

电力板块	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
控股电厂装机量(MW)	2024	2024	3344	3344	7984

发电小时数	5314	5177	5156	5156	5156
度电煤耗(克/千瓦时)	438	446	412	381	352
yoy(%)	40%	2%	-8%	-8%	-8%
发电量(亿千瓦时)	108	105	116	172	412
yoy(%)	3%	-3%	10%	49%	139%
上网电量(亿千瓦时)	102	99	110	164	391
yoy(%)	3%	-3%	11%	49%	139%
产销率(%)	95%	94%	95%	95%	95%
平均上网电价(元/千瓦时)	0.408	0.410	0.410	0.410	0.410
yoy(%)	21%	0%	0%	0%	0%
平均成本(元/千瓦时)	0.318	0.316	0.316	0.316	0.316
yoy(%)	0%	0%	0%	0%	0%
容量电费收入(亿元)			2.2	3.3	13.1
yoy(%)			0%	50%	296%
电力业务毛利率(%)	22%	23%	26%	26%	29%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 盈利预测、估值及投资评级：预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 127.17、143.34、203.73 亿元，实现归母净利润分别为 23.79、25.12、29.44 亿元。考虑公司煤电一体化具备较高竞争力，容量电价打开新的盈利增长空间，首次覆盖并给予公司“买入”评级。
- 参照 2024 年 8 月 13 日的收盘价，参照公司煤电一体化经营属性，我们选取可比公司中国神华、电投能源、淮河能源 2024 年平均 PE 为 11.2 倍，新集能源 2024-2026 年每股收益分别为 0.92/0.97/1.14 元，当前股价 8.52 元，对应 PE 分别为 9.3X/8.8X/7.5X。

图表 33：新集能源可比公司盈利预测与估值表（元、倍）

名称	收盘价	总市值(亿元)	PB	EPS			PE		
	2024/8/13			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
中国神华	39.08	7765	2.0	3.00	3.20	3.28	13.0	12.2	11.9
电投能源	18.03	404	1.3	2.03	2.31	2.51	8.9	7.8	7.2
淮河能源	3.66	142	1.3	0.22	0.27	0.29	16.6	13.6	12.6
均值			1.5				12.8	11.2	10.6
新集能源	8.52	221	1.5	0.81	0.92	0.97	10.5	9.3	8.8

来源：wind、中泰证券研究所

备注：以上 eps 除电投能源采用 Wind 一致预期外，其余均采用中泰煤炭团队盈利预测值

## 5、风险提示

- 煤炭价格大幅下跌  
考虑当前房地产下行，宏观需求偏弱运行，同时叠加水电冲击犹在，动力煤价格存在大幅下跌风险。若 2024 年公司煤价下滑 50 元/吨，2024-2026 年归母净利润较原预测值分别下降 3.77、3.48、1.39 亿元。
- 新建电厂投产不及预期  
上饶电厂（2000MW）、滁州电厂（1320MW）以及六安电厂（1320MW）处于在建阶段，其投产日期存在较大不确定性，可能会导致盈利预测不

及预期。

■ **容量电价政策执行不及预期**

容量电价政策发布后，安徽省容量电价按照 100 元/千瓦时\*年执行。政策虽有计划，2026 年起将其容量电价提高至不低于 165 元/千瓦时\*年，但其执行仍具备较大不确定性。

■ **研报使用信息数据更新不及时风险**

研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

图表 34: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,635	3,815	4,300	6,112	营业收入	12,845	12,717	14,334	20,373
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,750	7,660	8,965	13,941
应收账款	859	850	958	1,362	税金及附加	421	382	404	538
预付账款	28	28	32	50	销售费用	58	58	65	92
存货	298	295	345	536	管理费用	779	720	754	991
合同资产	35	35	39	56	研发费用	8	8	9	13
其他流动资产	317	314	350	483	财务费用	539	176	212	225
流动资产合计	3,137	5,302	5,986	8,544	信用减值损失	7	-4	-5	0
其他长期投资	156	156	156	156	资产减值损失	-24	-18	-21	-20
长期股权投资	762	762	762	762	公允价值变动收益	5	5	5	5
固定资产	21,858	21,927	21,993	24,846	投资收益	93	156	156	197
在建工程	1,537	3,337	5,137	4,137	其他收益	11	15	13	14
无形资产	1,920	2,106	2,286	2,460	营业利润	3,389	3,875	4,080	4,776
其他非流动资产	6,924	6,924	6,902	6,895	营业外收入	81	34	45	53
非流动资产合计	33,157	35,212	37,236	39,256	营业外支出	32	32	31	32
资产合计	36,295	40,514	43,222	47,800	利润总额	3,438	3,877	4,094	4,797
短期借款	1,551	5,567	7,285	8,788	所得税	1,033	1,164	1,230	1,441
应付票据	130	128	150	234	净利润	2,405	2,713	2,864	3,356
应付账款	2,163	2,138	2,502	3,891	少数股东损益	296	333	352	413
预收款项	1	1	1	1	归属母公司净利润	2,109	2,379	2,512	2,944
合同负债	337	334	376	535	NOPLAT	2,782	2,835	3,012	3,514
其他应付款	420	420	420	420	EPS (按最新股本摊薄)	0.81	0.92	0.97	1.14
一年内到期的非流动负债	3,368	3,368	3,368	3,368					
其他流动负债	2,081	1,971	2,037	2,475					
流动负债合计	10,051	13,927	16,140	19,712					
长期借款	8,961	8,461	7,961	7,461					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,457	2,457	2,457	2,457					
非流动负债合计	11,418	10,918	10,418	9,918					
负债合计	21,470	24,845	26,558	29,630					
归属母公司所有者权益	13,519	13,929	14,472	15,447					
少数股东权益	1,306	1,740	2,192	2,723					
所有者权益合计	14,825	15,669	16,664	18,170					
负债和股东权益	36,295	40,514	43,222	47,800					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,796	4,661	5,279	6,786
现金收益	4,177	4,946	5,144	5,655
存货影响	45	3	-50	-191
经营性应收影响	346	27	-92	-402
经营性应付影响	-534	-27	386	1,473
其他影响	-239	-289	-109	252
投资活动现金流	-3,039	-3,940	-3,924	-3,891
资本支出	-2,535	-4,114	-4,114	-4,099
股权投资	-94	0	0	0
其他长期资产变化	-410	174	190	208
融资活动现金流	-575	1,459	-870	-1,083
借款增加	741	3,516	1,218	1,003
股利及利息支付	-816	-1,016	-1,111	-1,283
股东融资	70	74	72	73
其他影响	-570	-1,115	-1,049	-876

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.0%	-1.0%	12.7%	42.1%
EBIT增长率	2.4%	1.9%	6.2%	16.6%
归母公司净利润增长率	2.2%	12.8%	5.6%	17.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.7%	39.8%	37.5%	31.6%
净利率	18.7%	21.3%	20.0%	16.5%
ROE	14.2%	15.2%	15.1%	16.2%
ROIC	14.3%	12.7%	12.6%	13.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.2%	61.3%	61.4%	62.0%
债务权益比	110.2%	126.7%	126.4%	121.5%
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	28	24	23	21
应付账款周转天数	104	101	93	83
存货周转天数	15	14	13	11
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.81	0.92	0.97	1.14
每股经营现金流	1.47	1.80	2.04	2.62
每股净资产	5.22	5.38	5.59	5.96
<b>估值比率</b>				
P/E	10.5	9.3	8.8	7.5
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	84.7	72.2	69.2	62.2

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。