

新集能源 (601918. SH) 深度报告之二：安徽火电预计未来三年依然偏紧，新集能源煤电投产将增厚业绩

评级：买入(维持)

陈晨(证券分析师)

S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

张益(联系人)

S0350124100016

zhangy33@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新集能源	7.0%	-1.2%	-21.8%
沪深300	-0.7%	2.3%	8.2%

市场数据

2025/04/03

当前价格 (元)	6.86
52周价格区间 (元)	6.21-10.71
总市值 (百万)	17,771.12
流通市值 (百万)	17,771.12
总股本 (万股)	259,054.18
流通股本 (万股)	259,054.18
日均成交额 (百万)	141.23
近一月换手 (%)	1.54

相关报告

《新集能源 (601918) 2024年年报点评: 煤电齐发力, 业绩逆势增长 (买入)*煤炭开采*陈晨》——2025-03-23

《新集能源 (601918) 公司点评: 业绩表现较好、符合预期煤电一体化持续推进 (买入)*煤炭开采*陈晨》——2025-01-10

《新集能源 (601918) 2024年三季度报点评: 三季度发电量环比大增, 整体业绩同环比提升 (买入)*煤炭开采*陈晨》——2024-10-28

- ◆ **投资策略：**安徽近年各电源装机提速，在供给压力下，安徽省电量格局是否会走向宽松？本文通过对安徽省电量供需表测算，预计安徽2025E-2027E安徽火电利用小时数为5086小时、4892小时、4787小时，整体仍优于2018-2021年利用小时水平，也优于2024年全国火电利用小时数水平，安徽省电价中期具备较好支撑，推荐关注安徽省煤电一体企业：新集能源，预计公司2025-2027年归母净利润23.0/26.5/31.6亿元，同比-3.7%/+15.2%/+18.9%，折合EPS分别是0.89/1.02/1.22元每股，对应2025年4月3日股价PE分别为7.7/6.7/5.6x，考虑公司电力业务有增量且安徽电量供需偏紧、公司电价存在支撑下，维持“买入”评级。
- ◆ **正文摘要：**安徽省电量新增供给多，但用电需求增长也快，故预计2025-2027E电量趋紧，火电利用小时数能够维持高位
- ◆ **1) 用电需求增长有多快？**从事件看，2021年之前安徽省曾是华东能源供应基地，2021-2022年安徽省电量趋紧，政府提出需求侧管理，且首次将“外电入皖”概念写进政府工作报告。从数据看，2024年安徽省用电增速11.9%，仅次于西藏位列全国第二。
- ◆ **2) 增长如此快的原因？**a) 短期二产用电高企是核心驱动。2015-2024年，安徽省二产用电平均占比68%，二产用电CAGR为8%，短期二产是贡献用电增速主要力量。拆分二产行业：二产用电增速主要由高能耗板块（如电力热力供应）+高技术装备制造业（如电气机械设备+汽车制造）板块贡献，这些板块高电耗特点使其对电力消费弹性系数抬升有积极作用。b) 长期看，三产对用电增速的积极影响将逐步显现。2015-2024年，三产占比从13%升至19%，该阶段用电CAGR为13%，高于二产也高于居民用电，故此在权重和增速的双重提升下，未来三产对整体用电增速影响也会愈发重要。而根据葛斐等《电力消费弹性系数与产业结构关系研究—以安徽省为例》，三产占比的提升亦对电力消费弹性系数有积极作用。
- ◆ **3) 安徽电量供需平衡表测算：**需求侧，结合安徽省GDP增速工作目标，以及安徽省用电结构特性决定其电力消费弹性系数或维持高位，预计2025-2027年用电CAGR约9.2%。供给侧，我们对安徽省主要的供电来源：火电项目+外电入皖的特高压项目进行详细梳理，并对新能源装机进行假设（详见正文），最终根据发电量与装机倒推出**2025E-2027E火电利用小时数分别为5086小时、4892小时、4787小时，整体优于2018-2021年利用小时水平，也优于2024年全国火电利用小时数水平。我们认为在此情形下，安徽省火电的电价或存在较好支撑，推荐关注新集能源。**
- ◆ **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 新增装机统计或有误差，以实际情况为准；7) 测算含有主观假设或存在一定误差，以实际情况为准。

1

安徽过去电力需求解析以及未来用电需求测算

2

安徽未来电量供给测算

3

安徽电量供需平衡表

4

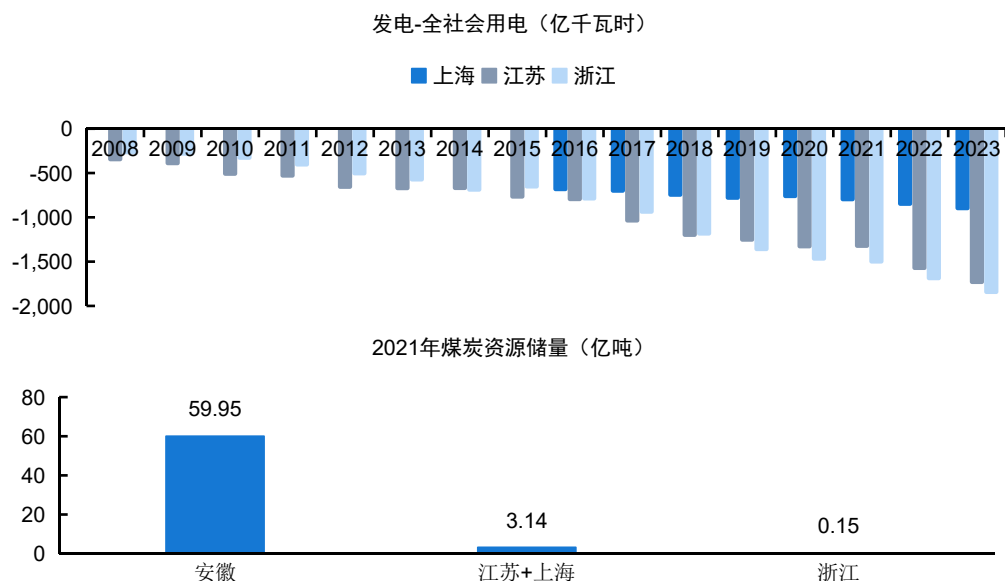
新集能源煤电投产增厚业绩

5

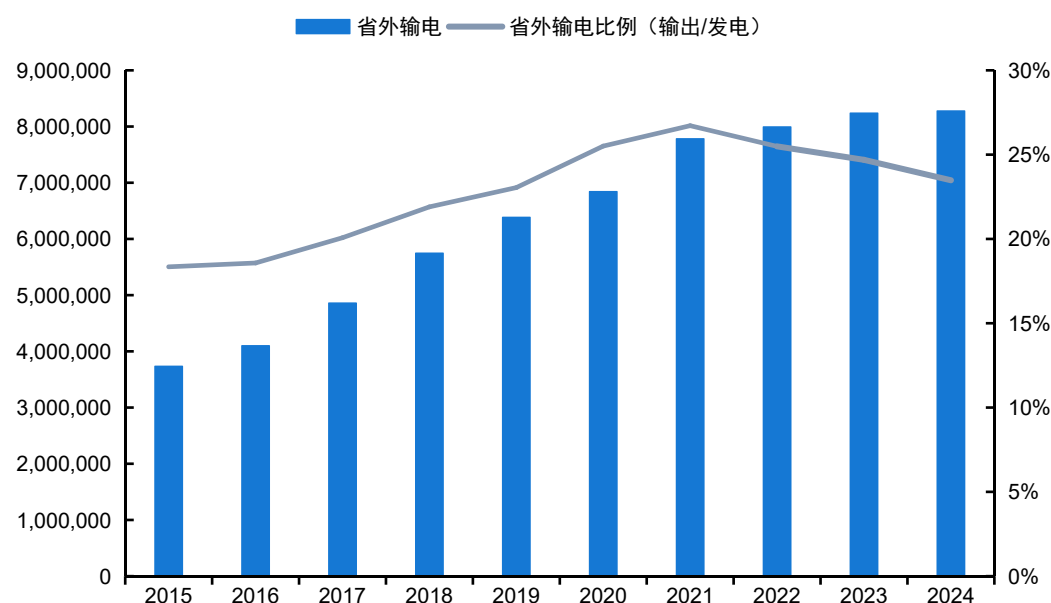
投资建议及风险提示

◆ 2021年之前，安徽依靠丰富的煤炭资源优势，电量供给较为富余，2002年安徽确定皖电东送战略，成为“华东地区重要能源供应基地”：安徽省煤炭资源丰富，据中国煤炭经济网，截至2021年安徽省具备煤炭资源储量59.95亿吨，全国第七。相比之下，同期如江苏+上海、浙江地区煤炭资源储量仅为3.14亿吨、0.15亿吨。为协调长三角地区经济快速发展与能源匮乏的不平衡，同时也积极促进安徽向东发展、融入长三角经济地带，2002年安徽省委省政府确定“把安徽打造成向华东电网输送电力的重要能源基地”的“皖电东送”战略。皖电东送工程包括东、中、西三个500千伏输电通道以及1000千伏淮南—浙北—上海特高压交流输电工程，途径安徽、浙江、江苏、上海四省市。2006年2月，“皖电东送”工程建设拉开序幕。同年4月26日，向家坝—上海±800千伏特高压直流输电示范工程通过国家核准。2008年，“皖电东送”的东、中、西通道先后建成投运，安徽电网输送华东电网的500千伏联络线增至7回，输出能力已由300万千瓦增至750万千瓦，仅2008年就向浙江、上海输送电量240亿千瓦时。

图表：长三角地区存在用电紧张与能源匮乏的不平衡现象



图表：安徽肩负皖电东送的任务 (万千瓦时)



1.1、2021年安徽用电紧张，同年提出外电入院概念

- ◆ 2021-2022年安徽出现电力缺口，安徽省要求强化需求侧管理、提高省内、省外电力供应能力。
- ◆ 2021年，据国网安徽电力，预计到2025年安徽全省电力缺口将超过2000万千瓦。
- ◆ 2021年，在安徽省十三届人大四次会议上，“外电入院”的概念首次被明确写进《政府工作报告》中。截至2024年底，建成投运的外电入院特高压项目主要为新疆昌吉-安徽古泉±1100kV特高压直流输电工程，2024年该工程向华东输送683亿千瓦时电量。2024年12月新疆皖能英格玛电厂2号机组运行，或带来输电增量70亿千瓦时（其中30亿千瓦时送往安徽）。另外白鹤滩-江苏±800千伏特高压直流输电线路工程在途径安徽段部分电量亦会提供给安徽消纳。主要的在建项目为陕北—安徽±800千伏特高压直流输电工程，预计2025年底陆续建成，具备年输送电量能力360亿千瓦时。

图表：2021-2023年安徽省电力紧张相关政策、新闻梳理

日期	发布单位	方案/新闻	相关内容
2021/6/29	安徽省人民政府	《安徽省电力供应保障三年行动方案（2022—2024年）》	国家能源局电力供需平衡预警已将我省2022-2024年电力供需形势定为红色。为妥善解决电力保供中存在的各种问题，确保全省电力可靠供应，结合我省实际，制定本方案。初步测算，全省“十四五”电力需求将保持年均7%左右的较快增长，2024年最大用电负荷达到6530万千瓦，按12%系统备用率测算，电力需求为7314万千瓦。截至2021年6月，全省可用电力供应能力4835万千瓦，必须多措并举解决电力供应缺口问题。（一）确保规划内项目按期投产，落实电力保供能力1055万千瓦。（二）争取负荷紧张时段省外电力，争取临时来电600万千瓦。（三）积极推动灵活性电源建设，新增电力顶峰能力400万千瓦（四）强化电力需求侧管理。
2021/7/12	安徽发改委	《安徽省电力供应保障三年行动方案（2022—2024年）》解读材料	初步测算，全省“十四五”电力需求将保持年均7%左右的较快增长，2024年最大用电负荷达到6530万千瓦，依靠现有电力供应能力及省际间临时电力互济已难以满足高峰用电需求，存在较大的电力供应保障缺口。同时，行动方案指出要1)一是提高电力保供能力。2)有效削减用电负荷。3)创新形成新型保供力量。4)提高全民节电意识。5)加强运行调度管理。
2022/6/27	安徽省能源局、国网安徽省电力有限公司联合	《致全省电力用户节约用电倡议书》	今年夏季全省电力供需形势紧张。为保障经济社会平稳运行，以及城乡居民生活用电需求，倡议全社会联合行动，共同做好节约用电工作。一、机关单位率先节电；二、工业企业科学用电；三、商业场所合理用电；四、居民用户节约用电。
2023/12/17	安徽省能源局、安徽省机关事务管理局、国网安徽省电力有限公司联合	《致全省电力用户节约用电倡议书》	进入冬季，受低温天气影响，用电高峰已逐渐到来。为保障电力安全稳定供应和人民群众温暖过冬，倡议全社会共同行动，做好错峰用电、节约用能，助力迎峰度冬保电保供。一、公共机构率先节电。二、工业企业科学用电。三、公共场所合理用电。四、景观照明控制用电。五、居民用户节约用电。

图表：“外电入院”项目梳理

项目名	时间	起止段	年输送能力	状态
新疆昌吉-安徽古泉±1100kV特高压直流输电工程	2019年9月已经投运	起于新疆昌吉，止于安徽省宣城市	2024年向华东输送电量683亿千瓦时	投运
白鹤滩-江苏±800千伏特高压直流输电线路工程	2022年7月建成投运	起于四川省凉山州布拖县，止于江苏省苏州常熟市	额定输送容量800万千瓦，其中安徽或消纳送终端电力100万千瓦	投运
新疆昌吉-安徽古泉±1100kV特高压直流输电工程（新疆皖能英格玛电厂2号机组运行带来输电增量）	2024年12月投入运营	起于新疆昌吉，止于安徽省宣城市	70亿千瓦时（其中30亿千瓦时送往安徽）	投运
陕北—安徽±800千伏特高压直流输电工程	预计2025年底陆续建成	起于陕西省延安市宝塔山换流站，止于安徽省合肥市合州换流站	360亿千瓦时	在建

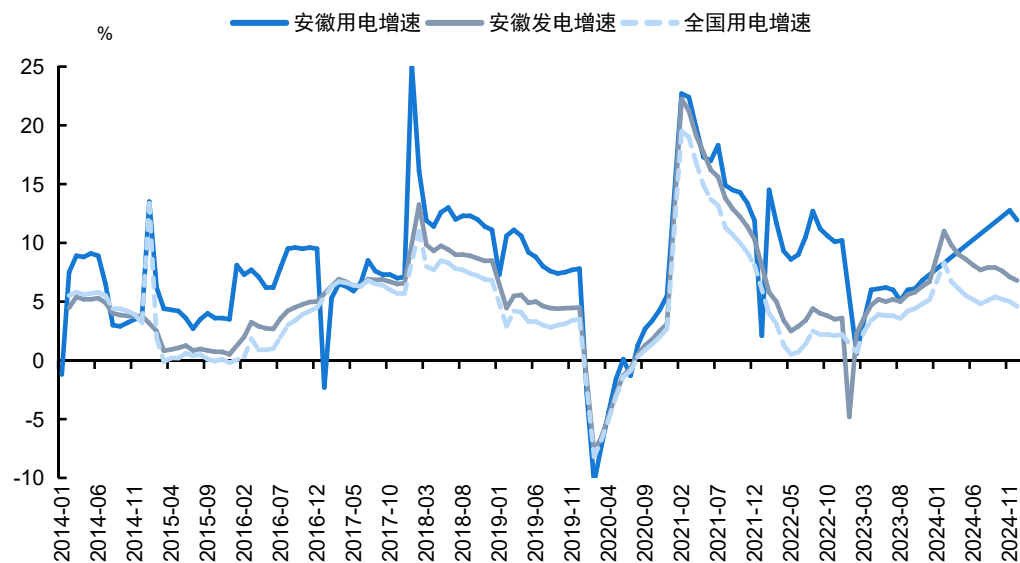
1.2、电量从供给富余到紧张，核心影响因素还是安徽省内用电需求的快速增长

◆ 安徽从电量供给富余到电量紧张，除与皖电东送电量稳步增长以外，更不可忽视的还是安徽省自身用电保持较高速的增长。

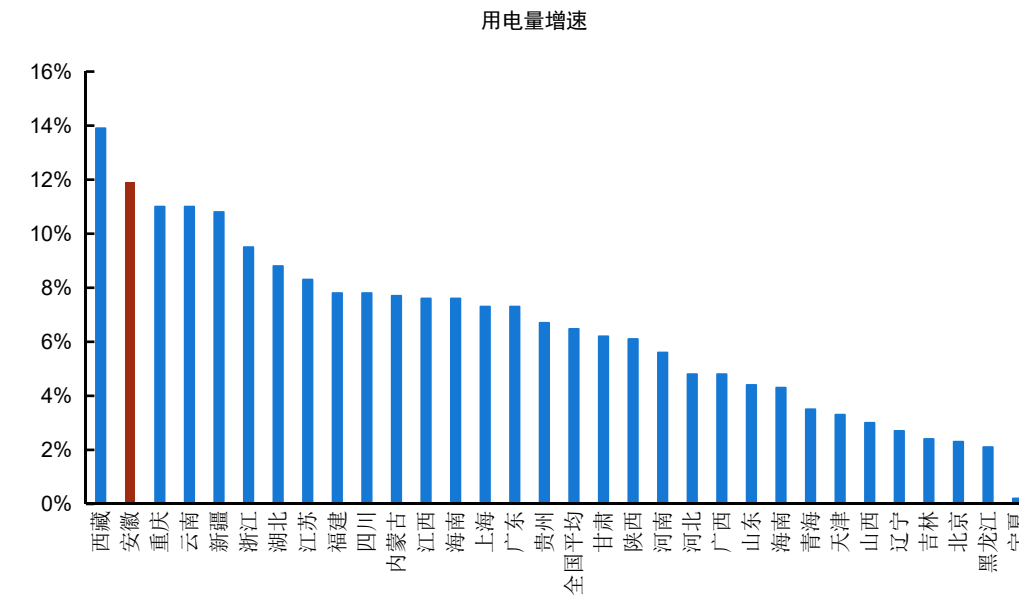
纵向去看，2014年1月-2024年12月，安徽省整体累计用电同比平均增速高于安徽省发电累计同比平均增速，同样高于全国用电累计同比平均增速。

2024年节点横向去看，安徽省用电同比增速11.9%，处于全国第二。

图表：累计用电同比平均增速：安徽高于全国水平(2014/1-2024/12)



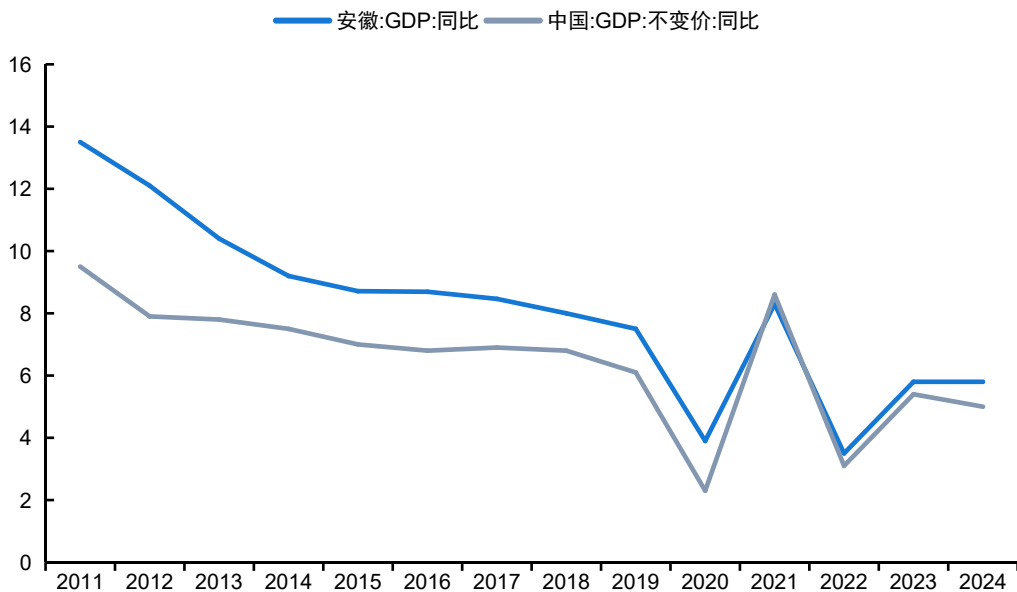
图表：2024年节点来横向对比，安徽省用电同比增速全国第二



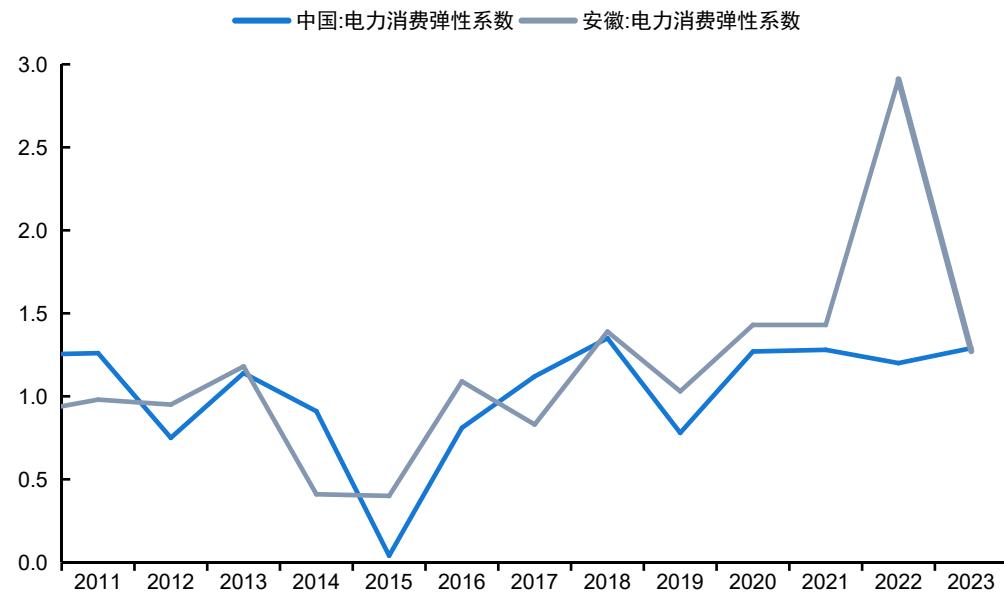
1.2 始终较高的GDP增速与2015年来提升的电力消费弹性系数，共同决定安徽用电需求的增长

- ◆ 安徽省全国领先的用电增速得益于其始终较高的经济发展速度以及2015年以来提升的电力消费弹性系数。
- ◆ 始终较高的GDP增速：2011-2024年（除2021年），安徽省GDP增速均高于全国GDP增速。就2024年来看，安徽省GDP增速位于全国第五，仅小幅低于西藏、新疆、内蒙古、江苏。
- ◆ 2015年来提升的电力消费弹性系数：2015-2022（除2017年）安徽省电力消费弹性系数均高于全国水平。其中2019-2022年，安徽省的领先优势更加明显，安徽省电力消费弹性系数分别为1.03、1.43、1.43、2.91，分别高出全国水平0.25、0.16、0.15、1.71。整体来看，2019年之后，电力消费弹性系数与GDP增速共振更加明显，促进安徽省用电增速的增长。
- ◆ 电力消费系数的提升是多方面导致的，主要系1）二产中高能耗产业的稳定发展提高单位GDP电耗，2）三产用电占比稳定提升。（后文详述）

图表：2011-2024（除2021年）年安徽GDP增速高于全国水平（%）



图表：2015-2022年（除2017）安徽电力消费弹性系数均高于全国水平

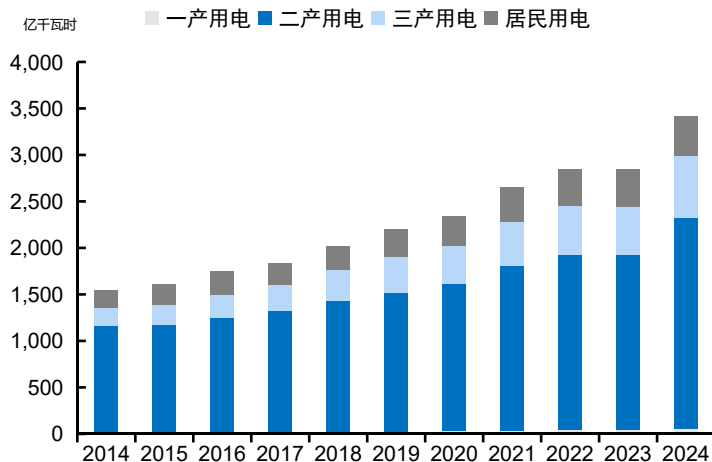


1.3分产业类型看安徽用电增速——短期二产用电高企或是核心驱动，未来三产的影响权重亦会逐步提升

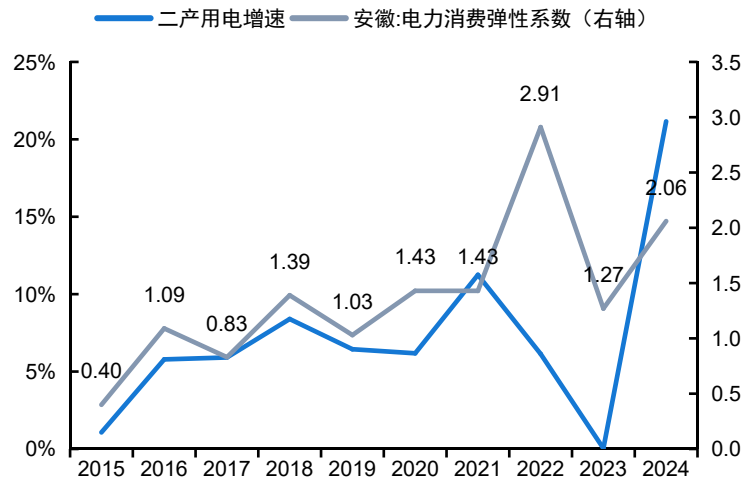
◆ **短期二产用电高企或是关键要素**，从安徽用电结构来看，2015-2024年，二产用电平均占比68%，占据主导地位，2015-2024年累计增量中，二产用电占比62%。故此二产用电增速对整体用电增速的影响更重。

◆ **长期看，由于安徽三产用电占比稳步提升且其增速更高，未来或对用电需求的正向影响更加显著**。2015-2024年三产占比从13%逐步提升至19%，且三产用电该阶段CAGR为13%，高于二产用电的8%和居民用电的7%。未来若三产保持如此较高增速，其对整体用电增速的影响也将愈发重要。

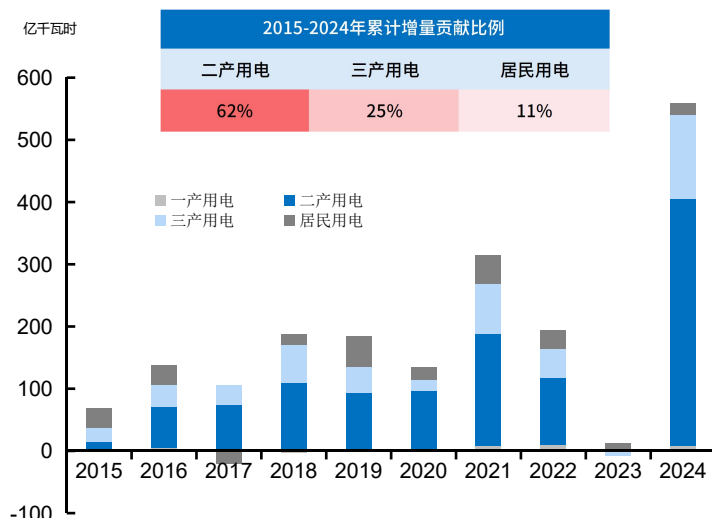
图表：2014-2024年安徽二产用电占据主导地位



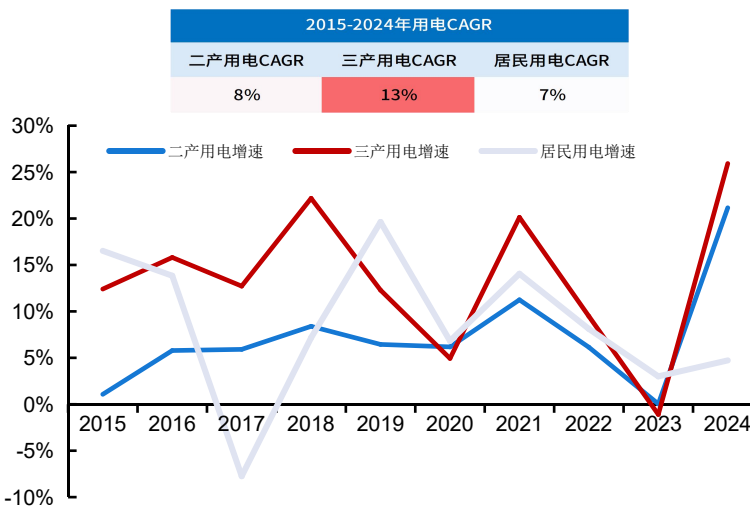
图表：安徽二产用电增速与电力消费弹性系数



图表：安徽用电增量：二产 > 三产 > 居民



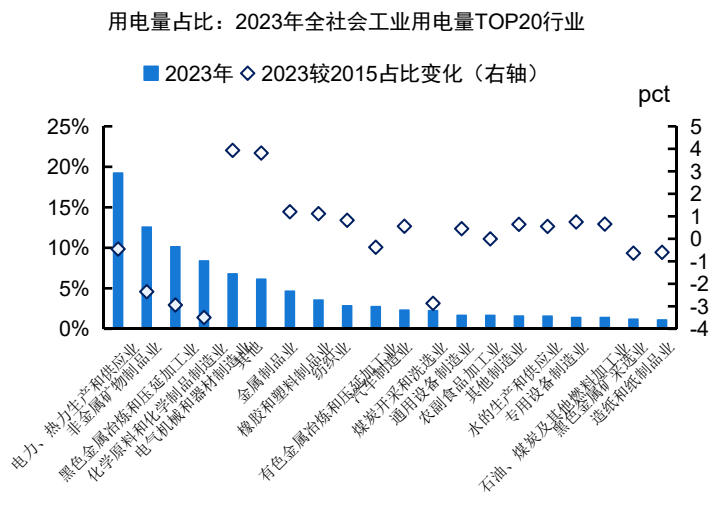
图表：安徽用电增速：三产 > 二产 ≈ 居民



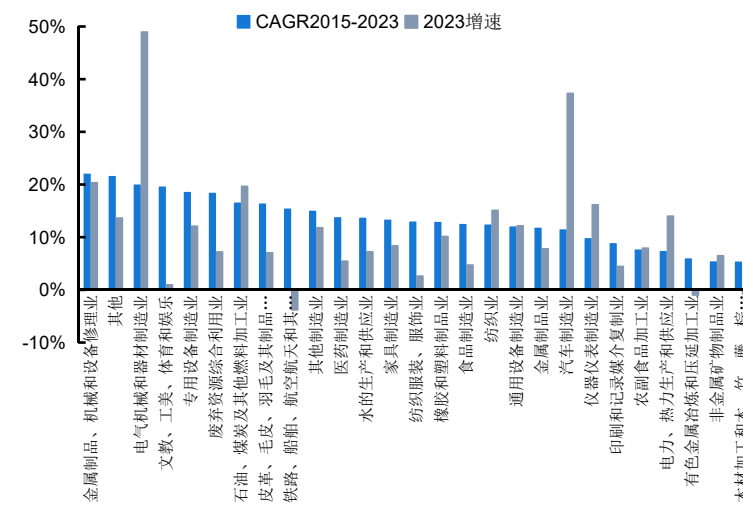
1.4 拆分二产：二产中工业用电占据主导，具体拆分工业，其中高能耗板块+高技术装备制造业主要贡献用电增速

- ◆ 安徽省2022年工业用电占二产用电98%，我们将工业的细分行业用电进行拆分。我们认为主要贡献工业用电增量的大致可以分为两块：
- ◆ 1) 高能耗板块，占比高且稳定贡献用电增量。2023年，高能耗板块用电占比高，如电力热力生产和供应业占比19%、非金属矿物制品业13%、黑色金属冶炼和压延加工业10%、化学原料和化学制品制造业8%、金属制品业占比5%，这些板块不仅占比高且近年用电量稳步增长，如电力热力生产和供应业2015-2023年用电复合增速7%，2023年增速更是提升到14%。
- ◆ 2) 高技术装备制造业，权重与增速双重提升贡献用电增量。高技术装备制造业如电气机械和器材制造业、汽车制造业2023年用电权重分别为7%、2%，分别较2015年权重提升了3.9pct和0.6pct，2023年用电增速分别为49%、37%，显著领先其他行业，用电权重与增速的双重提升，为工业用电贡献较好增量。

图表：2023年安徽工业用电占比Top20细分行业



图表：安徽细分行业用电量增速



图表：2023年安徽工业用电占比Top20细分行业的具体占比及增速数据

	电力、热力生产和供应业	非金属矿物制品业	黑色金属冶炼和压延加工业	化学原料和化学制品制造业	电气机械和器材制造业	金属制品业	橡胶和塑料制品业	纺织业	有色金属冶炼和压延加工业	汽车制造业	煤炭开采和洗选业	通用设备制造业	农副食品加工业	其他制造业	水的生产和供应业	专用设备制造业	石油煤炭及其他燃料加工业	黑色金属矿采选业	造纸和纸制品业
2023年占比	19%	13%	10%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
2023较2015占比变化 (pct)	-0.5	-2.3	-2.9	-3.5	3.9	1.2	1.1	0.8	-0.4	0.6	-2.9	0.5	0.0	0.6	0.7	0.7	-0.6	-0.6	
2023增速	14%	6%	7%	3%	49%	8%	10%	15%	-1%	37%	0%	12%	8%	12%	7%	12%	20%	0%	2%
CAGR2015-2023	7%	5%	4%	3%	20%	12%	13%	12%	6%	11%	-3%	12%	8%	15%	14%	18%	16%	2%	2%
2023年占比*2023年增速	2.7%	0.8%	0.7%	0.2%	3.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%
2023年占比*2015-2023CAGR	1.4%	0.7%	0.4%	0.2%	1.3%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%

- ◆ 我们再对安徽第三产业用电进行拆分：用电增量贡献较多的行业为批发零售业、交通运输仓储和邮政业、公共服务及管理组织。其中批发零售业享受占比提升（2018-2023年占比提升1.7pct）+增速较高的双重提振（2023年增速12%），贡献显著，交通运输仓储和邮政业增速显著领先（2023年增速22%），未来若占比保持提升，其影响权重将更加凸显。公共服务及管理组织增速中等（2023年增速6%），但受益于其在三产整体用电占比最高（2023年占比31%），其用电增量贡献亦较为领先。
- ◆ 根据葛斐等《电力消费弹性系数与产业结构关系研究—以安徽省为例》，三产增加值比重提升会导致电力消费弹性系数提升，我们也以批发零售业为验证，我们用其发电量增速/GDP增速来测算其电力消费弹性系数，得出安徽省批发零售业电力消费弹性系数2019-2023年均值为1.5，高于安徽省整体电力消费弹性系数的1.2。故此，随着安徽省三产比例的逐步提升（前文已述），其对安徽省电力消费弹性系数以及用电增速的积极影响也会逐步凸显。

图表：2023年安徽第三产业用电细分行业拆分

	公共服务及管理组织	批发和零售业	交通运输、仓储和邮政业	房地产业	信息传输、软件和信息技术服务业	住宿和餐饮业	租赁和商务服务业	其他	金融业
2023年占比	31%	25%	13%	12%	7%	6%	3%	2%	2%
2023较2018占比变化 (pct)	-3.3	1.7	0.7	1.2	0.7	-0.7	-0.3	0.1	-0.1
2023增速	6%	12%	22%	8%	8%	12%	5%	10%	2%
CAGR2018-2023	9%	13%	13%	14%	14%	9%	9%	12%	10%
2023年占比*2023年增速	2%	3%	3%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
2023年占比*2018-2023CAGR	3%	3%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%

1.6 2025-2027年安徽用电预测——预计2025-2027年用电CAGR约为9.2%

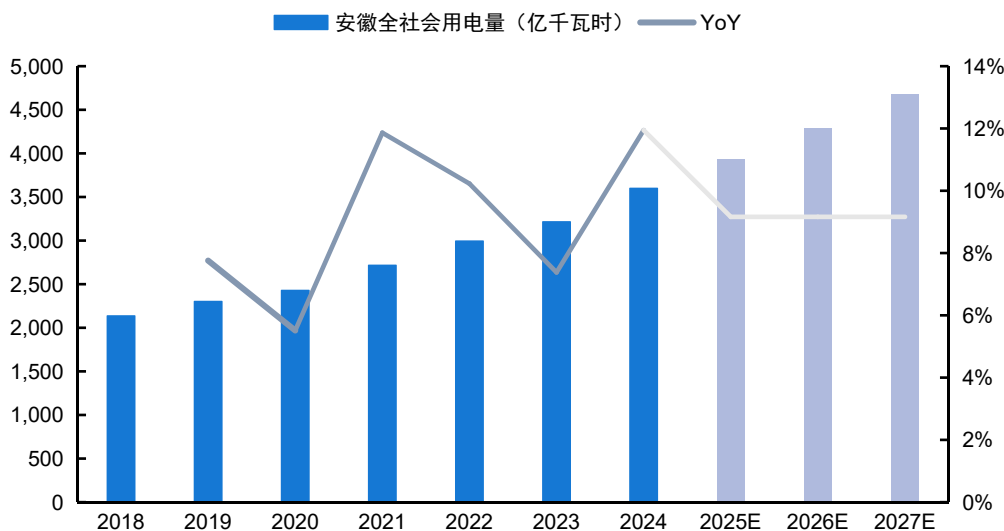
- ◆ **方法：**预测用电增速=预测GDP增速*预测电力弹性系数
- ◆ **结论：**基于假设，我们预测安徽省2025-2027年全社会用电为3928亿千瓦时、4288亿千瓦时、4680亿千瓦时，CAGR约为+9.2%。

- ◆ **涉及到的核心假设：**
- ◆ **GDP部分：**2025年GDP增速假设为5.5%（政府工作目标提出2025年要5.5%+），2026、2027则维持该水平。

- ◆ **电力消费弹性系数部分：**2025年我们取2023-2024年两年均值1.67（基数问题导致2023年较低、2024较高，故此取两年平均）。2026-2027则假设维持1.67不变。

- ◆ **整体需求侧假设或中性偏保守**（GDP增速取政府GDP增速目标的下限值，电力消费弹性系数取过去两年平均，而忽略了包括三产占比提升+高能耗产业稳步发展+新兴产业如电气机械设备、新能源汽车等快速发展带来的向上驱动），故此未来三年的用电CAGR为+9.2%，较2021年的+11.9%、2022年的+10.2%、2024年的+11.9%都要低，而较保守的需求侧假设亦是想验证安徽省火电发电利用小时数能否在用电增速放缓（假设）、供给压力增加的背景下维持高位。（后文将详细展示供给侧）

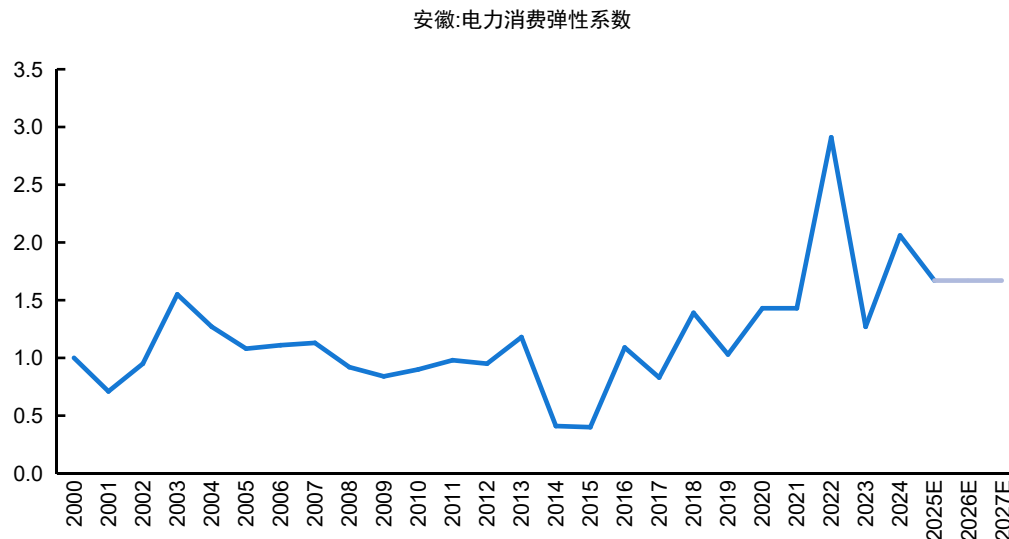
图表：安徽省全社会用电量及增速（2025-2027年为预测值）



图表：安徽省GDP增速与电力消费弹性系数假设（浅蓝色区域）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
安徽全社会用电量 (亿千瓦时)	2,135	2,301	2,428	2,715	2,993	3,214	3,598	3,928	4,288	4,680
YoY		7.8%	5.5%	11.9%	10.2%	7.4%	11.9%	9.2%	9.2%	9.2%
安徽GDP增速	8.0%	7.5%	3.9%	8.3%	3.5%	5.8%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
电力消费弹性系数	1.39	1.03	1.41	1.43	2.92	1.27	2.06	1.67	1.67	1.67

图表：安徽电力消费弹性系数假设



1

安徽过去电力需求解析以及未来用电需求测算

2

安徽未来电量供给测算

3

安徽电量供需平衡表

4

新集能源煤电投产增厚业绩

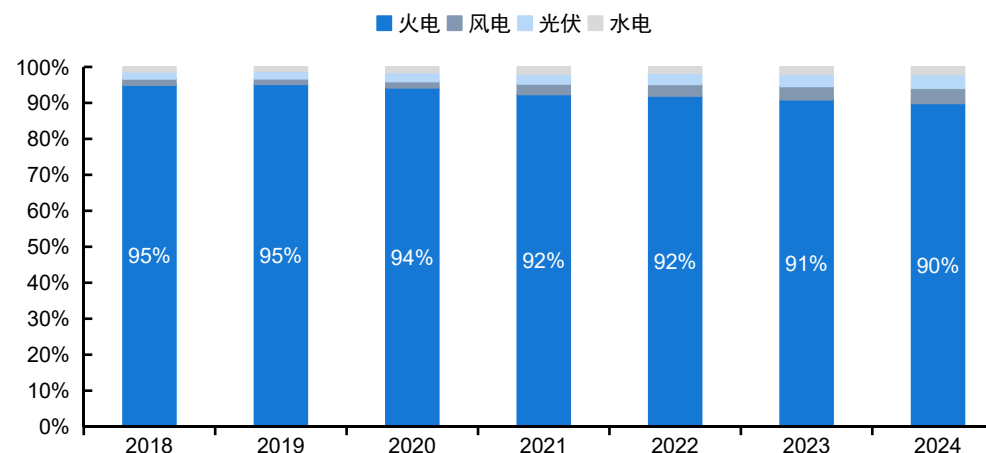
5

投资建议及风险提示

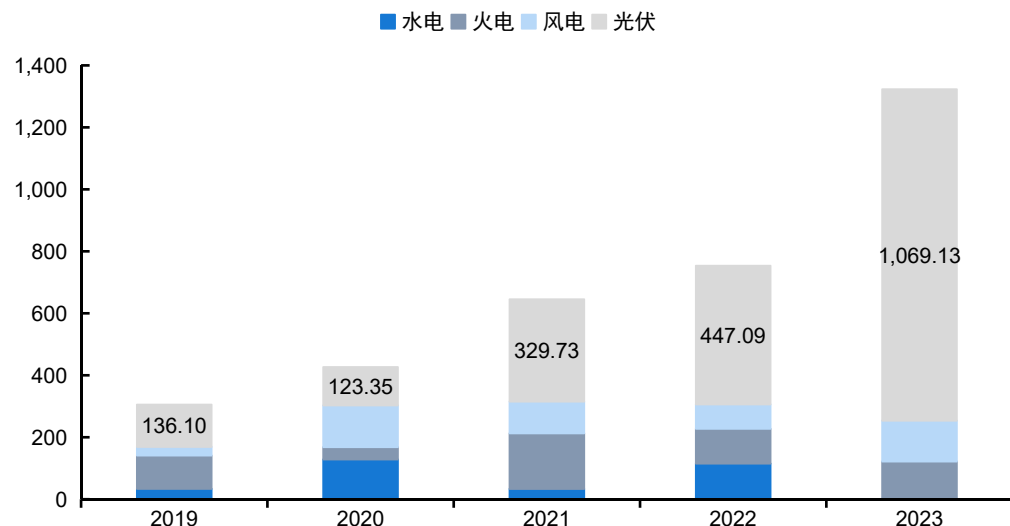
2.1 安徽电量供给结构——从电量供应来看，火电（核心）、外省输入电为主要部分

- ◆ 2021-2024年安徽电量供给中，输入电量约占14-15%，剩下为自有发电。
- ◆ 在自有发电中，安徽仍以火电发电为主，2021-2024年维持在90%-92%左右。风电、光伏、水电分别在2024年占比4%、4%、2%。

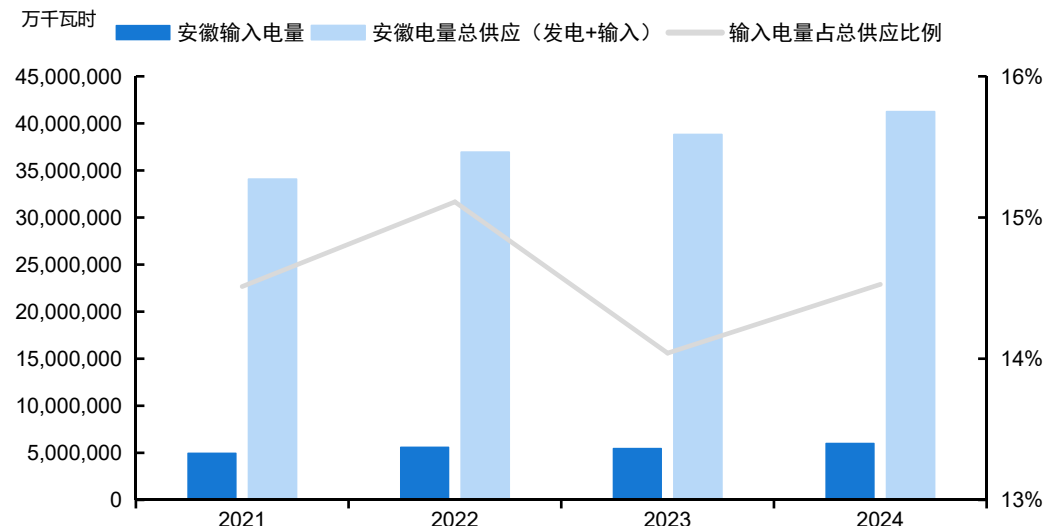
图表：安徽发电结构以火电为主，2024年占比90%



图表：安徽新能源电源中，2019-2023年光伏新增装机较多（万千瓦）



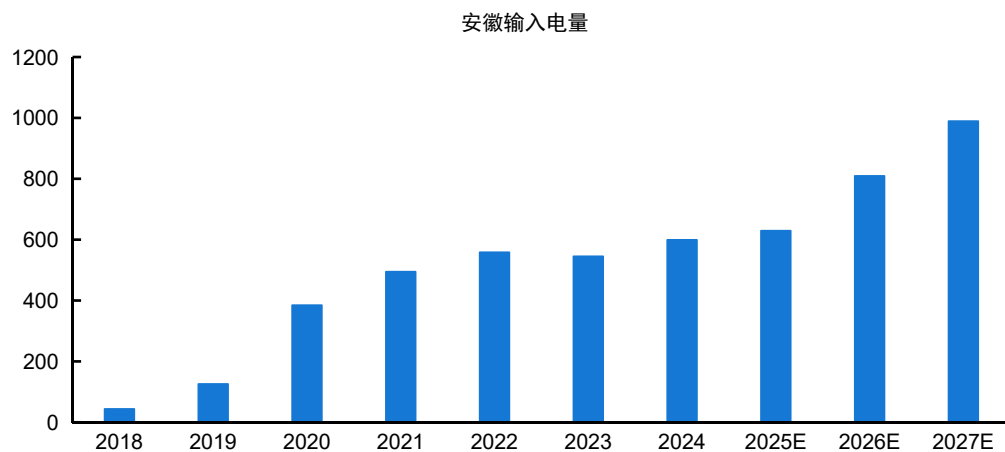
图表：2021-2024年输入电量贡献总供应量（发电+输入）约14-15%



2.2 未来火电新增装机投产有多少？外省输入电增量有多少？

- ◆ 火电部分：根据我们的不完全统计，2024-2027年安徽省火电规划装机共有1694万千瓦，占2023年安徽省火电装机容量5973万千瓦的28%。可见在安徽省步入电量紧缺阶段后，火电的核准开工建设有所提速。若根据项目的预计投产时间动态调整各年份对应的投产增量，我们大致预计2025-2027年，安徽省火电装机增量分别为387.5万千瓦、524.5万千瓦、493.5万千瓦。主要的增量供给压力或在2026年。
- ◆ 外省输入电部分：外省输电的增量主要看两个方面：一是看新建特高压项目投产带来的输电增量（核心），二是存量特高压配套电源的扩容。在前文我们已对外电入皖项目做了梳理，目前主要的特高压直流工程是2019年投运的昌吉-古泉项目，该项目随着新疆皖能英格玛电厂2号机组于2024年12月运行，或有年输电增量70亿千瓦时，其中约30亿千瓦时将送往安徽。另外，核心的外输电增量还是在新建特高压陕北-安徽±800千伏特高压直流输电工程项目，预计该项目2025年底陆续建成，年输电能力360亿千瓦时。我们假设其2026年，也就是投产首年，向安徽输电达180亿千瓦时（年输电能力的50%），2027年满产。

图表：外省向安徽输电量及预测（亿千瓦时）



1

安徽过去电力需求解析以及未来用电需求测算

2

安徽未来电量供给测算

3

安徽电量供需平衡表

4

新集能源煤电投产增厚业绩

5

投资建议及风险提示

3.1 安徽电量供需平衡表：预计2025-2027年，安徽火电利用小时数依然优于其2018-2021年水平，也优于2024年全国水平

◆ 方法：

假设供需平衡，那么预测火电利用小时数=（自上而下所推出的预测用电量—预测优先发电量）/预测火电装机。（预测优先发电量为预测风光水发电量+预测外省入皖电量）

◆ 核心假设：

需求部分前文已述，此处不再赘述。

供给部分：

外省调入：根据陕北-安徽特高压项目2025年底陆续建成，假设2026年-2027年各贡献增量电量180亿千瓦时。

火电装机根据规划项目具体投产时间调整得来，假设2025-2027年火电装机增量为387.5万千瓦、524.5万千瓦、493.5万千瓦。

风光装机则以2023-2024年新增装机的两年平均作为2025-2027年的装机增量，对应风电装机每年增量为154万千瓦，光伏装机每年增量为1079万千瓦，该假设所对应的新增装机较2021-2024年历史数据来看属较高水平。水电装机由于近两年并不多，故我们假设未来三年装机量保持不变。

利用小时数则均取两年平均。

◆ 结论：

由此倒推出来的2025E-2027E火电利用小时数分别为5086小时、4892小时、4787小时，整体仍优于2018-2021年利用小时水平，也优于2024年全国火电利用小时数水平（2024年全国火电发电设备利用小时数4400小时，煤电利用小时数为4628小时），我们认为在此情形下，安徽省火电的电价或存在较好的支撑。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
安徽全社会用电量（亿千瓦时）	2,135	2,301	2,428	2,715	2,993	3,214	3598	3928	4288	4680
YoY		7.8%	5.5%	11.9%	10.2%	7.4%	11.9%	9.2%	9.2%	9.2%
安徽GDP增速	8.0%	7.5%	3.9%	8.3%	3.5%	5.8%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
电力消费弹性系数	1.39	1.03	1.41	1.43	2.92	1.27	2.06	1.67	1.67	1.67
调出（亿千瓦时）	574	638	684	778	799	824	827	827	827	827
发电量（亿千瓦时）	2,623	2,769	2,682	2,912	3,135	3,336	3,524	3,826	4,006	4,219
优先发电（水风光）	131	132	154	222	252	303	356	418	471	524
调入（亿千瓦时）	43	125	384	494	558	545	599	629	809	989
其他电量供应	43	44	46	87	99	157	302	300	300	300
水电（亿千瓦时）	35	30	41	56	53	68	73	73	73	73
YoY		-15%	36%	37%	-5%	29%	7%	0%	0%	0%
火电（亿千瓦时）	2,491	2,637	2,527	2,690	2,883	3,033	3,168	3,408	3,535	3,695
YoY		6%	-4%	6%	7%	5%	4%	8%	4%	5%
风电（亿千瓦时）	45	42	47	86	102	123	148	169	186	203
YoY		-6%	11%	82%	19%	21%	20%	14%	10%	9%
光伏（亿千瓦时）	51	60	67	80	97	111	134	177	212	248
YoY		17%	12%	20%	21%	14%	21%	32%	20%	17%
装机容量（万千瓦）										
水电	312	345	474	507	622	624	633	633	633	633
		34	128	33	115	1	9	0	0	0
火电	5,413	5,521	5,561	5,740	5,853	5,973	6,313	6,701	7,225	7,719
		108	40	179	112	121	340	388	525	494
风电	246	274	409	511	590	722	899	1,003	1,107	1,211
		28	135	102	79	132	177	154	154	154
光伏	1,118	1,254	1,377	1,707	2,154	3,223	4,311	5,390	6,468	7,547
		136	123	330	447	1,069	1,088	1,079	1,079	1,079
利用小时数（小时）										
水电	1128.86	868.558	858.903	1,098	848	1,090	1,153	1,122	1,122	1,122
火电	4602.05	4776.62	4544.82	4,687	4,926	5,078	5,019	5,086	4,892	4,787
风电	1834.79	1546.2	1149.31	1,674	1,727	1,709	1,651	1,680	1,680	1,680
光伏	456.974	477.016	484.448	470	452	345	312	328	328	328

1

安徽过去电力需求解析以及未来用电需求测算

2

安徽未来电量供给测算

3

安徽电量供需平衡表

4

新集能源煤电投产增厚业绩

5

投资建议及风险提示

4.1 重点公司推荐：新集能源，安徽煤电一体企业，在建权益装机容量315万千瓦

新集能源，安徽省煤电一体化企业。截至2024年，电力业务占其毛利结构18%，剩余为煤炭业务。

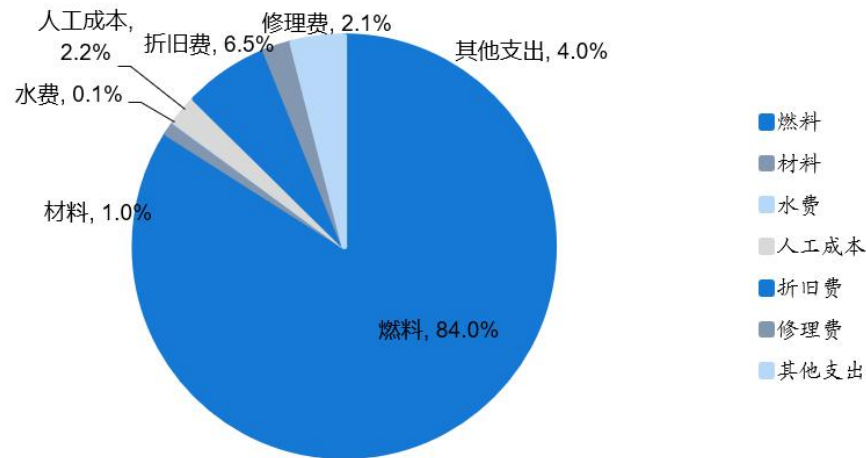
公司火电权益装机容量563.01万千瓦，其中在建权益装机容量约315万千瓦。截至2025年2月，公司控股板集电厂（一期2×100万千瓦、二期2×66万千瓦）、上饶电厂（2×100万千瓦）、滁州电厂（2×66万千瓦）、六安电厂（2×66万千瓦），全资新集一电厂、新集二电厂两个低热值电厂，控股装机容量为798.4万千瓦；参股宣城电厂（1×63+1×66万千瓦），装机容量129万千瓦。合计权益装机容量563.01万千瓦。其中，公司目前正在投资建设3座燃煤电厂，分别是：上饶电厂项目：项目位于江西省上饶市，规划建设2×1000MW超超临界燃煤发电机组，于2024年3月份正式开工建设，计划2026年双机建成投运。滁州电厂项目：项目位于安徽省滁州市，规划建设2×660MW超超临界燃煤发电机组，于2024年3月份正式开工建设，计划2026年建成投运。六安电厂项目：项目位于安徽省六安市裕安区，规划建设2×660MW超超临界燃煤发电机组。项目已于2024年6月份正式开工建设，2026年双机建成投运。

一体化经营深化。目前公司电厂煤炭自供率40%，假设未来公司电厂全部使用自供煤，预计煤炭自供率或将达到90%，上下游一体化程度进一步加深，将大幅降低公司煤电业务对煤价的敏感性、保障盈利稳定。同时，公司还在2018年成立了中煤（安徽）售电有限公司，进军下游售电领域，直接对接用电客户，形成了上游煤炭采选—中游发电—下游售电的一体化产业链完整布局。

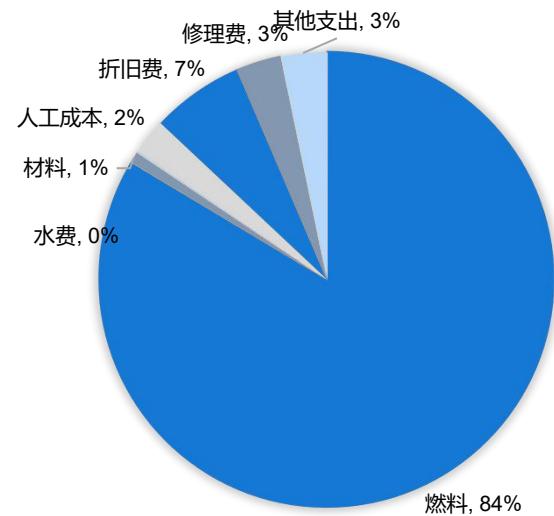
4.2、新集能源电力业务成本结构中燃料成本占比高，未来自供率提高有利于保障盈利水平

从成本结构看来，燃料成本占比最高，2023-2024年占比在84%附近，对公司电力业务盈利能力影响最大，其次是折旧费以及修理费等。未来公司煤炭自供率如果达到90%（当前为40%），将大幅降低公司煤电业务对煤价的敏感性，保障电力业务的盈利水平。

图表：2023年燃料成本占比84%



图表：2024年燃料成本占比84%



4.3、2024年随着板集电厂二期双机组投运，发电量提升约25亿度电，同比+23.8%

利辛电厂一期：公司当前主要在运机组，是安徽省首个百万千瓦级煤电一体化项目，也是中煤集团首个百万千瓦级坑口电站项目，一期工程为2×1000MW超超临界燃煤高效发电机组，项目于2014年12月开工建设，1、2号机组分别于2016年8月、10月投入运行。

利辛电厂二期：2021年1月，安徽发改委核准批复了利辛板集电厂二期项目，扩建2台660MW超超临界燃煤发电机组，项目选址位于亳州市利辛县胡集镇和新张集乡，设备年利用小时数5000小时，建成后年发电量约为70亿度，工程计划总投资537488万元。两台机组分别于2024年8月31日、9月30日完成168小时满负荷试运行，转入商业化运营。

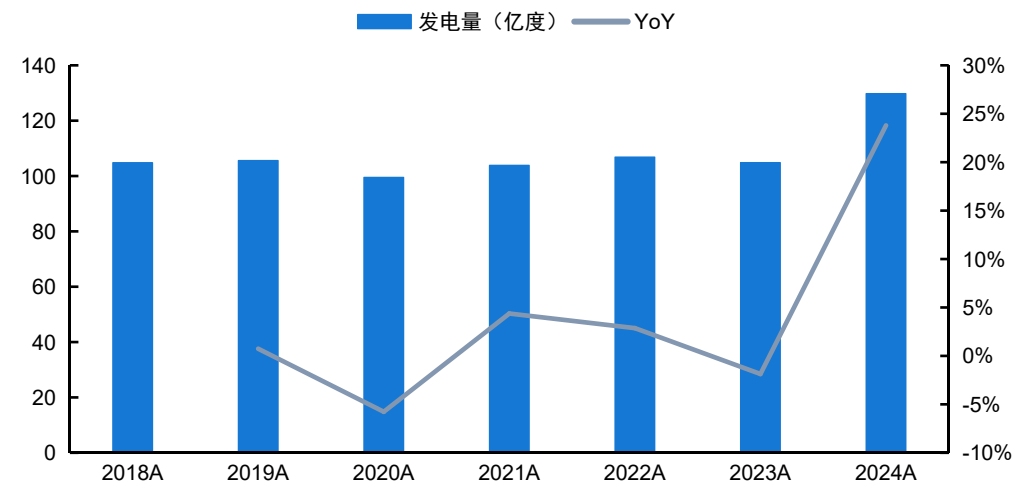
发电量方面，2020-2022年利辛电厂发电量稳中有升，从99.5亿度电提高至2022年的106.8亿度电，而2023年，受调峰和机组检修影响，发电量同比出现回落，2023年发电量为104.8亿度电，同比下降2%。2024年，随着板集电厂二期双机组投运，发电量提升约25亿度电，同比+23.79%。

图表：利辛电厂（一期）安全稳定运营多年



资料来源：公司公告、公司官网、国海证券研究所

图表：2024年随板集电厂二期投运，发电量同比增长



请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

4.4、预计未来四座新建电厂（包含未完全的达产的板集二期）合计归母净利润贡献近4.86亿元

2024年板集电厂实现净利润近8.6亿元（利润总额），按照全年发售电量122亿度电计算，大致度电税前净利润在7分，若扣除25%所得税，度电净利润在5分3厘左右，考虑55%权益比例后，全年对应归母净利润约贡献3.5亿元。宣城电厂，不并表，2024年净利润1.88亿元，考虑49%权益后，对应归母贡献在0.92亿元。

新建电厂方面，结合各电厂较板集电厂一期新增的运费后，计算出四座新建电厂（包含未完全达产的板集二期电厂）度电税前净利大致分布在0.016-0.06元/度，其中假设上饶电厂当地电价较安徽高2分钱，并假设公司在建电厂度电净利润随安徽电价下调2分钱，并考虑煤价下降对成本的增厚大致为1分钱，预计四座新建电厂（包含未完全达产的板集二期）完全达产后，归母净利润增量合计达到4.86亿元左右。

1

安徽过去电力需求解析以及未来用电需求测算

2

安徽未来电量供给测算

3

安徽电力供需平衡表

4

新集能源煤电投产增厚业绩

5

投资建议及风险提示

(1) 公司安全生产有序，我们预计商品煤产销量将小幅上涨，预计公司2025/2026/2027年商品煤销量为1944/1953/1973万吨。

(2) 2024年公司热值持续改善，假设2025年热值继续提升并考虑2025年目前煤价弱势震荡，我们预计2025/2026/2027年公司商品煤单位价格分别为560/566/571元/吨。成本方面，2024年成本保持相对稳定，我们预计2025/2026/2027年公司商品煤单位成本分别为332/329/325元/吨。

(3) 利辛电厂二期于2024年建成投产，预计2025年达产，另外预计2026年上饶电厂、六安、滁州电厂建成，2027年全部达产，由此我们预测2025/2026/2027年公司发电量为167/260/400亿千瓦时，上网电量为159/246/379亿千瓦时。考虑公司多为自供煤，成本稳定。电价方面，根据2025年安徽省年度双边协商电价有所下调从而对公司度电售价同步调整。

我们预测公司2025-2027年营业收入分别为132/146/176亿元，同比增长3%/11%/20%，归属于母公司的净利润分别为23.0/26.5/31.6亿元，同比-3.7%/+15.2%/+18.9%，折合EPS分别是0.89/1.02/1.22元/股，对应2025年4月3日股价PE分别为7.7/6.7/5.6x。考虑公司电力业务有增量（拥有在建权益装机容量315万千瓦，预计2026年投产）且安徽电量供需偏紧、公司电价存在支撑下，维持公司“买入”评级。

5.1、盈利预测与评级

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12727	13170	14591	17573
增长率(%)	-1	3	11	20
归母净利润（百万元）	2393	2304	2654	3156
增长率(%)	13	-4	15	19
摊薄每股收益（元）	0.92	0.89	1.02	1.22
ROE (%)	15	13	13	14
P/E	7.77	7.71	6.70	5.63
P/B	1.20	1.01	0.89	0.77
P/S	1.46	1.35	1.22	1.01
EV/EBITDA	6.20	5.65	4.76	5.07

资料来源：Wind、国海证券研究所

- ◆ 1) 经济增速不及预期风险。房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- ◆ 2) 政策调控力度超预期的风险。供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- ◆ 3) 可再生能源持续替代风险。国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。
- ◆ 4) 煤炭进口影响风险。随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- ◆ 5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。包括煤价扰动或在建项目投产不及预期带来的风险。
- ◆ 6) 新增装机统计或有误差，以实际情况为准。包括且不限于存在投产时间与预期不符以及未考虑在内的新增装机。
- ◆ 7) 测算含有主观假设或存在一定误差，以实际情况为准。包含且不限于煤价、电价的超预期波动对业绩测算的影响。

新集能源盈利预测表

证券代码： 601918

股价： 6.86

投资评级： 买入(维持)

日期： 20250403

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2326	2555	4314	6813	营业收入	12727	13170	14591	17573	每股指标				
应收款项	1019	881	976	1175	营业成本	7289	7463	8065	9982	EPS	0.92	0.89	1.02	1.22
存货净额	308	287	310	384	营业税金及附加	446	428	474	571	BVPS	6.01	6.81	7.75	8.86
其他流动资产	381	384	397	448	销售费用	58	60	66	80	估值				
流动资产合计	4033	4107	5997	8820	管理费用	841	790	875	1054	P/E	7.8	7.7	6.7	5.6
固定资产	26017	27103	28798	30216	财务费用	503	815	825	649	P/B	1.2	1.0	0.9	0.8
在建工程	2365	2880	2641	3073	其他费用/(-收入)	1	4	5	5	P/S	1.5	1.3	1.2	1.0
无形资产及其他	11392	11752	12112	12112	营业利润	3729	3762	4447	5232	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	860	910	960	1010	营业外净收支	-2	48	48	0	盈利能力				
资产总计	44666	46751	50507	55231	利润总额	3726	3810	4496	5232	ROE	15%	13%	13%	14%
短期借款	1391	1451	1506	1564	所得税费用	1043	1067	1259	1500	毛利率	43%	43%	45%	43%
应付款项	3177	2302	2487	3079	净利润	2683	2743	3237	3731	期间费率	11%	13%	12%	10%
合同负债	138	132	146	176	少数股东损益	290	439	583	576	销售净利率	19%	17%	18%	18%
其他流动负债	5187	5268	5481	6079	归属于母公司净利润	2393	2304	2654	3156	成长能力				
流动负债合计	9893	9153	9621	10898	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	收入增长率	-1%	3%	11%	20%
长期借款及应付债券	14508	14808	15108	15108	经营活动现金流	3458	4078	5644	5510	利润增长率	13%	-4%	15%	19%
其他长期负债	2850	2840	2830	2830	净利润	2393	2304	2654	3156	营运能力				
长期负债合计	17358	17648	17938	17938	少数股东损益	290	439	583	576	总资产周转率	0.31	0.29	0.30	0.33
负债合计	27251	26801	27558	28835	折旧摊销	1554	1458	1605	149	应收账款周转率	13.56	13.87	15.72	16.34
股本	2591	2591	2591	2591	公允价值变动	-10	0	0	0	存货周转率	24.06	25.09	27.00	28.75
股东权益	17415	19951	22949	26396	营运资金变动	-1151	-646	281	896	偿债能力				
负债和股东权益总计	44666	46751	50507	55231	投资活动现金流	-7007	-3287	-3271	-2050	资产负债率	61%	57%	55%	52%
					资本支出	-7015	-2964	-2963	-2000	流动比	0.41	0.45	0.62	0.81
					长期投资	0	-55	-55	-50	速动比	0.35	0.39	0.57	0.75
					其他	7	-268	-253	0					
					筹资活动现金流	4200	-567	-619	-960					
					债务融资	4831	350	345	58					
					权益融资	366	0	0	0					
					其它	-998	-918	-964	-1018					
					现金净增加额	650	224	1754	2500					

能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验
王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验
张益，能源开采行业研究助理，伦敦国王学院银行与金融硕士，2年期货行业研究经验

分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597