

能源开采行业深度专题： 煤价中枢看涨&化工高景气度背景下三家弹性煤化企业对比

评级：推荐（维持）

陈晨（证券分析师）

S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

徐萌（联系人）

S0350125070001

xum02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	3.6%	7.2%	38.6%
沪深300	0.2%	3.6%	24.2%

相关报告

《煤炭开采行业周报：矿难叠加六月安全生产月、供应趋紧或超市场预期，煤价依然处于稳中上涨通道（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-06-01

《煤炭开采行业周报：预期改变，供给扰动叠加旺季来临、预计6月煤价偏强运行（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-05-24

《煤炭开采行业4月数据全面解读：供需存缺口，港口库存去化显著，重视煤炭板块配置价值（推荐）*煤炭开采*陈晨》——2026-05-19

核心提要

- 本篇报告解决了以下核心问题：本文在煤价中枢看涨&化工高景气度背景下，对于三家弹性煤化企业进行基本面及煤/化/其他业务的对比，展现各自优势。
- **（一）基本信息与财务指标对比：**
 - ✓ **业务结构差异：**（1）不同地区国资控股企业，对于以煤为主的一体化产业链均有布局；（2）从2019-2025来看，三者营收及毛利贡献均以煤为主，化工方面兰花科创占比最高，甘肃能化逐渐起量，昊华能源实现扭亏；（3）从2022-2025来看，甘肃能化第三业务电力度电毛利有修复，昊华能源第三业务铁路均录得正贡献。
 - ✓ **整体来看盈利能力：**三家企业营收与归母净利润均受市场煤价影响而波动较大，其中兰花科创与昊华能源化工业务亦受化工品价格波动影响。
 - ✓ **分红方面：**三家公司年度现金分红比例2019-2024年来看均有波动，其中昊华能源自2021年起至2025年分红比例逐年提升（主要系现金流相对平稳、资本支出相对可控、现金流量中债务利息占用相对更小），兰花科创与甘肃能化则以稳为主。
- **（二）煤炭业务对比：2026年煤价中枢预期上涨，煤种结构中多为无烟煤的兰花科创业绩弹性相对更大，昊华能源与甘肃能化弹性次之但亦佳**
 - ✓ 本文从产能、量价本利等方面对三家公司煤炭业务进行对比分析，产能方面，兰花科创（在产核定产能1500万吨）主要为无烟煤，甘肃能化（在产核定产能2014万吨）、昊华能源（在产核定产能1930万吨）主要为不粘煤，其中甘肃能化合计核定产能为三家企业中最高，昊华能源具有相对较高的单矿产能，甘肃能化及兰花科创仍有量增空间（依次为300万吨、90万吨）。2025年市场煤价承压背景下，据我们测算，甘肃能化、兰花科创、昊华能源吨煤税后净利润分别为-27.1/-15.1/38.7元/吨，利润走势有分化源于成本管控成效不同，其中昊华能源吨煤成本中多个细分项实现降本助力其2025年吨煤实现盈利。
 - ✓ 根据2025年各公司情况进行测算，以动力煤市场煤价800、900、1000元/吨设定情景假设，各情境下，甘肃能化煤炭板块权益净利润为5-13-21亿元，兰花科创煤炭板块权益净利润为4-12-20亿元，昊华能源煤炭板块权益净利润为14-21-28亿元，三家公司均具有高业绩弹性。
- **（三）化工业务对比：煤头化工品景气度提升，当前具有甲醇业务的昊华能源化工业绩存在继续改善预期**
 - ✓ 本文从产能、量价本利等方面对三家公司化工业务进行对比分析，产能方面，甘肃能化化工产品相对多元（主要年产能包括稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥25万吨、30万吨合成氨、35万吨尿素），昊华能源则深耕于甲醇品种（年产能40万吨），兰花科创化工产品产能合计更大（年产能尿素约100万吨+二甲醚20万吨+己内酰胺14万吨）；未来增量方面，甘肃能化内生及外延均有增量，兰花科创尿素业务仍有量增空间。经营方面，兰花科创化工业务2025年化工品合计产销量最大，甘肃能化未来发展空间更大（内生+外延），昊华能源逐步实现业绩改善（2025年以降本实现经营性扭亏，经测算该年单位毛利及单位净利润分别同比+352%/+331元/吨，单位毛利转正为145元/吨）。
 - ✓ 根据2025年昊华能源公司情况进行测算，以现货价+25%/+30%/+35%设定情景假设，各情境下，昊华能源甲醇业务权益净利润为1.3-1.7-2.1亿元，分别2025年基准情况测算值+258%/+329%/+400%，具有高业绩弹性。
- **（四）投资建议及行业评级：煤炭业务方面，三家公司业绩弹性均佳，2026年国际形势影响下国内煤价中枢看涨，三家公司煤炭业绩弹性值得关注；化工业务方面，国际形势影响下国际油价高位运行，产业替代之下煤头化工品景气度提升，当前具有甲醇业务的昊华能源业绩存在继续改善预期。行业整体看，煤炭开采行业供应端约束逻辑未变，需求端可能阶段性起伏波动，价格亦呈现一定震荡和动态再平衡。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。**
- **（五）风险提示：**1）煤炭价格波动超预期风险；2）煤炭进口影响风险；3）在建项目投产不及预期风险；4）测算误差风险；5）环保监管超预期风险；6）全球贸易摩擦风险；7）重点关注公司业绩不及预期风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2026/6/5 股价（元）	EPS			PE			投资 评级
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601101. SH	昊华能源	13.53	0.36	0.94	1.19	37.6	14.4	11.4	买入
000552. SZ	甘肃能化	2.89	-0.04	0.09	0.16	-72.3	30.7	17.8	增持
600123. SH	兰花科创	7.35	-0.37	0.32	0.49	-20.1	22.7	14.9	-
1277. HK	力量发展	1.68	0.11	0.22	0.28	15.8	7.8	5.9	买入
601088. SH	中国神华	48.52	2.66	2.69	2.82	18.2	18.1	17.2	买入
601225. SH	陕西煤业	27.14	1.73	2.02	2.21	15.7	13.4	12.3	买入
600188. SH	兖矿能源	25.05	0.84	1.83	1.92	29.8	13.7	13.0	买入
601898. SH	中煤能源	16.84	1.35	1.62	1.79	12.5	10.4	9.4	买入
600546. SH	山煤国际	14.11	0.59	1.03	1.11	23.9	13.7	12.7	增持
600256. SH	广汇能源	6.74	0.21	0.50	0.74	32.5	13.4	9.1	买入
601699. SH	潞安环能	18.80	0.37	1.16	1.50	50.8	16.2	12.6	增持
000983. SZ	山西焦煤	7.79	0.21	0.68	0.76	36.8	11.4	10.3	增持
600348. SH	华阳股份	9.77	0.43	0.56	0.71	22.7	17.4	13.9	买入
000933. SZ	神火股份	27.80	1.81	3.55	3.85	15.4	7.8	7.2	买入
600985. SH	淮北矿业	17.09	0.56	1.16	1.61	30.5	14.7	10.6	买入
601666. SH	平煤股份	9.67	0.09	0.60	0.81	103.4	16.1	11.9	增持
601918. SH	新集能源	10.66	0.83	0.94	1.04	12.9	11.4	10.3	买入
601001. SH	晋控煤业	22.00	1.09	1.60	1.82	20.2	13.8	12.1	买入
002128. SZ	电投能源	29.02	2.42	2.55	2.80	12.0	11.4	10.4	买入

1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

化工业务对比

4

其他业绩贡献较多的业务对比

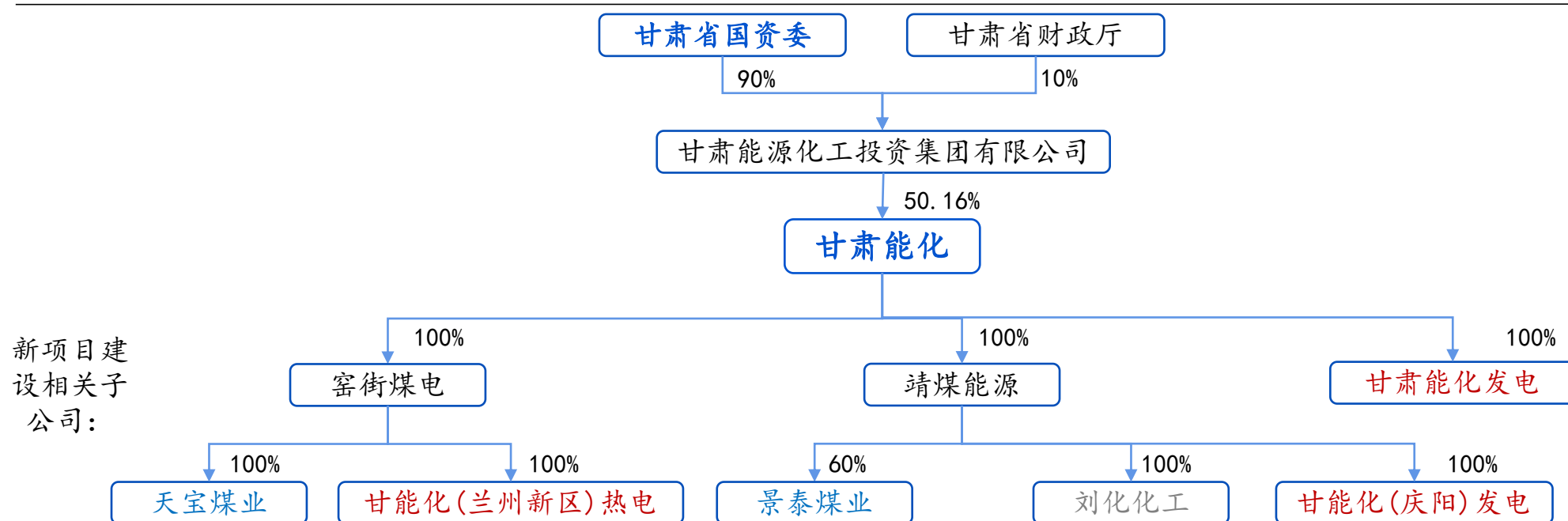
5

投资建议、行业评级及风险提示

公司背景：不同地区国资控股企业，对于以煤为主的一体化产业链均有布局

- **甘肃能化实控人为甘肃省国资委，煤、电、化业务均有布局：**甘肃能化股份有限公司（原靖远煤电），1994年1月在深交所上市，2012年和2022年两次实施重大资产重组，收购靖煤集团和窑煤集团主业。重组实施后，公司控股股东为甘肃能化投资集团，其直接持有公司50.16%股份（截至2026年一季报），实际控制人为甘肃省国资委。公司同时具备瓦斯发电、热电联产、气化气高效清洁利用等业务能力和完整的煤炭产、供、销业务体系、煤电一体化产业链条，核心业务为煤炭开采和销售，下辖靖煤公司和窑煤公司两个矿区。
- 截至2025年年报，煤炭业务方面，公司拥有11对生产矿井，核定年产能2314万吨（其中储备年产能180万吨），1个在建矿井（天宝红沙梁矿井），在建年产能300万吨；电力业务方面，公司正在运行的电力装机容量1509MW，在建、筹建电力项目建成投运后公司电力总装机容量将达到4829MW；化工业务在产主要年产能包括稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥25万吨、30万吨合成氨、35万吨尿素，并有在建气化气项目（二期）。
- 公司于2020年12月公开发行可转换公司债券并于次年1月在深交所上市，债券代码“127027”，目前债券简称“能化转债”，截至2026年3月公告，“能化转债”转股期为2021年6月16日至2026年12月9日，转股价格现为2.93元/股，截至2026年3月31日，余额为1,946,356,400元（即19,463,564张）。

图表：甘肃能化股权结构图（截至2026年一季报）

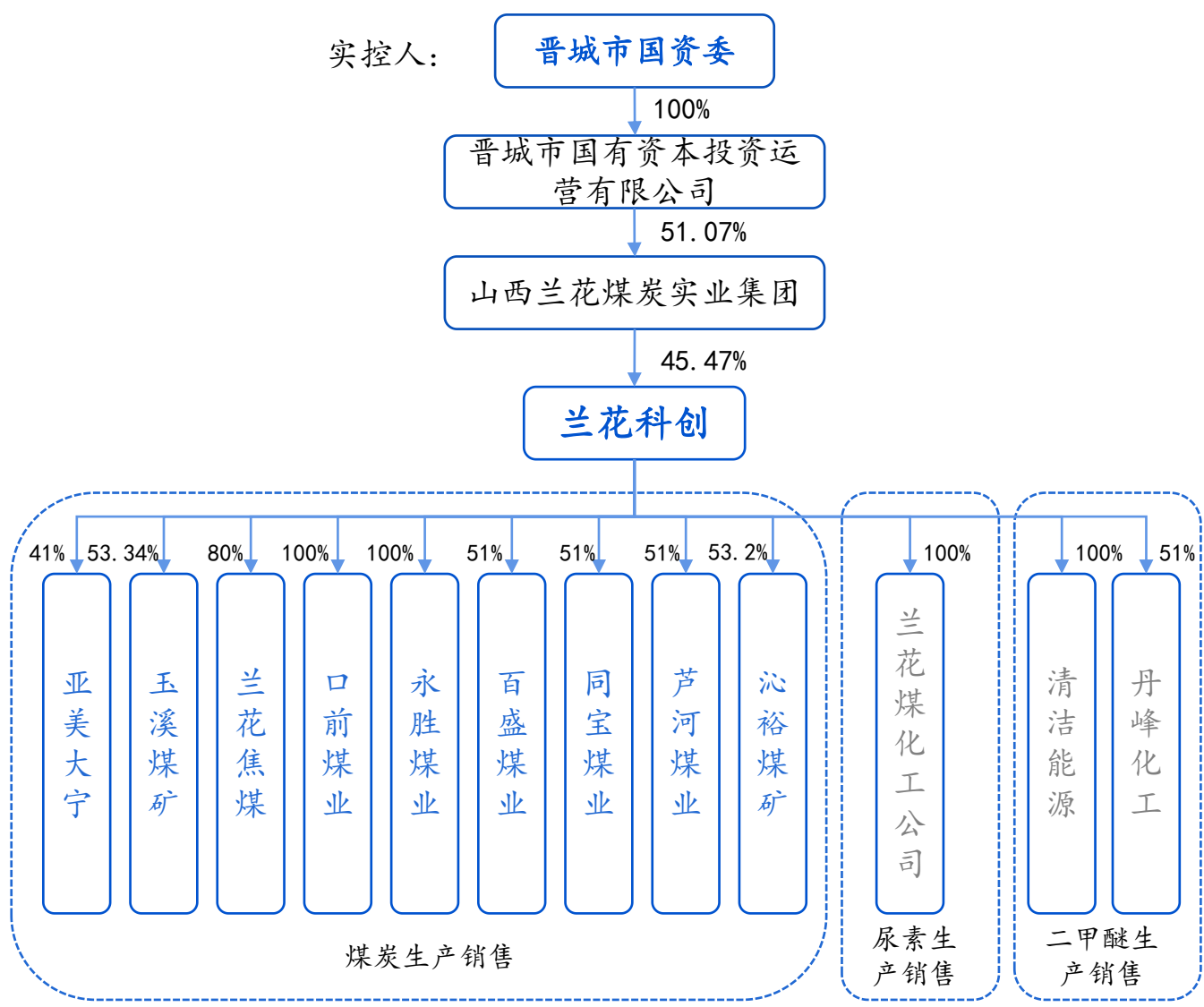


公司背景：不同地区国资控股企业，对于以煤为主的一体化产业链均有布局

➤ **兰花科创实控人为晋城市国资委，煤、化业务有布局：**山西兰花创新创业股份有限公司成立于1998年12月，1998年12月17日在上交所上市，是一家以煤炭、化肥、化工为主导产业的现代企业，所属化肥化工企业以煤炭为原料进行生产，形成产业一体化优势。公司控股股东为山西兰花煤炭实业集团有限公司，持股比例为45.47%（截至2026年一季报），公司实际控制人为晋城市国资委。

➤ 截至2025年年报，公司煤炭产业拥有矿井13个，年设计能力1,990万吨。其中生产矿井11，产能1,500万吨/年；参股41%的亚美大宁（营业期限届满并于2025年5月中旬停产）产能400万吨/年；在建资源整合矿井1个，设计产能90万吨/年；化肥产业现有尿素生产企业3个，年尿素产能约100万吨；化工产业现有二甲醚生产企业2个，年二甲醚产能20万吨；己内酰胺生产企业1个，年己内酰胺产能14万吨。

图表：兰花科创股权结构图（截至2026年一季报）

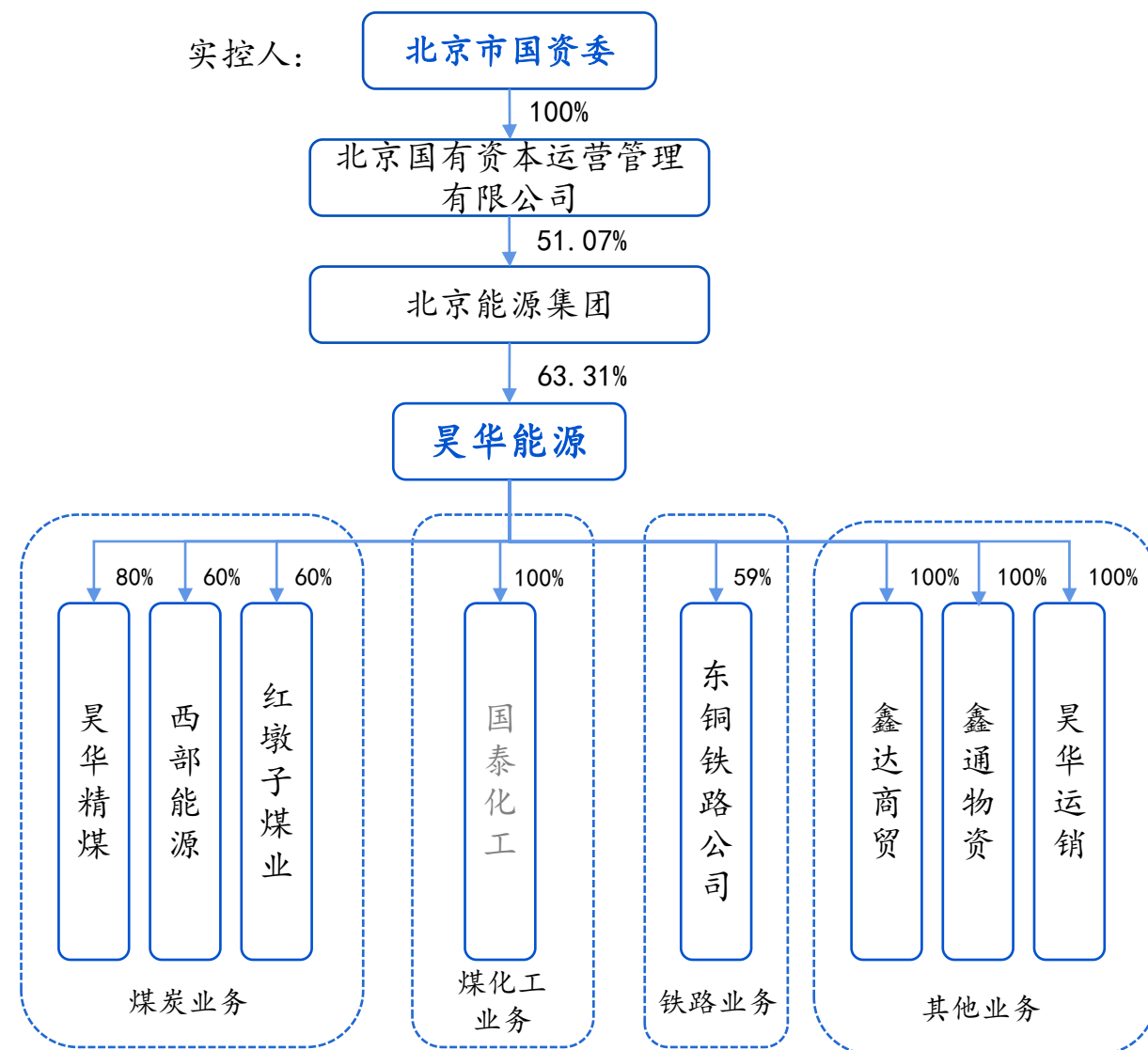


公司背景：不同地区国资控股企业，对于以煤为主的一体化产业链均有布局

➤ **昊华能源实控人为北京市国资委，煤、化业务有布局：**北京昊华能源股份有限公司成立于2002年，历史沿革可追溯到1948年成立的平西煤炭公司，2010年昊华能源在上海证券交易所上市，以煤炭生产与销售、甲醇生产与销售以及铁路专用线运输为主要业务。公司控股股东为北京能源集团，持股比例为63.31%（截至2026年一季报），公司实际控制人为北京市国资委。

➤ 公司主营业务为煤炭生产与销售、甲醇生产与销售，以及铁路专用线运输，主要产品为煤炭和甲醇。煤炭业务方面，公司在产矿井核定年产能1,930万吨，权益年产能1,328万吨；煤化工业务方面，公司甲醇核定及权益年产能40万吨。

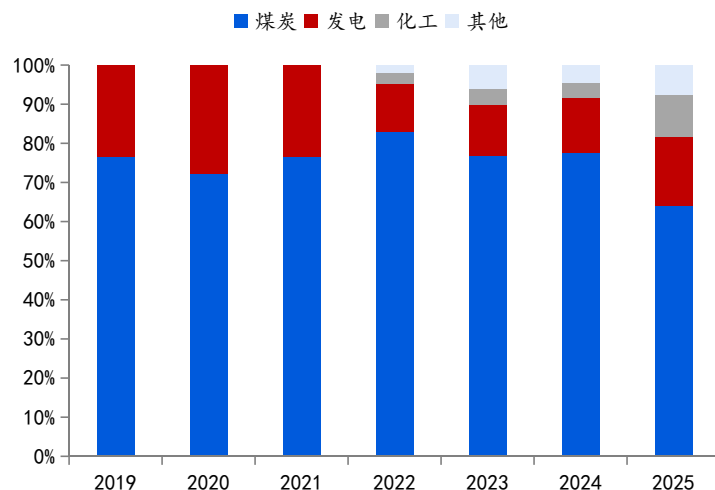
图表：昊华能源股权结构图（截至2026年一季报）



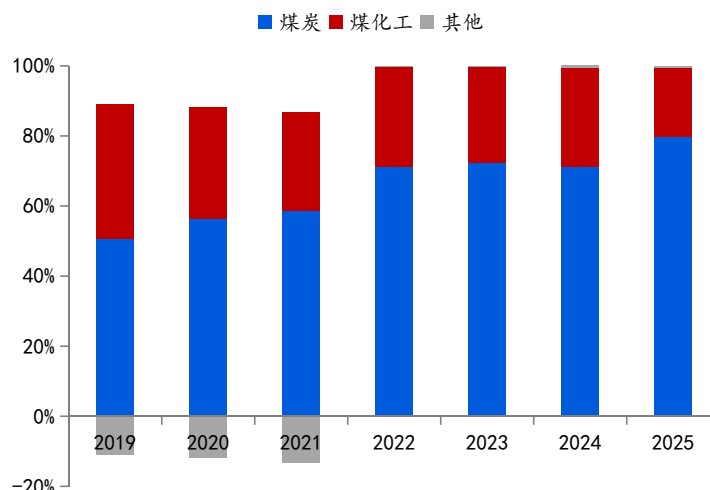
营收与毛利构成：煤炭业务均为贡献主力，其他业务表现各有千秋

- **营收构成方面**，三家公司营收中煤炭均为最大构成项，2019-2025年均超50%，[甘肃能化](#)2019-2025年以75.3%为中枢呈**小幅波动**趋势，其中2025年占比为64.1%；[兰花科创与昊华能源](#)则呈**逐年上升**趋势，分别自2019年的65.0%/83.8%上升14.8/4.2cpt至2025年的79.8%/87.9%。2025年甘肃能化煤炭收入占比同比大幅下降（主要系煤化工板块挤压），兰花科创同比上升较多，昊华能源则同比波动相对较小。
- **其他业务贡献有所不同**，[甘肃能化以煤炭和发电为主要业务](#)，但二者合计占比在化工业务的挤压下呈下降趋势，自2019年的100%下降至2025年的81.7%，化工业务自2022年公司全资子公司刘化化工吸收合并农升化工后为公司营收带来更高贡献（该年营收占比2.9%），2023、2024年分别占比4.1%、4.0%，相对稳定，2025年上升至10.9%，[据公司2025年报，刘化化工一期已产出合格产品，或将助力公司化工业务更好表现](#)，此外，公司4月1日发布公告称拟以发行股份及支付现金的方式购买控股股东甘肃能化集团持有的金昌化工100%股权，从而扩大煤化工产能规模（金昌化工的核心资产为低阶煤高效利用制氢及50万吨/年高浓度尿基复合肥项目）；[兰花科创与昊华能源则均以煤炭和煤化工为主要业务](#)，其中[兰花科创煤化工业务营收贡献更强](#)，自公司2022年披露合并抵消后数据至2025年，煤炭与煤化工业务营收占比分别以73.6%/26.0%为中枢小幅波动，2025年分别为79.8%/19.6%，[昊华能源煤化工业务营收占比前期呈缩小趋势](#)，自2019年的13.6%下降6.6pct至2023年的7.0%，2024、2025年逐渐上行，2025年为11.7%。

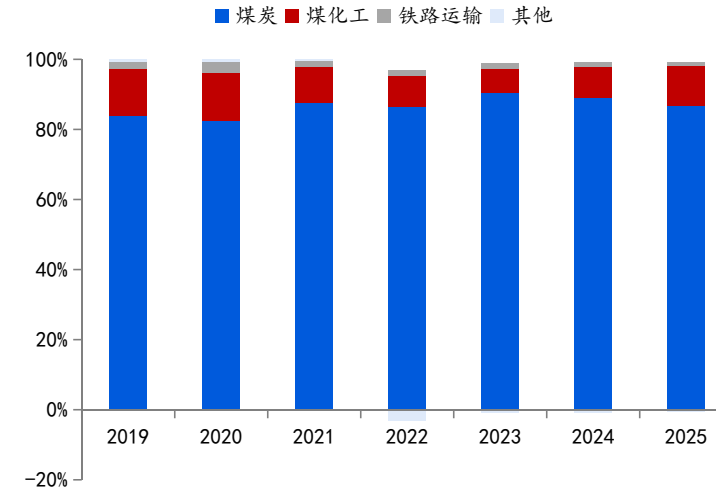
图表：甘肃能化营收构成



图表：兰花科创营收构成



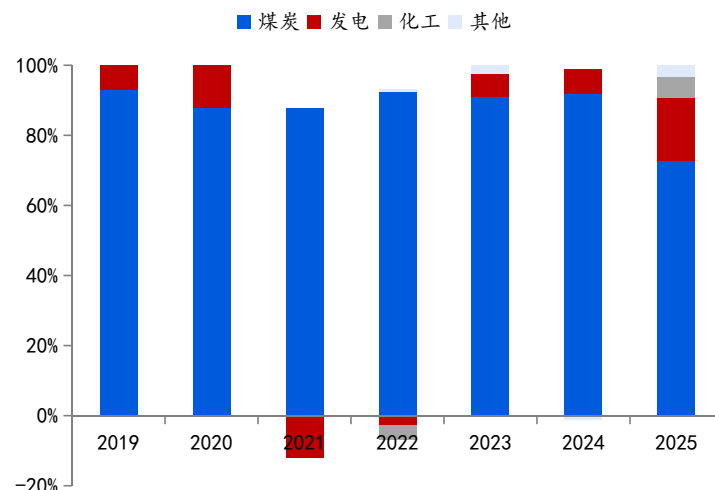
图表：昊华能源营收构成



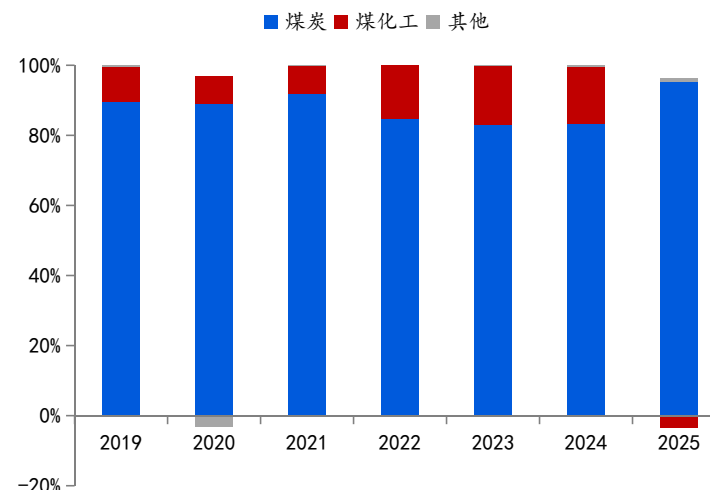
营收与毛利构成：煤炭业务为贡献主力，其他业务表现各有千秋

- 毛利构成方面，煤炭业务亦为贡献主力，其中昊华能源煤炭业务毛利占比最高，2019-2025年以99.0%为中枢，甘肃能化次之，2019-2025年以94.6%为中枢，兰花科创煤炭业务毛利占比相对较低，自2022年披露合并抵消后数据至2025年以88.4%为中枢。
- 其他业务表现则各有千秋，兰花科创煤化工业务2019-2024年均录得毛利正贡献，自2022年披露合并抵消后数据至2024年以16.2%为中枢小幅波动，但2025年转负；甘肃能化发电业务2019-2025年经历“正→负→正”的毛利变动，2025年毛利占比提升至18.0%，化工业务毛利体量尚小，2022-2024年以0.7%为中枢，2025H1转负，待刘化化工后期表现；昊华能源煤化工业务2019-2024年承压，较多年份对公司毛利形成拖累，但2025年转正、毛利占比2.7%。

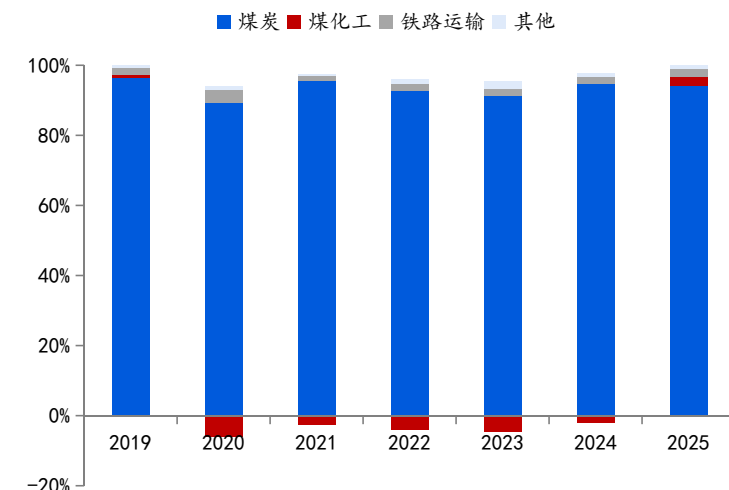
图表：甘肃能化毛利构成



图表：兰花科创毛利构成



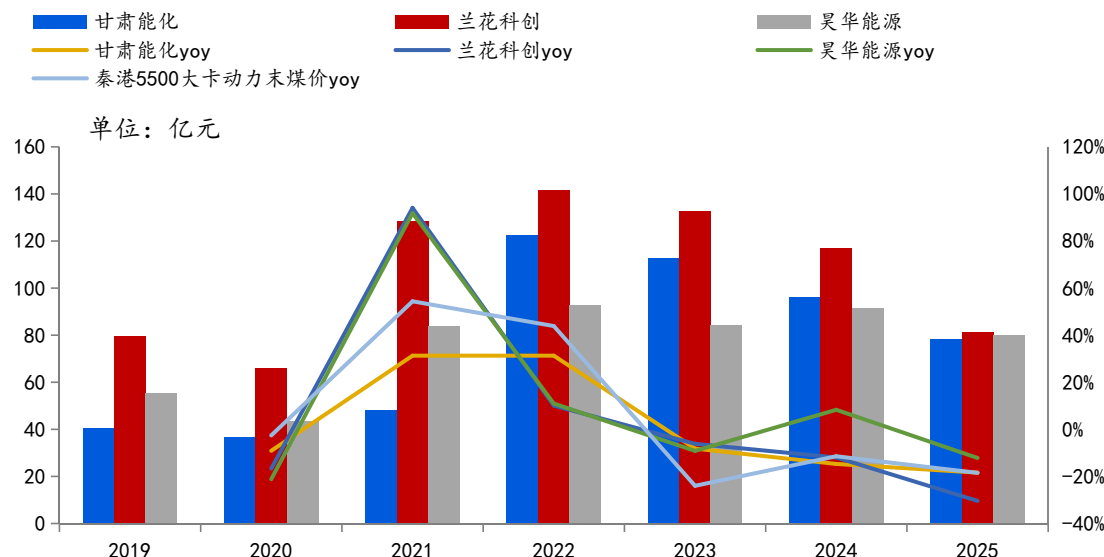
图表：昊华能源毛利构成



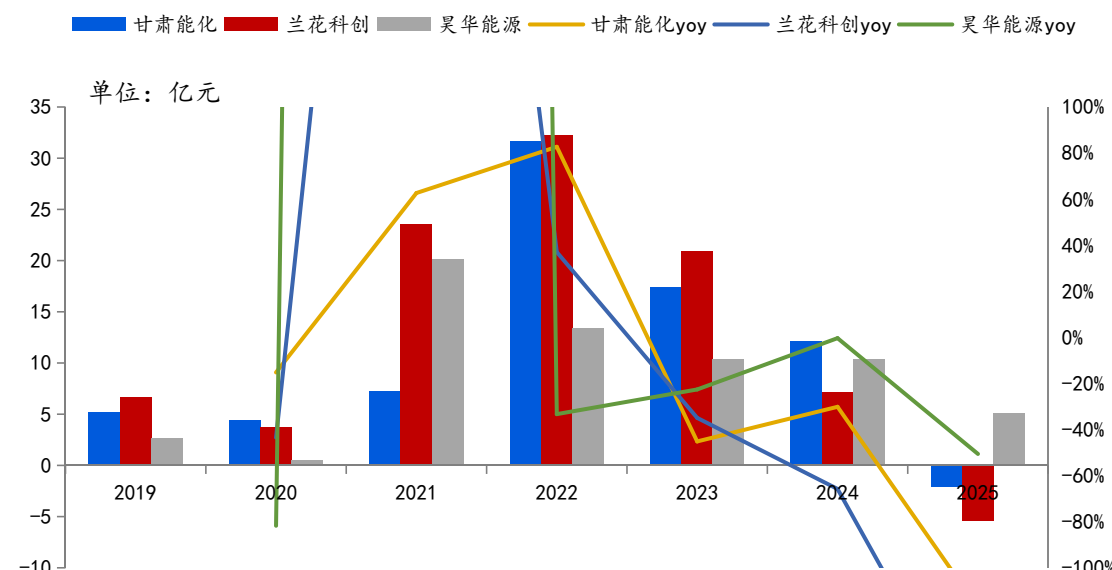
盈利能力：均受煤价波动影响，弹性有所不同

- 三家企业营收与归母净利润均受市场煤价影响较大，2021年**受国际天然气与原油价格飙升带动煤炭替代需求之下，**市场煤价大幅上行**影响（秦皇岛Q5500港口煤价2021年均价同比+54.4%），三家企业营收与归母净利润均大幅上行，其中**兰花科创与昊华能源弹性更大**，营收分别同比+94.1%/+91.8%至128.60/83.69亿元（二者亦受益于该年**化工品价格上行**，尿素与甲醇2021年均价同比+42.86%/+58.73%），归母净利润分别同比+527.8%/+4105.9%至23.53/20.14亿元（昊华能源该年营业成本增幅相对较小、业绩充分释放，且前一年基数较低），**甘肃能化**该年营收与归母净利润则分别同比+31.3%/+62.7%至48.41/7.24亿元，**相对稳健**。
- 2023、2024年，受市场煤价回落影响，兰花科创与甘肃能化业绩均连续下滑，昊华能源则涨跌互现（营收端），2024年受自产煤炭及甲醇量增，以及甲醇市场价格回升（2024年均价同比转正至+3.30%）带动，该年营收及归母净利润同比+8.3%/-0.3%至91.38/10.37亿元。
- 2025年，市场煤价延续向下调整，甘肃能化/兰花科创/昊华能源营收分别同比-18.4%/-30.4%/-12.2%至78.39/81.42/80.27亿元，归母净利润分别同比转亏/转亏/-50.6%至-2.11/-5.40/5.12亿元。

图表：三家公司营业收入及同比增速对比



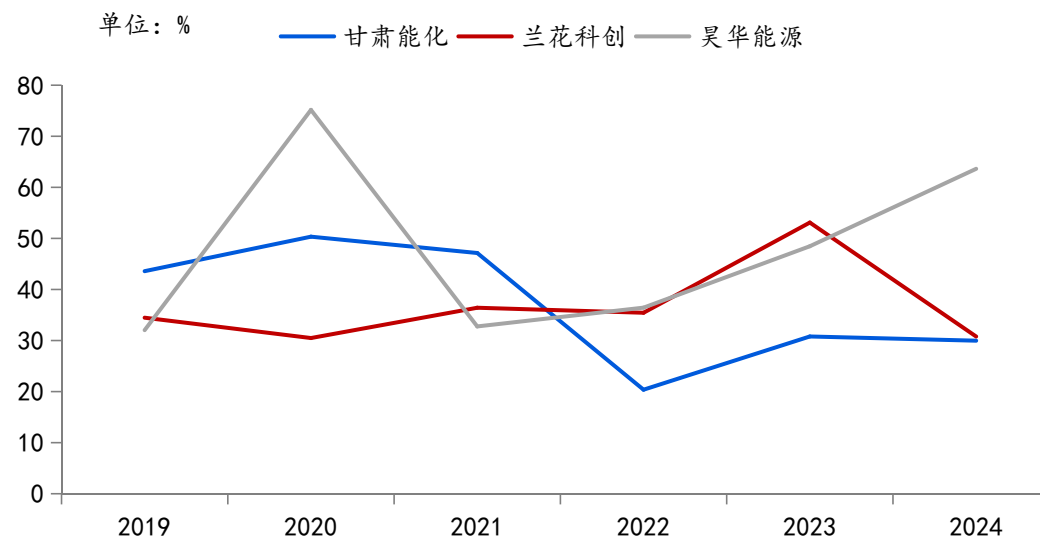
图表：三家公司归母净利润及同比增速对比



分红水平：2019-2024年分红水平均有波动

- 三家公司年度现金分红比例2019-2025年来看均有波动，其中昊华能源自2021年起至2025年分红比例逐年提升（自2021年累计+30.9pct至2024年的63.6%，2024年系三家企业中最高者）；甘肃能化2019-2021年分红比例相对平稳，2022年收购窑煤集团100%股权背景下分红比例降至20.4%，2023-2024年以30.4%为中枢再度相对平稳，2024年为30.0%；兰花科创2019-2024年来看，除2023年分红比例提升至53.1%外，其余年度相对平稳，2019-2022年以34.2%为中枢，2024年为30.8%。
- 2025年，昊华能源分红比例进一步提升至70.26%，甘肃能化与兰花科创由于未盈利而未进行分红。

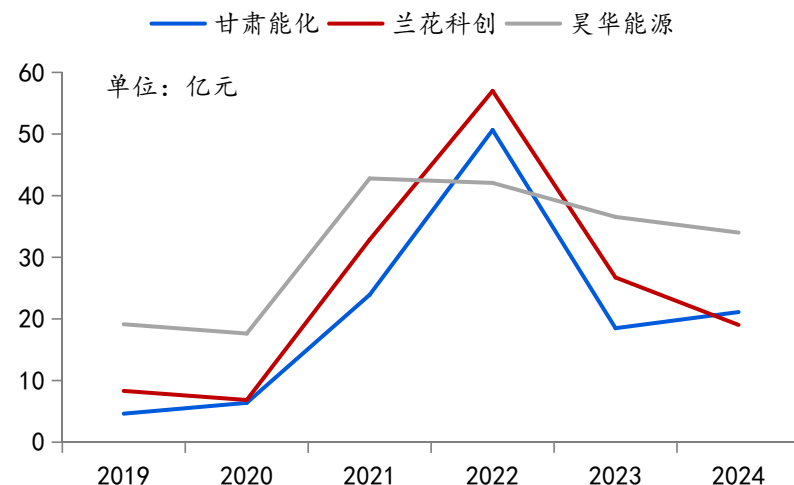
图表：三家公司2019-2024年年度现金分红比例对比



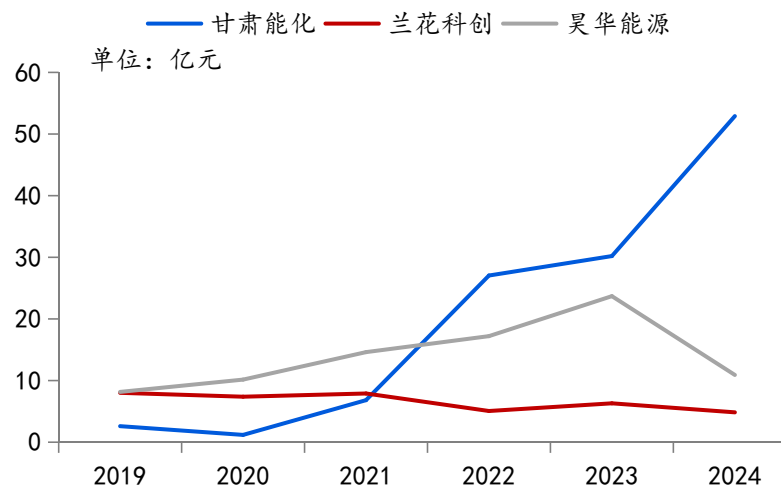
分红水平：分红背后，现金流、资本支出及债务情况有何差异？

- **现金流情况来看**，对比三家公司的经营活动产生的现金流量净额，2019-2024年，昊华能源2021年达区间峰值42.8亿元后呈下降趋势，但相较另外两家企业较平稳，2024年为34.0亿元；甘肃能化与兰花科创走势较为相近，均于2022年达到区间峰值（分别为23.9/32.9亿元），2023年均有回落，2024年涨跌不同、分别为21.1/19.0亿元。
- **资本支出情况来看**，甘肃能化系三家企业中提升最多者，自2020年累计提升51.7亿元至2024年的52.9亿元（CAGR为158.5%）；昊华能源自2019年起提升至2023年但增幅相对较小，2024年回落至10.9亿元；兰花科创2019-2024年呈下降趋势，自2019年累计下降3.2亿元至4.8亿元。
- **债务情况来看**，对比三家公司现金流量利息保障倍数，2019-2024年，甘肃能化于2021年达区间峰值29.7，之后趋于下行，2024年同比回升至13.2；昊华能源与兰花科创走势相近，均于2022年达区间峰值（分别为15.0/20.2），2023、2024年兰花科创回落（2024年为6.1），昊华能源相对平稳（2024年为16.1）；2022-2024年，昊华能源均为三家企业中最高者，反应其现金流量中债务利息占用更小、分红空间更大。

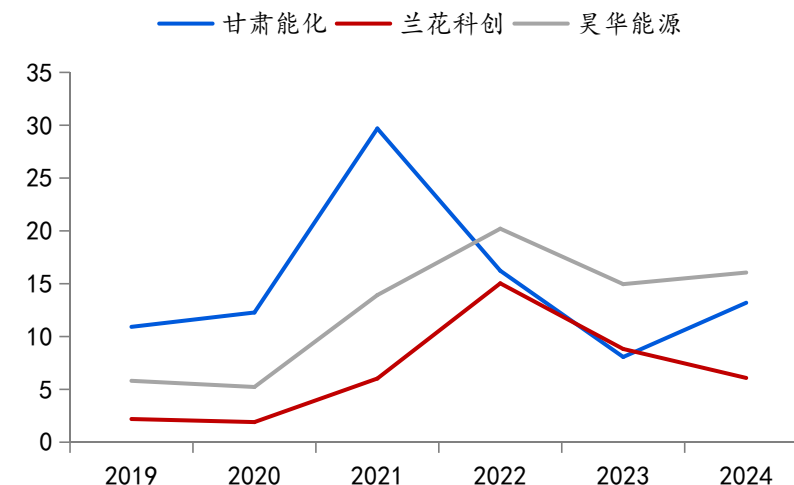
图表：三家公司现金流情况对比



图表：三家公司资本支出情况对比



图表：三家公司现金流量利息保障倍数对比



资料来源：Wind、国海证券研究所；注：现金流情况以经营活动产生的现金流量净额表示，资本支出指购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，现金流量利息保障倍数为经营活动产生的现金流量净额 / 利息费用

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

1

公司整体情况及财务状况对比

2

煤炭业务表现及业绩弹性对比

3

化工业务对比

4

其他业绩贡献较多的业务对比

5

投资建议、行业评级及风险提示

煤炭产能：甘肃能化合计核定产能2314万吨（含300万吨在建）

- **煤矿分布于甘肃省，合计核定年产能2314万吨**：截至2026年2月，公司控制的各类煤矿共计11个，均位于甘肃省，合计核定产能2314万吨/年（其中储备产能180万吨/年，天宝煤业红沙梁井工矿300万吨/年正在建设中），合计权益产能2278万吨/年。公司煤炭产品主要为配焦煤和动力煤两个品种，其中白岩子矿的煤炭资源以焦煤为主，煤种稀缺，煤质优良；魏家地矿、金河煤矿、海石湾煤矿部分产品为环保型特低灰、特低硫、高热值优质配焦煤；天祝煤业煤种为气煤，筛出精煤热值较高，部分精煤筛分后产出硅煤，用于工业硅生产还原剂；其余矿以动力煤为主，主要是不粘煤，伴有少量的弱粘煤和长焰煤，具有低硫、低灰、低磷、高发热量等特点，属优质环保动力煤。
- 截至2024年末，公司煤炭保有储量11.58亿吨，可采储量7.12亿吨。

图表：甘肃能化煤炭产能（产能截至2026年2月）

矿井	地区	煤种	持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	保有储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	状态
大水头煤矿	甘肃白银市平川区	不粘煤	100%	220	220	6,773	4,162	在产
魏家地煤矿	甘肃白银市平川区	不粘煤	100%	300	300	23,183	13,468	在产
红会一矿	甘肃白银市平川区	不粘煤	100%	204	204	4,659	2,522	在产
王家山矿	甘肃白银市平川区	不粘煤	100%	330	330	21,258	13,631	在产
金河煤矿	甘肃兰州红古区	不粘煤	100%	120	120	6,950	4,407	在产
海石湾煤矿	甘肃兰州红古区	不粘煤	100%	180	180	10,464	6,633	在产
三矿	甘肃兰州红古区	不粘煤	100%	180	180	3,640	2,001	在产
天祝煤业	甘肃武威天祝藏族自治县	气煤	100%	90	90	2,395	1,282	在产
天宝煤业红沙梁露天矿	甘肃酒泉市肃北县	褐煤	100%	300	300	7,843	4,983	在产
白岩子矿	甘肃白银市景泰县	气煤、1/3焦煤	60%	90	54	9,022	5,085	在产
在产-合计			98%	2,014	1,978	96,186	58,172	
天宝煤业红沙梁井工矿	甘肃酒泉市肃北县	褐煤	100%	300	300	19,567	13,029	在建
在建-合计			100%	300	300	19,567	13,029	
总计			98%	2,314	2,278	115,753	71,201	

煤炭产能：兰花科创合计核定产能1500万吨，并有90万吨在建整合矿井

- **煤矿分布于山西省，合计核定年产能1500万吨，并有90万吨在建整合矿井：**截至2025年底，除去营业期限届满并于2025年5月中旬停产的公司参股41%的亚美大宁（产能400万吨/年），公司煤炭产业拥有各类矿井12个，年设计能力1,590万吨。其中生产矿井11个，合计核定产能1,500万吨/年，合计权益产能1217万吨/年；在建资源整合矿井1个，产能90万吨/年。公司生产的“兰花牌”优质无烟煤具有“发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰、低硫、可磨指数适中”三高两低一适中的显著特点，属于较为清洁的煤炭资源。
- 截至2025年底，公司煤炭可采储量为6.43亿吨。

图表：兰花科创煤炭产能（截至2025年年底）

矿井	地区	煤种	持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	可采储量 (万吨)	状态
大阳煤矿	山西省泽州县	无烟煤	100%	180	180	5963	在产
唐安煤矿	山西省高平市	无烟煤	100%	180	180	8264	在产
伯方煤矿	山西省高平市	无烟煤	100%	210	210	14154	在产
望云煤矿	山西省高平市	无烟煤	100%	120	120	4108	在产
宝欣煤矿	山西临汾市古县	焦煤	55%	90	50	1390	在产
口前煤矿	山西省朔州市	动力煤	100%	90	90	1932	在产
永胜煤矿	山西省朔州市	动力煤	100%	120	120	5264	在产
玉溪煤矿	山西省沁水县	无烟煤	53%	240	128	12527	在产
同宝煤矿	山西省高平市	无烟煤	51%	90	46	2811	在产
沁裕煤矿	山西省沁水县	无烟煤	53%	90	48	2517	在产
百盛煤矿	山西省高平市	无烟煤	51%	90	46	2296	在产
在产-合计			81%	1500	1217	61225	
芦河煤矿	山西省阳城县	无烟煤	51%	90	46	3083	整合矿在建
在建-合计			102%	90	92	3083	
总合计			82%	1590	1,309	64309	

煤炭产能：昊华能源合计核定产能1930万吨，单矿产能相对较高

- **煤矿分布于内蒙与宁夏，合计核定年产能1930万吨，单矿产能相对甘肃能化、兰花科创较高：**据昊华能源公司官网，公司煤炭产业拥有4个在产矿井，合计核定年产能1930万吨/年，合计权益产能1328万吨/年，其中高家梁、红庆梁核定产能分别为850、600万吨/年，均高于甘肃能化、兰花科创的各矿单矿产能。煤种方面，高家梁与红庆梁均有低灰分、特低硫、特低磷的不粘煤，红庆梁另有长焰煤，红墩子煤矿一期、二期则以气煤为主，少量1/2中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤。配套建设方面，高家梁煤矿配套“浅槽重介”洗煤厂及铁路专运线和矿区公路，红庆梁煤矿配套建设了6.0Mt/a选煤厂和与运煤专线（解柴线）连接的矿区公路，红墩子煤矿一期、二期配套建设规模为500万吨/年的煤炭加工项目。
- 截至2025年底，公司煤炭资源量20.95亿吨，可采储量10.60亿吨，证实储量5.91亿吨。
- 对比来看，产能方面，甘肃能化合计核定产能为三家企业中最高，昊华能源具有相对较高的单矿产能；矿井布局方面，甘肃能化与兰花科创分别深耕于甘肃省与山西省，昊华能源则于内蒙、宁夏两地布局；煤种方面，兰花科创主要为无烟煤，甘肃能化、昊华能源主要为不粘煤。

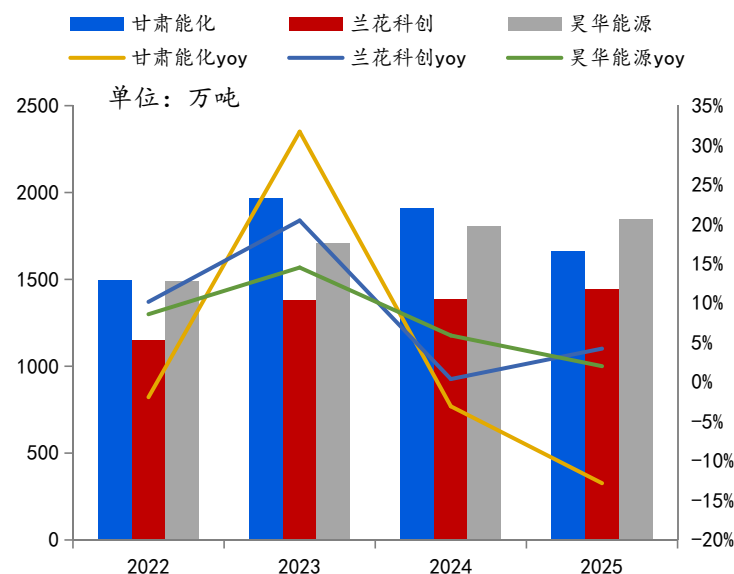
图表：昊华能源煤炭产能（截至2025年年底）

矿井	地区	煤种	持股比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)	状态
高家梁	内蒙鄂尔多斯	不粘煤	80%	850	680	64,889	37,235	8,942	在产
红庆梁	内蒙鄂尔多斯	长焰煤、不粘煤	60%	600	360	64,621	36,455	34,227	在产
红墩子煤矿一期	宁夏	气煤	60%	240	144	45,786	16,172	4,072	在产
红墩子煤矿二期	宁夏	气煤	60%	240	144	34,157	16,092	11,810	在产
在产-合计			69%	1,930	1,328	209,453	105,955	59,051	

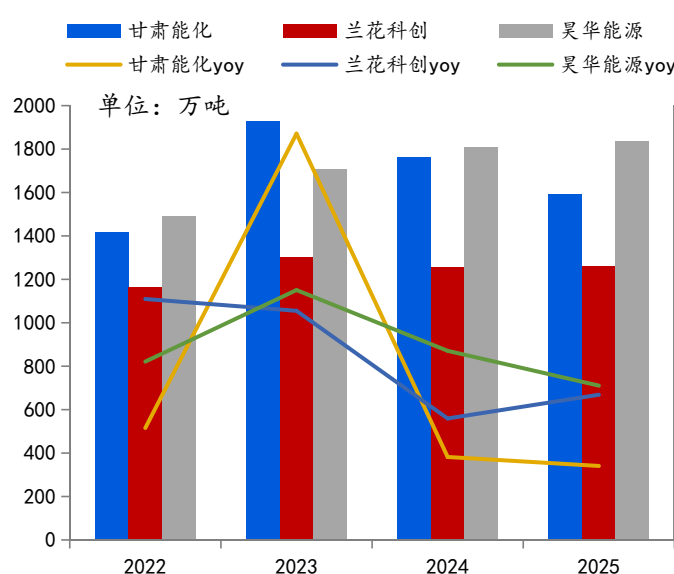
煤炭产销库存：销量端有增、有稳、有波动

- 分别来看，昊华能源2022-2025年在红墩子煤矿一期、二期相继释放产能下产销量稳步提升，产销量分别自2022年以CAGR为7.3%/7.2%提升至2025年的1,843.26/1833.5万吨，2022-2025年库存控制在15万吨以下，库存压力相对较小；兰花科创2022-2025年产量有增、销量波动较小，同宝煤业、沁裕煤矿产能释放下2023年产销量分别同比+20.5%/+11.7%至1380.3/1298.8万吨，销量增幅相对较小下该年累库，2025年产销量分别为1444.2/1257.7万吨（销量2022-2025CAGR为2.6%，相对较稳），2022-2024年库存控制在40万吨以下，但2025年提升至100+万吨；甘肃能化2023年天宝煤业红沙梁露天矿进入试运行阶段等因素影响下产销量实现双增，分别同比+31.7%/+36.1%至1967.7/1926.7万吨，但市场行情及井下煤炭赋存条件影响下该年累库，2024、2025年市场行情影响下销量下滑进一步造成累库，着眼未来，公司目前有天宝煤业红沙梁井工矿在建，内生方面未来仍有量增空间。
- 对比来看，2022-2025年，产量方面，三者均有量增，且甘肃能化后续仍有量增空间；销量方面，昊华能源逐年提升，甘肃能化2023年提升后，2024、2025年回落但仍高于2022年水平），兰花科创则以稳为主；库存方面，昊华能源库存压力为三家企业中最低。

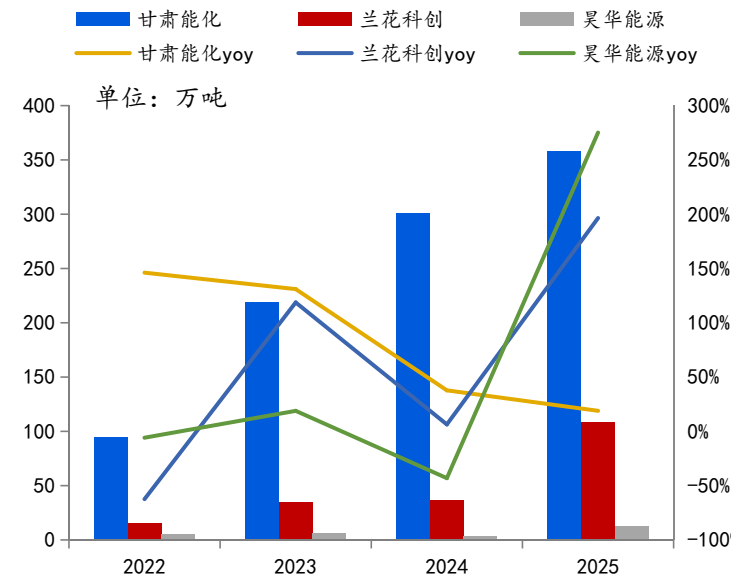
图表：三家公司产量对比



图表：三家公司销量对比



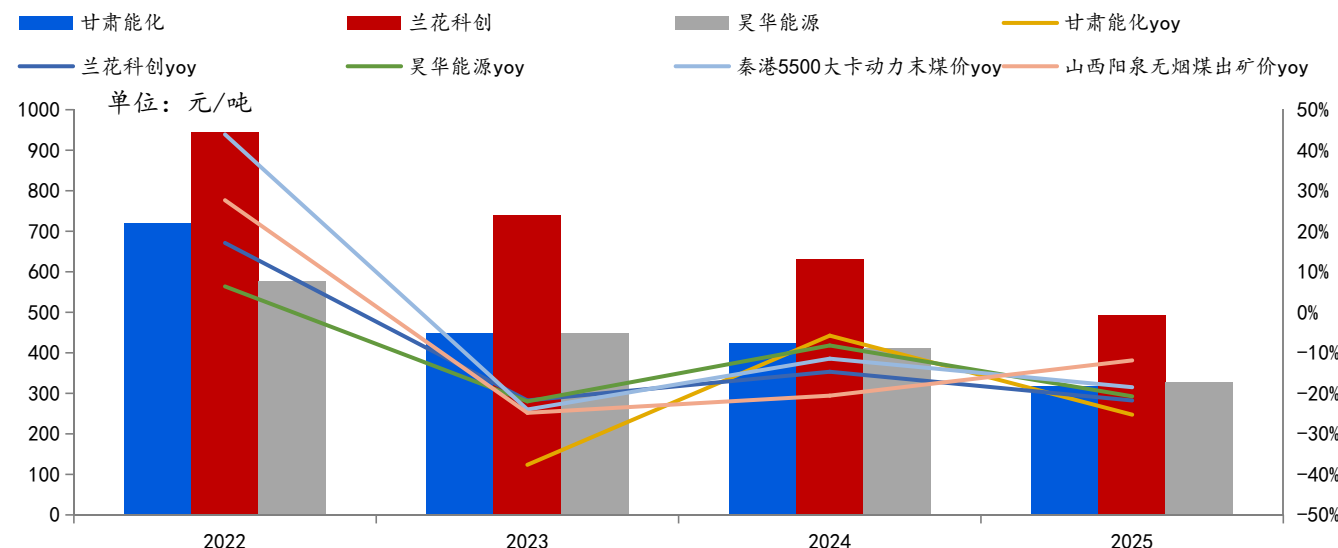
图表：三家公司库存对比



煤炭售价：均跟随市场煤价波动，煤种结构导致煤价中枢不同

- 分别来看，2025年兰花科创吨煤售价相较山西无烟煤出矿价波动变大、弹性提升，近三年（2022-2025年，下同），公司吨煤售价分别为739.1/630.7/493.4 元/吨，同比-21.8%/-14.7%/-21.8%，同期无烟煤（阳泉产，小块）出矿价同比-24.8%/-20.6%/-11.9%；昊华能源2025年吨煤售价相较动力煤港口煤价亦波动变大，近三年吨煤售价分别为448.8/412.0元/326.6吨，同比+6.4%/-22.0%/-20.7%，同期秦皇岛Q5500港口煤价同比-24.0%/-11.4%/-11.9%，2024年9月公司于投资者交流平台表示公司2024年长协占整体产量的37.76%；甘肃能化吨煤售价2023年较大比例下滑后2024年较为平稳，2025年相较动力煤港口煤价亦波动变大，2023、2024、2025年公司吨煤售价分别为448.5/422.7/315.9 元/吨，分别同比-37.6%/-5.8%/-25.3%，2023年9月公司于投资者交流平台表示公司长协煤占比40%、配焦煤占比40%、市场煤占比20%。
- 对比来看，变动方面，观察以2022-2025年吨煤售价变动CAGR，昊华能源（-17.2%）相对平稳，兰花科创（-19.5%）次之，甘肃能化虽为-24.0%但主要系2023年降速较大，或有2022年收购因素影响，此外，三者2025年相较市场煤价波动均更大；绝对值方面，观察2022-2025年吨煤售价中枢，煤种结构不同下煤价中枢亦不同，兰花科创以无烟煤为主，吨煤售价相对更高（702.0 元/吨），甘肃能化、昊华能源以不粘煤为主，吨煤售价中枢分别为476.6、440.6元/吨（二者有口径差异）。

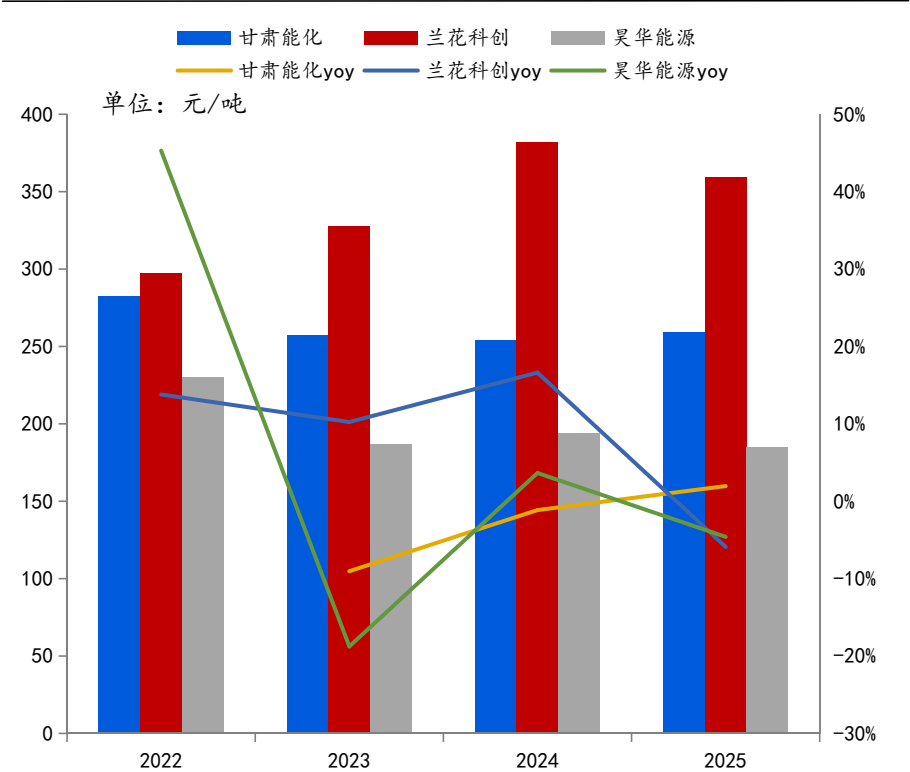
图表：三家公司吨煤售价对比



煤炭成本：2022-2025年甘肃能化与昊华能源实现降本

- 分别来看，2022-2025年，甘肃能化与昊华能源实现降本，兰花科创2025年转降，三家企业分别自2022年以CAGR为-2.9%/+6.6%/-7.0%变动至2025年的254.3/382.1/194.0元/吨；拆分吨煤成本构成，2025年，甘肃能化原煤单位成本同比+19.0元/吨（职工薪酬同比+15.1元/吨为最大提升项），兰花科创原煤单位成本同比-7.6元/吨（原材料、燃料、动力成本同比-11.7元/吨为最大降本项），昊华能源自产煤单位成本相对较低，2025年同比-6.5元/吨，人工成本、电力成本、专项储备均实现降本。
- 对比来看，2022-2025年，甘肃能化与昊华能源实现降本但2025年升降有别，兰花科创前期上升但2025年转降。

图表：三家公司吨煤成本对比



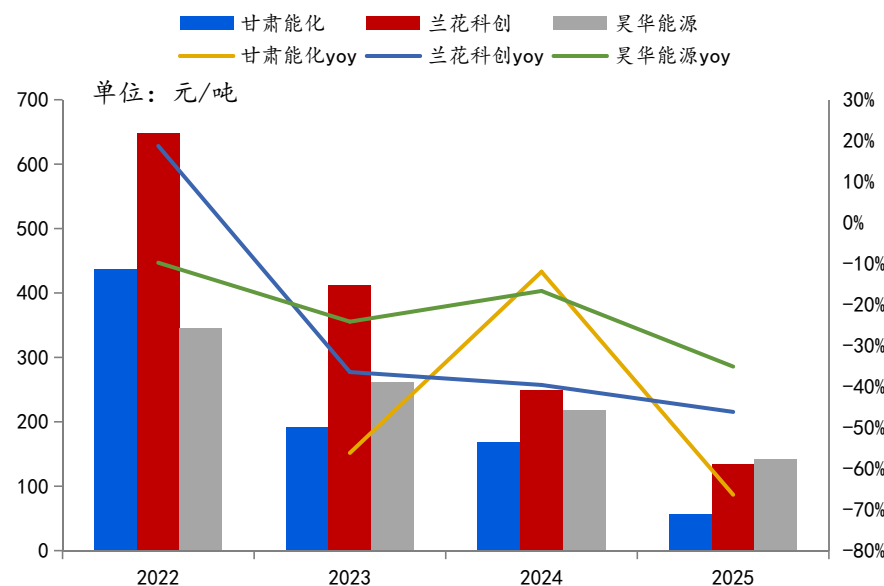
图表：三家公司吨煤成本拆分（单位：元/吨）

		2024	2025	2025变动幅度
甘肃能化原煤单位成本构成	材料	22.1	22.97	0.8
	职工薪酬	169.3	184.41	15.1
	提取安全费、维简费	49.1	52.14	3.0
	合计	240.6	259.5	19.0
兰花科创原煤单位成本构成	原材料、燃料、动力成本	61.4	49.7	-11.7
	职工薪酬	137.0	138.7	1.7
	摊提折旧	120.9	119.5	-1.3
	其他成本	40.0	43.7	3.7
	合计	359.3	351.7	-7.6
昊华能源自产煤单位成本构成	材料成本	16.3	19.8	3.5
	人工成本	66.5	60.6	-5.9
	电力成本	15.5	12.3	-3.1
	折旧费	28.5	31.3	2.8
	专项储备	42.5	40.0	-2.4
	运费成本	-	-	-
	其他	24.7	23.5	-1.3
	合计	194.0	187.5	-6.5

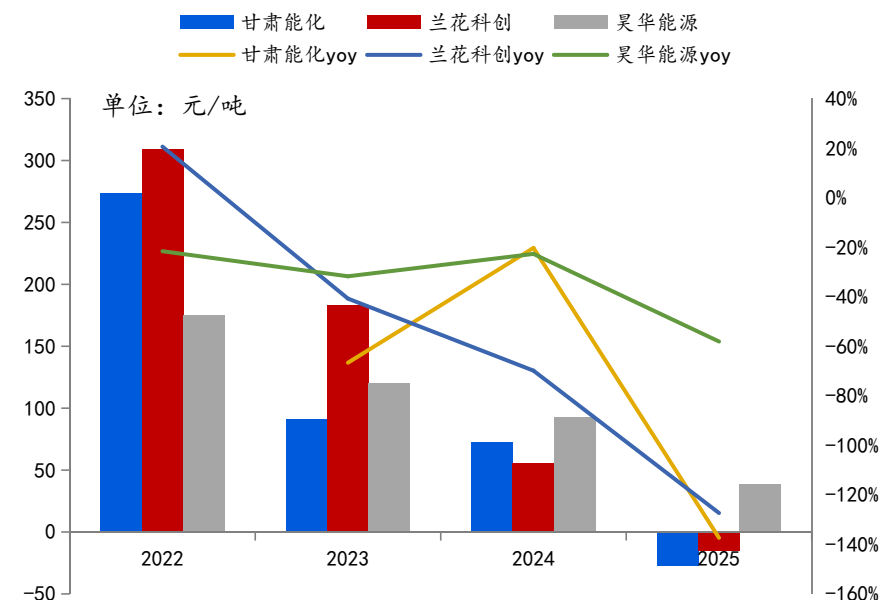
煤炭利润：2025年甘肃能化、兰花科创亏损，昊华能源仍盈利

- **分别来看**，甘肃能化2023年下降较多主要系价格端下行，2025年在价降本升双重作用下利润进一步承压，2025年吨煤毛利及吨煤税后净利润分别同比 -49.4%/-146.3%至56.7/-27.1元/吨；兰花科创价降本升之下吨煤毛利及吨煤税后净利润分别自2022年以CAGR为-38.0%/-57.7%降低至2024年的248.6/55.3元/吨（其中2024年降幅扩大），2025年成本端虽降本但难抵价格下行，吨煤毛利及吨煤税后净利润分别同比-40.9%/-136.5%至133.9/-15.1元/吨；昊华能源2022-2025年降幅整体相对较小，吨煤毛利及吨煤税后净利润分别自2022年以CAGR为-25.7%/-39.5%降低至2025年的218.0/92.4元/吨，其中2025年降本端发力下吨煤仍盈利，吨煤毛利及吨煤税后净利润分别同比-25.7%/-39.5%至141.5/38.7元/吨。
- **对比来看**，三家公司2022-2025年吨煤利润均逐年下行，市场煤价下滑背景下吨煤利润均承压，利润走势分化源于成本管控成效不同。

图表：三家公司吨煤毛利对比



图表：三家公司吨煤税后净利润对比



煤炭利润：不同煤价下业绩弹性测算对比，业绩弹性均佳

- 根据测算，若煤价回升，三家公司对比来看，煤种结构中多为无烟煤的兰花科创业绩弹性相对更大，昊华能源与甘肃能化弹性次之但亦佳，2026年国际形势影响下国内煤价中枢看涨，三家公司业绩弹性值得关注。
- 根据动力煤市场煤价800、900、1000元/吨设定情景假设，参照以往煤价波动设定长协煤与无烟煤对应价格价格。基于2025年各公司情况进行测算，800-900-1000元/吨煤价情境下，甘肃能化煤炭板块权益净利润为5-13-21亿元，兰花科创煤炭板块权益净利润为4-12-20亿元，昊华能源煤炭板块权益净利润为14-21-28亿元。

图表：不同煤价下业绩弹性测算对比

		基准（2025年均价）	情景1	情景2	情景3
动力煤长协煤价（元/吨）		680	695	705	715
动力煤市场煤价（元/吨）		696	800	900	1000
山西无烟煤出矿价（元/吨）		888	950	1050	1150
甘肃能化	税前吨煤净利润（元/吨）	-27	38	100	161
	吨煤净利润（元/吨）	-27	32	85	137
	煤炭板块权益净利润（亿元）	-4	5	13	21
兰花科创	税前吨煤净利润（元/吨）	-15	50	142	234
	吨煤净利润（元/吨）	-15	42	121	199
	煤炭板块权益净利润（亿元）	-2	4	12	20
昊华能源	税前吨煤净利润（元/吨）	56	128	197	265
	吨煤净利润（元/吨）	39	109	167	226
	煤炭板块权益净利润（亿元）	5	14	21	28

1 公司整体情况及财务状况对比

2 煤炭业务表现及业绩弹性对比

3 化工业务对比

4 其他业绩贡献较多的业务对比

5 投资建议、行业评级及风险提示

化工产能：甘肃能化产品多元，内生外延均有增量

- 截至2025年报，甘肃能化在产年产能包括2022年11月子公司刘化化工吸收合并农升公司后所具备的稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥25万吨，以及气化气一期的主要年产能30万吨合成氨、35万吨尿素，2025年公司实现复合肥综合产销量22.34/21.51万吨，浓硝酸产销量8.95/8.77万吨，化工业务收入8.52亿元、毛利21.74百万元（同比+44.07%）。
- 内生方面，子公司刘化化工正在推进清洁高效气化气（搬迁改造）项目（二期），该项目建成后将形成年产能合成氨60万吨、尿素35万吨。
- 外延方面，公司2026年4月1日发布公告，拟以发行股份及支付现金的方式，购买控股股东甘肃能化集团持有的甘肃能化金昌化工100%股权。金昌化工的核心资产为低阶煤高效利用制氢及50万吨/年高浓度尿基复合肥项目（煤化工项目），该项目于2025年6月12日顺利产出合格产品，年产能为30万吨合成氨、30万吨尿素、2亿立方米氢气和50万吨高浓度尿基复合肥的现代化生产线。
- 合计来看，考虑以上在建项目及收购标的核心资产后，公司化工年产能将提升至稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥75万吨、合成氨90万吨、尿素100万吨、甲醇10万吨、(CO+H₂) 2.16亿立方米、三聚氰胺6万吨、尿素硝铵溶液5万吨、食品级液体CO₂5万吨、工业催化剂2500吨、50万吨高浓度尿基复合肥，多元化产品布局有助于公司抵御单一产品价格波动风险。

图表：甘肃能化煤化工业务产能（截至2025年报）

公司/项目名称	股权比例	产能规模	状态
刘化化工	100%	稀硝酸25万吨、浓硝酸15万吨、复合肥25万吨	在产
清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	100%	30万吨合成氨、35万吨尿素、10万吨甲醇、6万吨三聚氰胺、5万吨尿素硝铵溶液、2.16亿立方米(CO+H ₂)、5万吨食品级液体CO ₂ 、2500吨工业催化剂	试生产
清洁高效气化气综合利用项目二期	100%	合成氨30万吨/年、尿素35万吨/年	在建

化工产能：兰花科创产品包括尿素、二甲醚、己内酰胺

➤ 兰花科创已初步形成“煤炭-合成氨-尿素”“煤炭-甲醇-二甲醚”“煤炭-合成气-合成氨-己内酰胺”一体化产业链，内部各种产品、副产品综合利用程度较高。公司现有尿素生产企业3个，**尿素年产能约100万吨**，公司2026年4月于投资者互动平台表示，目前正在进行的**兰花煤化工公司环保节能升级改造项目建成后，尿素年产能将增加到120万吨**，并表示目前公司所生产的**尿素原料（无烟煤块煤）全部由内部供应**；二甲醚生产企业2个，**二甲醚年产能20万吨**；己内酰胺生产企业1个，**己内酰胺年产能14万吨**。

图表：兰花科创煤化工业务产能（截至2025年底）

公司名称	持股比例	产品	年产能	状态	2025年产量（万吨）
化工分公司	-	尿素	约100万吨	在产	0
田悦分公司	-			在产	31.4
煤化工公司	100%			在产	39.97
清洁能源	100%	二甲醚	20万吨	在产	停产
丹峰化工	51%			在产	
新材料分公司	-	己内酰胺	14万吨	在产	3.01

化工产能：昊华能源产品以甲醇为主，核定年产能40万吨

- 昊华能源持股97%的国泰化工位于鄂尔多斯市，一期规模为年核定产能40万吨甲醇（对应年权益产能38.8万吨），其以煤炭为主要生产原料，是烯烃、甲醛、二甲醚、醋酸等化工产品的重要原料。主要生产工艺单元由水煤浆气化装置、低温甲醇洗装置、有效气合成和粗甲醇精馏等装置及配套公用工程等组成，其中煤制甲醇工艺采用先进的四喷嘴对置式水煤浆气化技术、低温甲醇洗及“绝热-管壳”式水冷反应器合成等先进工艺技术，整套化工系统节能高效环保。
- 对比来看，产品方面，[甘肃能化化工产品相对多元，昊华能源则深耕于甲醇品种，兰花科创化工产品产能合计更大](#)；未来增量方面，[甘肃能化内生及外延均有增量，兰花科创尿素业务仍有量增空间](#)。

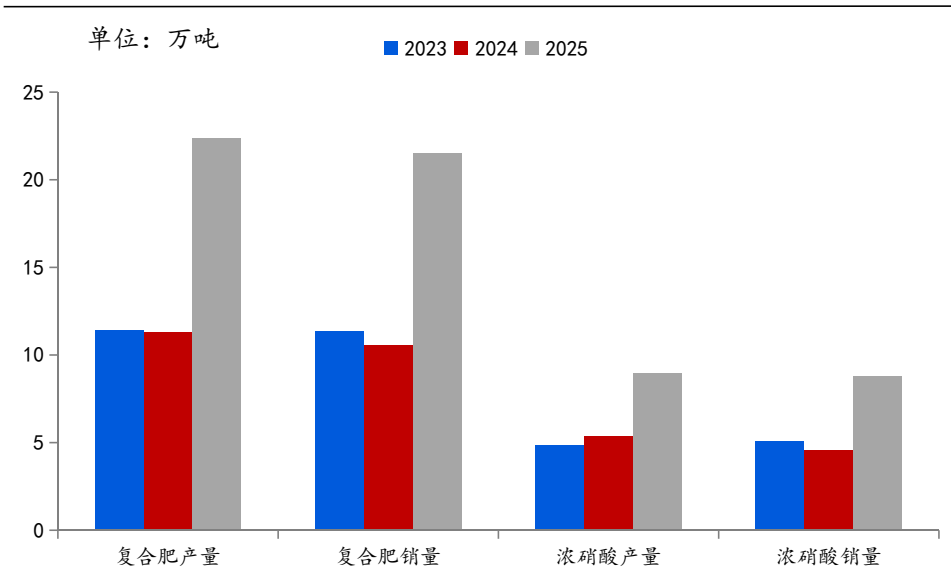
图表：昊华能源煤化工业务产能（截至2025年底）

公司名称	持股比例	产品	产能 (万吨/年)	状态
国泰化工	100%	甲醇	40	在产
核定及权益产能合计		甲醇	40	

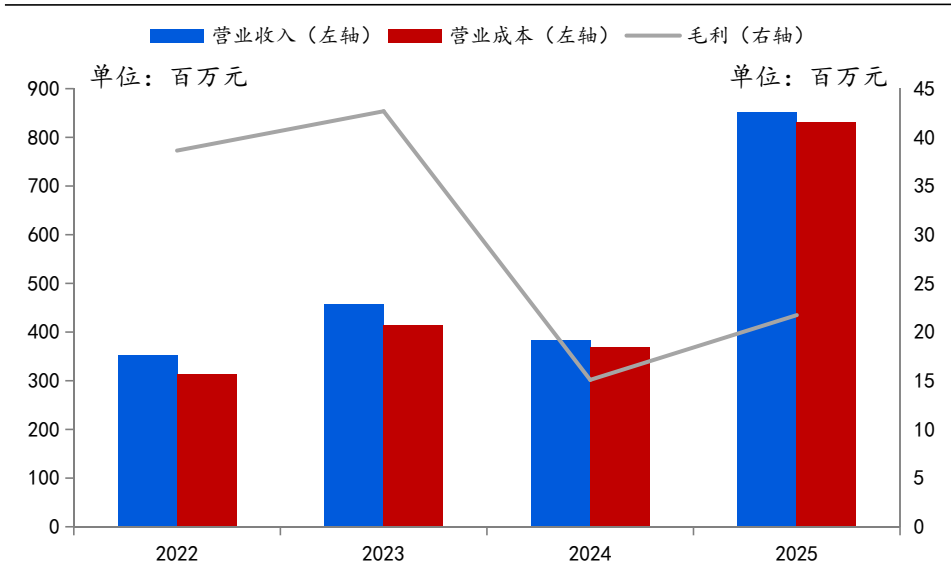
化工表现：受市场行情影响，甘肃能化2025年量增、毛利升

- **量端**，公司目前化工产品主要包括复合肥和浓硝酸，2025年二者产销量均高增长，其中复合肥综合产销量分别+97.35%/+103.69%至22.34/21.51万吨，浓硝酸产销量分别+66.05%/+91.90%至8.95/8.77万吨。
- **收入、成本及毛利端**，2023年公司营业收入与营业成本双升，毛利同比+10.46%至42.68亿元；2024年尿素等化工品行情震荡走低，复合肥年平均零售价格指数和浓硝酸年平均市场价（河南）分别同比-7.96%/-18.73%，加之公司化工业务量端下滑，化工业务营业收入承压下行，同比-16.09%至3.83亿元，营业成本虽亦有下降但降幅（同比-11.09%）低于营业收入，公司化工业务毛利压缩，同比-64.64%至15.09百万元；2025年量端近翻倍增长下，公司营业收入与营业成本均同比明显双升，毛利有所提振，同比+44.07%至21.74亿元。2022-2025年公司化工业务均贡献正毛利。
- 展望后续，公司内生及外延增量释放后，化工业务表现值得期待，其中内生方面，据公司2023年4月发布的《关于向刘化化工增资并启动气化气项目二期建设的公告》，以2020-2023年燃料煤、原料煤及产品价格测算，气化气项目一、二期建成投产后，年均销售收入预计为32.16亿元，年均税后利润预计为7.28亿元。

图表：甘肃能化化工业务产品产销量



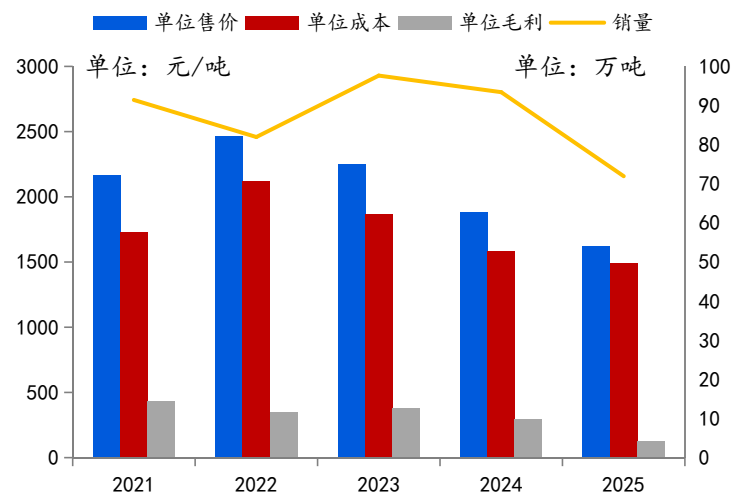
图表：甘肃能化化工业务表现



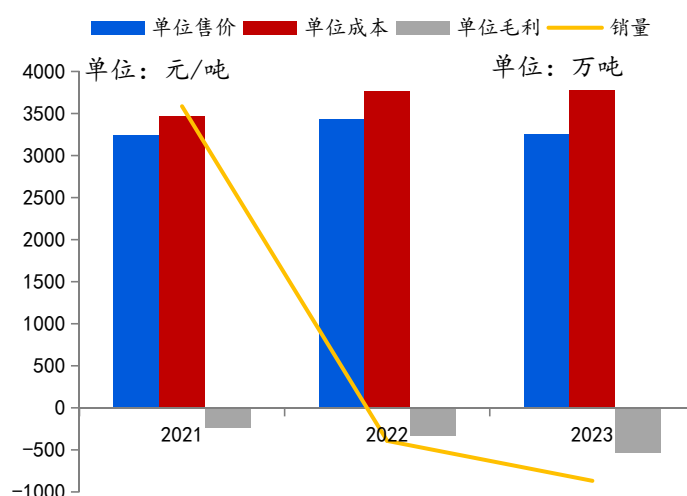
化工表现：兰花科创盈利主要来自尿素产品

- **尿素产品方面**，兰花科创尿素销量2021-2025年以中枢为87万吨波动，单位售价与单位成本自2022年起双降，2021-2025年单位毛利虽有下行但均录得正贡献。2025年，尿素产品销量同比-23.0%至72元/吨，单位售价同比-13.8%至1620元/吨，单位成本同比-5.7%至1492元/吨（拆分成本构成，原材料、职工薪酬及折旧均有下降，其中原材料减量最大），单位毛利同比-57.0%至128元/吨。
- **二甲醚产品方面**，自2022年起公司二甲醚企业陆续停产，量端锐减之下对于成本的摊薄作用减弱，2022年单位成本同比+8.3%，单位售价同比+5.9%，单位毛利同比-96元/吨，2024年单位成本基本平稳（同比+0.4%）而单位售价回落（同比-5.2%）至接近2021年水平，单位毛利同比降幅进一步扩大至-199元/吨，该年单位毛利为-531元/吨。2024年，公司二甲醚企业均处于停产状态。
- **己内酰胺产品方面**，量端呈下行趋势，对于成本的摊薄作用亦减弱，叠加己内酰胺售价呈下滑趋势，单位毛利2022-2025年承压，2025年单位售价同比-19.0%至8937元/吨，单位成本同比-3.4%至11621元/吨（拆分成本构成，降幅主要来自吨煤原材料，己内酰胺主要生产原材料为苯、合成气和合成氨），单位毛利同比-1690元/吨至-2685元/吨。
- 化工业务整体来看，2025年公司实现化工业务收入15.99亿元（同比-51.4%）、毛利-0.60亿元（同比-112.1%）。

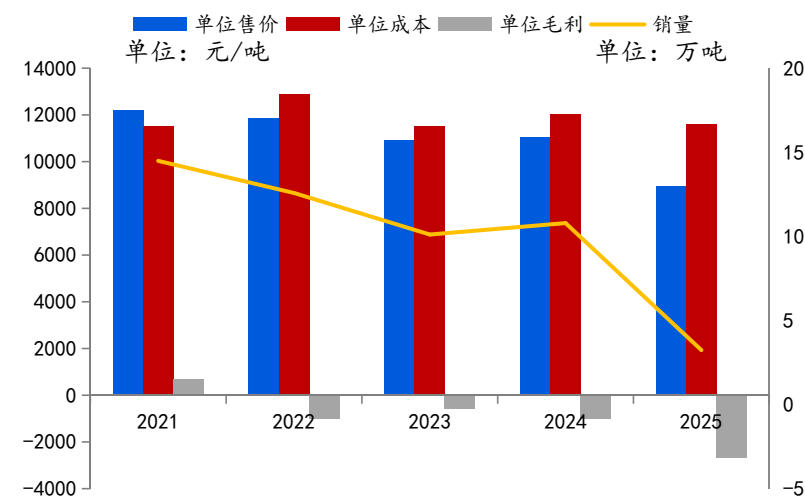
图表：兰花科创尿素产品量价本利



图表：兰花科创二甲醚产品量价本利

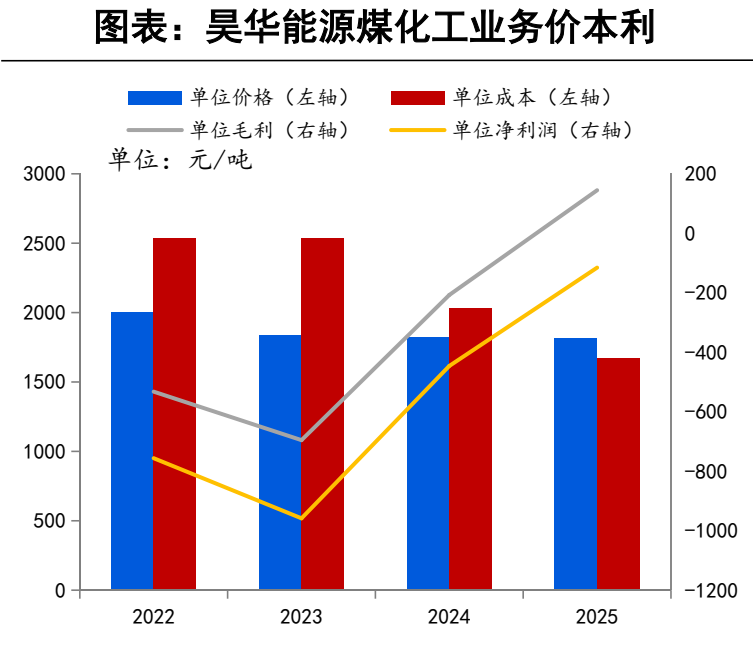
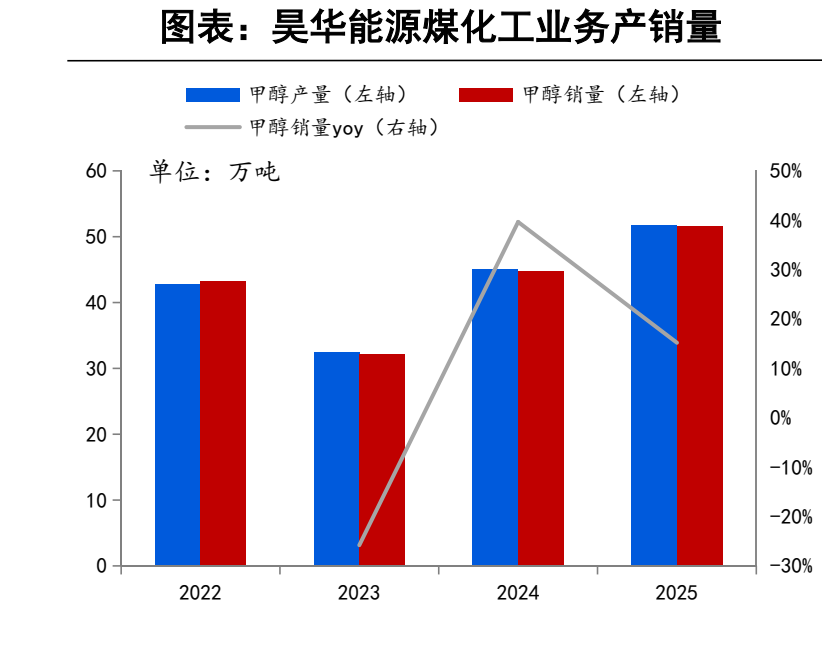


图表：兰花科创己内酰胺产品量价本利



化工表现：昊华能源2025年以降本实现经营性扭亏

- **量端**，昊华能源2023年受设备停车检修影响，产销量同比大幅减少，**2024、2025年产销量均逐年回升**，2025年产销量分别同比+15.2%/+15.0%至51.7/51.6万吨。
- **价格端**，2023年单位价格受市场价格下滑（该年甲醇现货CFR中间价年度均价同比-15.4%）而同比-8.2%，**2024、2025年单位价格基本平稳**，分别同比-0.8%/-0.3%，2025年单位价格为1816.6元/吨。
- **成本端**，公司积极落实国泰化工治亏减亏措施，**叠加甲醇量增带来的摊薄作用，以及原料煤价格下降，单位成本自2023年逐年下行**，2024、2025年分别同比-19.8%/-17.6%，2025年单位成本为1672元/吨，拆分单位成本来看，2025年各细分成本均实现降本，降本成效凸显。
- **利润端**，**2025年价稳本降之下单位毛利及单位净利润均实现修复**，经测算，单位毛利及单位净利润分别同比+352/+331元/吨至145/-116元/吨，**2025年单位毛利转正，实现经营性扭亏**。
- 化工业务整体来看，2025年公司实现化工业务收入9.38亿元（同比+14.8%）、毛利74.63百万元（同比+167.58百万元，实现经营性扭亏）。



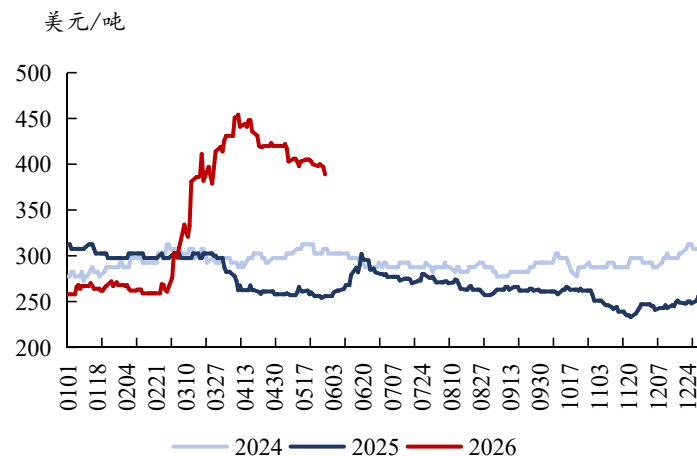
图表：昊华能源煤化工单位成本拆分

	2023 (元/吨)	2024 (元/吨)	2025 (元/吨)	2025变动幅度 (元/吨)
原料煤	1030.6	910.4	746.1	-164.2
燃料煤	298.8	210.4	179.8	-30.6
人工成本	433.6	313.1	247.2	-65.9
折旧费	495.7	323.2	272.2	-51.0
水电费	129.3	125.5	109.9	-15.6
其他	144.3	147.6	116.8	-30.8
总计	2532.3	2030.2	1672.0	-358.1

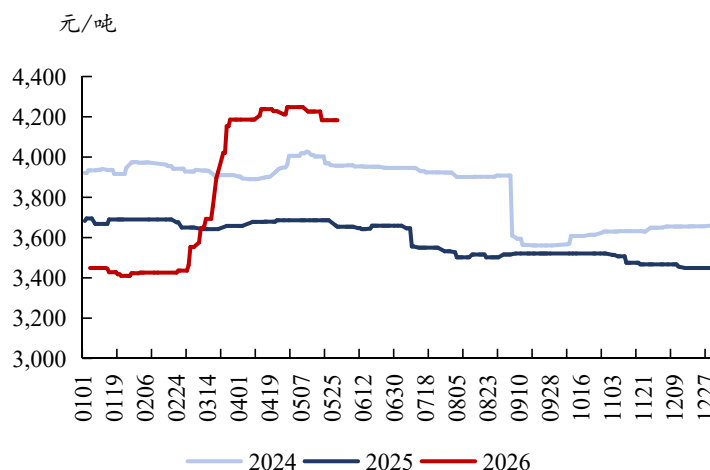
化工表现：2026年三家公司化工业务业绩存改善预期

- 对比来看，[兰花科创化工业务体量相对更大（2025年化工品合计产销量最大）](#)，[甘肃能化未来发展空间更大（内生+外延）](#)，[昊华能源逐步实现业绩改善（2025年实现经营性扭亏）](#)。
- 2026年2月28日美伊冲突爆发以来，国际油价高位运行，进口量减少或产业替代等因素影响下[煤头化工品景气度提升](#)，[三家公司煤化工业绩存在改善预期](#)。
- 2026年3月1日-5月29日，以上三家的主要化工产品均有明显涨价，甲醇、二甲醚、己内酰胺分别较2025年同期+45%/+10%/+31%。

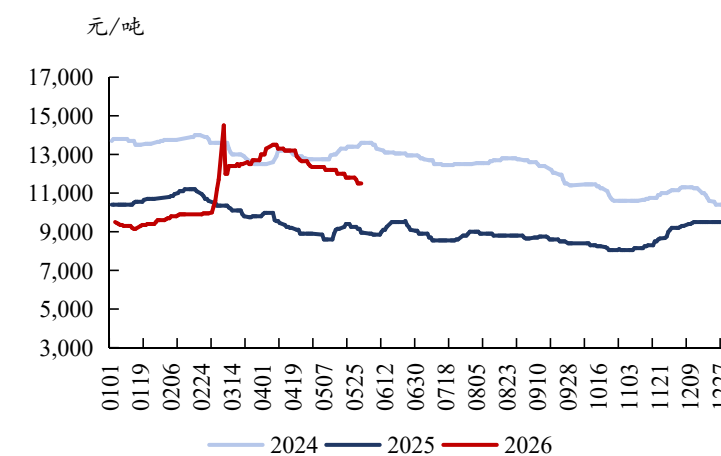
图表：甲醇现货价（截至5月29日）



图表：二甲醚现货价（截至5月29日）



图表：己内酰胺现货价（截至5月29日）



甲醇利润：不同甲醇价格下昊华能源甲醇业务业绩弹性测算

- 2026年1月1日-5月29日，甲醇现货价(CFR, 中间价)平均价格为345.26美元/吨，较去年同期均价+20.69%、较2025全年均价+27.03%。
- 根据测算，若2026年甲醇价格保持高位，当前具有甲醇业务的昊华能源业绩存在继续改善预期、业绩弹性大。
- 根据甲醇现货价+25%/+30%/+35%设定情景假设，基于2025年昊华能源公司情况进行测算，各情境下，昊华能源甲醇业务权益净利润为1.3-1.7-2.1亿元，分别2025年基准情况测算值+258%/+329%/+400%，具有高业绩弹性。

图表：不同甲醇价格下业绩弹性测算

		基准（2025年均价）	情景1	情景2	情景3
	甲醇现货价（元/吨）	1900	2374	2469	2564
昊华能源	税前单位净利润（元/吨）	-116	305	389	473
	单位净利润（元/吨）	-116	259	330	402
	甲醇业务权益净利润测算（亿元）	-0.5	1.3	1.7	2.1

1 公司整体情况及财务状况对比

2 煤炭业务表现及业绩弹性对比

3 化工业务对比

4 其他业绩贡献较多的业务对比

5 投资建议、行业评级及风险提示

甘肃能化电力业务：合计装机容量4829MW(其中1509MW在产)

- **甘肃能化截至2026年1月合计在产装机容量1509MW，且未来仍有增量：**截至2026年1月，目前运行电厂主要为白银热电、新区热电、固废物热电及洁能热电等，合计在产装机容量为1509MW，其中新区热电1、2号机组分别于2025年12月、2026年1月顺利通过168小时满负荷试运行，已正式进入商业运营，白银热电、新区热电均拥有2×350MW超临界燃煤空冷热电联产机组，两机一塔，配套脱硫、脱硝等设施。此外，**公司另有合计3320MW在建装机容量**，包括规划新建2台660MW超超临界空冷燃煤发电机组的庆阳煤电项目，该项目设计年发电量70亿度，以及兰州新区2×1000MW项目，截至2026年1月该项目初步设计完成审查，地基强夯工程已完工。
- **公司各在产、在建机组均为100%持股，且均位于甘肃区域，**近年甘肃省经济发展步伐加快，负荷快速增长，2025年甘肃省发电量同比+10.70%至2339.6亿千瓦时，为公司电力业务发展提供良好基础。

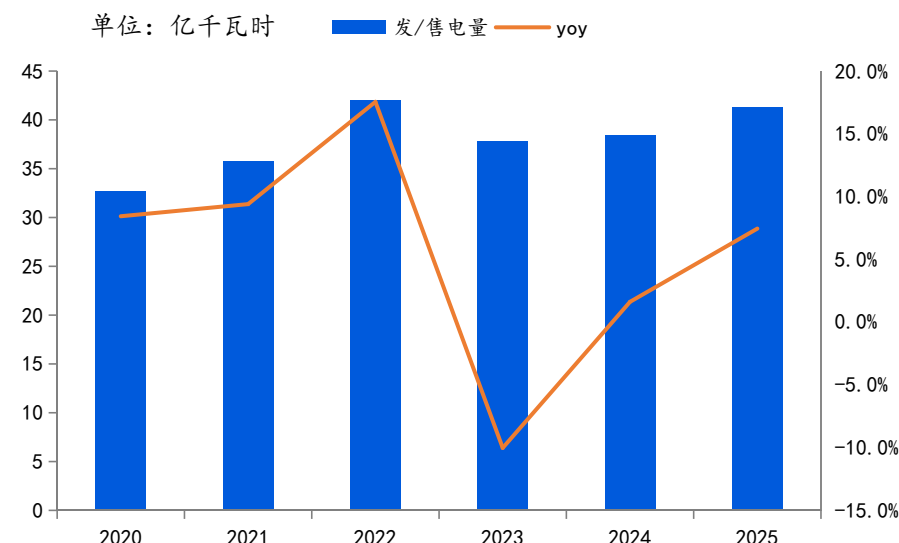
图表：甘肃能化电力装机情况（截至2026年1月）

名称	区域	类型	股权比例	装机容量	权益装机（MW）	状态
白银热电	甘肃	电、热	100%	2×350MW	700	在产
固废物热电装机	甘肃	电、热	100%	4x25MW	100	在产
洁能热电瓦斯发电装机	甘肃	电、热	100%	9MW	9	在产
兰州新区热电联产项目	甘肃	电、热	100%	2× 350MW	700	在产
合计在产			100%	1509	1509	
兰州新区火电项目	甘肃	火电	100%	2×1000MW	2000	在建
庆阳煤电项目	甘肃	火电	100%	2×660MW	1320	在建
合计在建			100%	3320	3320	
合计			100%	4829	4829	

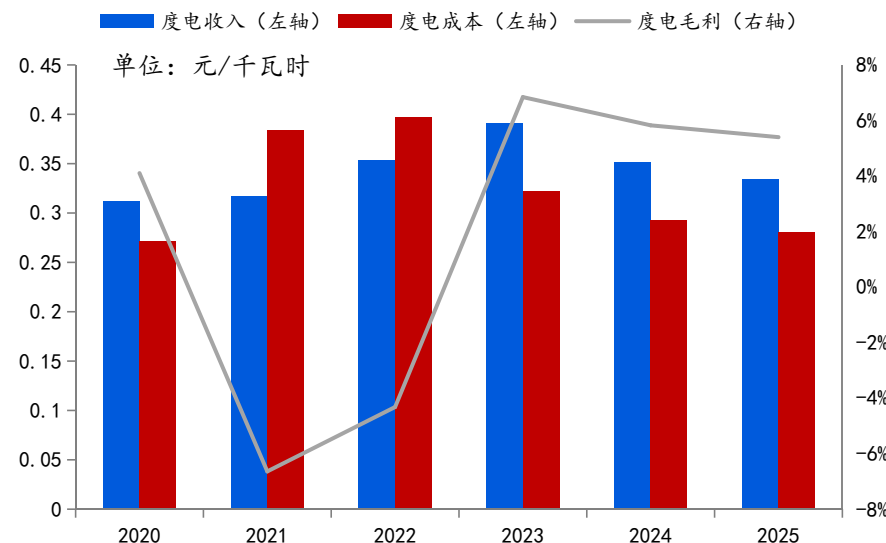
甘肃能化电力业务：2023-2025年度电贡献正毛利，未来量端提升空间大

- **量端**，甘肃能化2020-2022年发电量逐年提升，以CAGR为13.4%提升至2023年的42亿千瓦时，2023年公司口径由发电量变更为售电量，[2024、2025年公司售电量分别同比+1.6%/+7.4%至38.4/41.26亿千瓦时，2025年加速增长](#)。2025年年底公司新区热电2×35MW完成双机试运行并转入商业运营，且[仍有在建项目2*660MW庆阳煤电项目与2×1000MW兰州新区火电项目（均预计2027年投产）](#)，公司未来电力业务**量端提升空间大**。
- **收入、成本及毛利端**，2021、2022年公司度电成本大涨（2020-2022CAGR为21.0%，同期煤电原料端煤炭市场价格大幅提升或为主要原因），而度电收入提升幅度相对较小（2020-2022CAGR为6.5%），2021-2022年公司度电毛利转负；2023-2025年公司度电成本下降（同样地，同期煤电原料端煤炭市场价格回落或为主要原因），[2023-2025年公司度电毛利均为正](#)。2025年，公司度电收入同比-4.8%至0.33元/千瓦时，度电成本同比-4.3%至0.28元/千瓦时，度电毛利同比-7.3%至0.05元/千瓦时，经我们测算，度电税后净利润同比-97.17%至0.0003元/千瓦时。
- 电力业务整体来看，2025年公司实现电力业务收入13.78亿元（同比+2.3%）、毛利2.23百万元（同比-0.4%）、测算得税后净利润1.32百万元（同比-96.96%），仍录得正贡献。

图表：甘肃能化发/售电量情况



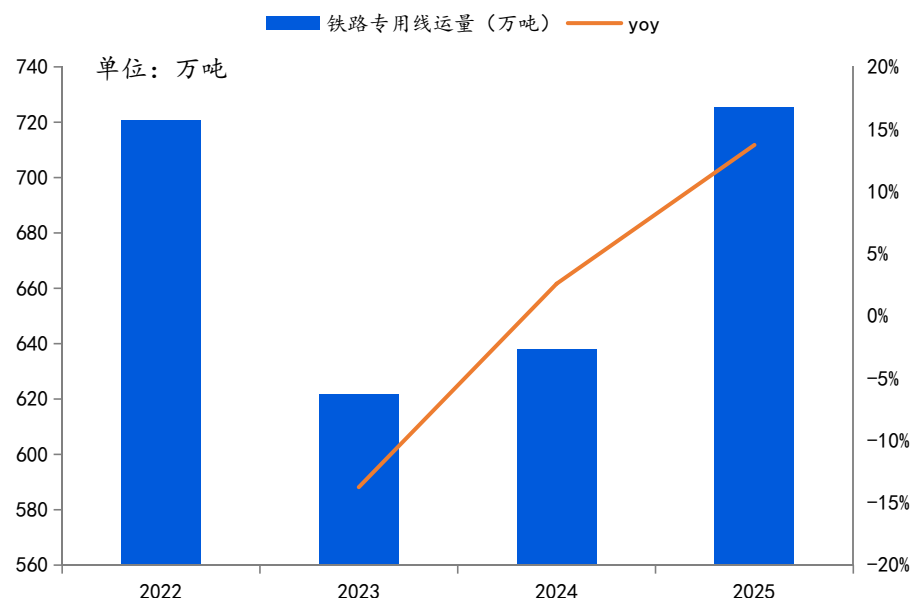
图表：甘肃能化度电价本利



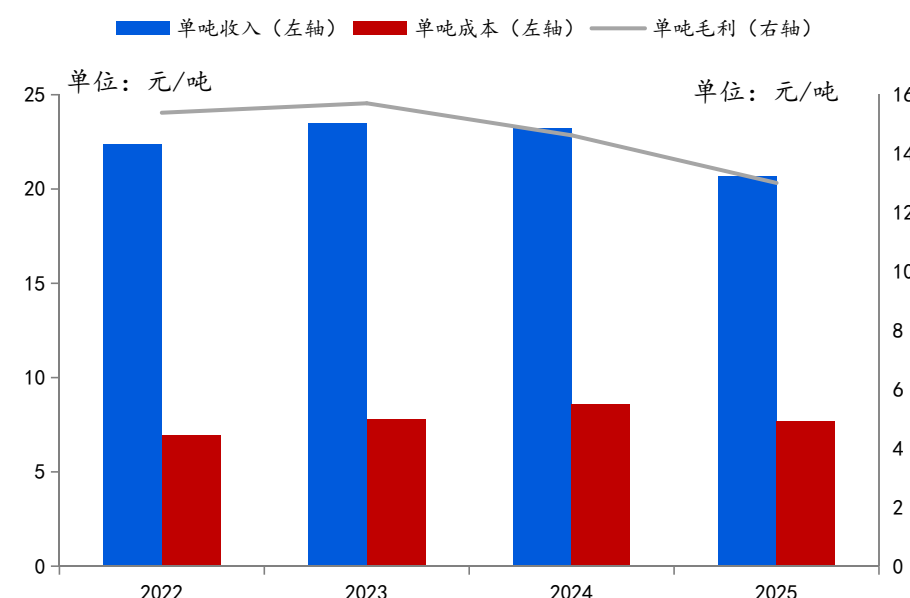
昊华能源铁路业务：2022-2025年均对利润形成正贡献

- **量端**，昊华能源2023年铁路发运量下滑（同比-13.7%）后以CAGR为8.0%逐年回升至2025年的725.39万吨。
- **收入、成本及毛利端**，2023年单吨收入增幅高于单吨成本之下，公司单吨毛利上升（同比+2.1%），考虑期间费用及所得税后测算得单吨税后净利润为10元/吨（同比-2.5%）；2024、2025年单吨收入下行，单吨成本先升后降，单吨毛利同比-11.1%至13元/吨，单吨税后净利润同比-23%至7元/吨。铁路业务2022-2025年均为公司贡献正毛利及税后净利润。
- 铁路业务整体来看，2025年公司实现铁路业务收入89.84百万元（同比-28.4%）、毛利56.49百万元（同比-33.5%）、测算得税后净利润50百万元（同比-12.4%）。

图表：昊华能源铁路发运量情况



图表：昊华能源铁路价本利情况



1 公司整体情况及财务状况对比

2 煤炭业务表现及业绩弹性对比

3 化工业务对比

4 其他业绩贡献较多的业务对比

5 投资建议、行业评级及风险提示

- 经过我们对于甘肃能化、兰花科创、昊华能源三家破净待重估的煤化公司的对比分析：
- ✓ 煤炭业务方面，三家公司业绩弹性均佳，2026年国际形势影响下国内煤价中枢看涨，三家公司煤炭业绩弹性值得关注；
- ✓ 化工业务方面，国际形势影响下国际油价高位运行，产业替代之下煤头化工品景气度提升，当前具有甲醇业务的昊华能源化工业绩存在继续改善预期。
- 行业整体看，煤炭开采行业供应端约束逻辑未变，需求端可能阶段性起伏波动，价格亦呈现一定震荡和动态再平衡。建议把握低位煤炭板块的价值属性，维持煤炭开采行业“推荐”评级。

风险提示

- (1) 煤炭价格波动超预期风险。宏观经济变动、生产经营、进出口政策带来的供给扰动均将构成煤炭价格波动超预期风险。
- (2) 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。
- (3) 在建项目投产不及预期风险。受行业监管变化、自然天气变化等影响，存在在建项目建设、投产时间不及预期风险。
- (4) 测算误差风险。基于部分假设下测算或有误差，以实际情况为准。
- (5) 环保监管超预期风险。环保监管超预期可能导致煤炭价格超预期上升。
- (6) 全球贸易摩擦风险。全球贸易摩擦可能导致石油等大宗商品价格上涨，带动煤炭价格超预期上升。
- (7) 重点关注公司业绩不及预期风险。如果煤价不及预期，重点关注公司可能业绩不及预期。

研究小组介绍

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，5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
徐萌，能源开采行业研究助理，对外经济贸易大学金融本硕

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。

免责声明和风险提示

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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。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