

电力

电价拐点或至，煤电一体化估值&业绩迎双击

燃料成本易涨难跌，电力供需结构转好具有持续性，电价拐点或已至。煤价方面，5月9日环渤海动力煤（Q5500）市场价已升至832元/吨，同比上涨189元/吨；同时秦皇岛港动力煤库存持续处于偏低状态，迎峰度夏临近、高温天气启动、库存整体偏低背景下，煤价仍具备“易涨难跌”特征。**电价方面**，广东、江苏两个核心用电区域4-5月现货电价显著上涨，电价对成本和供需变化的传导明显滞后，叠加厄尔尼诺可能导致2026年夏季西部来水偏弱，以及中长期风速、日照条件变化对绿电供给形成约束，电力供需结构改善并非短期扰动，可能为持续性的价格中枢上移过程。

火电兜底价值凸显，煤电一体化企业无惧煤价波动。2025年以来煤电发电利用小时跌幅逐步收窄，2026年3月为355小时，同比-1.4%；同时，2026Q1风电、光伏累计利用率分别降至91.9%和91.2%，较上年进一步回落，消纳压力上升、火电兜底需求增强。2026年煤电容量电价机制进一步完善，多数省份容量电价标准提高至165元/千瓦·年（含税，下同），天津、四川升至231元/千瓦·年，吉林、甘肃、云南升至330元/千瓦·年，辽宁提升至370元/千瓦·年，煤电收益稳定性明显增强。煤电一体化企业，一方面锁定低燃料成本与运输成本，在煤价上涨阶段能够保持更低度电成本；另一方面由于燃料供应更稳定，保供能力强，避免触发容量电费扣减，从而稳定将容量收益转化为现金流。煤电一体化公司、煤电公司和动力煤公司近五年ROE标准差分别为4.4%、6.9%、9.9%，煤电一体化稳定性最强。

煤电一体化公司估值&业绩迎双击。煤电一体化企业由于燃料成本可控、现金流更稳、在煤价高位时无需被动加杠杆保供，资产负债率和资本开支压力优于传统火电公司。2025年，华能蒙电、陕西能源、淮河能源资产负债率分别为53%、55%、49%，明显低于火电公司均值；华能蒙电和陕西能源近五年经营性现金流与资本开支差额持续为正，为公司分红奠定现金基础。分红方面，华能蒙电承诺2025-2027年现金分红比例不低于70%，陕西能源力争保持50%以上，淮河能源承诺2025-2027年现金分红比例不低于75%，煤电一体化企业红利价值凸显。

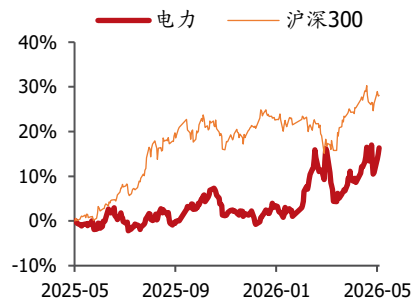
陕西能源高自用煤比例保证公司显著低于可比公司的燃料成本。控股在运火电装机11.23GW，全年发电量506.66亿千瓦时，拥有在运原煤产能2400万吨/年。公司电力业务在2024-2025年营收占比均超过70%，依托高比例自用煤2025年煤电燃料成本仅62.05亿元，对应度电燃料成本仅0.122元/千瓦时。

华能蒙电具备“煤电一体化+特高压外送+新能源注入”的复合平台属性。公司可控装机1502.62万千瓦，其中火电1140万千瓦、风电297.62万千瓦、光伏65万千瓦；2025年魏家峁煤矿产煤1349.35万吨，电厂自用288.83万吨，形成稳定煤电协同。2025年公司煤炭销售价格降至300.65元/吨，通过电力板块毛利提升稳定公司盈利，对冲板块风险。

淮河能源的弹性来源于资产注入后的平台放大效应。公司2025年完成重大资产重组后，控股电力装机从324万千瓦跃升至1200万千瓦以上，2025年末在运控股煤电装机已达838万千瓦；同时丁集、顾北两座煤矿合计千万吨级配套煤炭产能纳入协同体系。2026年经营计划进一步指向

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 张卓然

执业证书编号：S0680525080005

邮箱：zhangzhuoran@gszq.com

分析师 鲁昊

执业证书编号：S0680525080006

邮箱：luhao@gszq.com

研究助理 张晓雅

执业证书编号：S0680125090013

邮箱：zhangxiaoya@gszq.com

相关研究

- 1、《电力：绿电直连进入“多用户”时代，园区绿电转型走向规模化》2026-05-24
- 2、《电力：4月全社会用电增速6.0%，水电出力高增，火电“压舱石”凸显》2026-05-20
- 3、《电力：甘肃27H1机制电价接近竞价上限，广东数据中心接入现货交易》2026-05-17

总收入 401 亿元、利润总额 20 亿元、税后净利润 17 亿元、控股电厂发电量 430.45 亿度，盈利中枢抬升路径清晰。

新集能源自有煤覆盖电厂需求，新增装机释放盈利空间。截至 2025 年末，公司拥有 5 对生产矿井，合计核定产能 2350 万吨/年；已投运及在建项目合计控股装机 796 万千瓦，其中上饶电厂、滁州电厂 4 台机组已在 2026 年一季度转入商业运营，六安电厂 1 号机组亦已于 2026 年 4 月投运。

国电电力作为国家能源集团控股的全国性电力龙头企业，长协煤占比长期保持 94% 以上。煤电为公司营收与利润核心支撑，2025 年煤电业务实现盈利 98.02 亿元，占企业利润总额 71.41%。截至 2025 年末，煤机装机规模达 8024.9 万千瓦，同期在建火电项目规模 345 万千瓦，产能储备充足。火电机组平均供电煤耗稳定在 294 克/千瓦时，入炉煤单价持续降低，能耗与综合成本均优于行业同行。

投资建议。煤价上涨电价下行预期下，建议关注陕西能源和新集能源高抵御风险能力；电价回升预期下，建议关注淮河能源和华能蒙电，反弹空间更大。

陕西能源和新集能源由于自有煤供给比例高，抵御电价波动能力相对更强。假设今年煤价上涨 60 元/吨左右，对比不同电价波动下公司净利润变化，陕西能源和新集能源由于自有煤供给比例高，抵御电价波动能力相对更强，陕西能源电价降 1 分仍能保持净利润正增，新集能源即使电价降 4 分仍能保持净利润正增。在煤价上涨 60 元/吨的前提下，假设陕西能源、华能蒙电电价下降 1 分、淮河能源和新集能源电价下降 2 分，对应净利润同比变化分别为 +1%、-20%、-38%、+17%，按当前 PE (ttm) 计算对应 PEG 分别为 12.5、-1.2、-0.4、0.7，新集能源价值弹性最大。

淮河能源和华能蒙电在电价回升预期下反弹空间更大。假设 2027 年电价回升 2 分，对比不同煤价波动下公司净利润变化，华能蒙电和淮河能源不论煤价显著下跌或上涨，都能确定净利润较高增长，也均具有较当前 PE 较高的弹性空间，其中华能蒙电相对空间更优；与之相比，陕西能源和新集能源均在煤价上涨区间能实现较好增长

风险提示：原料价格超预期上涨；项目建设进度不及预期；电力辅助服务市场等政策不及预期；测算可能存在误差。

内容目录

1. 电价拐点或已至，煤电一体化企业无惧煤价波动	4
1.1 燃料成本易涨难跌，电力供需结构转好具有持续性，电价拐点或已至	4
1.2 火电兜底价值凸显，煤电一体化企业无惧煤价波动	5
2. 煤电一体化公司估值&业绩迎双击	8
2.1 高盈利稳定性与现金支撑造就煤电一体化企业“稳分红”基础	8
2.2 煤价高波动时期，盈利亦有弹性	9
3. 投资建议	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 环渤海动力煤 (Q5500) 市场价 (单位: 元/吨)	4
图表 2: 秦皇岛港动力煤库存 (万吨)	4
图表 3: 广东煤价上涨幅度高于电价	4
图表 4: 江苏省煤价上升幅度高于电价	4
图表 5: 2025 年以来煤电发电小时数跌幅收窄	5
图表 6: 2026 年一季度风光消纳压力较大	5
图表 7: 2026 年各地区煤电容量电价抬升	6
图表 8: 煤电一体化与纯煤电典型公司近年毛利水平 (亿元)	7
图表 9: 各类公司 ROE (%) 以及近五年 ROE 标准差对比	7
图表 10: 煤电一体化公司资产负债率对比 (%)	8
图表 11: 煤电一体化公司现金流与资本开支差值 (亿元)	8
图表 12: 公司分红承诺与 2025 年分红情况	8
图表 13: 陕西能源旗下电力资产梳理	9
图表 14: 陕西能源旗下煤炭资产梳理	9
图表 15: 陕西能源近五年煤炭自用量比例	9
图表 16: 陕西能源电力业务为营收主力 (亿元)	9
图表 17: 华能蒙电旗下电力资产梳理	10
图表 18: 华能蒙电旗下煤炭资产梳理	10
图表 19: 淮河能源旗下电力资产梳理	11
图表 20: 淮河能源旗下煤炭资产梳理	11
图表 21: 淮河能源煤电装机容量变化 (万千瓦)	11
图表 22: 淮河能源分业务营收 (亿元)	11
图表 23: 新集能源煤矿资产梳理	12
图表 24: 新集能源电力资产梳理	12
图表 25: 新集能源 2026 年一季度发电量增速为 64.4%	12
图表 26: 新集能源吨煤成本呈现下行趋势 (元/吨)	12
图表 27: 国电电力煤机规模及净利润	12
图表 28: 国电电力煤机度电利润近年相对稳定	12
图表 29: 假设煤价上涨 60 元/吨各公司业绩以及 PEG 弹性	13
图表 30: 假设电价回升 2 分各公司业绩以及 PEG 弹性	13

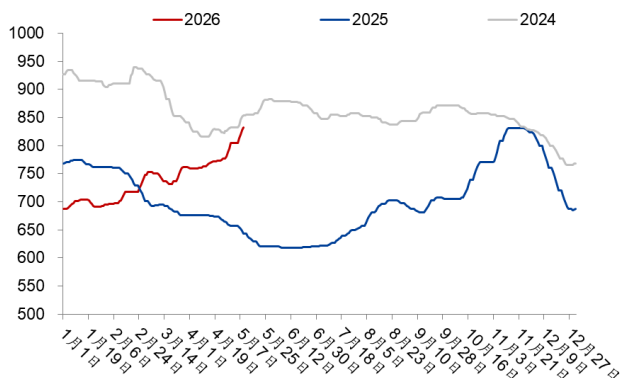
1. 电价拐点或已至，煤电一体化企业无惧煤价波动

1.1 燃料成本易涨难跌，电力供需结构转好具有持续性，电价拐点或已至

今年煤价持续上涨，截至 5 月 9 日同比提升 189 元/吨。2025 年下半年至今，我国煤价基本呈现上涨趋势，截至 5 月 9 日环渤海动力煤（Q5500）市场价 832 元/吨，同比去年同期提升 189 元/吨，+29.4%。2026 年全年均价 737 元/吨，同比去年同期增长 24 元/吨。库存角度，5 月迎峰度夏即将启动，秦皇岛港动力煤库存明显下滑，夏季高温供给可能偏紧。

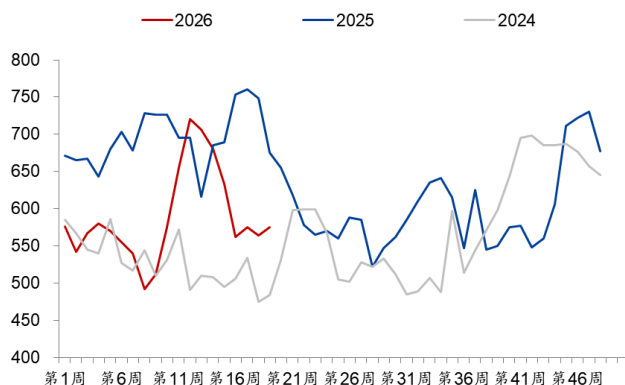
广东和江苏电价涨幅显著低于煤炭价格涨幅，预计电价仍有上行空间。从广东和江苏两个用电大省来看，2025 年下半年至今对应港口煤价上涨幅度均显著超过电价，且两省电价均从今年 3 月起才启动反弹，电价上涨明显滞后于煤价。本轮电价上涨主要受用电负荷回升、枯水期水电出力偏弱、火电兜底需求提升及煤价回升等因素共同推动，同时 5 月进入迎峰度夏前期，市场对后续用电需求预期增强，中长期交易价格向高位现货价格收敛，后续电价预计仍有上行空间。

图表1：环渤海动力煤（Q5500）市场价（单位：元/吨）



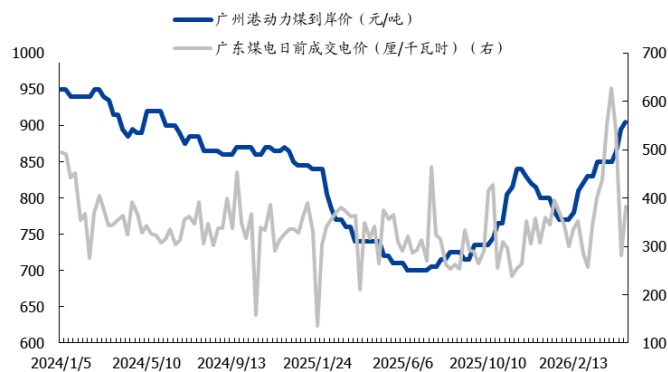
资料来源：CCTD，国盛证券研究所

图表2：秦皇岛港动力煤库存（万吨）



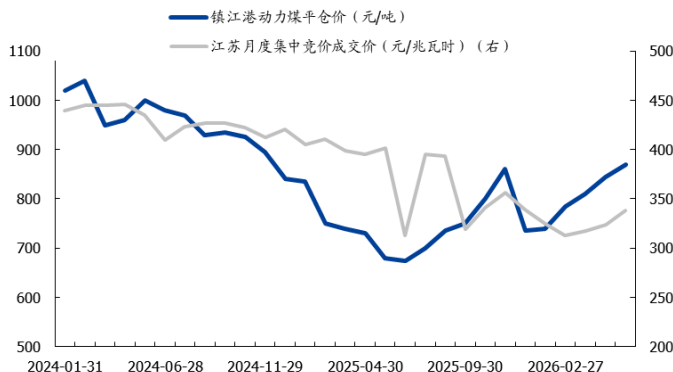
资料来源：iFinD，Wind，国盛证券研究所

图表3：广东煤价上涨幅度高于电价



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表4：江苏省煤价上升幅度高于电价



资料来源：Wind，北极星电力市场网，国盛证券研究所

燃料成本易涨难跌，短期上涨斜率可能变高。短期来看，5月10日-15日，北方今年首轮大范围高温天气即将登场，河南、山东、河北、陕西等多省将现 35℃及以上的高温天气。在当前动力煤全产业链整体库存偏低的背景下，一旦需求启动，去库斜率有望明显加快，与之对应的是更高的煤价上涨斜率。长期来看，煤化工代油，煤电代气电趋势未变，同时在进口煤持续倒挂背景下，后续进口煤数量仍将面临进一步下滑，煤炭价格易涨难跌。

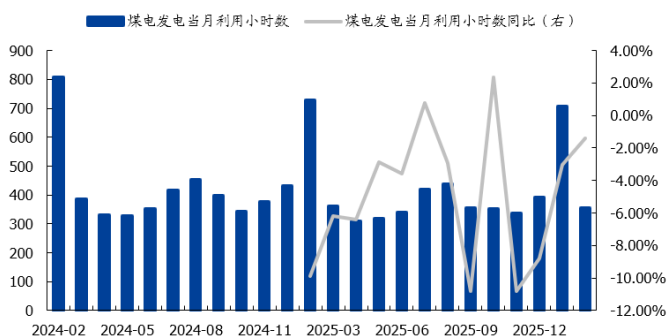
短期和中长期来看，电力供需结构转好具有持续性。一方面，燃料价格从短期和长期来看均易涨难跌，短期甚至上涨可能加速，倒逼电力价格上涨；另一方面，预计今年5月我国将正式进入厄尔尼诺状态，厄尔尼诺影响的2026年夏季可能会因为西部来水不佳导致的供需局部阶段性紧张。中长期来看，近50年中国的日照时间，近地面平均风速均呈显著减少趋势，绿电供给中长期看或收紧。

1.2 火电兜底价值凸显，煤电一体化企业无惧煤价波动

电力供需短期偏紧背景下，火电兜底价值凸显。2025年以来煤电发电小时数跌幅逐步收窄，截至今年3月，煤电发电当月利用小时355小时，同比-1.4%；同时今年一季度风光利用率相对承压，1-3月我国风电和光伏累计利用率分别为91.9%以及91.2%，同比分别降低1.5%和2.6%。

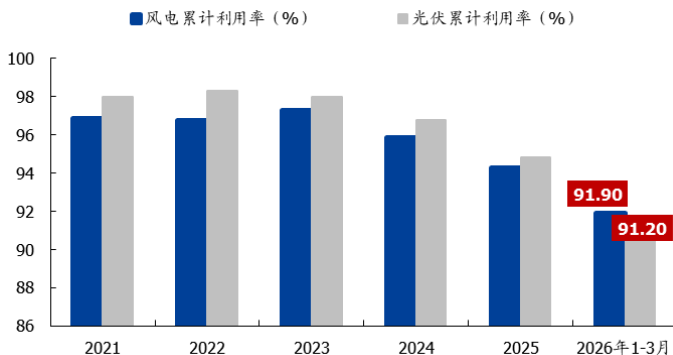
2026年全国容量电价比例统一抬升至不低于50%，进一步稳定煤电收益。2024-2025年多数地区容量电价按约30%回收，对应100元/千瓦·年（含税，下同），部分功能转型较快地区按约50%回收，对应165元/千瓦·年。2026年1月30日，《关于完善发电侧容量电价机制的通知》要求，各地通过容量电价回收煤电固定成本的比例提升至不低于50%。随后各省具体容量电价比例陆续落地：多数省份容量电价标准提高至165元/千瓦·年，天津、四川提高至231元/千瓦·年，吉林、甘肃、云南提高至330元/千瓦·年，辽宁提升至370元/千瓦·年。

图表5：2025年以来煤电发电小时数跌幅收窄



资料来源：wind，国盛证券研究所，注：2月数据均为1~2月累计数据

图表6：2026年一季度风光消纳压力较大



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：2026 年各地区煤电容量电价抬升

地区	煤电装机（万千瓦） （截至2024年底）	2024-2025容量 电价（元/千 瓦）（含税）	2025年容量电 价收入（亿元）	煤电装机（万千瓦） （截至2025年底）	2026年容量电 价（元/千瓦） （含税）	2026e容量电价 收入（亿元）
河南	6585	165	98	6509	165	97
山东	10768	100	97	10749	165	160
江苏	8156	100	73	8917	165	132
山西	7298	100	66	7366	165	109
新疆	6809	100	61	7881	165	117
安徽	5613	100	51	5936	165	88
陕西	5848	100	53	5930	165	88
浙江	5376	100	48	5975	165	89
河北	4833	100	44	4953	165	74
辽宁	3641	100	33	3648	370	121
湖北	3451	100	31	3857	165	57
宁夏	3090	100	28	3094	165	46
福建	3099	100	28	3315	165	49
湖南	2666	165	40	2870	165	43
江西	2716	100	24	3215	165	48
甘肃	2547	100	23	3358	330	100
重庆	1439	165	21	1440	165	21
四川	1406	165	21	1398	231	29
黑龙江	2214	100	20	2211	165	33
吉林	1698	100	15	1700	330	50
上海	1439	100	13	1439	165	21
天津	1238	100	11	1230	231	26
青海	371	165	6	506	185	8
北京	77	100	1	77	165	1
内蒙古	12107	100	109	12608	165	187
广东	12740	100	115	13911	165	207
贵州	4000	100	36	4136	165	61
广西	3029	165	45	3537	247.5	79
云南	1433	165	21	1552	330	46
海南	854	100	8	905	165	13

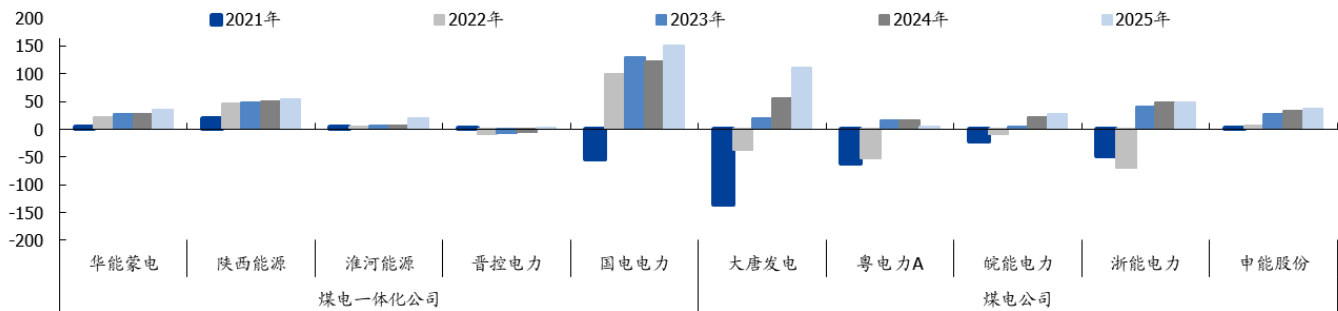
资料来源：Ifind，北极星电力网、储能与电力市场，国盛证券研究所，注：标黄省份缺少煤电装机数据，使用火电装机数据计算，部分未更新 2026 年容量电价政策的地区均按 165 元/千瓦计算

煤电一体化公司锁定低度电成本，同时稳定转化容量收益为现金流。一方面，煤电一体化企业凭借显著的燃料与运输成本优势“锁底成本”，发电边际成本一般优于纯火电企业，煤价上涨时仍能维持更有竞争力的度电成本与报价能力；另一方面，2026 年煤电机组容量电价普遍上涨，煤电一体化企业深度绑定燃料供应与机组出力，能够有效规避煤价大幅波动、运力紧张与极端天气导致的“缺煤停机”风险，从源头保障机组可用性，避免触发容量电费考核扣减（同月内未按指令提供申报最大出力 2/3/4 次将分别扣减当月容量电费 10%/50%/100%），容量收益稳定转化为现金流。

煤电一体化公司盈利稳定性显著强于纯煤电公司与纯煤炭公司，煤价高位区间尤其明显。对比煤电一体化公司和仅有发电业务的煤电公司，煤电一体化公司在 2021-2022 年煤价相对高位的区间，毛利基本仍能维持正值，与之相比没有煤炭资产的火电公司受高位煤价严重影响盈利。从 ROE 的角度来看，煤电一体化公司平抑成本端波动的能力也使公司盈利稳定性显著提升，煤电一体化公司、煤电公司以及动力煤公司近五年平均 ROE 标准差分别为 4.4%、6.9%以及 9.9%，煤电一体化公司盈利稳定性显著更强。

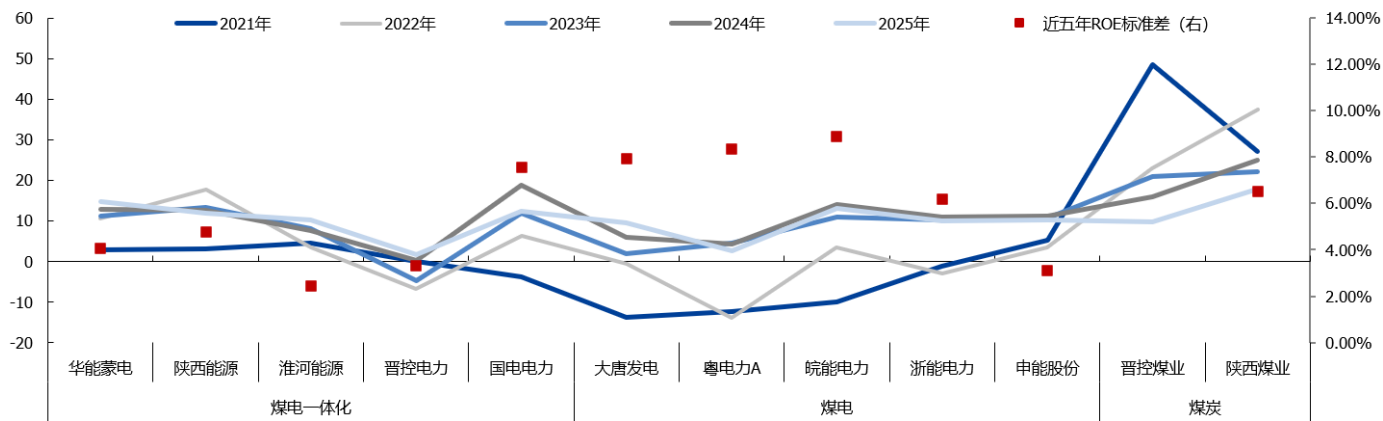
即使处于煤价下行区间，煤电一体化优势仍存。一方面，在煤价回落阶段，煤电一体化内部煤价与长协煤兑现率更稳，降本兑现更快；另一方面，煤电一体化企业运营模式降低了煤炭运输和中转的损耗；除此之外，煤炭业务利润有所回落时，电力板块利润平抑公司整体盈利波动。

图表8: 煤电一体化与纯煤电典型公司近年毛利水平 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 各类公司 ROE (%) 以及近五年 ROE 标准差对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

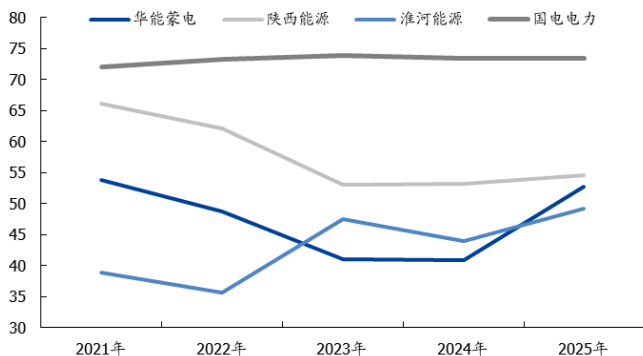
2.煤电一体化公司估值&业绩迎双击

2.1 高盈利稳定性与现金支撑造就煤电一体化企业“稳分红”基础

煤电一体化企业资产负债率健康，经营性现金流净额通常高于公司资本开支规模。普通火电企业在煤价高位时期通常为保供会扩张融资规模，而煤电一体化企业因燃料成本可控、经营现金流更稳定，通常无需被动加杠杆，现金流和资产负债率相对处于较为健康的状态。华能蒙电、陕西能源以及淮河能源三家典型煤电一体化公司 2025 年度资产负债率分别为 53%、55%以及 49%，明显低于火电板块资产负债率均值（62.3%）。经营现金流的角度，华能蒙电和陕西能源近五年经营性活动现金流净额持续高于公司资本支出，为提升分红奠定了现金基础；淮河能源 2021-2024 年资本开支较经营性现金流净额压力均较小，2025 年主要系并表电力集团，推进多台电力机组建设，同时潘集二期 3 号、4 号机组以及谢桥电厂 1 号机组均在当年投产，导致资本性支出结构性提升。

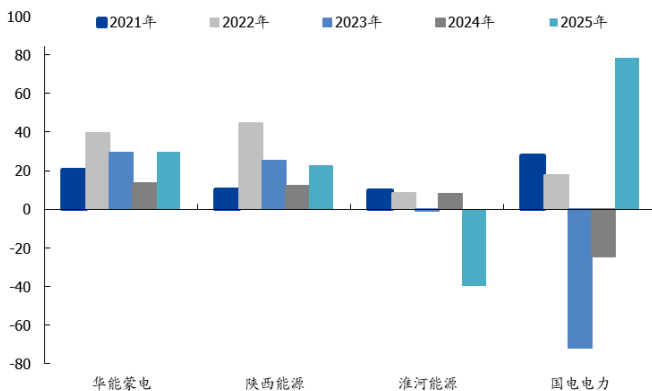
高盈利稳定性与健康现金流的支撑下，大部分煤电一体化公司明确高比例分红承诺。华能蒙电、陕西能源以及淮河能源 2025 年全年分红比例分别达到 70.45%、51.09%以及 80.21%。分红承诺方面，华能蒙电 2025-2027 年现金分红比例不低于 70%（每股派息不低于 0.1 元人民币），陕西能源力争保持 50%以上分红比例，淮河能源 2025-2027 年现金分红比例不低于 75%（每股派息不低于 0.19 元人民币）。

图表10: 煤电一体化公司资产负债率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表11: 煤电一体化公司现金流与资本开支差值 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表12: 公司分红承诺与 2025 年分红情况

公司名称	公司分红承诺	2025年全年分红总额 (亿元)	2025年全年分红比例
中国神华	2025-2027年度每年以现金方式分配的利润不少于本公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的65%	418.11	79.10%
华能蒙电	2025-2027年度每年公司以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的70%，且每股派息不低于0.1元人民币	17.24	70.45%
淮河能源	2025-2027年度，公司每年度拟分配的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的75%，且每股派发现金红利不低于0.19元	13.62	80.21%
陕西能源	力争保持归属于上市公司股东净利润50%以上的分红比例	15.38	51.09%
国电电力	2025-2027年度每年以现金方式分配的利润不少于本公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的60%，且每股派发现金红利不低于0.22元	42.98	60.02%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2.2 煤价高波动时期，盈利亦有弹性

陕西能源为陕投集团旗下火电&煤炭投资运营平台，深度布局煤电一体化，后续投产节奏稳健。截至 2025 年底，公司控股在运火电装机达 11.23GW（权益 8.08GW）、年度发电量 506.66 亿千瓦时；在建机组 402 万千瓦，在建项目包括商洛二期 2×660MW、延安热电二期 2×350MW、信丰电厂 2×1000MW。煤炭资产方面，在运原煤产能 2400 万吨/年（权益 1429 万吨/年）；此外，赵石畔煤矿 600 万吨/年煤矿（权益 360 万吨/年）已于 2025H2 进入联合试运转，筹建中的钱阳山煤矿和丈八矿井规划产能 1000 万吨/年。

公司电力业务为营收主力，自用煤比例保持高位。公司业务通过“煤矿—电厂—售电—运销—供热”形成协同闭环，其中电力业务是绝对的营收主力，2024-2025 年营收占比均超过 71%。公司煤炭自用量比例持续处于高位，2024 年及之前均高于 60%，2025 年由于园子沟煤矿产量提升以及赵石畔煤矿进入联合试运转，增加了公司煤炭产量，自产煤外销量同比增长 67.27%。

高自用煤比例保证公司显著低于可比公司的燃料成本。横向对比煤电一体化公司，陕西能源 2025 年煤电发电量 506.66 亿千瓦时，对应燃料成本 62.05 亿元，度电燃料成本为 0.122 元/千瓦时，显著优于同为煤电一体化度电成本 0.159 元/千瓦时的华能蒙电以及 0.252 元/千瓦时的淮河能源，若与普通火电公司相比预计燃料成本优势更大。在这种情况下，终端发电业务燃料成本主要受制于煤矿开采成本而非市场煤价格，在煤价波动较大的周期中更能保持盈利韧性。

图表13：陕西能源旗下电力资产梳理

机组位置	消纳地区	电厂	装机容量 (万千瓦)	机组类型	权益比例	权益容量(万 千瓦)
陕西	陕西	渭河发电	124	2*320MW+2*300MW	70%	86.8
		清水川能源	60	2*300MW	66%	39.6
			200	2*1000MW		132
		商洛发电	132	2*660MW	100%	132
		麟北发电	70	2*350MW	100%	70
		延安热电	5	2*25MW	66%	3.3
	山东	赵石畔煤电	200	2*1000MW	60%	120
新疆	湖北	清水川能源	200	2*1000MW	66%	132
	安徽	吉木萨尔发电	132	2*660MW	70%	92.4
合计			1123			808.1

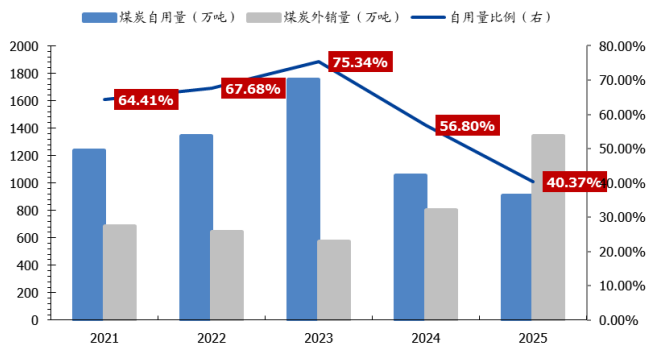
资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：截至 2025 年年底

图表14：陕西能源旗下煤炭资产梳理

煤矿名称	主要煤种	生产状况	保有资源量(亿吨)			保有储量(亿吨)		核定/规划产能(万吨/年)	所属子公司名称
			探明	控制	推断	证实	可信		
冯家塔煤矿	长焰煤	已投产	2.68	0.64	5.47	2.08	0.43	800	陕西清水川能源股份有限公司
凉水井煤矿	长焰煤	已投产	2.15	1.3	2.29	1.59	1.07	800	陕西能源凉水井矿业有限责任公司
园子沟煤矿	不粘煤	已投产	3.87	3.8	5.09	2.97	3.14	800	陕西麟北煤业开发有限公司
赵石畔煤矿	长焰煤	在建	2.6	1.57	5.13	1.71	0.94	600	陕西能源赵石畔煤电有限公司
丈八矿井	不粘煤	筹建	1.13	0.94	1.85			400	陕西麟北煤业开发有限公司
钱阳山煤矿	长焰煤	筹建	2.16	3.81	4.23	1.79	3.16	600	陕能(庆阳)能源开发有限公司

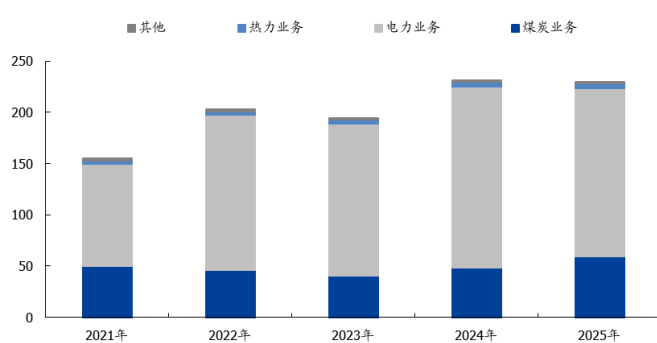
资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：截至 2025 年年底

图表15：陕西能源近五年煤炭自用量比例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表16：陕西能源电力业务为营收主力（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

华能蒙电为兼具煤电一体化、跨区特高压外送、新能源资产注入的复合型能源平台，弱化了单一煤电周期对公司盈利的影响。截至 2025 年末，公司可控装机已达 1502.62 万千瓦，其中火电 1140 万千瓦、风电 297.62 万千瓦、光伏 65 万千瓦，新能源装机占比提升至 24.13%。其中，蒙西地区拥有风光装机 145.22 万千瓦、火电 636 万千瓦；东送华北的上都电厂拥有火电 372 万千瓦、风电 160 万千瓦；魏家峁两台火电机组合计 132 万千瓦接入蒙西—天津南特高压交流输变电网直送华北；乌达莱 47.5 万千瓦风电通过锡盟—泰州直流特高压工程向华北电网输电。煤炭方面，2025 年魏家峁煤矿全年产煤 1349.35 万吨，其中电厂自用 288.83 万吨、供应系统内其他电厂 471.55 万吨、外销 588.80 万吨。2025 年底公司完成 160 万千瓦优质风电资产收购，弱化了单一煤电周期对公司盈利的影响。

魏家峁煤电一体化为公司盈利稳定护城河。魏家峁煤电一体化为“煤炭生产—电力转化—能源输送”的全产业链运营模式，依托蒙西—天津南特高压外送通道，实现煤炭就地转化与电力高效外送。2025 年受煤价下行影响，公司煤炭销售价格为 300.65 元/吨，同比下降 25.25%，煤炭业务毛利润仅 9.61 亿元，同比大幅下降 48.30%；同时 2025 年电力业务标煤单价控制在 513.66 元/吨，同比下降 12.14%，电力板块毛利率同比提升至 22.58%。

“十五五”公司装机扩容与结构改善逻辑并行。内蒙古自治区 2026 年规划提出，力争新增新能源并网装机 3000 万千瓦，总规模超过 2 亿千瓦；“十五五”末新能源装机目标进一步指向 3.3 亿千瓦。公司 2026 年将继续坚持“火电、新能源、煤炭”三足鼎立战略布局，加速推进重点新能源项目建设，重点推动察右中旗 81 万千瓦风电、暖水 60 万千瓦风电、金桥和林 48 万千瓦风电按计划并网。

图表17：华能蒙电旗下电力资产梳理

消纳地区	公司	持股比例	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	净利润 (万元)
蒙西	丰泰公司	45%	40	18	12,996.68
	丰电能源公司	51%	80	40.8	2,612.57
	京达公司	40%	66	26.4	9,576.61
	蒙达公司	53%	132	69.96	7,155.90
	和林发电公司	57%	132	75.24	16,412.92
华北	上都发电公司	51%	240	122.4	14,317.53
	上都第二发电公司	51%	132	67.32	-10,134.27
	魏家峁公司	100%	132	132	146,676.62

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

图表18：华能蒙电旗下煤炭资产梳理

煤矿名称	主要煤种	生产状况	核定/规划产能 (万吨/年)	所属公司	可采储量 (亿吨)
魏家峁露天煤矿	长焰煤	已投产	1500	北方魏家峁煤电有限责任公司	5.74

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

淮河能源完成资产重组，升级为“煤、电、运、售”一体化能源运营商。2025 年，公司完成对电力集团的重大资产重组，控股电力装机从 324 万千瓦跃升至 1200 万千瓦以上，2025 年末在运煤电控股装机已达 838 万千瓦。同时，丁集煤矿与顾北煤矿合计千万吨级配套煤炭产能纳入协同体系，公司已从“存量坑口电厂+铁路运输”的稳健型平台，升级为“煤、电、运、售”一体化的成长型综合能源运营商。

淮河能源业绩弹性来源于资产注入后的平台放大效应，2026 年盈利中枢抬升明确。新机组投运带来的电量扩张，2025 年公司全年实现发电量 371.11 亿度，同比增长 11.64%；叠加单位燃料成本同步降至 0.25 元/度，维持较低水平，公司 2026 年经营计划进一步指向总收入 401 亿元、利润总额 20 亿元、税后净利润 17 亿元、控股电厂发电量 430.45 亿度，增长主线明确。

公司分红意愿强烈，2025 年现金分红比例 80.21%。公司已发布三年分红规划，承诺 2025-2027 年现金分红比例不低于 75%，且每股现金分红不低于 0.19 元；2025 年实际拟派现 13.62 亿元，现金分红比例 80.21%。

图表19: 淮河能源旗下电力资产梳理

资产分类	电厂名称	装机容量 (万千瓦)	股权比例	权益装机 (万千瓦)
全资电厂	潘集电厂一期	132	100%	132
	潘集电厂二期	132	100%	132
	顾桥电厂	66	100%	66
	谢桥电厂	66	100%	66
控股电厂	田集电厂一期	126	50.43%	64
	凤台电厂一期	126	50.43%	64
	洛能发电	190	84.38%	160
	控股合计	838		683.4
参股电厂	田集电厂二期	140	49.00%	69

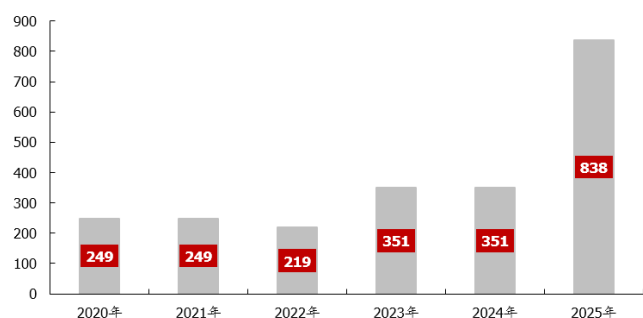
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 淮河能源旗下煤炭资产梳理

煤矿名称	所属公司	持股比例	核定产能	资源量	可采储量	状态
丁集煤矿	淮沪煤电	50.43%	600万吨/年	12.79亿吨	近6.4亿吨	已投产
顾北煤矿	淮浙煤电	50.43%	400万吨/年	6.11亿吨	3.38亿吨	已投产

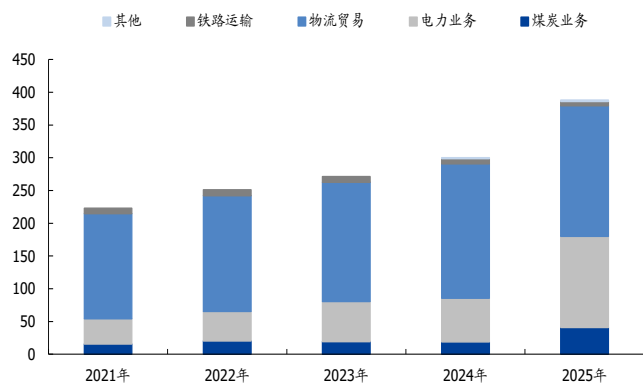
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表21: 淮河能源煤电装机容量变化 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 淮河能源分业务营收 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

新集能源自有煤矿可完全覆盖电厂燃料需求, 装机密集投产增厚收益。截至 2025 年末, 公司拥有 5 对生产矿井, 合计核定产能为 2350 万吨/年, 分别为新集一矿 (180 万吨/年)、新集二矿 (270 万吨/年)、刘庄煤矿 (1100 万吨/年)、口孜东矿 (500 万吨/年) 和板集煤矿 (300 万吨/年)。公司控股在运的火电机组主要是利辛电厂一期 (2x1000MW) 和二期 (2x660MW), 合计控股装机 3320MW。2026 年, 公司电力装机规模实现跨越式增长, 在建的三大电厂项目密集投产: 上饶电厂 (2x1000MW) 和滁州电厂 (2x660MW) 的 4 台机组均在 2026 年一季度完成 168 小时满负荷试运行并转入商业运营; 六安电厂 (2x660MW) 1 号机组已于 2026 年 4 月 30 日投运。

迎峰度夏带动现货市场电价上涨, 新机组有望带来业绩弹性。2026 年一季度, 公司发电量达到 59.56 亿千瓦时, 同比大幅增长 64.4%。由于上饶、滁州、六安等新投产电厂在 2026 年不具备签订年度长协的条件, 其发电量主要通过市场化交易进行结算。在迎峰度夏等用电高峰时段, 现货市场电价受供需紧张推动而上涨, 新机组有望充分捕捉价格上行带来的盈利机会, 为公司带来显著业绩弹性。

图表23：新集能源煤矿资产梳理

矿井	主要煤种	核定产能（万吨/年）	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	投产/进展情况
新集一矿	气煤、1/3焦煤	180	4.34	1.38	已投产
新集二矿	气煤、1/3焦煤	270	3.95	1.73	已投产
刘庄煤矿	气煤、1/3焦煤	1100	13.89	5.89	已投产
口孜东矿	气煤、1/3焦煤	500	7.25	3.55	已投产
板集煤矿	气煤、1/3焦煤	300	5.18	1.92	已投产
在产合计		2350	34.61	14.47	5座生产矿井
杨村煤矿	气煤、1/3焦煤	500	8.83	3.84	当前推进复建

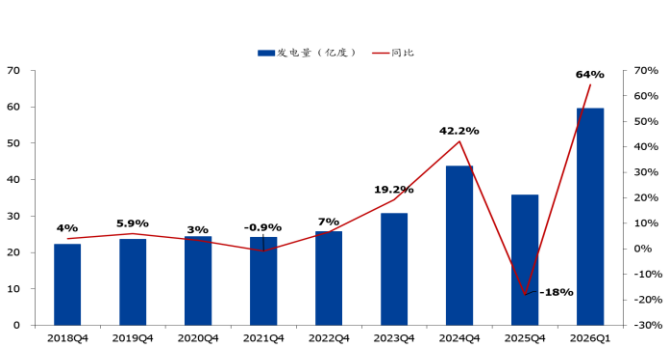
资料来源：公司公告，中国煤炭报，国盛证券研究所

图表24：新集能源电力资产梳理

电厂	机组容量	持股比例	控股装机容量（万千瓦）	权益装机容量（万千瓦）	投产/进展情况	所在地
利辛电厂一期	2×1000MW	55%	200	110	已投产	安徽亳州
利辛电厂二期	2×660MW	55%	132	73	2024年投产，2025年已纳入在运装机	安徽亳州
上饶电厂	2×1000MW	65%	200	130	两台机组分别于2025-12-30、2026-03-25完成168小时试运行并转商运	江西上饶
滁州电厂	2×660MW	85%	132	112	两台机组分别于2026-01-30、2026-03-27完成168小时试运行并转商运	安徽滁州
六安电厂	2×660MW	55%	132	73	已投产	安徽六安
宣城电厂一期	1×660MW	49%	32	32	已投产	安徽宣城
宣城电厂二期	1×630MW	49%	32	32	已投产	安徽宣城
合计			796	562		

资料来源：公司公告，财联社，北极星电力网，国盛证券研究所

图表25：新集能源 2026 年一季度发电量增速为 64.4%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表26：新集能源吨煤成本呈现下行趋势（元/吨）

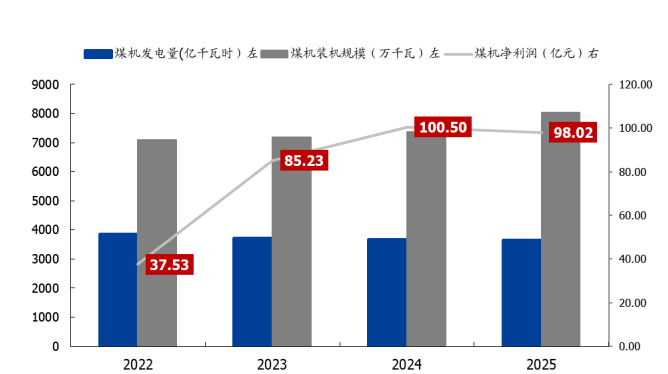


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

国电电力为国家能源集团控股的全国性电力龙头企业，煤电装机规模稳居行业前列。煤电为公司营收与利润核心支撑，2025 年煤电业务实现盈利 98.02 亿元，占企业利润总额 71.41%。公司煤电装机体量持续扩容，截至 2025 年末，煤机装机规模达 8024.9 万千瓦，同期在建火电项目规模 345 万千瓦，产能储备充足。

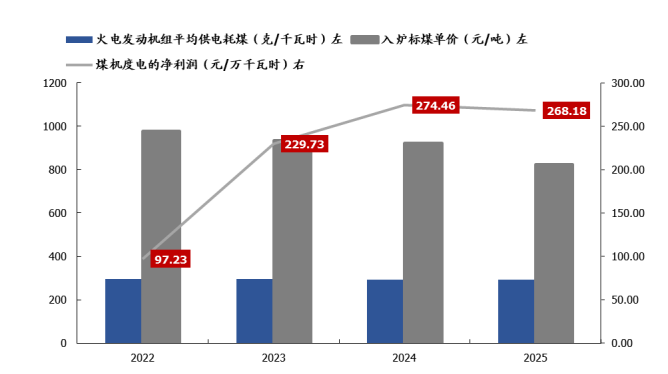
公司燃料保供与能耗管控实力强劲，长协煤占比长期保持 94%以上，远高于行业平均水平，有效抵御煤炭发现货价格波动风险。火电机组平均供电煤耗稳定在 294 克/千瓦时，入炉煤单价持续降低，2025 年为 825.06 元/吨，能耗与综合成本均优于行业同行，凭借稳固的成本优势筑牢经营根基，近年煤电业务度电净利润稳定在接近 0.03 元/千瓦时，经营稳健性十足。

图表27：国电电力煤机规模及净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表28：国电电力煤机度电利润近年相对稳定



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.投资建议

煤价上涨电价下行预期下，建议关注陕西能源和新集能源高抵御风险能力；电价回升预期下，建议关注淮河能源和华能蒙电，反弹空间更大。

陕西能源和新集能源由于自有煤供给比例高，抵御电价波动能力相对更强。今年煤价上涨 60 元/吨左右，对比不同电价波动下公司净利润变化，陕西能源和新集能源由于自有煤供给比例高，抵御电价波动能力相对更强，陕西能源电价降 1 分仍能保持净利润正增，新集能源即使电价降 4 分仍能保持净利润正增。在煤价上涨 60 元/吨的前提下，假设陕西能源、华能蒙电电价下降 1 分、淮河能源和新集能源电价下降 2 分，对应净利润同比变化分别为+1%、-20%、-38%、+17%，按当前 PE (ttm)计算对应 PEG 分别为 12.5、-1.2、-0.4、0.7，新集能源价值弹性最大。

淮河能源和华能蒙电在电价回升预期下反弹空间更大。假设 2027 年电价回升 2 分，对比不同煤价波动下公司净利润变化，华能蒙电和淮河能源不论煤价显著下跌或上涨，都能确定净利润较高增长，也均具有较当前 PE 较高的弹性空间，其中华能蒙电相对空间更优；与之相比，陕西能源和新集能源均在煤价上涨区间能实现较好增长。

图表29: 假设煤价上涨 60 元/吨各公司业绩以及 PEG 弹性

电价变化	净利润同比				对应PEG			
	陕西能源	华能蒙电	淮河能源	新集能源	陕西能源	华能蒙电	淮河能源	新集能源
-0.04	-31.1%	-65.9%	-72.7%	4.3%	-0.5	-0.4	-0.2	2.9
-0.03	-20.4%	-50.5%	-55.6%	10.4%	-0.7	-0.5	-0.3	1.2
-0.02	-9.6%	-35.2%	-38.4%	16.6%	-1.6	-0.7	-0.4	0.7
-0.01	1.2%	-19.8%	-21.3%	22.8%	12.5	-1.2	-0.8	0.5
0	12.0%	-4.5%	-4.2%	29.0%	1.3	-5.2	-4.1	0.4
0.01	22.8%	10.9%	12.9%	35.2%	0.7	2.2	1.3	0.4
0.02	33.5%	26.2%	30.1%	41.4%	0.4	0.9	0.6	0.3
0.03	44.3%	41.6%	47.2%	47.6%	0.3	0.6	0.4	0.3
0.04	55.1%	56.9%	64.3%	53.8%	0.3	0.4	0.3	0.2

资料来源：各公司公告，Wind，国盛证券研究所，注：PE(TTM)数据截至 5 月 31 日

图表30: 假设电价回升 2 分各公司业绩以及 PEG 弹性

煤价变化	净利润同比				对应PEG			
	陕西能源	华能蒙电	淮河能源	新集能源	陕西能源	华能蒙电	淮河能源	新集能源
-150	-8%	42%	45%	-60%	-1.8	0.6	0.4	-0.2
-120	-2%	40%	43%	-46%	-6.3	0.6	0.4	-0.3
-90	4%	37%	41%	-31%	4.2	0.6	0.4	-0.4
-60	10%	35%	38%	-17%	1.6	0.7	0.4	-0.7
-30	16%	33%	36%	-2%	1.0	0.7	0.5	-5.8
0	22%	31%	34%	12%	0.7	0.8	0.5	1.0
30	28%	28%	32%	27%	0.5	0.8	0.5	0.5
60	34%	26%	30%	41%	0.4	0.9	0.6	0.3
90	40%	24%	28%	56%	0.4	1.0	0.6	0.2
120	46%	22%	26%	70%	0.3	1.1	0.7	0.2

资料来源：各公司公告，Wind，国盛证券研究所，注：PE(TTM)数据截至 5 月 31 日

风险提示

- 1、原料价格超预期上涨：若成本价格出现超预期上行，将直接抬升成本、压缩盈利；
- 2、项目建设进度不及预期：若项目推进慢于计划将导致投产与收入确认延后、订单兑现节奏放缓，从而影响业绩达成与投资回报周期；
- 3、电力辅助服务市场等政策不及预期：若相关市场与政策规则推进节奏和力度低于预期，补偿与价格机制难以及时落地，压缩企业盈利空间；
- 4、测算可能存在误差：报告中关于各公司净利润波动测算中部分数据通过假设测算，可能与实际情况存在误差。



免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com