



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

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: xingqin hao@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

Q2 煤价&发电量价下跌拖累业绩，下半年有望显著改善

2025年8月23日

事件: 2025年8月22日,新集能源发布2025年半年报。2025年H1公司实现营业收入58.11亿元,同比-2.91%;实现归母净利润9.20亿元,同比-21.72%;扣非后净利润9.35亿元,同比-17.86%。经营活动现金流量净额16.27亿元,同比-7.32%。其中,单Q2公司实现营业收入29.01亿元,同比-0.89%,环比-0.29%;实现归母净利润3.89亿元,同比-32.79%,环比-26.93%;扣非后净利润3.97亿元,同比-28.59%,环比-26.17%。

点评:

煤炭板块: 单季产量增长难抵售价降幅, Q2 安徽煤价大幅下跌拖累板块业绩。煤炭产销量方面, 2025年H1公司原煤产量1119.65万吨, 同比+7.88%; 商品煤产量993.72万吨, 同比+6.16%; 商品煤销量943.37万吨, 同比+3.63%。其中, 单Q2原煤产量565.71万吨, 同比+5.54%, 环比+2.12%; 商品煤产量494.86万吨, 同比+5.97%, 环比-0.80%; 商品煤销量483.04万吨, 同比+5.56%, 环比+4.93%。价格方面, 2025年H1煤炭销售均价528.53元/吨, 同比-6.32%。其中, 单Q2煤炭销售均价477.60元/吨, 同比-12.58%, 环比-17.93%。成本方面, 2025年H1商品煤成本327.13元/吨, 同比-3.50%。其中, 单Q2商品煤成本329.99元/吨, 同比-0.59%, 环比+1.81%。综合来看, Q2公司煤炭产量同环比持续增长, 但由于安徽Q2现货煤炭售价572.925元/吨(淮南动力煤5000K), 环比Q1的658.53元/吨降低13.02%, 同步拖累板块业绩环比下行-39.93%。但自三季度以来, 煤炭行业供需情况出现明显改善: 需求侧方面, “迎峰度夏”以来全国气温逐步攀升, 7月全社会用电量增速高达8.6%, 有力拉动煤电电量和煤炭消费量增长; 同时供给侧方面, 7月10日国家能源局印发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》, 对山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等8省(区)的煤矿开展生产情况核查工作。随着煤炭需求持续增长和核查超产工作不断推进, 煤价有望在Q3因供需共同发力而实现环比大幅改善, 板块业绩有望同步持续向好。

➤ **电力板块:** Q2 煤电同比增长但环比下行, 短期需求转好+中期容量电价提升有望缓解板块压力。2025Q2 受益于板集二期电厂投产发电, 公司售电量同比仍实现大幅增长, 但环比发电量受需求不佳拖累有所下行。电量方面, 2025H1公司实现上网电量62.78亿千瓦时, 同比+44.22%; 其中单Q2上网电量28.52亿千瓦时, 同比+50.82%, 环比-16.75%。电价方面, 2025H1实现平均上网电价371.6元/兆瓦时, 同比-9.70%。上半年用电需求增速放缓叠加新能源抢装, 挤压火电发电出力空间; 同时公司火电电价亦有所下行, 导致上半年电力板块净利润同比-28.35%。但自三季度“迎峰度夏”以来全国气温逐步攀升, 同步带动煤电电量需

求，Q3 煤电发电量环比或有明显改观；同时，2026 年全国各地或将按“1501”号文要求提升煤电容量电价补偿水平，实现对煤电电量替代的合理对冲。公司电力板块业绩有望在短期和中期逐步实现转好。

- **核心优势：煤电一体化协同发展，资本开支高峰过后有望提高分红。**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，我们预计均有望于 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，公司主要在建电厂项目均有望于 2026 年全部投运，后续暂无在手核准项目。资本开支高峰过后公司自由现金流有望实现大幅提升，公司有望逐步具备提升股息的高分红潜力。
- **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。由于煤价和发电量价的超预期下跌，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 20.69/25.92/26.15 亿元；对应 8 月 22 日收盘价的 PE 分别为 8.06/6.44/6.38 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（百万元）	12,845	12,727	11,930	14,272	14,890
同比(%)	7.0%	-0.9%	-6.3%	19.6%	4.3%
归属母公司净利润（百万元）	2,109	2,393	2,069	2,592	2,615
同比(%)	1.6%	13.4%	-13.5%	25.2%	0.9%
毛利率(%)	39.7%	42.7%	41.6%	42.8%	42.3%
ROE(%)	15.6%	15.4%	12.1%	13.3%	12.0%
EPS（摊薄）（元）	0.81	0.92	0.80	1.00	1.01
P/E	7.91	6.97	8.06	6.44	6.38
P/B	1.23	1.07	0.97	0.86	0.77
EV/EBITDA	5.08	6.20	6.43	6.26	5.86

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 22 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	5,657	2,059	1,991	
货币资金	1,635	2,286	4,010	140	3	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	859	1,019	828	991	1,034	
预付账款	28	33	42	49	52	
存货	298	308	349	408	429	
其他	317	387	428	470	474	
非流动资产	33,157	40,633	42,926	52,481	56,534	
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	2,016	2,114	2,194	
其他	8,595	11,803	13,471	18,430	14,168	
资产总计	36,295	44,666	48,583	54,540	58,525	
流动负债	10,051	9,893	10,430	11,708	12,330	
短期借款	1,551	1,391	1,931	2,231	2,531	
应付票据	130	0	213	250	262	
应付账款	2,163	3,177	2,324	2,723	2,862	
其他	6,207	5,325	5,963	6,505	6,675	
非流动负债	11,418	17,358	18,862	20,862	21,462	
长期借款	8,961	14,508	16,128	18,128	18,728	
其他	2,457	2,850	2,734	2,734	2,734	
负债合计	21,470	27,251	29,292	32,570	33,792	
少数股东权益	1,306	1,858	2,127	2,474	2,935	
归属母公司股东权益	13,519	15,556	17,163	19,496	21,797	
负债和股东权益	36,295	44,666	48,583	54,540	58,525	

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	11,930	14,272	14,890	
同比(%)	7.0%	-0.9%	-6.3%	19.6%	4.3%	
归属母公司净利润	2,109	2,393	2,069	2,592	2,615	
同比(%)	1.6%	13.4%	-13.5%	25.2%	0.9%	
毛利率(%)	39.7%	42.7%	41.6%	42.8%	42.3%	
ROE%	15.6%	15.4%	12.1%	13.3%	12.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.92	0.80	1.00	1.01	
P/E	7.91	6.97	8.06	6.44	6.38	
P/B	1.23	1.07	0.97	0.86	0.77	
EV/EBITDA	5.08	6.20	6.43	6.26	5.86	

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	11,930	14,272	14,890	
营业成本	7,750	7,289	6,971	8,170	8,586	
营业税金及附加	421	446	418	500	521	
销售费用	58	58	60	71	74	
管理费用	779	841	978	1,156	1,087	
研发费用	8	1	0	0	0	
财务费用	539	503	346	386	441	
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	12	14	15	
营业利润	3,389	3,729	3,246	4,079	4,271	
营业外收支	48	-2	2	2	2	
利润总额	3,438	3,726	3,248	4,081	4,273	
所得税	1,033	1,043	909	1,143	1,196	
净利润	2,405	2,683	2,338	2,939	3,076	
少数股东损益	296	290	269	347	461	
归属母公司净利润	2,109	2,393	2,069	2,592	2,615	
EBITDA	5,110	5,663	5,240	6,369	6,989	
EPS(当年)(元)	0.81	0.92	0.80	1.00	1.01	

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	12,845	12,727	11,930	14,272	14,890	
净利润	7,750	7,289	6,971	8,170	8,586	
折旧摊销	421	446	418	500	521	
财务费用	58	58	60	71	74	
投资损失	779	841	978	1,156	1,087	
营运资金变动	8	1	0	0	0	
其它	539	503	346	386	441	
投资活动现金流	-24	-13	-3	-4	-5	
资本支出	93	126	80	80	80	
长期投资	31	26	12	14	15	
其他	3,389	3,729	3,246	4,079	4,271	
筹资活动现金流	48	-2	2	2	2	
吸收投资	3,438	3,726	3,248	4,081	4,273	
借款	1,033	1,043	909	1,143	1,196	
支付利息或股息	2,405	2,683	2,338	2,939	3,076	
现金流净增加额	296	290	269	347	461	

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，现任信达证券研发中心负责人，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。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

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。

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。