长江证券
CHANGJIANG SECURITIES

# 长江大宗
# 2026年9月金股推荐




长江证券研究所能源与材料组

2026-08-30

汇聚财智 共享成长
Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

# 分析师及联系人


**分析师　赵超**

SAC执业证书编号：S0490519030001

SFC执业证书编号：BUY139

**分析师　张佩**

SAC执业证书编号：S0490518080002

**分析师　韩轶超**

SAC执业证书编号：S0490512020001

SFC执业证书编号：BQK468

**分析师　马太**

SAC执业证书编号：S0490516100002

SFC执业证书编号：BUT911

**分析师　魏凯**

SAC执业证书编号：S0490520080009

SFC执业证书编号：BUT964

**分析师　张韦华**

SAC执业证书编号：S0490517080003

SFC执业证书编号：BQT627

**分析师　肖勇**

SAC执业证书编号：S0490516080003

SFC执业证书编号：BUT918

# 目录


01 金属-招金矿业

02 建材-兔宝宝、中材科技

03 交运-海通发展

04 化工-万华化学、亚钾国际

05 石化-首华燃气、华锦股份

06 公用-福能股份

07 煤炭-新集能源、昊华能源

# 长江大宗2026年9月金股推荐组合及盈利预测一览

| 板块 | 代码 | 标的 | 归母净利润（亿元） | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 金属 | 1818.HK | 招金矿业 | 36.14 | 55.67 | 56.89 | 27.21 | 12.73 | 12.46 |
| 建材 | 002043.SZ | 兔宝宝 | 13.09 | 27.26 | 32.30 | 8.30 | 3.99 | 3.37 |
| 建材 | 002080.SZ | 中材科技 | 2.72 | 19.95 | 48.30 | 322.79 | 44.08 | 18.21 |
| 交运 | 603162.SH | 海通发展 | 60.12 | 143.37 | 142.25 | 2.90 | 1.22 | 1.23 |
| 化工 | 600309.SH | 万华化学 | 125.27 | 225.61 | 253.67 | 19.50 | 10.83 | 9.63 |
| 化工 | 000893.SZ | 亚钾国际 | 125.27 | 225.61 | 253.67 | 3.60 | 2.00 | 1.78 |
| 石化 | 300483.SZ | 首华燃气 | 1.69 | 6.58 | 10.71 | 57.84 | 14.89 | 9.14 |
| 石化 | 000059.SZ | 华锦股份 | 13.45 | 43.54 | 54.97 | 6.62 | 2.05 | 1.62 |
| 公用 | 600483.SH | 福能股份 | 29.57 | 27.99 | 31.85 | 10.13 | 10.70 | 9.40 |
| 煤炭 | 601918.SH | 新集能源 | 21.36 | 24.42 | 30.50 | 13.19 | 11.54 | 9.24 |
| 煤炭 | 601101.SH | 昊华能源 | 5.12 | 15.53 | 16.37 | 41.62 | 13.73 | 13.03 |

资料来源：Wind，长江证券研究所　　注：1、PE根据2026年8月28日收盘价计算。

# 金属-招金矿业：减值出清，复产与海域成长主线不改

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

**招金矿业估值表**

| 项目 | 主要产品 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 产量（吨） | 黄金：总量 | 32.7 | 35.6 | 23.7 | 27.4 | 24.7 | 26.2 | 27.2 | 24.5 | 27.0 | 42.4 | 47.5 | 51.6 |
| | 矿产金：自产金 | 15.6 | 16.5 | 10.4 | 12.8 | 13.6 | 15.4 | 17.5 | 14.5 | 16.7 | 20.4 | 25.4 | 32.1 |
| | 矿产金：总权益量 | 19.8 | 20.1 | 12.6 | 19.2 | 17.6 | 18.1 | 19.8 | 16.3 | 18.5 | 22.2 | 27.2 | 32.9 |
| 销量（吨） | 矿产金：自产金 | 15.6 | 16.5 | 10.4 | 12.8 | 13.6 | 15.4 | 17.5 | 16.9 | 16.7 | 20.4 | 25.4 | 32.1 |
| 销售价格 | 黄金（元/克） | 308.0 | 384.0 | 377.8 | 392.0 | 452.1 | 567.6 | 800.0 | 1000.0 | 1000.0 | 1000.0 | 1000.0 | 1000.0 |
| 单吨成本 | 矿产金：自产（元/克） | 160.2 | 167.4 | 205.6 | 214.0 | 220.9 | 233.6 | 230.0 | 283.6 | 263.4 | 240.0 | 227.3 | 211.4 |
| 营业收入（亿元） | 矿产自产金 | 48.0 | 63.2 | 39.3 | 50.0 | 61.5 | 87.4 | 157.7 | 169.2 | 167.2 | 203.7 | 254.4 | 320.5 |
| | 其它 | 15.3 | 13.3 | 29.3 | 28.8 | 22.8 | 28.1 | 22.9 | 22.9 | 22.9 | 22.9 | 22.9 | 22.9 |
| | 合计 | 63.3 | 76.5 | 68.6 | 78.9 | 84.2 | 115.5 | 180.6 | 192.0 | 190.1 | 226.6 | 277.3 | 343.4 |
| 营业成本（亿元） | 矿产自产金 | 25.0 | 27.6 | 21.4 | 27.3 | 30.0 | 36.0 | 40.2 | 48.0 | 44.0 | 48.9 | 57.8 | 67.7 |
| | 其它 | 15.4 | 12.7 | 20.3 | 24.9 | 20.5 | 34.3 | 64.6 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| | 合计 | 40.4 | 40.3 | 41.7 | 52.3 | 50.5 | 70.3 | 104.9 | 78.0 | 74.0 | 78.9 | 87.8 | 97.7 |
| 毛利润（亿元） | 矿产自产金 | 23.0 | 35.7 | 17.9 | 22.7 | 31.4 | 51.4 | 58.9 | 121.2 | 123.2 | 154.8 | 196.6 | 252.8 |
| | 其它 | -0.1 | 0.5 | 9.0 | 3.9 | 2.3 | -6.2 | 16.8 | -7.1 | -7.1 | -7.1 | -7.1 | -7.1 |
| | 合计 | 22.9 | 36.2 | 26.9 | 26.6 | 33.7 | 45.2 | 75.7 | 114.1 | 116.1 | 147.7 | 189.4 | 245.6 |
| 费用与其他（亿元） | 营销费用 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| | 管理费用 | 9.6 | 12.1 | 15.0 | 13.1 | 13.0 | 14.7 | 16.4 | 17.3 | 17.1 | 20.4 | 25.0 | 30.9 |
| | 财务费用 | 6.6 | 7.0 | 6.1 | 5.3 | 6.1 | 5.4 | 5.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| | 其他费用 | -4.7 | -11.5 | -8.3 | -6.5 | -8.3 | -8.1 | 20.2 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| | 其他收入 | 5.0 | 8.1 | 5.6 | 5.7 | 5.3 | 5.8 | 22.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| | 除税前利润 | 6.0 | 13.4 | 2.8 | 7.4 | 11.3 | 22.3 | 55.7 | 99.0 | 101.1 | 129.3 | 166.3 | 216.3 |
| | 总费用 | 16.9 | 22.8 | 24.1 | 19.2 | 22.4 | 22.9 | 19.6 | 15.1 | 14.9 | 18.3 | 23.1 | 29.3 |
| | 所得税 | 1.6 | 1.0 | 0.9 | 1.8 | 2.9 | 3.8 | 11.3 | 24.7 | 25.3 | 32.3 | 41.6 | 54.1 |
| 净利润 | | 4.4 | 12.3 | 1.9 | 5.6 | 8.4 | 18.5 | 44.4 | 74.2 | 75.9 | 97.0 | 124.7 | 162.2 |
| 少数股东权益 | | -0.4 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 4.0 | 8.3 | 18.6 | 19.0 | 24.2 | 31.2 | 40.5 |
| 归母净利润（亿元） | | 4.8 | 10.5 | 0.3 | 4.0 | 6.9 | 14.5 | 36.1 | 55.7 | 56.9 | 72.7 | 93.5 | 121.6 |
| PE | | | | | | | | | 12.7 | 12.5 | 9.7 | 7.6 | 5.8 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

- 业绩端，2025年公司计提约16亿元非流动资产减值，历史包袱基本出清；若按税前口径加回，利润增幅约29%。2026H1已无大额长期资产减值，盈利基数有望改善。H1归母净利润15.8亿元，同比+9.6%；Q2受国内矿山安全整顿及金融收益回落扰动，属于阶段性压力。

- 产量端，公司约3.6吨黄金、40吨白银库存可平滑发运销售；预计Q3产能爬坡、Q4复产改善，产量恢复将带动固定成本摊薄及单位成本回落。海域金矿建设节奏后移约半年，主要影响2027年约3—4吨增量，但2028—2030年约5/10/17吨放量规划不变。

- 预计2026—2030年归母净利润41/50/60/75/97亿元，对应PE17/14/12/9/7倍。短期PE优势有限，但资源市值约为0.47亿元/吨，仍处低位，海域金矿放量后，2028年起远期估值优势和资源重估空间将逐步显现。维持重点推荐。

# 电子布：需求爆发与产能挤压的超级周期

**“超级周期”具备需求刚性强、持续时间长的特征。其产生的原因：一是需求爆发，存储芯片、PCB战略材料受益于AI算力的爆发式增长；二是供给滞后，伴随而来的是产能挤压，企业有限产能明显向高附加值产品倾斜。**参考存储芯片，AI需求驱动高端存储芯片供不应求，行业龙头企业逐步减少中低端存储芯片的供应，但中低端需求并未减少，从而低端存储芯片迎来持续性供给缺口，整体存储均迎来大幅上涨。由于存储芯片建设周期较长且良率爬坡较难，形成供给与需求的错配。电子布亦是类似逻辑，织布机紧缺导致普通电子布产能受到挤压，有限的投资资源也更多转向AI，各类电子布均有望迎来持续涨价。

**存储芯片、电子布的超级周期特征对比**

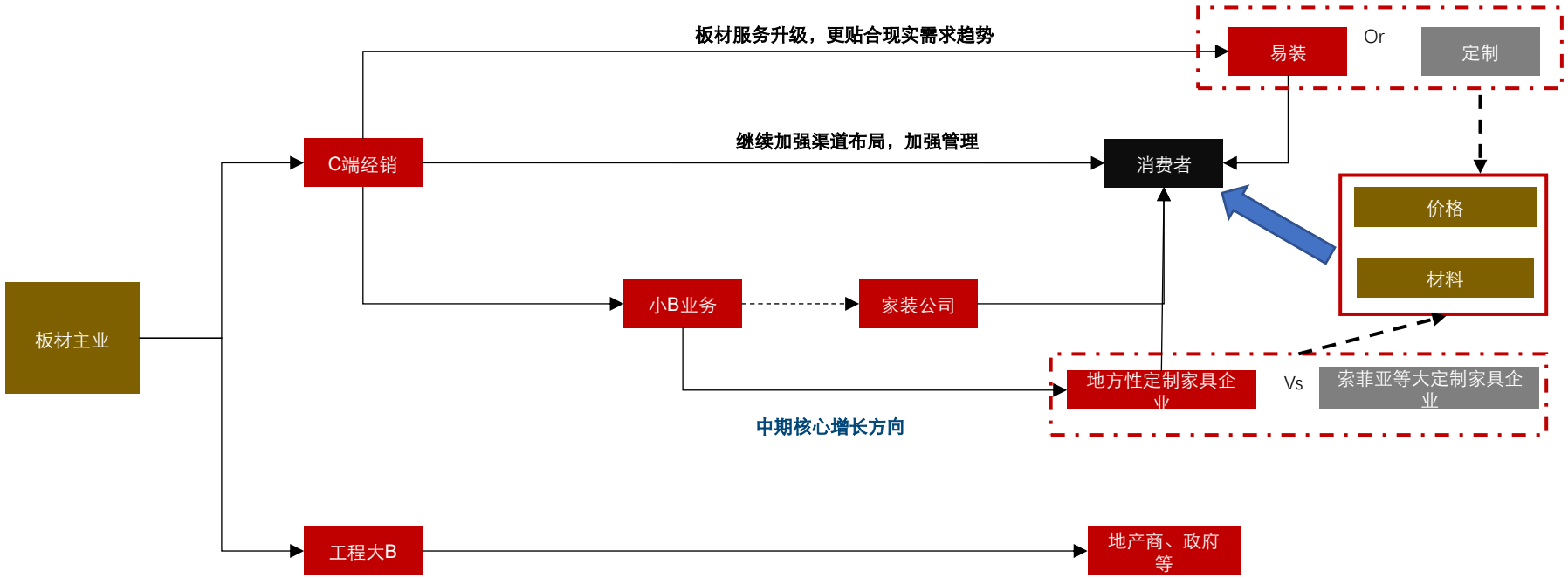
| 项目 | 存储芯片 | 电子布 |
| --- | --- | --- |
| 转产方向 | DDR4—DDR5—HBM<br>TLC NAND—QLC NAND、更高层数 | 厚布—普通薄布—AI电子布 |
| 供给瓶颈 | 建设与爬坡周期长 | 电子布织布机 |
| 供给交付周期 | 建设周期2-3年 | 建设周期1.5年，织布机订单周期约4年 |
| 库存水平 | SK海力士DRAM库存约4周 | 普通电子布龙头库存不到一周 |
| 转产影响效率 | HBM单条产线占据<br>传统DRAM产能的3倍以上 | 单台织布机产厚布28万米<br>单台织布机产AI低介电薄布8万米 |
| 2025年影响 | 三大DRAM厂商约2成产能<br>转向生产HBM | **现有织布机已转产约1500台至AI领域，<br>对应产能收缩4.5亿米（以厚布计）** |
| 2026-2027年影响 | 2026年持续涨价，2027年主要原厂产能陆续开出后缺口逐步缓解 | 行业新增织布机被AI领域抢占，导致厚布无新增产能，<br>且存量织布机继续转产带来供给收缩 |

资料来源：虹达，各项目环评报告，长江证券研究所

# 建材-兔宝宝：主业稳健增长，高股息品种

**主业有望稳健增长：**近两年公司主业稳定增长证明了渠道扩张的有效性，未来渠道下沉及家具厂小B渠道推进仍将继续；裕丰汉唐经过近几年调整，经营情况已有改善，虽有存量应收账款计提影响，但预计对主业经营以及分红影响有限。

**兔宝宝逻辑框架图**




资料来源：长江证券研究所

# 建材-兔宝宝：主业稳健增长，高股息品种

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

- **高分红高股息：**未来三年公司股东汇报规划以分红绝对值做指引，一是固定分红，26-28年分别为人民币5.00亿元、5.50亿元、6.00亿元；二是特别现金分红以2025年公司实现的归母净利润7亿元基数，2026-2028年当年归母净利润较2025年分别同增超过10%、20%、30%时，公司将启动当年度特别现金分红计划，且现金分红金额下限为人民币5,000万元。按照未来三年5.5、6、6.5亿进行计算，公司股息率分别为5.1%、5.6%、6.0%。

**兔宝宝历年回购及分红（亿元）**

| 年度 | 归属净利润 | 现金分红 | 分红率 | 回购金额 | 备注 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2026H1 | 2.47 | 2.46 | 99.4% | | |
| 2025 | 7.02 | 3.37 | 48.1% | | |
| 2024 | 5.85 | 4.93 | 84.21 | 0.00 | |
| 2023 | 6.89 | 4.56 | 66.10% | 0.23 | |
| 2022 | 4.45 | 4.22 | 94.8% | 0.00 | 2022年计提较多 |
| 2021 | 7.12 | 3.63 | 51.0% | 2.99 | 回购注销 |
| 2020 | 4.03 | 1.49 | 37.0% | 2.00 | 回购激励 |
| 2019 | 3.94 | 1.87 | 47.4% | 0.43 | 回购激励 |
| 2018 | 3.31 | 1.94 | 58.5% | 4.27 | 回购激励 |
| 2017 | 3.65 | 1.98 | 54.4% | 0.00 | |
| 2016 | 2.60 | 0.43 | 16.6% | 0.00 | |

资料来源：Wind，长江证券研究所

# 建材-中材科技：AI电子布的全球稀缺龙头

**AI特种玻纤应时代而生，中材科技为核心龙头。**中材科技具备全系列AI电子布产品，性能及规模领先同行，预计公司2025-2027年特种电子布业绩为2.3、9、27亿元，整体业绩为18、33、55亿元（其中27年暂未考虑涨价），特种电子布直接再创一个“中材科技”。

**中材科技特种电子布利润测算**

| | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2026Q3 | 2026Q4 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销量（万米） | 240 | 365 | 530 | 550 | 472 | 650 | 695 | 900 | 1455 | 1917 | 3700 | 6800 |
| 一代低介电销量 | 240 | 357 | 511 | 518 | 424 | 567 | 572 | 720 | 915 | 1810 | 2774 | 3000 |
| 均价（元/米） | 26 | 28 | 28 | 28 | 28 | 30 | 30 | 30 | 30 | 28 | 30 | 30 |
| 净利率预测 | 20% | 25% | 35% | 36% | 36% | 38% | 38% | 38% | 38% | 34% | 38% | 40% |
| 一代净利润（亿元） | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 3.2 | 3.6 |
| 二代&Q布合计渗透率 | 0% | 1% | 2% | 3% | 7% | 10% | 16% | 17% | 27% | 3% | 19% | 48% |
| 二代低介电销量占比 | 0% | 1% | 1% | 1% | 3% | 6% | 12% | 13% | 21% | 2% | 15% | 37% |
| 石英纤维布销量占比 | 0% | 1% | 1% | 2% | 3% | 4% | 4% | 3% | 2% | 2% | 3% | 4% |
| 低膨胀纤维布销量占比 | 0% | 1% | 2% | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% | 14% | 2% | 7% | 15% |
| 二代低介电销量 | 0 | 3 | 6 | 8 | 15 | 40 | 80 | 120 | 300 | 32 | 540 | 2500 |
| 均价（元/米） | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 120 | 100 | 111 | 120 |
| 石英纤维布销量 | 0 | 2 | 5 | 9 | 15 | 25 | 25 | 30 | 30 | 31 | 110 | 300 |
| 均价（元/米） | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 低膨胀纤维布销量 | 0 | 3 | 8 | 15 | 18 | 18 | 18 | 30 | 210 | 44 | 276 | 1000 |
| 均价（元/米） | 100 | 100 | 100 | 110 | 110 | 120 | 130 | 130 | 130 | 108 | 129 | 130 |
| 净利率预测 | 30% | 30% | 35% | 40% | 40% | 40% | 45% | 45% | 48% | 38% | 46% | 48% |
| 高端净利润（万元） | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 3.4 | 0.6 | 5.5 | 23.8 |
| **合计特种布净利润（亿元）** | **0.1** | **0.3** | **0.6** | **0.7** | **0.7** | **1.1** | **1.4** | **1.8** | **4.4** | **2.3** | **8.7** | **27.4** |
| | | | | | | | | | | | | |
| **原主业净利润（亿元）** | **2.7** | **3.3** | **5.8** | **4.1** | **2.7** | **4.0** | **5.6** | **6.7** | **7.9** | **15.9** | **24.2** | **27.8** |
| **合计净利润（亿元）** | **2.8** | **3.6** | **6.4** | **4.8** | **3.4** | **5.1** | **7.0** | **8.5** | **11.9** | **18.2** | **32.9** | **55.2** |

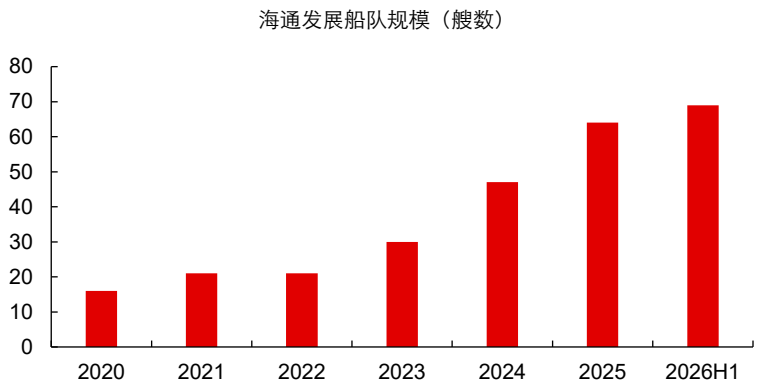


资料来源：Wind，长江证券研究所

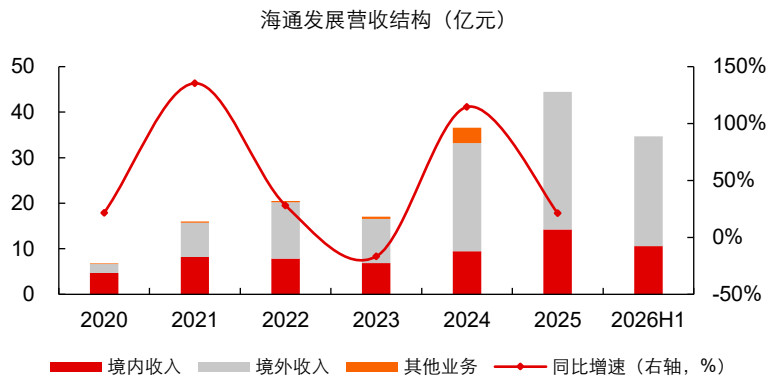
# 交运-海通发展：聚焦干散货海运的稀缺标的

- 海通发展组建了以51,000载重吨和57,000载重吨超灵便型干散货船为核心，并积极拓展全船型运营，成为全船型散货船船东的船队，运力规模在过去几年持续扩张。截止2026年中报，公司自营干散货船69艘，长租干散货船舶（使用运力期限在一年及一年以上）15艘，合计散货船控制运力550万载重吨。
- 截至2026年半年报，公司内贸占收入比重30.4%，贡献整体毛利的13.9%，外贸占收入比重从2019年的20.5%快速提升至2026H1的69.6%，贡献整体毛利86.1%。

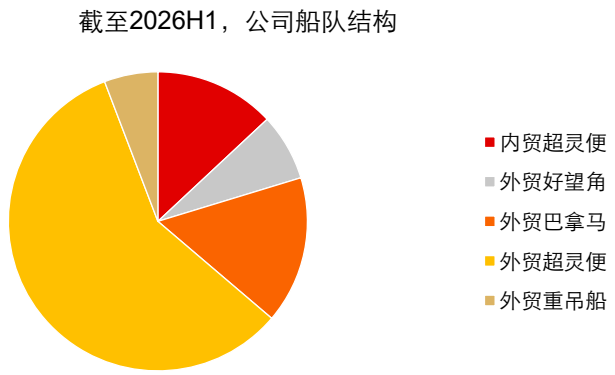
**图：海通发展船队规模（艘数）**



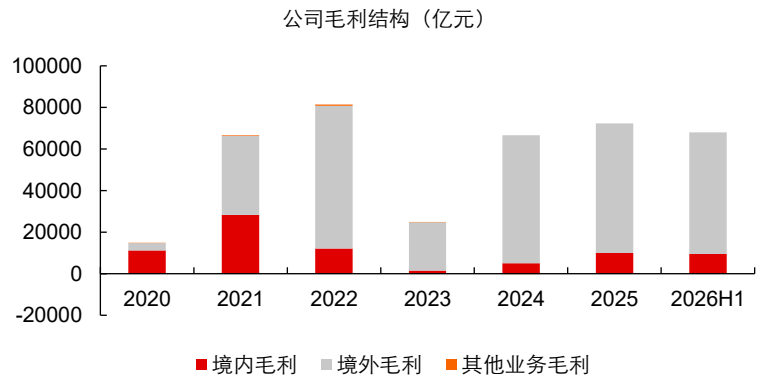

**图：海通发展营收结构（亿元）**




**图：截至2026H1，公司船队结构**




**图：公司毛利结构（亿元）**



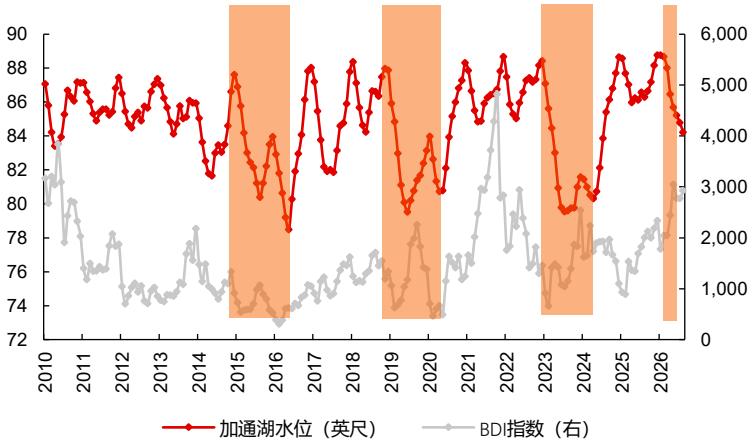



数据来源：Wind，公司材料，长江证券研究所

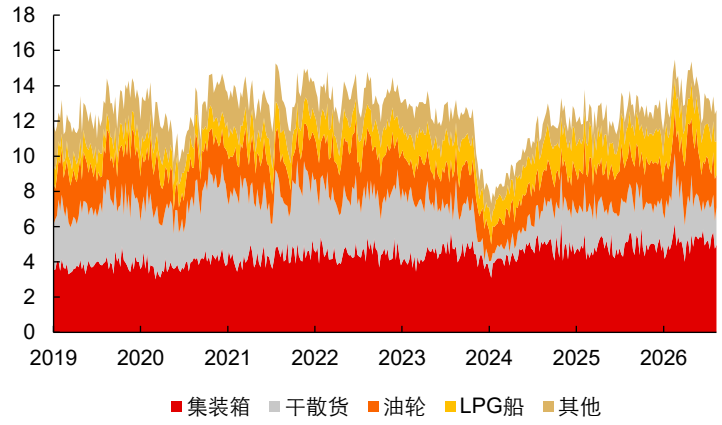
# 交运-海通发展：厄尔尼诺+西芒杜发运，四季度旺季可期

- 历史上看，**厄尔尼诺气候现象发生期间，BDI往往有较好表现。**其传导路径为：1）厄尔尼诺事件导致巴拿马运河水位下降，通航能力受限；2）通行能力下降往往伴随着通行费的增加；3）因干散货货值偏低，干散货船受影响最大，或影响其通航量超八成，绕行致效率下降，推涨运价。
- 此外，**随着西芒杜铁矿石逐步投产爬坡，或进一步强化好望角船景气修复上行预期。**

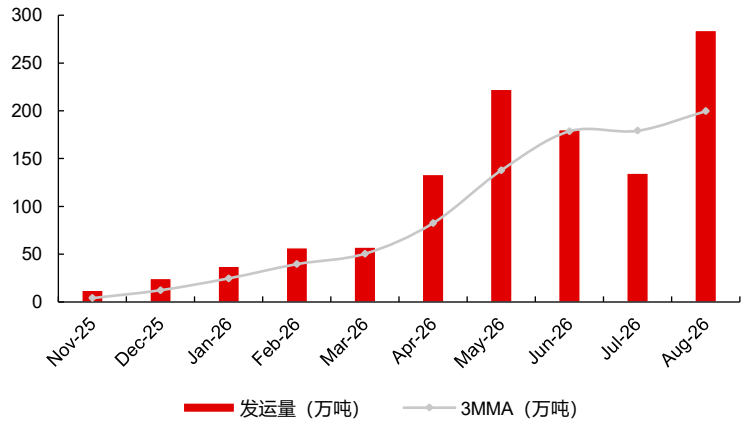
**表：厄尔尼诺气候现象期间，BDI往往表现良好**




**表：巴拿马运河通行量（百万DWT）**




**表：几内亚铁矿石发运量**



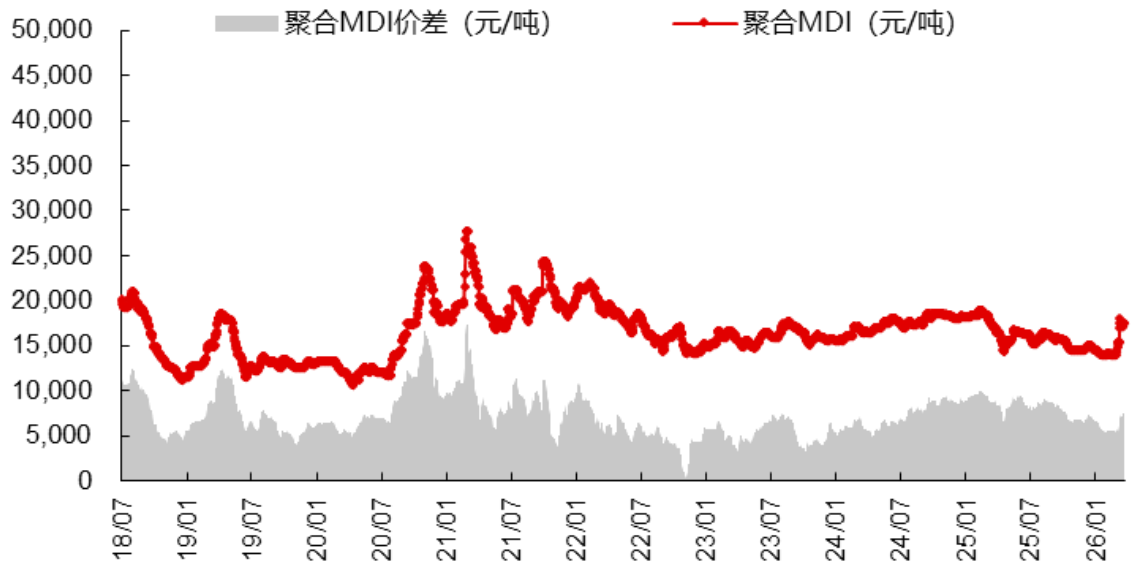



数据来源：Kpler，Clarksons，巴拿马运河管理局，长江证券研究所

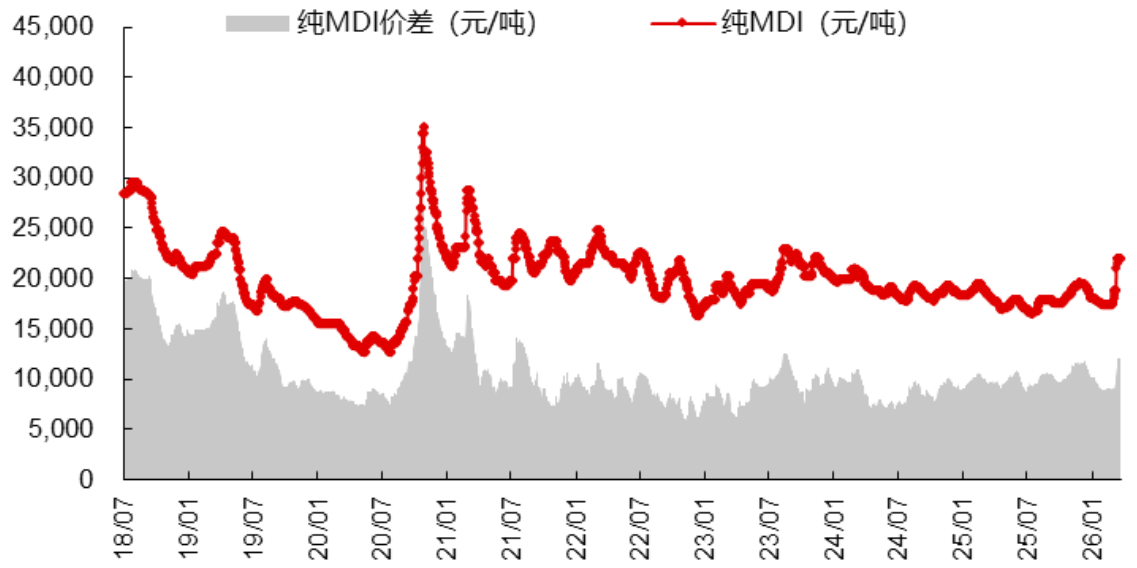
# 化工-万华化学：MDI：中东事件影响，景气大幅提升

- 下游大型家电厂生产稳定跟进，对原料按照合约量跟进；中小型企业订单仍待释放，多按单生产为主，对原料消耗能力有限。北方下游外墙保温管道开工逐步恢复，南方下游需求刚需跟进。下游冷链相关及板材行业部分需求尚有跟进，但整体订单量对市场提振作用有限，因而对原料跟进能力较弱。工厂装置正常运行，企业挺价意愿较强，MDI价格有望强势运行，虽有原材料涨价拖动，但MDI价差也明显提高。

**图：聚合MDI价格价差**




**图：纯MDI价格价差**




资料来源：百川盈孚,长江证券研究所

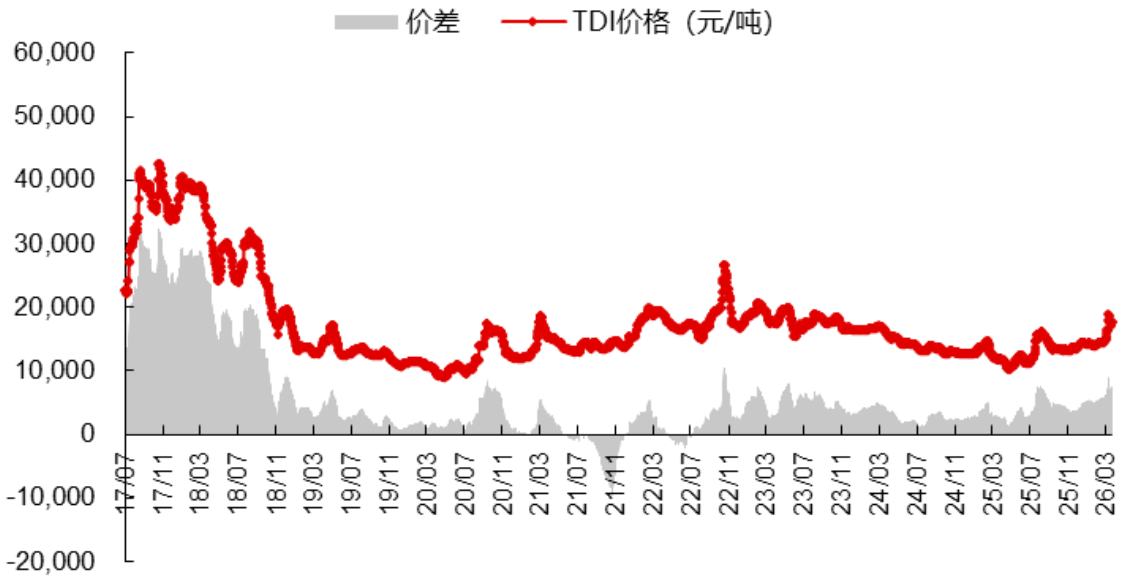
# 化工-万华化学：TDI：企业积极挺价，产品景气运行

- 出口美金盘持稳跟进，受地缘冲突影响，海运费整体上调，且3月船期较为紧张，工厂承接新单较为谨慎，部分企业继续封盘为主；但海外买家对高价接受度下滑，入市询盘较为谨慎，整体成交放缓，市场高价仍待落实。综合来看，当前TDI需求仍以刚需为主，实质性放量尚待观察，对市场支撑作用有限。临近月末，巴斯夫东亚地区TDI上调500美金/吨，上海某工厂封盘，叠加国内各工厂继续控量发货，供方利好消息带动下，经销商低价惜售，部分牌号甚至封盘观望，市场报盘价继续上探。

**表：TDI主要装置停产检修情况**

| 公司 | 产能（万吨/年） | 装置运行情况 |
|---|---|---|
| 万华福建 | 72 | 两套装置负荷运行8成左右 |
| 万华新疆 | 20 | 装置负荷运行9成 |
| 德国科思创 | 30 | 2025年7月12日火灾影响，导致多马根TDI生产线暂停，目前单线生产，预计2026年一季度安全恢复 |
| 印度GNFC | 6.7 | 于2026年3月5日因技术问题暂时停车，后续复产时间仍有待进一步更新 |

**图：TDI价格价差**




资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

# 化工-亚钾国际：我国企业出海找钾的先锋军

- **公司是快速崛起的出海钾肥新秀，专注从事海外钾矿开采、钾肥生产及销售业务。**公司在老挝拥有氯化钾矿区合计面积263.3平方公里，氯化钾折纯储量合计超10亿吨。公司产能均在老挝，现有一个百万吨氯化钾产能，全年产量目标180~200万吨/年。第二个百万吨氯化钾产能现正在复产中，公司全力推进；第三个百万吨井上工程已经投产，井下工程已经部分建成，其他部分稳步推进。

**公司现有氯化钾产能及未来产能释放节奏**

| 项目 | 当前状态 |
| --- | --- |
| 第一个百万吨 | 正常生产，全年产量目标180~200万吨 |
| 第二个百万吨 | 复产中 |
| 第三个百万吨 | 井上已建成，井下稳步推进 |
| 第四、五个百万吨 | 中长期规划 |

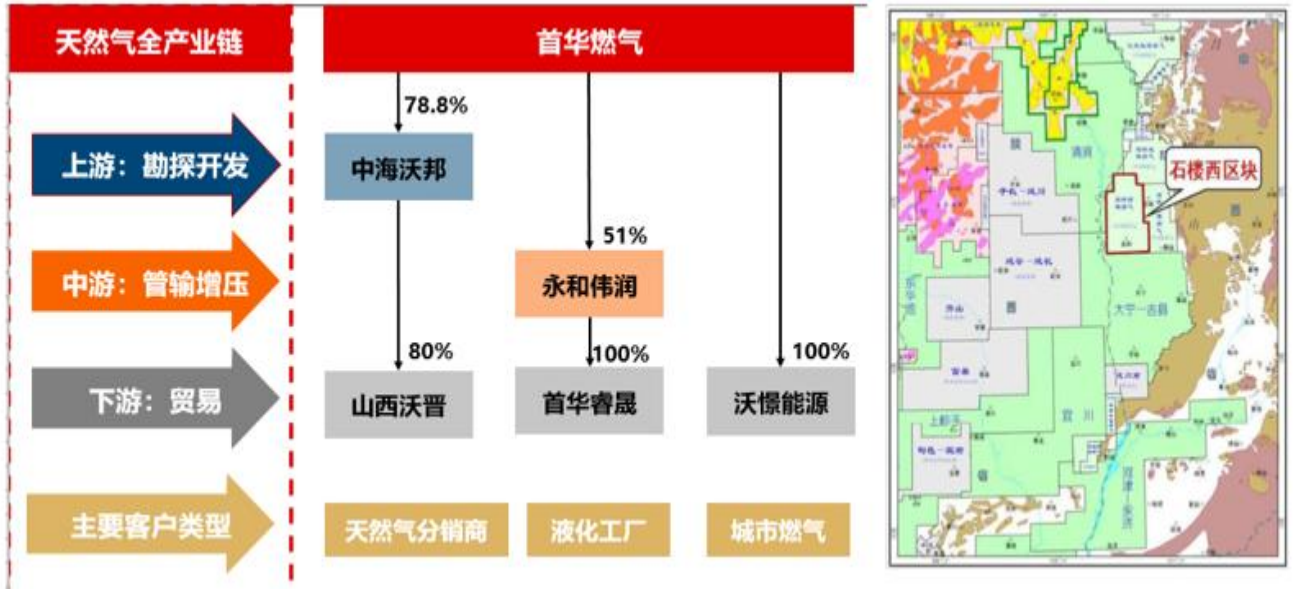
资料来源：公司公告，长江证券研究所

# 石化-首华燃气：破局重生，轻舟已过万重山

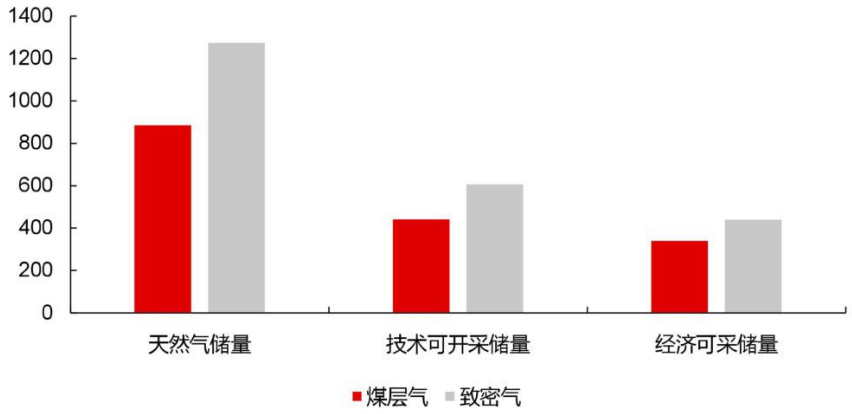
## 天然气全产业链延伸布局

- 公司主要从事天然气的勘探、开发、生产、代输增压和销售。上游业务，中海沃邦为作业者，与中石油煤层气（资源方）以PSC合同模式，在山西大宁-吉县气田的石楼西区块从事致密气和煤层气的勘探与开发。石楼西区块临近我国最大深层煤层气田——大吉气田，2024-2025年新增探明煤层气储量887亿方，天然气储量充足，为公司未来长期发展奠定了充足的资源基础。2024年公司收购永和伟润，进一步拓展中游管输增压业务。公司下游客户包括天然气分销商、LNG液化工厂、城燃企业等。

**图：首华燃气天然气“上-中-下”全产业链布局**




**图：中海沃邦天然气储量（亿方，截至2025年）**




资料来源：公司公告，长江证券研究所

# 石化-首华燃气：协同扩张的天然气全产业链供应商

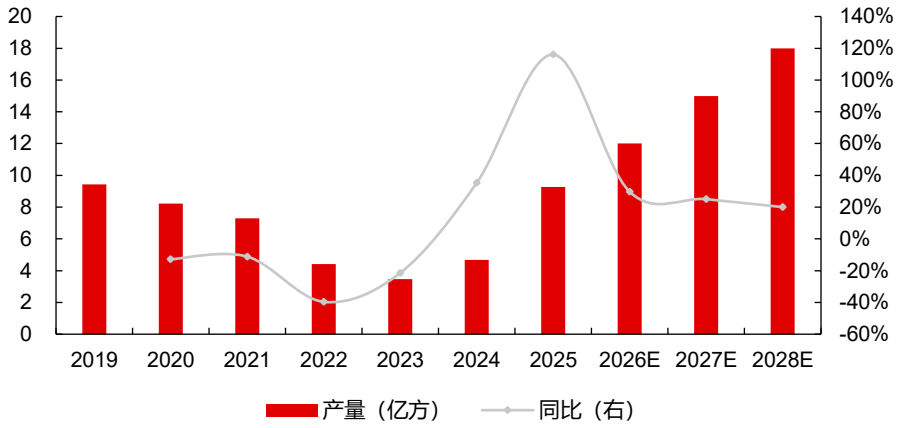
## “量增+效升”共振，煤层气开启新增长曲线

- **石楼西区块临近大吉气田，煤层气资源禀赋优异。**石楼西区块是公司的核心开发区域，与我国规模最大的煤岩气田大吉气田地理相邻，从地质条件来看，石楼西区块与大吉气田具有高度相似性，煤层资源具备厚度大、吨煤含气量高的显著优势。**公司天然气资源储量丰富，煤层气开发潜力与空间大。**2024-2025年石楼西区块新增探明煤层气储量887亿方，天然气储量充足，为公司未来长期发展奠定了充足的资源基础。2025年，公司基于新增煤层气探明地质储量编制开发方案，总体设计规模13亿方。
- **公司加快煤层气开发进度，天然气产量快速放量。**2025年公司产建稳步推进，产销量大幅增长，产量达到9.26亿方，同比增长约98%；销量达到13.66亿方（包含贸易），同比增长约85%。2025年末，日产气量突破300万立方米，对应年化产量超过10.95亿方。2026年预计产量进一步增长33%至12亿方。

**表：石楼西各区块信息统计（储量、产量单位：亿方）**

| | 石楼西区块 | 中石油煤分成比例 | 公司分成比例 | 备案批复时间 | 面积（万方） | 天然气储量 | 技术可开采储量 | 经济可采储量 | 备案产量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 致密气 | 永和 18 井区 | 24% | 76% | 2014-06 | 114 | 157 | 77 | 46 | 12 |
| | 永和 45 井区 | | | 2017-06 | 468 | 635 | 302 | 211 | |
| | 永和 30 井区 | 13% | 87% | 2016-03 | 346 | 484 | 231 | 186 | 10 |
| | **合计** | | | | 928 | **1276** | **610** | **443** | **22** |
| 煤层气 | 永和 45 - 34 井区 | 12% | 88% | 2024-04 | 231 | 682 | 341 | 265 | 13 |
| | 永和 45 - 34 井区西区 | | | 2025-03 | 70 | 206 | 103 | 77 | |
| | **合计** | | | | 300 | **887** | **444** | **342** | **13** |
| | **总计** | | | | | **2163** | **1054** | **785** | **35** |

**图：2026-2028年公司天然气产量将迎来快速放量**



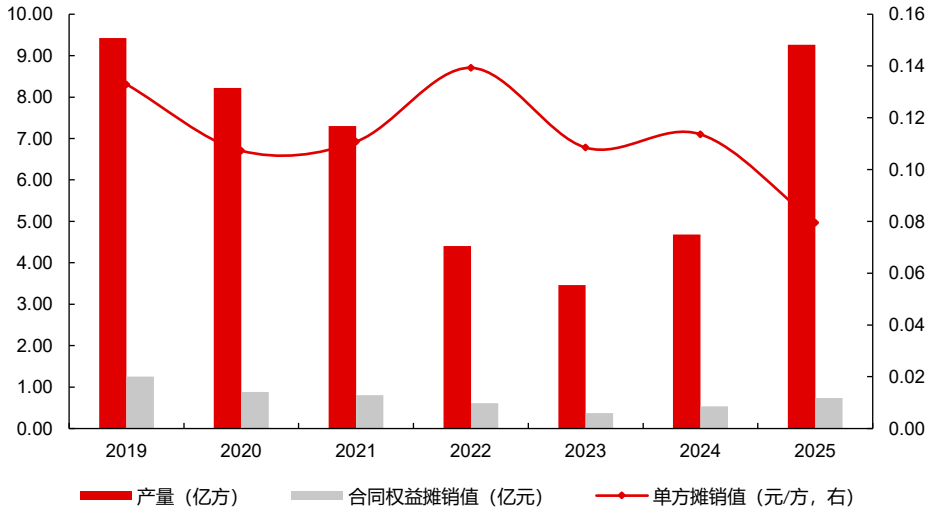

资料来源：公司公告，长江证券研究所

# 石化-首华燃气：协同扩张的天然气全产业链供应商

## “量增+效升”共振，煤层气开启新增长曲线

- **伴随气量快速增长，综合产气成本仍有下降空间。**新井成本降低的同时，水网、电网等基础设施的投运，也会进一步降低投资成本。二是生产运营端，气量增长对生产运营成本摊薄效应更为明显，由于管理成本、销售费用等三费以及人工成本、场站设备等固定资产折旧此类生产成本并不随产气量同比例增长，因此气量快速提升可大幅摊薄单位生产运营成本。从这两个维度看，公司未来方气成本仍具备下降潜力。
- **因此，公司凭借石楼西区块优异资源禀赋，近年来加快资源量落实和开发变现，公司2026-2028年天然气产量将迎来快速增长。预计公司2026-2028年业绩分别为7.27亿元、10.47亿元和14.14亿元。对应2026年8月27日收盘价的PE分别为13.55X、9.41X和6.97X，给与“买入”评级。**

**图：合同权益单方摊销成本**




**图：油气价格走势对比(2-28为100)**




资料来源：同花顺,长江证券研究所

# 石化-华锦股份：产品结构优化，兵器阿美炼化项目稳步推进

- **公司形成了800万吨/年炼油、50万吨/年乙烯、100万吨/年道路沥青、90万吨/年润滑油基础油、132万吨/年尿素的生产规模。**目前，石化方面，公司拥有原油加工能力800万吨/年（包括老基地600万吨和北方沥青200万吨），对应的柴油产能为180万吨/年、航空煤油产能80万吨/年。同时，公司拥有30万吨/年的聚乙烯产能与25万吨/年的聚丙烯产能。化肥方面，目前公司拥有尿素产能132万吨/年、液氨产能83万吨/年以及甲醇产能6万吨/年；精细化工方面公司目前拥有丁二烯产能10万吨/年、ABS制品及副品产能14万吨/年。
- **公司气制尿素工艺路线，成本相比于煤制路线优势显著。**

表：公司各业务产能明细

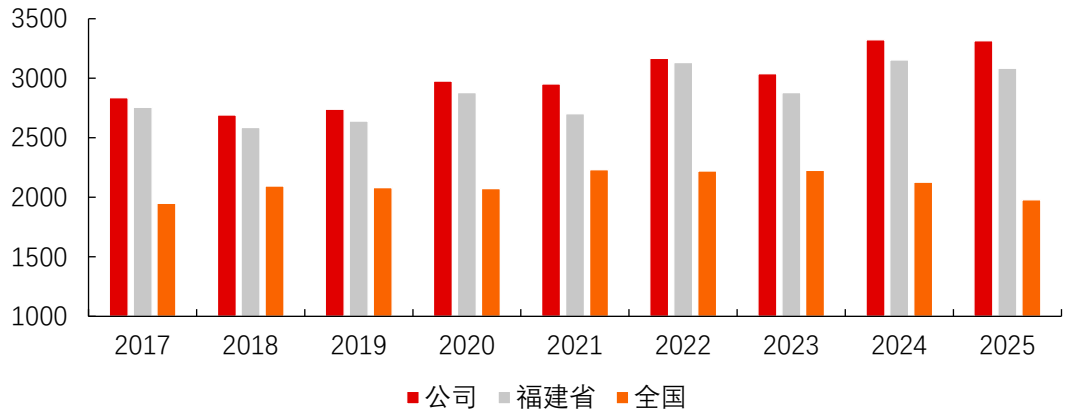
| 产品 | 产能(万吨/年) | 产品 | 产能(万吨/年) |
|---|---|---|---|
| **原油加工(包含北方沥青产能)** | 800 | 聚苯乙烯 | 4 |
| **石化产品** | | 石油甲苯 | 13.55 |
| 柴油 | 180 | 苯乙烯 | 15 |
| 航空煤油 | 80 | **精细化工产品** | |
| 燃料油 | 5.4 | 丁二烯 | 10 |
| 润滑油基础油 | 90 | ABS制品及副品 | 14 |
| 沥青 | 100 | **化肥产品** | |
| 乙烯 | 50 | 尿素 | 132 |
| 润滑油 | 90 | 液氨 | 83 |
| 聚乙烯 | 30 | 甲醇 | 6 |
| 聚丙烯 | 25 | | |

资料来源：Wind，《债券跟踪评级报告》，长江证券研究所

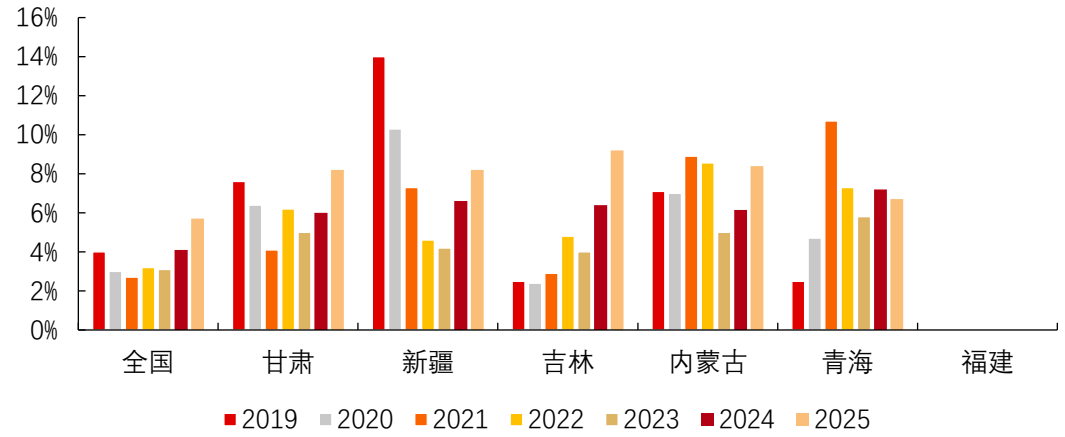
# 公用-福能股份：坐拥风况“护城河”，成就风电卓越表现

**优质资源叠加区位优势，公司风电利用小时冠绝全国。在福建省消纳政策的护航下，福建省长期保持0%的弃风率。**

图：公司风电机组利用小时大幅领先全国及全省（单位：小时）

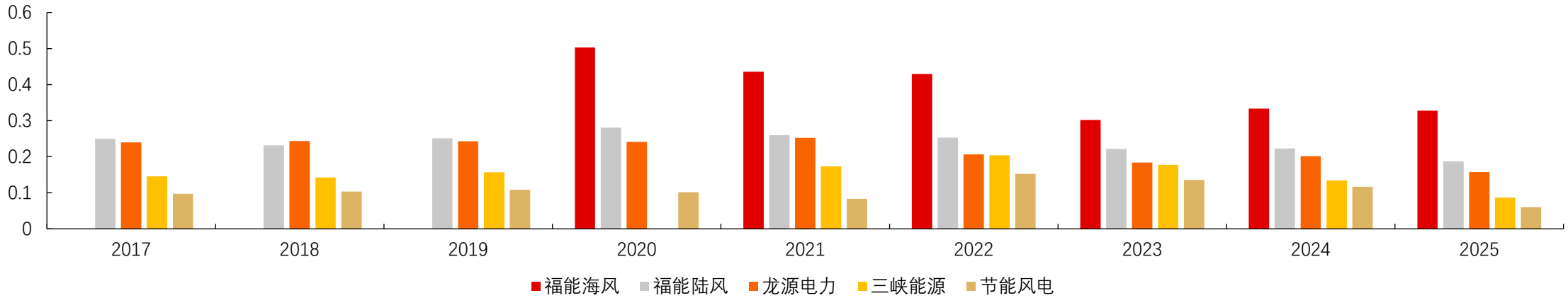



图：福建省弃风率常年保持为0%




**福建省坐拥最优异的风能资源，同时IV类风区带来相对较高的上网电价，“量价”均占优的情况下，公司存量风电资产的盈利能力长期处于可比公司前列。**

图：公司度电净利领先一线新能源运营商（单位：元/千瓦时）



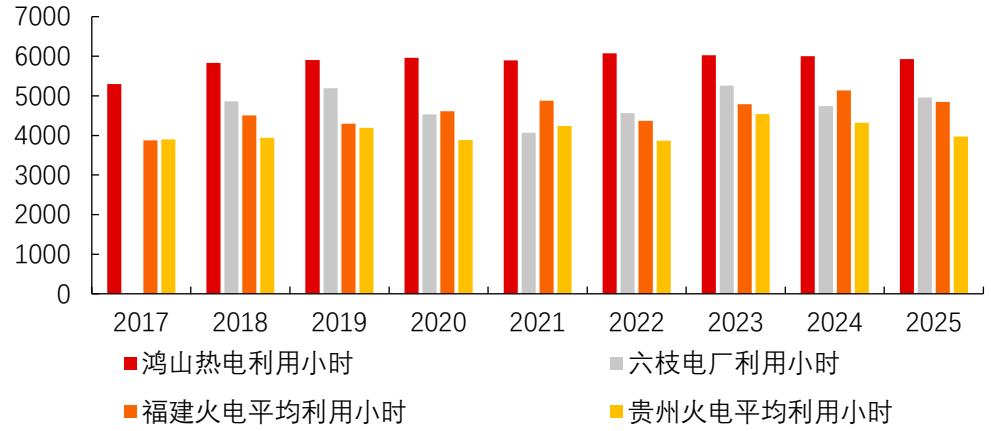



资料来源：Wind，公司公告，国家能源局等，长江证券研究所

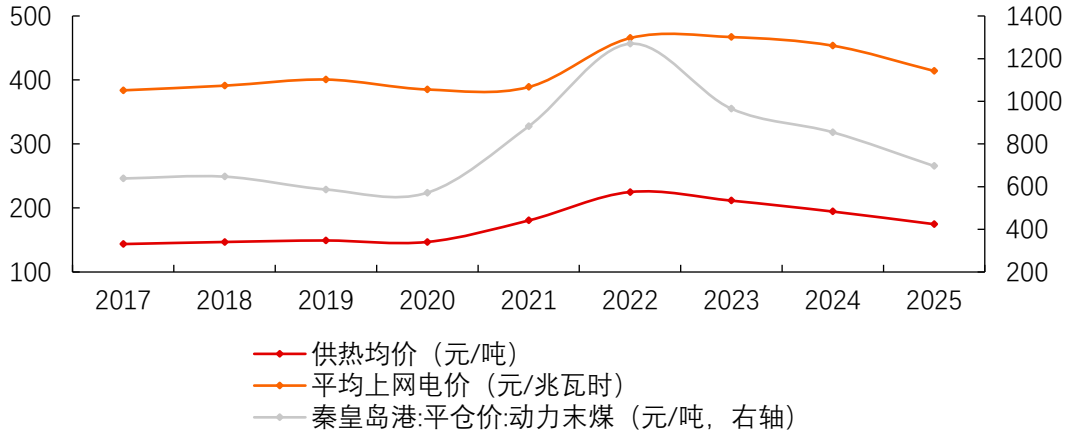
# 公用-福能股份：电热双传导，盈利高且稳定

**公司主力机组鸿山热电作为热电联产机组向下游工业园区供热，火电利用效率优势突出；“热”“电”价格随煤价波动，上游成本压力传导顺畅。**

图：主力机组利用小时数远高于全省平均水平（单位：小时）

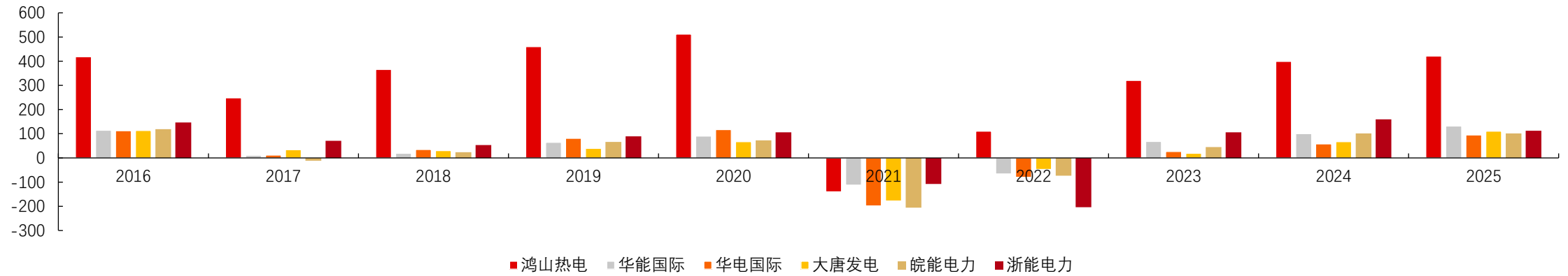



图：公司供热价格及上网电价与煤价对比情况




**利用小时数的强势表现，叠加热电联产机组供电供热均具备成本传导能力，共同增厚了公司火电机组的盈利能力，担当业绩压舱石。**

图：鸿山热电单位千瓦净利润长期远超其他火电公司（单位：元/千瓦）






资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

# 公用-福能股份：丰厚在建保障成长，剥离南纺聚焦主业

随着在建及核准待建的项目于“十五五”期间陆续投产入列，将进一步打开公司成长空间，同时在福建海风资源持续分配的背景下，公司海风成长性也有望迎来新一轮催化，我们持续看好公司长期成长性和长期投资价值。同时，公司7月28日公告剥离持续亏损的福建南纺，聚焦电力主业，增强公司整体盈利能力。预计公司2026-2028业绩27.91亿、31.27亿和35.14亿，对应PE分别为10.84x、9.67x、8.61x，维持公司“买入”评级。

表：公司目前参控股火电项目在建情况（单位：万千瓦）

| 项目 | 装机容量 | 权益比例 | 权益装机 | 预计投产年份 |
|---|---|---|---|---|
| 东桥热电（一期） | 132 | 51% | 67.32 | 2027年 |
| 东桥热电（二期） | 130 | 51% | 66.30 | 2028年 |
| 国能泉州电厂扩建项目 | 132 | 23% | 30.36 | 2027年 |
| 国能神福电厂扩建项目 | 100 | 49% | 49 | - |

表 ：参控股在建风电机组（单位：万千瓦）

| 项目 | 装机容量 | 权益比例 | 权益装机 | 预计投产年份 |
|---|---|---|---|---|
| 长乐外海J区海上风电场 | 65.5 | 68.15%<br>(含间接持股) | 44.64 | 2027年投产 |
| 福建莆田平海湾海上风电场DE区 | 40 | 35% | 14 | 2026年投产 |

表 ：公司在建抽水蓄能项目

| 指标 | 公司持股比例 | 装机容量（万千瓦） | 计划总投资（亿元） | 已投资（亿元） | 预计投运时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 华安抽水蓄能电站 | 60% | 140 | 91.29 | 9.59 | 2030年 |
| 仙游木兰抽水蓄能电站 | 60% | 140 | 83.83 | 17.93 | 2029年 |
| 福建南安抽水蓄能电站 | 60% | 120 | 80.19 | 5.11 | 2031年 |
| 合计 | -- | 400 | 446.95 | 50.98 | -- |

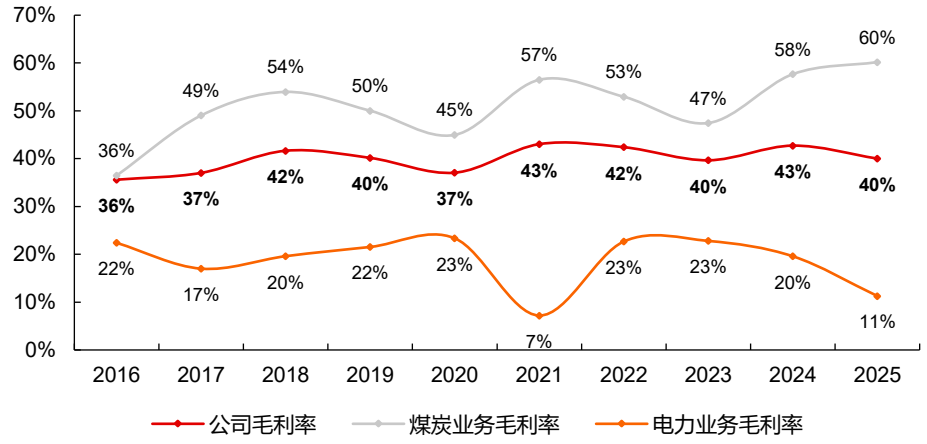


资料来源：公司公告，长江证券研究所

# 煤炭-新集能源：煤电一体化扩张加速，小公司蕴含大成长

新集能源的投资价值

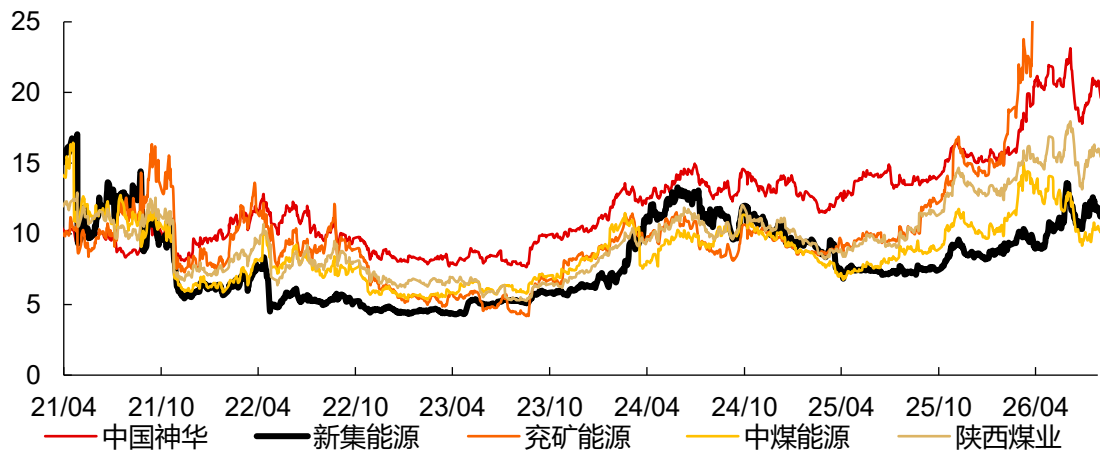
## 主营煤炭和电力业务，平抑毛利周期性波动



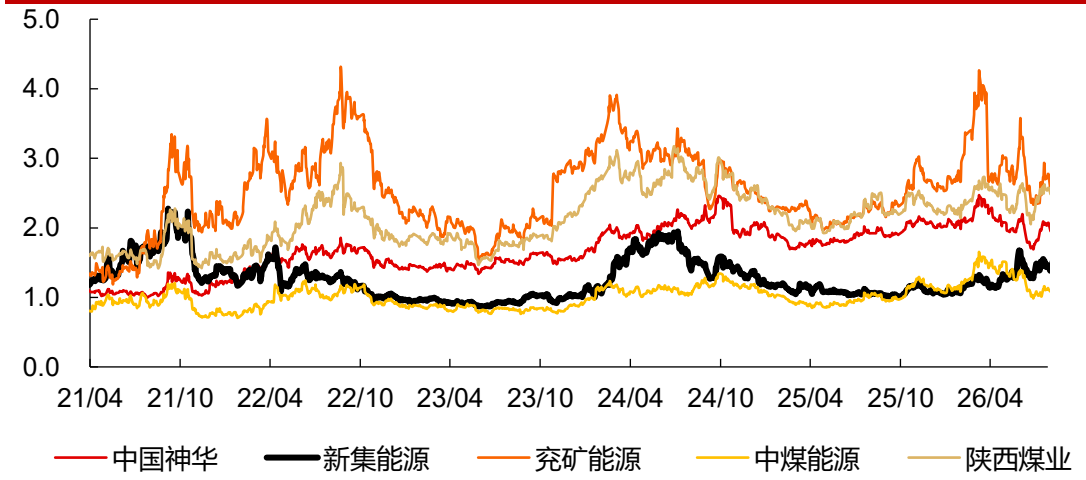

## 截止2026Q2，公司燃煤电厂项目全部投产

| 项目名称 | 装机容量（万千瓦） | 开工时间 | 投产时间 |
|---|---|---|---|
| 利辛电厂二期 | 2*66 | 2022年11月 | 2024年10月 |
| 上饶电厂 | 2*100 | 2024年3月开工建设 | 2026年Q1 |
| 滁州电厂 | 2*66 | 2024年3月开工建设 | 2026年Q1 |
| 六安电厂 | 2*66 | 2024年6月开工建设 | 2026年Q2 |
| **合计** | **596** | - | - |

## PE-TTM相对偏低




## PB-LF相对偏低




资料来源：Wind，公司公告，公司官网，长江证券研究所（注：剔除亏损状态下的负PE）

# 煤炭-新集能源：煤电一体化扩张加速，小公司蕴含大成长

**公司主要投资逻辑：**

1. **业绩稳健：公司煤炭长协比例高、叠加煤电一体化运营，业绩稳定性较有保障。**公司煤炭长协比例高达80%-90%，盈利整体较稳健。随着公司火电机组投产，电厂权益口径下最终的煤炭自用比例或在50%~60%，前期电力盈利承压一度压制公司估值，不过随着电价触底预期升温，电价风险敞口或明显收窄，叠加公司较高的煤炭长协比例75%+，远期盈利稳定性有望增强。
2. **成长加速：26年公司真正迈向煤电一体化。**现有控股火电6.64GW，其中26年3月底新投产上饶电厂2GW、滁州1.32GW，在建六安电厂1.32GW预计今年6月份前投产，公司煤炭产能2450万吨，电厂燃煤基本自给自足，成本优势突出，降电价下公司度电毛利仍可达0.04元+（合并抵消前）。此外，利辛风电项目有序推进也有望为公司贡献边际增量。
3. **估值修复&空间展望：**若自有煤&电高度匹配，波动核心取决电价，盈利预期稳定性更强下可以给高估值，参考煤电匹配度较高的陕西能源 PE 13X，公司当前对应26/27年PE仅8-10X，相对低估。若煤&电匹配度中等或一般，但具备高分红高股息预期，参考神华/陕煤/中煤，若公司远期分红提升兑现，当前市值下对应股息率或具备较强吸引力，高股息潜质对应的低估值优势凸显。

我们预计公司2026-2028年EPS分别为0.94元、1.18元和1.20元，对应8月27日收盘价计算PE分别为11.40倍、9.13倍和8.97倍，给予公司“买入”评级。

**表：新集能源盈利预测**

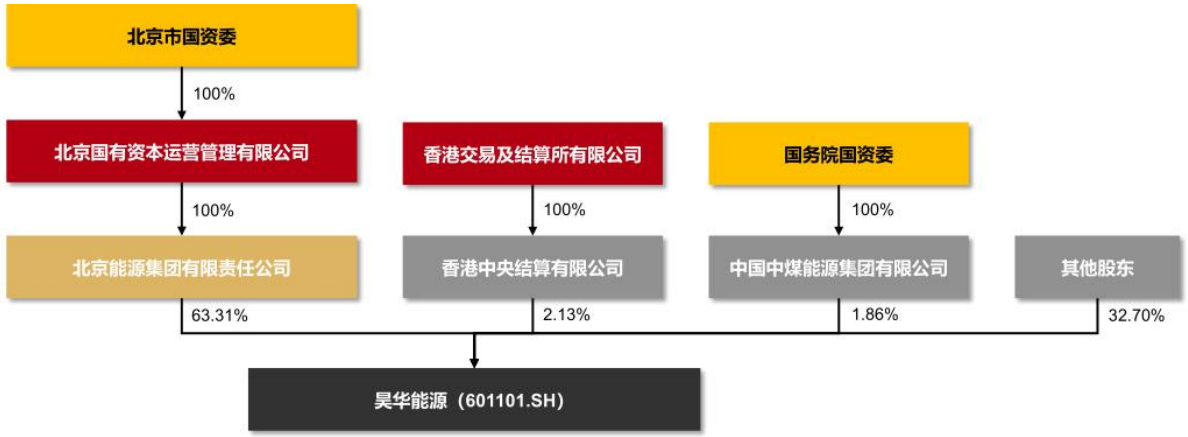
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 122.80 | 142.86 | 156.72 | 156.70 |
| 增速 | | 16.3% | 9.7% | 0.0% |
| 归母净利润（亿元） | 21.36 | 24.42 | 30.50 | 31.05 |
| 增速 | | 14.3% | 24.9% | 1.8% |
| EPS | 0.83 | 0.94 | 1.18 | 1.20 |

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，长江证券研究所

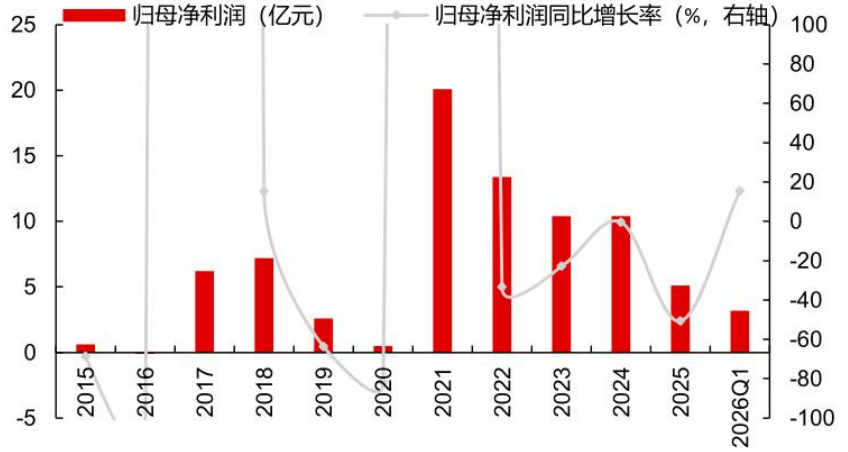
# 煤炭-昊华能源：盈利弹性充裕，低估值高分红性价比优异

昊华能源的投资价值

## 京能旗下唯一煤炭上市平台，煤化运一体经营




## 2026Q1经营改善下业绩明显修复




## 受益于高现货比例，公司业绩相对煤价具有高弹性特征

| 秦港动力煤（元/吨） | 600 | 650 | 700 | 750 | 800 | 850 | 900 | 1000 | 1100 | 1200 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 归母净利润（亿元） | 3.3 | 6.1 | **8.9** | 11.7 | **14.5** | 17.2 | 20.0 | **25.6** | 31.1 | 36.7 |
| 业绩弹性 | -62% | -31% | **0%** | 31% | **62%** | 94% | 125% | **187%** | 250% | 312% |
| PE | 43.9 | 24.0 | **16.5** | 12.6 | **10.2** | 8.5 | 7.3 | **5.7** | 4.7 | 4.0 |
| 股息率 | 1.6% | 2.9% | **4.3%** | 5.6% | **6.9%** | 8.2% | 9.6% | **12.2%** | 14.9% | 17.5% |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

# 煤炭-昊华能源：盈利弹性充裕，低估值高分红性价比优异

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

**公司主要投资逻辑：**

**1、煤炭：短看弹性，长看量增。**短期看，公司煤炭销售当前以现货为主，业绩对煤价具有高弹性特征——以秦港动力煤700元/吨为基准，煤价每上涨100元/吨即可带来超60%的利润增幅。长期看，未来集团资产注入或有望进一步打开公司成长空间。目前控股股东京能集团体外尚有参控股合计2100万吨/年煤炭储备产能，合计权益产能1392万吨、资源储量高达65亿吨，其中新疆汉水泉三号井田为集团100%权益项目，核定产能800万吨/年，根据集团2018年11月5日向公司作出的避免同业竞争承诺，在其下属煤矿项目经营所需资质完备后，投入正常生产后一年内将其注入上市公司。

**2、甲醇：受益涨价，弹性释放。**公司控股40万吨甲醇项目由国泰化工运营，权益比例96.67%，2025年毛利率自2019年来再度转正为8%。美伊冲突以来，中东甲醇供给收缩推动国内甲醇价格快速上涨，而我国甲醇生产以煤制为主（产能占比78%），国内煤价涨幅相对平稳，价格-成本剪刀差扩大下煤制甲醇盈利明显扩张。截至2026年7月29日，内蒙古煤制甲醇吨毛利为459元/吨，仍处于历史同期最高位置。2026年公司化工板块盈利弹性有望充分释放。

我们预计公司2026-2028年EPS分别为1.26元、1.27元和1.28元，对应8月27日收盘价计算PE分别为11.28倍、11.16倍和11.14倍，按照2025分红来算，对应股息率分别为6.2%、6.3%、6.3%，给予公司“买入”评级。

**表：昊华能源盈利测算**

| 昊华能源盈利测算 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 80.27 | 107.62 | 107.62 | 107.62 |
| 增速 | | 34.1% | 0.0% | 0.0% |
| 归母净利润（亿元） | 5.12 | 18.16 | 18.35 | 18.38 |
| 增速 | | 254.4% | 1.1% | 0.1% |
| EPS（元/股） | 0.36 | 1.26 | 1.27 | 1.28 |
| PE | 20.12 | 11.28 | 11.16 | 11.14 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 风险提示

1、经济修复不及预期：就业增长缓慢、企业收入下降、市场需求减少等因素出现，导致经济增长缓慢或停滞。

2、个股基本面出现重大变化：公司发生严重的财务危机或经营问题，致使其营收或净利润大幅下滑，或者公司的市场份额急剧缩水。

# 更多研究服务，请访问长江研究小程序

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

最新研报

专题精选

长江研究小程序

线上会议

活动报名

电脑端请访问https://research.95579.com/

## 办公地址


### 上海

Add /虹口区新建路200号国华金融中心B栋22、23层

P.C /（200080）

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路88号长江证券大厦37楼

P.C /（430023）

### 北京

Add /朝阳区景辉街16号院1号楼泰康集团大厦23层

P.C /（100020）

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场3期36楼

P.C /（518048）

# 评级说明

## 评级说明

| | | |
|---|---|---|
| **行业评级** | 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | **看　好：** | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | **中　性：** | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | **看　淡：** | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| **公司评级** | 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | **买　入：** | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10% |
| | **增　持：** | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～10%之间 |
| | **中　性：** | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | **减　持：** | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | **无投资评级：** | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |
| **相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。 | | |

# 分析师声明、法律主体声明及其他声明

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

长江证券
CHANGJIANG SECURITIES

# THANKS 感谢倾听

Changjiang
Securities



汇聚财智 共享成长

*Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth*