

证券研究报告

公司研究

点评报告

新集能源 (601918. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师

执业编号: S1500524080001

联系电话: 010-83326712

邮箱: xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

电厂投运助力业绩增长，煤电一体行稳致远

2025 年 3 月 22 日

事件: 2025 年 3 月 21 日, 新集能源发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 127.27 亿元, 同比减少 0.92%; 实现归母净利润 23.93 亿元, 同比增长 13.44%; 扣非后净利润 23.88 亿元, 同比增加 16.30%。经营活动现金流量净额 34.58 亿元, 同比减少 8.91%; 基本每股收益 0.92 元/股, 同比增加 13.51%。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 35.38 亿元, 同比增加 12.21%, 环比增加 10.43%; 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比增加 201.28%, 环比减少 12.32%; 扣非后净利润 6.01 亿元, 同比增加 283.77%, 环比减少 7.43%。公司 **2024 年度利润分配预案拟为每 10 股派发现金红利 1.60 元 (含税), 共计派发现金红利 4.14 亿元。**

点评:

➤ **煤炭板块: Q4 产量同环比回升明显, 煤质提升叠加成本管控共筑煤炭板块优秀业绩。**煤炭产销量方面, 2024 年全年公司原煤产量 2152.22 万吨, 同比+0.57%; 商品煤产量 1905.51 万吨, 同比-1.62%; 商品煤销量 1887.20 万吨, 同比-4.14%。其中, 单 Q4 原煤产量 594.51 万吨, 同比+23.92%, 环比+14.37%; 商品煤产量 517.13 万吨, 同比+15.37%, 环比+14.32%; **商品煤销量 508.60 万吨, 同比+14.20%, 环比+8.62%。**价格方面, 2024 年全年煤炭销售均价 567.43 元/吨, 同比+2.91%。其中, 单 Q4 煤炭销售均价 582.07 元/吨, 同比+1.51%, 环比+4.35%。**成本方面,** 2024 年全年商品煤成本 339.68 元/吨, 同比-3.22%。其中, 单 Q4 商品煤成本 336.41 元/吨, 同比-17.82%, 环比-2.36%。虽然公司刘庄煤矿 2024 年历经两次停产影响单季产量, 但 Q4 公司煤炭产量提振明显, 公司全年煤炭产量下滑有限。公司单 Q4 商品煤售价同环比均逆势上行, 我们预计公司煤质出现进一步提升是主要原因; 叠加公司成本管控效果凸显, 吨煤成本同环比下降, 共筑公司煤炭板块实现单 Q4 毛利同比+49.77%, 板块业绩表现优异。2025 年初以来港口煤价下行明显, 但一方面公司销售现货比例较小、以长协为主, 另一方面煤炭热值及产量均有进一步提升空间, 且公司成本管控能力较强, 我们预计煤炭分部利润降幅有限。

➤ **电力板块: 2024 年电力分部盈利大增, 我们预计 2025 年板集二期发电量可弥补安徽电价小幅下行的影响。**2024 年 Q4, 受益于板集二期电厂如期投产发电, 公司电力板块业绩实现稳中有增。**电量方面,** 公司电量同比高增。2024 年全年实现上网电量 122.55 亿千瓦时, 同比+16.95%。其中单 Q4 上网电量 41.39 亿千瓦时, 同比+34.78%, 环比+9.99%。**电价方面,** 受益于安徽电价顶格上浮, 公司电力板块实现平均上网电价 (不含税) 406.5 元/兆瓦时, 同比-0.81%, 继续维持较高的电价水平。展望 2025 年, 虽然安徽长协电价同比-23.64 元/兆瓦时, 但在安徽电力存在硬缺口的背景下公司机组利用小时数有望维持高位, **板集二期满发带来上网电量增长, 有望“以量补价”抵消电价下行对板块业绩的影响。**同时, 板集二期电厂投产也进一步加深公司煤电一体化进程。

公司单 Q4 煤炭自用比例已经提升至 38.50%，较去年同期提升 7.55pct。我们预计随着公司在建电厂持续投产，公司煤炭内销比例有望实现持续提升。

- **分红：每股股利持续提升，资本开支达峰后分红比例有望大幅提升。**分红方面，公司 2024 年度利润分配预案拟为每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税），同比提升 0.01 元/股；共计派发现金红利 4.14 亿元，分红比例达 17.32%，对应当前公司市值的股息率为 2.23%。虽然公司当前分红比例偏低，但公司自 2018 年以来每股分红绝对额实现持续提升。且考虑到公司目前有上饶、六安、滁州三个电厂在建，资本开支规模较大；待 2026 年公司在建电厂实现投产，资本开支实现达峰后，受益于公司自由现金流的改善和盈利中枢的提升，公司有望具备大幅提升分红的的能力，从而成为潜在的高分红标的。
- **核心优势：煤电一体化协同发展，盈利有望持续提升。**公司在建及规划燃煤机组容量高达 464 万千瓦，分布于安徽、江西等地。其中，江西上饶电厂、滁州电厂和六安电厂均已开工建设，我们预计均于 2026 年中投运。至 2026 年，公司煤电控股装机有望达到 796 万千瓦，带动板块业绩实现高增长。待在建电厂全部投运后，我们预计电厂燃料用煤将主要由公司自产煤供应，形成“煤电一体”模式，从而有望获得稳定盈利。同时，在安徽经济高速发展推动用电量需求增长、电力供需相对偏紧的背景下，新建煤电机组的利用小时数有望维持高位，且我们预计可维持较好的电价水平。叠加安徽电力现货市场加快推进，省内煤电机组有望获得额外收益。
- **盈利预测与投资评级：**新集能源作为中煤旗下煤电一体化龙头，其煤炭资产优质、成本管控能力强，电厂装机快速增长、煤电一体化协同发展，兼具稳健经营和业绩高增长潜力。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 22.84/27.06/28.48 亿元；EPS 分别为 0.88/1.04/1.10 元/股；对应 3 月 21 日收盘价的 PE 分别为 7.87/6.64/6.31 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**煤价大幅下降风险，电价和煤电利用小时数下滑风险，项目建设进度不及预期风险，煤矿安全生产事故风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,845	12,727	13,493	16,514	16,947
同比(%)	7.0%	-0.9%	6.0%	22.4%	2.6%
归属母公司净利润	2,109	2,393	2,284	2,706	2,848
同比(%)	1.6%	13.4%	-4.6%	18.5%	5.3%
毛利率(%)	39.7%	42.7%	44.8%	43.4%	43.8%
ROE(%)	15.6%	15.4%	12.8%	13.3%	12.5%
EPS（摊薄）（元）	0.81	0.92	0.88	1.04	1.10
P/E	8.52	7.51	7.87	6.64	6.31
P/B	1.33	1.16	1.01	0.89	0.79
EV/EBITDA	5.08	6.20	5.37	5.38	4.99

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 3 月 21 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,137	4,033	7,972	8,303	9,787
货币资金	1,635	2,286	6,162	6,123	7,567
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	859	1,019	937	1,147	1,177
预付账款	28	33	45	56	57
存货	298	308	372	468	476
其他	317	387	456	510	509
非流动资产	33,157	40,633	41,775	51,233	55,205
长期股权投资	762	860	870	870	880
固定资产(合计)	21,880	26,017	26,569	31,067	39,291
无形资产	1,920	1,953	1,953	1,953	1,953
其他	8,595	11,803	12,383	17,342	13,080
资产总计	36,295	44,666	49,747	59,536	64,992
流动负债	10,051	9,893	10,774	13,766	14,712
短期借款	1,551	1,391	1,931	3,431	4,231
应付票据	130	0	228	286	291
应付账款	2,163	3,177	2,483	3,117	3,173
其他	6,207	5,325	6,133	6,932	7,017
非流动负债	11,418	17,358	18,978	22,978	24,478
长期借款	8,961	14,508	16,128	20,128	21,628
其他	2,457	2,850	2,850	2,850	2,850
负债合计	21,470	27,251	29,752	36,744	39,190
少数股东权益	1,306	1,858	2,155	2,517	3,020
归属母公司股东权益	13,519	15,556	17,840	20,275	22,782
负债和股东权益	36,295	44,666	49,747	59,536	64,992

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,845	12,727	13,493	16,514	16,947
同比(%)	7.0%	-0.9%	6.0%	22.4%	2.6%
归属母公司净利润	2,109	2,393	2,284	2,706	2,848
同比(%)	1.6%	13.4%	-4.6%	18.5%	5.3%
毛利率(%)	39.7%	42.7%	44.8%	43.4%	43.8%
ROE%	15.6%	15.4%	12.8%	13.3%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.92	0.88	1.04	1.10
P/E	8.52	7.51	7.87	6.64	6.31
P/B	1.33	1.16	1.01	0.89	0.79
EV/EBITDA	5.08	6.20	5.37	5.38	4.99

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,845	12,727	13,493	16,514	16,947
营业成本	7,750	7,289	7,448	9,352	9,520
营业税金及附加	421	446	472	578	593
销售费用	58	58	67	83	85
管理费用	779	841	1,106	1,338	1,237
研发费用	8	1	0	0	0
财务费用	539	503	907	998	952
减值损失合计	-24	-13	-3	-4	-5
投资净收益	93	126	80	80	80
其他	31	26	13	17	17
营业利润	3,389	3,729	3,582	4,259	4,652
营业外收支	48	-2	2	2	2
利润总额	3,438	3,726	3,584	4,261	4,654
所得税	1,033	1,043	1,004	1,193	1,303
净利润	2,405	2,683	2,581	3,068	3,351
少数股东损益	296	290	297	362	503
归属母公司净利润	2,109	2,393	2,284	2,706	2,848
EBITDA	5,110	5,663	6,096	7,117	7,839
EPS(当年)(元)	0.81	0.92	0.88	1.04	1.10

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,796	3,458	5,302	6,998	6,597
净利润	2,405	2,683	2,581	3,068	3,351
折旧摊销	1,287	1,554	1,605	1,858	2,233
财务费用	552	513	919	1,029	982
投资损失	-93	-126	-80	-80	-80
营运资金变动	-352	-1,151	277	1,121	108
其它	-4	-15	1	2	3
投资活动现金流	-3,039	-7,007	-2,668	-11,238	-6,128
资本支出	-3,006	-7,015	-2,738	-11,318	-6,198
长期投资	-27	0	0	0	0
其他	-5	7	70	80	70
筹资活动现金流	-575	4,200	1,241	4,201	976
吸收投资	70	366	0	0	0
借款	1,206	5,386	2,160	5,500	2,300
支付利息或股息	-816	-969	-919	-1,299	-1,324
现金流净增加额	182	650	3,875	-39	1,445

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。