仅供内部参考，请勿外传

恒源煤电（600971.SH）

2026 年 09 月 29 日

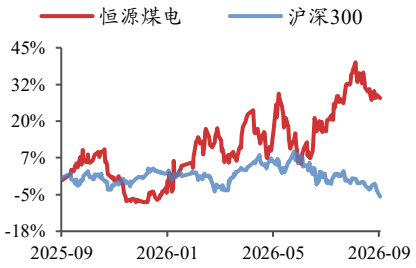
煤炭盈利边际修复，资源扩容与电力并表贡献增量

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/28
当前股价(元)	8.38
一年最高最低(元)	9.49/6.20
总市值(亿元)	100.56
流通市值(亿元)	100.56
总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	12.00
近 3 个月换手率(%)	98.0

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤电共振推动业绩扭亏，股份回购彰显长期价值—公司信息更新报告》-2026.8.24

《Q1 业绩拐点确立，电力放量与资源扩容双驱动—公司信息更新报告》-2026.5.3

《2025 年业绩阶段性亏损，高分红凸显价值—公司信息更新报告》-2026.4.3

王高展（分析师）
wanggaozhan@kysec.cn
证书编号：S0790525070003

吕双（联系人）
lvshuang@kysec.cn
证书编号：S0790126050061

● 煤炭盈利边际修复，资源扩容与电力并表贡献增量，维持“买入”评级

公司为安徽区域煤炭上市平台，存量矿井产销基本盘稳定，皖北区位优势有助于公司服务华东煤炭消费市场；花草滩煤矿并入补充 1/3 焦煤资源及产量空间，钱营孜二期并表打开电力业务增量。我们维持盈利预测，预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 6.72/8.08/10.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.67/0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.4/9.2 倍。考虑公司煤炭盈利修复、花草滩资源增量及钱营孜二期利润贡献，维持“买入”评级。

● 煤炭业务：花草滩补充资源及产能，量价改善推动煤炭盈利修复

公司主要矿区可采储量约 7.08 亿吨，核定产能 1275 万吨/年，花草滩煤矿并入后新增 180 万吨/年煤炭产能和 300 万吨/年配套洗选能力，进一步增强资源接续能力。**产量方面，**2026H1 公司原煤及商品煤产量分别为 508.69/404.69 万吨，同比分别增长 6.68%/14.01%。**销量与价格方面，**受内部供煤合并抵消影响，公司合并口径商品煤销量同比下降 1.87%至 331.35 万吨；吨煤售价回升至 775 元，2026Q2 进一步升至 802 元。**成本方面，**2026H1 吨煤成本为 562 元，较 2025 年小幅上升，但售价涨幅覆盖成本增幅，推动吨煤毛利由 2025 年的 135 元提升至 214 元，2026Q2 进一步升至 221 元。花草滩产量释放及新增产量带来的成本摊薄，有望继续推动煤炭业务盈利修复。

● 电力业务：钱营孜二期并表扩大电力规模，矿电协同贡献增量利润

钱营孜一期、二期合计装机 1700MW、权益装机 850MW，是公司电力板块的核心资产。钱营孜二期于 2025 年 3 月转入商业运营，并于 2025 年末纳入公司合并报表。2026H1，公司电力业务实现收入 7.58 亿元、毛利 1.85 亿元，收入占比提 02%，毛利率升至 24.41%，已由小体量辅助业务转为实际利润贡献来源。

钱营孜一期、二期用煤自供保障水平达到 80%以上，有助于稳定混煤消纳和燃料供应。随着二期机组稳定运行，电力业务有望成为煤炭主业之外的重要利润补充。

● 风险提示：煤价下跌、产能释放不及预期及煤矿安全生产风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,972	5,533	8,480	9,079	10,250
YOY(%)	-10.4	-20.6	53.3	7.1	12.9
归母净利润(百万元)	1,072	-192	672	808	1,097
YOY(%)	-47.3	-117.9	450.6	20.2	35.7
毛利率(%)	37.8	22.7	31.4	31.8	33.4
净利率(%)	15.4	-3.5	7.9	8.9	10.7
ROE(%)	8.5	-1.7	5.5	6.4	8.2
EPS(摊薄/元)	0.89	-0.16	0.56	0.67	0.91
P/E(倍)	9.4	-52.4	15.0	12.4	9.2
P/B(倍)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 公司概况：安徽区域煤企，煤炭为基、电力贡献增量 4
1.1、 依托华东区位优势发展的安徽区域煤企 4
1.2、 公司经营边际改善，煤炭仍贡献核心利润 5
1.3、 财务结构总体稳健，持续分红彰显股东回报意愿 6
2、 煤炭主业：资源接续夯实基本盘，吨煤盈利边际修复 7
2.1、 立足皖北辐射华东，花草滩增强资源接续能力 7
2.2、 产销基本盘保持稳定，售价回升推动吨煤盈利修复 9
2.3、 长协销售稳定混煤基本盘，洗精煤提升产品附加值 11
3、 煤电协同：钱营孜二期并表兑现增量 13
4、 盈利预测与投资建议 17
5、 风险提示 18
附：财务预测摘要 19

图表目录

图 1： 深耕煤炭主业，资源扩容与煤电协同打开修复空间 4
图 2： 截至 2026H1 末，皖北煤电集团持股约 55%，安徽国资背景清晰 4
图 3： 2026H1 营收同比增长 44.82% 5
图 4： 2022 年后归母净利润持续回落，2026H1 恢复盈利 5
图 5： 2026H1 毛利率与净利率边际修复，ROE 仍处于低位 5
图 6： 煤炭业务长期贡献公司九成以上业务收入（亿元） 6
图 7： 煤炭业务持续构成公司核心毛利来源（亿元） 6
图 8： 2026H1 收入恢复推动公司期间费用率回落 6
图 9： 2026H1 公司期间费用率处于可比公司较高水平 6
图 10： 2025 年资产负债率有所提高，2026H1 小幅回落 7
图 11： 2026H1 公司资产负债率低于多数可比公司 7
图 12： 现金分红稳步提升，亏损年份仍重视股东回报 7
图 13： 公司 2026 年预期股息率处于可比公司中游 7
图 14： 2026 年秦皇岛至宁波海运费有所回升（元/吨） 8
图 15： 华东主要省份火电发电量位居前列 8
图 16： 预计 2028 年花草滩年产量达 180 万吨 9
图 17： 2025 年公司原煤产量 1000.14 万吨 10
图 18： 商品煤产量稳定上升，2026H1 销量短期承压 10
图 19： 混煤和洗精煤销量占比 90%左右 10
图 20： 2025 年洗精煤贡献煤炭业务 67%的毛利 11
图 21： 2025 年洗精煤吨煤毛利为 243.53 元/吨 11
图 22： 2026H1 公司吨煤盈利较 2025 年低位明显修复 11
图 23： 2026Q2 公司吨煤毛利处于可比公司偏低水平 11
图 24： 2025 年混煤销量同比增长 7.64% 12
图 25： 2025 年吨煤毛利同比下降 43.12% 12
图 26： 公司混煤售价与动力煤市场价格走势总体一致 12
图 27： 2025 年下半年以来动力煤价格自低位企稳回升 12
图 28： 洗精煤销量保持稳定 13

仅供内部参考，请勿外传

图 29：2025 年洗精煤毛利 243.53 元/吨，yoy-58.73%.....13
图 30：公司洗精煤售价与市场总体走势一致.....13
图 31：2025 年下半年以来焦煤价格自低位修复（元/吨）.....13
图 32：2025 年安徽全社会用电量达 3736.32 亿千瓦时.....14
图 33：2025 年安徽火电发电量达到 3081.1 亿千瓦时.....14
图 34：2025 年安徽最高用电负荷同比增长 7.92%，增速居华东区域首位.....14
图 35：2025 年钱营孜发电公司营业收入 22.51 亿元.....15
图 36：2025 年钱营孜发电公司净利润 1.38 亿元.....15
图 37：2026H1 公司电力内部自供煤炭占比 80%.....15
图 38：2026H1 公司毛利率回升至 24.41%.....16
图 39：2026H1 电力业务收入占比提升 22.02%.....16
图 40：预计 2026Q2 度电收入 0.41 元/千瓦时.....17
图 41：2026H1 发电量 22.38 亿千瓦时.....17

表 1：公司核定产能 1275 万吨/年.....8
表 2：花草滩煤矿及配套选煤资产核心指标.....9
表 3：截至 2025 年末，公司装机规模 2400MW，权益规模 997MW.....16
表 4：新能源项目仍处于前期工作阶段.....17
表 5：公司 PE 低于可比公司均值，估值具备修复空间（截至 2026 年 9 月 28 日）.....18

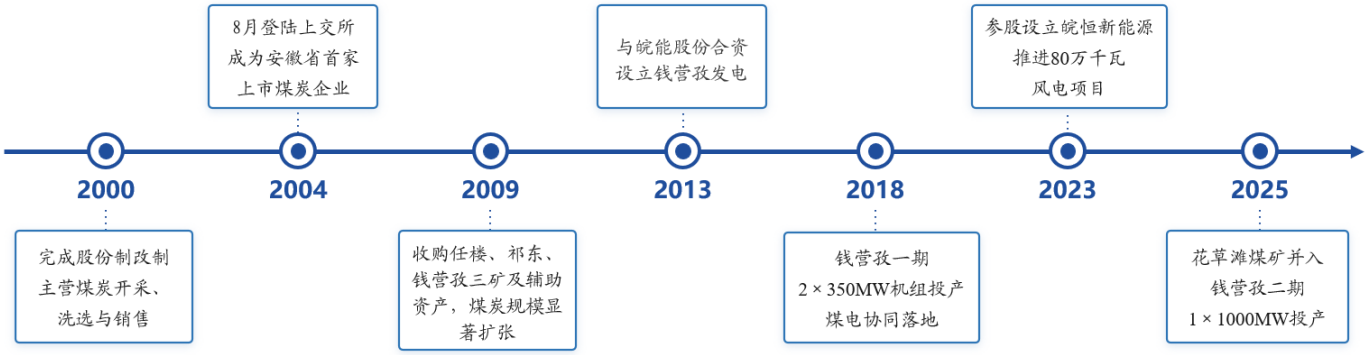
仅供内部参考，请勿外传

1、 公司概况：安徽区域煤企，煤炭为基、电力贡献增量

1.1、 依托华东区位优势发展的安徽区域煤企

恒源煤电是安徽省重要煤炭上市公司，已形成以煤炭产销为核心、煤电协同发展的业务格局。公司于 2000 年完成股份制改制，并于 2004 年在上交所上市。公司煤炭业务涵盖开采、洗选和销售，产品包括混煤、洗精煤、煤泥等，主要应用于电力、冶金及化工等行业；现有任楼、钱营孜、祁东、恒源、五沟等主要矿井，并通过收购花草滩煤矿相关资产将资源布局延伸至安徽省外；同时，公司围绕钱营孜矿区布局电力资产，业务结构逐步由单一煤炭开采向煤电协同延伸。

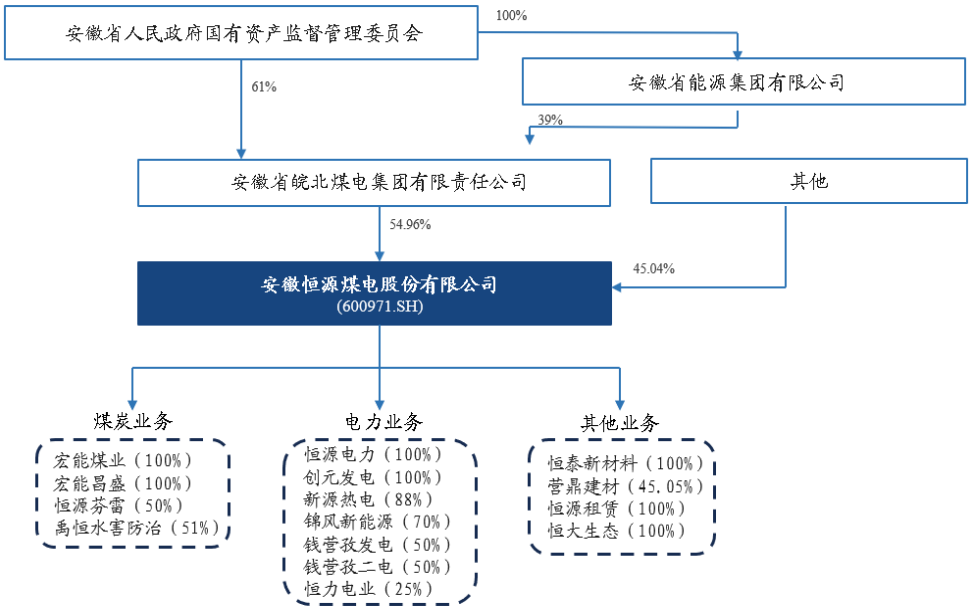
图1：深耕煤炭主业，资源扩容与煤电协同打开修复空间



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司背靠安徽省国资委，股权结构集中，控股股东持股稳定。公司控股股东为皖北煤电集团，实际控制人为安徽省国资委。截至 2026H1 末，皖北煤电集团持有公司约 54.96%的股份，大股东持股集中且稳定。依托控股股东在煤炭及能源产业的长期积累，公司在资源获取、项目推进和区域协同等方面具备一定基础。前十大股东多位国资平台、养老金、公募基金，股东结构优质多元。

图2：截至 2026H1 末，皖北煤电集团持股约 55%，安徽国资背景清晰



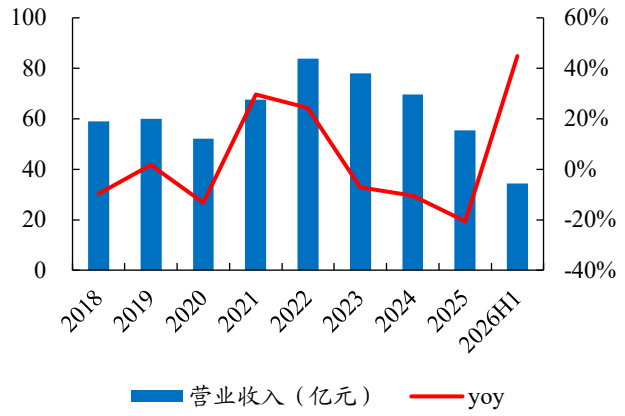
资料来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2、 公司经营边际改善，煤炭仍贡献核心利润

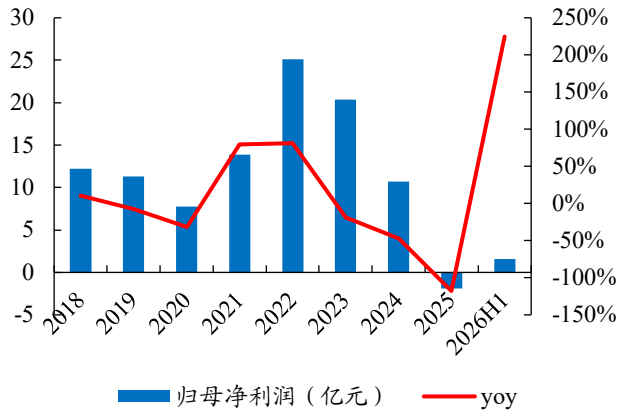
公司 2026H1 业绩扭亏为盈，Q2 盈利环比进一步改善。公司经营表现受煤炭价格周期影响较大，2025 年实现营业收入 55.33 亿元，同比下降 20.65%，归母净利润亏损 1.92 亿元，毛利率和净利率分别降至 6.52%和-23.71%。公司 2026H1 实现营业收入 34.43 亿元，同比增长 44.82%，归母净利润 1.31 亿元，同比增长 224.79%；毛利率和净利率分别回升至 28.26%和 4.94%。据此测算 2026Q2 归母净利润 1.3 亿元，同比增长 183.33%，同比扭亏为盈。

图3：2026H1 营收同比增长 44.82%



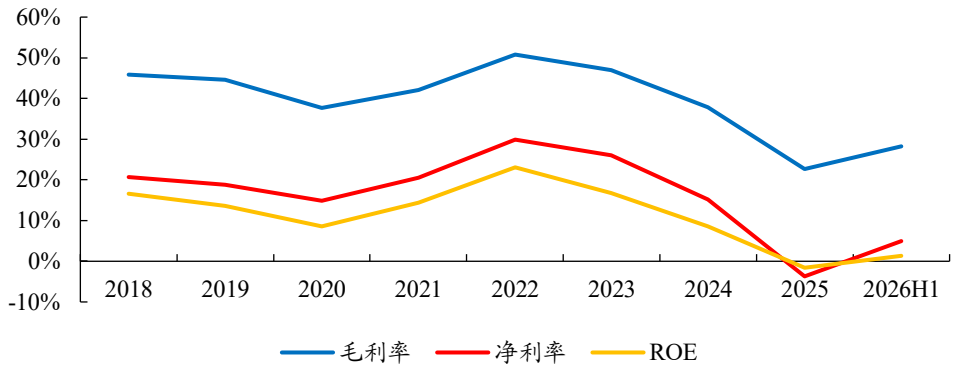
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年后归母净利润持续回落，2026H1 恢复盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026H1 毛利率与净利率边际修复，ROE 仍处于低位

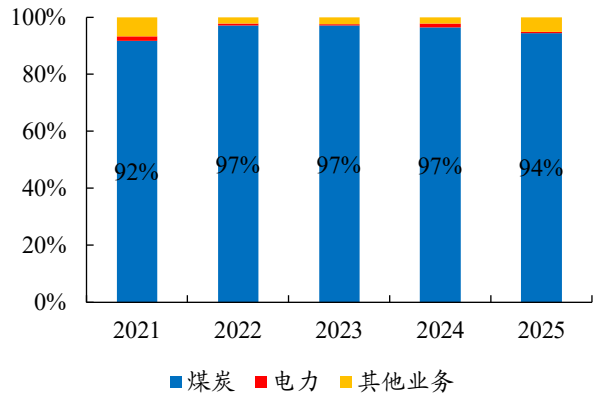


数据来源：Wind、开源证券研究所

煤炭业务贡献公司核心收入和毛利，整体经营仍具有较强的煤炭周期属性。2025 年，公司煤炭业务收入占营业收入的 94.46%，毛利占公司毛利总额的 82.23%，仍是公司最主要的收入和利润来源。受煤价下行影响，煤炭业务毛利明显收缩、毛利贡献占比有所下降，公司整体收入和利润表现仍主要取决于煤炭业务景气度。

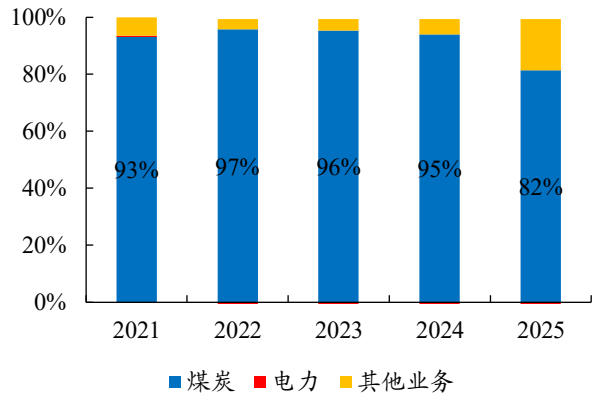
仅供内部参考，请勿外传

图6：煤炭业务长期贡献公司九成以上业务收入（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

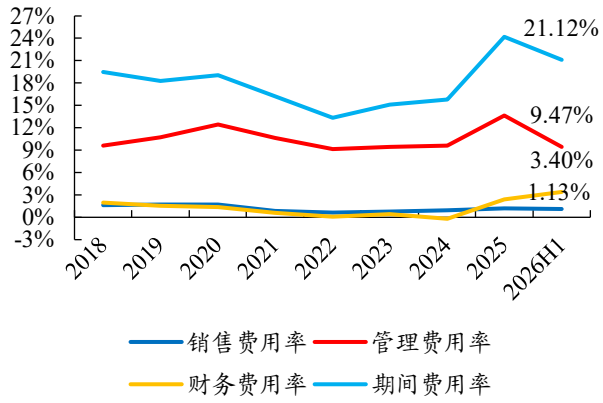
图7：煤炭业务持续构成公司核心毛利来源（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

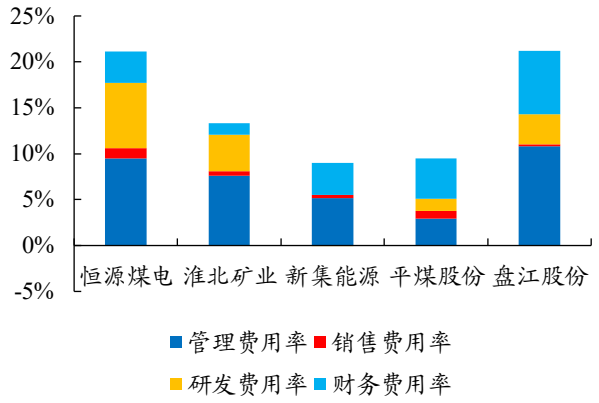
2026H1 收入恢复推动公司期间费用率回落，但费用端仍有进一步优化空间。2025 年，公司销售、管理、研发和财务费用率分别为 1.19%、13.65%、6.99%和 2.37%，收入收缩叠加部分费用刚性，推动期间费用率升至约 24.2%。2026H1，公司期间费用率回落至约 21.12%，其中管理费用率降至 9.47%，收入恢复对固定费用形成一定摊薄；但财务费用率升至 3.4%，费用端对盈利的压力仍然存在。从可比公司情况看，公司期间费用率处于行业偏高水平，其中管理与研发费用率相对偏高，后续降本增效及费用管控仍是盈利修复的重要环节。

图8：2026H1 收入恢复推动公司期间费用率回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2026H1 公司期间费用率处于可比公司较高水平



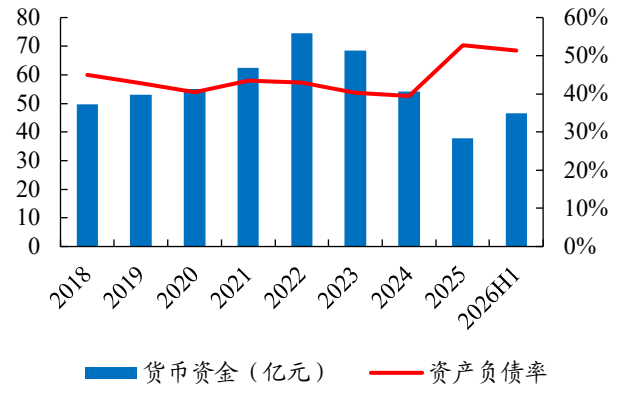
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 财务结构总体稳健，持续分红彰显股东回报意愿

公司资产负债率此前总体保持稳定，2025 年以来有所抬升。2025 年公司资产负债率升至 52.75%，2026H1 小幅回落至 51.39%。当前公司负债水平较此前有所提高，但负债率仍低于可比公司，后续仍需结合新增资产运营、债务结构及盈利修复情况持续观察。

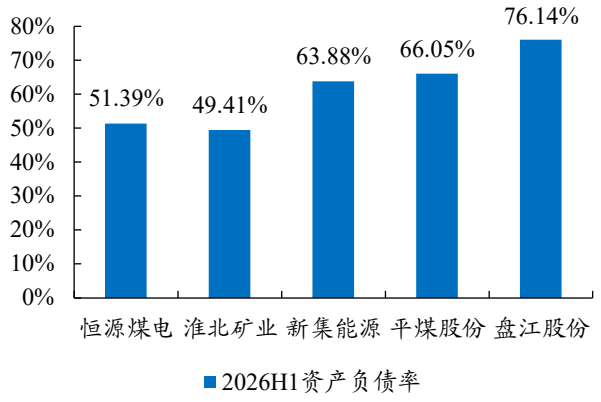
仅供内部参考，请勿外传

图10：2025 年资产负债率有所提高，2026H1 小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

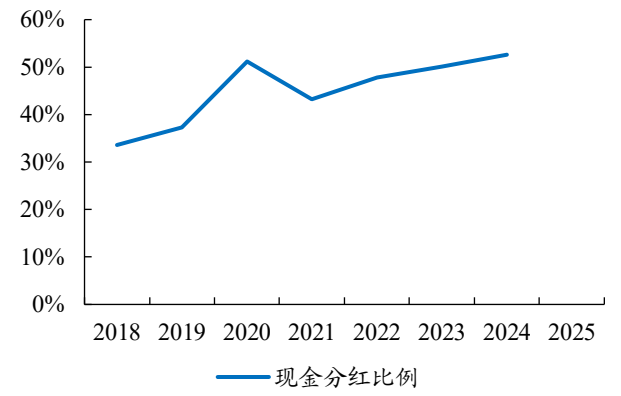
图11：2026H1 公司资产负债率低于多数可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

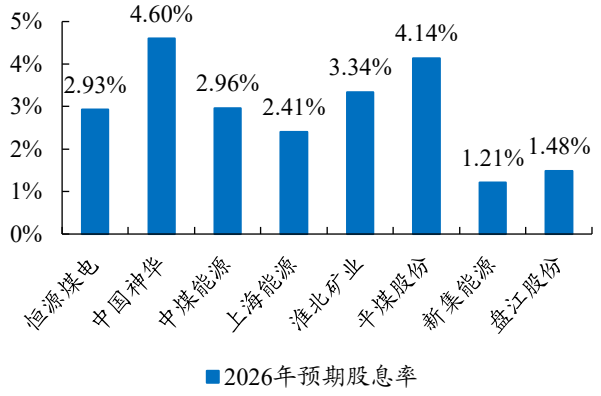
公司保持连续现金分红，盈利承压阶段仍体现出较强的股东回报意愿。2021—2024 年，公司股利支付率由 43.3%逐步提升至 52.6%；2025 年公司归母净利润亏损 1.92 亿元，股利支付率不具备可比意义，但仍实施现金分红 2.98 亿元，体现公司对股东回报的重视。截至 2026 年 9 月 28 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2024 年分红比例，计算出预期股息率，略高于可比公司平均水平 2.88%，整体处于中游，股息率优势相对有限。

图12：现金分红稳步提升，亏损年份仍重视股东回报



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司 2026 年预期股息率处于可比公司中游



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 煤炭主业：资源接续夯实基本盘，吨煤盈利边际修复

2.1、 立足皖北辐射华东，花草滩增强资源接续能力

公司煤炭资源储备较为充足，核心矿井集中度较高，构成煤炭主业稳定运行的资源基础。截至 2025 年末，公司主要矿区可采储量合计约 7.08 亿吨，核定产能 1275 万吨/年，可采年限 56 年。**煤种方面：**公司以气煤为主，同时包括 1/3 焦煤、肥煤、焦煤、贫煤及无烟煤等煤种，其中任楼、钱营孜主要生产气煤，祁东、五沟兼具炼焦煤资源，恒源煤矿以贫煤和无烟煤为主，整体煤种结构较为多元。**煤质优良：**公司煤炭具备低硫、低磷、低灰和高发热量等特征，煤质条件好。

仅供内部参考，请勿外传

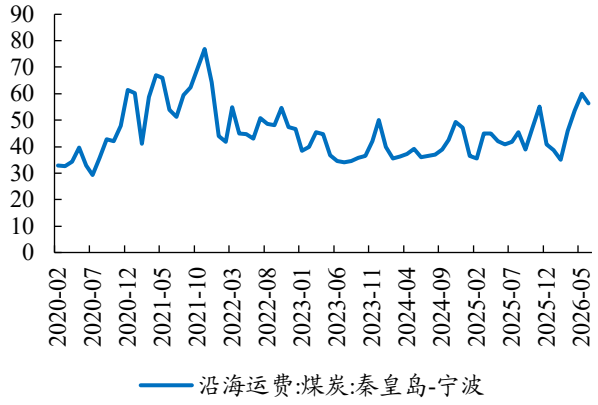
表1：公司核定产能 1275 万吨/年

主要矿区	地区	主要煤种	持股比例	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	状态	可采年限（年）
钱营孜煤矿	安徽省宿州市	气煤	100%	1.77	385	在产	46
任楼煤矿	安徽省淮北市	气煤	100%	2.04	240	在产	85
五沟煤矿	安徽省淮北市	肥煤、焦煤、1/3 焦煤	100%	0.17	90	在产	19
祁东煤矿	安徽省宿州市	1/3 焦煤、气煤、肥煤	100%	1.41	180	在产	78
恒源煤矿	安徽省淮北市	贫煤、无烟煤	100%	1.01	200	在产	51
花草滩煤矿	甘肃省张掖市	1/3 焦煤	100%	0.68	180	在产、调整期	38
合计	-	-	-	7.08	1275	-	56

资料来源：公司公告、开源证券研究所

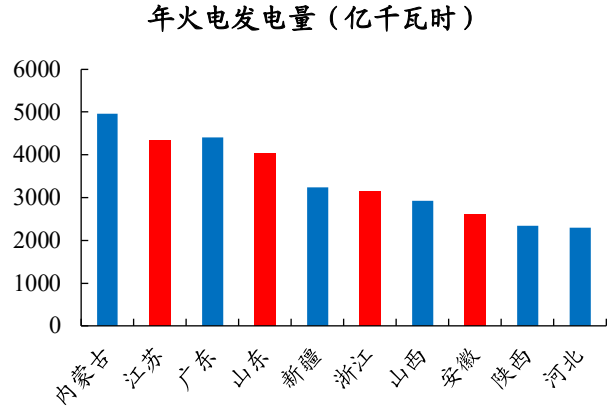
公司立足皖北、辐射华东，交通区位与区域需求共同支撑煤炭销售。交通方面：公司地处华东地区，位于两淮煤炭基地，京沪、陇海、京九等铁路干线贯穿矿区，京福、连霍、合徐等高速公路及 206、104 国道从矿区经过，水路可经淮河、京杭大运河及长江入海，交通运输条件较为便利。2025 年秦皇岛至宁波煤炭海运费维持一定水平，2026 年以来有所上升，反映北方煤源进入华东市场仍需承担一定的跨区域运输费用。**销区优势方面：**公司任楼、钱营孜、祁东、恒源及五沟等主要矿井集中于皖北地区，煤炭产品主要销往华东地区及江西等省，邻近华东核心煤炭消费市场，区位条件有利于公司覆盖区域客户。**需求方面：**2025 年华东主要省份火电发电量处于全国较高水平，为公司混煤及动力煤产品销售提供较强的区域需求支撑。

图14：2026 年秦皇岛至宁波海运费有所回升（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：华东主要省份火电发电量位居前列

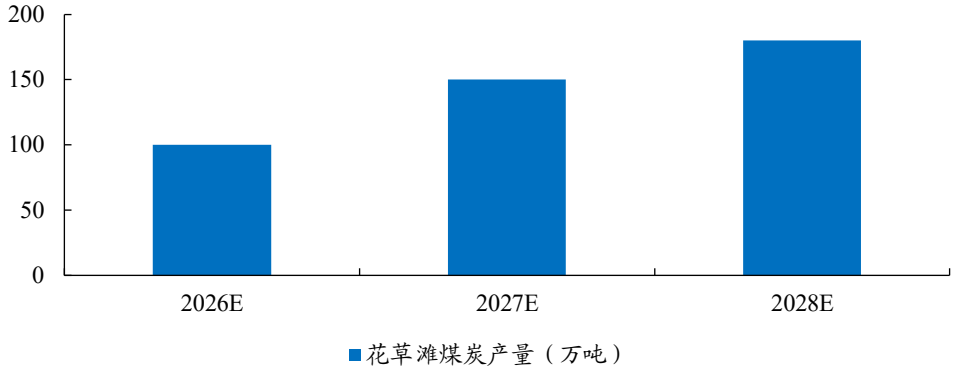


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

花草滩煤矿并入补充 1/3 焦煤资源及洗选配套，公司中长期资源接续能力进一步增强。2025 年，公司收购宏能煤业及昌盛能源 100%股权，取得年产能 180 万吨的花草滩煤矿和 300 万吨/年的配套选煤能力。花草滩煤矿可采储量约 6808 万吨，按核定产能测算静态可采年限约 38 年，主要煤种为 1/3 焦煤；配套选煤厂产能高于煤矿核定产能，能够覆盖花草滩煤矿的原煤洗选需求，并为公司提升洗选加工能力、优化煤炭产品结构提供配套支撑。花草滩煤矿 2026—2027 年仍处于整合调整和产能爬坡期，结合核定产能、矿井爬坡节奏及整合进展，我们预计 2026—2028 年产量分别为 100 万吨、150 万吨和 180 万吨，2028 年达到核定产能水平。考虑矿井整合及安全生产等不确定性，短期业绩贡献相对有限，但中长期产能释放有望增强公司资源接续能力。

仅供内部参考，请勿外传

图16：预计 2028 年花草滩年产量达 180 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：花草滩煤矿及配套选煤资产核心指标

公司/资产	所在地区	公司概述
花草滩煤矿	甘肃省张掖市山丹县	花草滩煤矿主要开采 1/3 焦煤，核定产能 180 万吨/年，保有资源量 12,705 万吨，可采储量 6,808 万吨，按可采储量与核定产能测算，静态可采年限约 38 年，是公司在资源端的重要增量资产。
昌盛能源	甘肃省张掖市山丹县	昌盛能源定位为配套选煤厂，300 万吨/年选煤能力，主要承担原煤洗选和加工任务，核心能力体现为煤炭处理能力及洗选产品产出，是公司完善煤炭洗选加工环节、优化产品结构的重要资产。

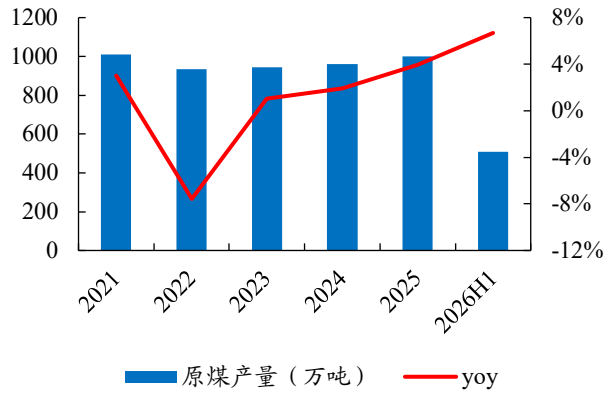
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 产销基本盘保持稳定，售价回升推动吨煤盈利修复

公司煤炭生产规模保持稳定，2026H1 产量延续增长，产销基本盘总体稳固。2025 年，公司原煤产量 1000.14 万吨，同比增长 3.96%；商品煤产量 771.98 万吨，同比增长 4.49%；商品煤销量 770.83 万吨，同比增长 1.81%，产销率接近 100%，生产与销售衔接总体顺畅。公司 2026H1 合并口径原煤及商品煤产量分别为 508.69 万吨和 404.69 万吨，同比分别增长 6.68%和 14.01%；商品煤销量为 331.35 万吨，同比下降 1.87%。销量表观下降主要是钱营孜第二发电公司并表后，内部供煤在合并报表中抵消所致：省内五矿商品煤销量约 389 万吨，同比增长约 15%，但向钱营孜电厂内部销售的约 64.4 万吨商品煤及约 3.3 亿元收入被合并抵消。

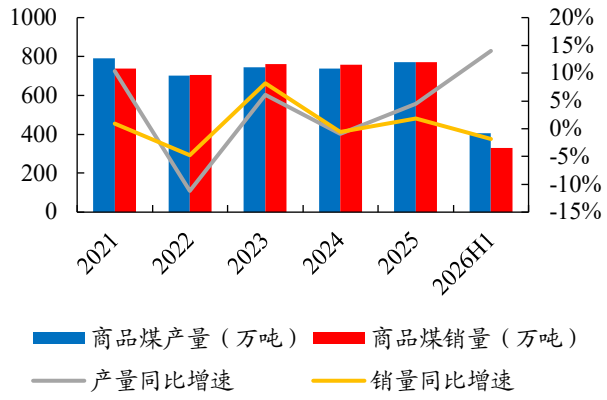
仅供内部参考，请勿外传

图17：2025 年公司原煤产量 1000.14 万吨



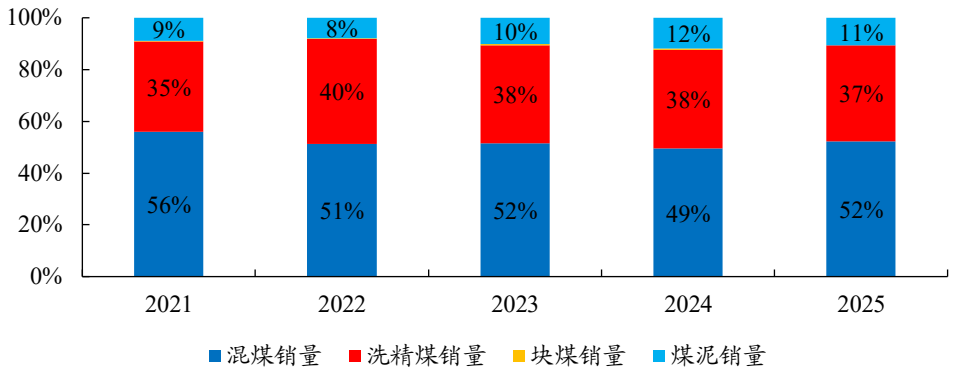
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：商品煤产量稳定上升，2026H1 销量短期承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：混煤和洗精煤销量占比 90%左右

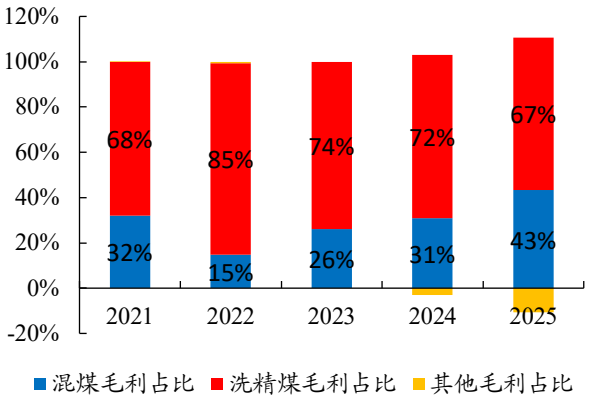


数据来源：Wind、开源证券研究所

洗精煤贡献煤炭板块核心利润，2026H1 吨煤盈利明显修复，但整体盈利水平仍受产品结构制约。2025 年，公司洗精煤贡献煤炭板块毛利的 67.31%，吨煤毛利约 243.53 元，高于混煤的 110.85 元；煤泥吨煤毛利为-131.9 元，对综合盈利形成拖累。公司综合吨煤售价、吨煤成本和吨煤毛利分别为 678.02、542.7 和 135.32 元，吨煤盈利低于主要可比公司。公司 2026H1 吨煤售价回升至 775.33 元，吨煤成本小幅回升至 561.75 元，吨煤毛利升至 213.58 元，煤炭业务毛利率 27.55%，售价改善带动主业盈利由低位修复。2026Q2，公司吨煤售价、吨煤成本和吨煤毛利分别为 802.2、580.79 和 221.41 元/吨，煤炭毛利率为 27.6%；与可比公司相比，公司吨煤毛利高于平煤股份，接近盘江股份和新集能源，但低于淮北矿业，整体处于可比公司中等偏低水平。

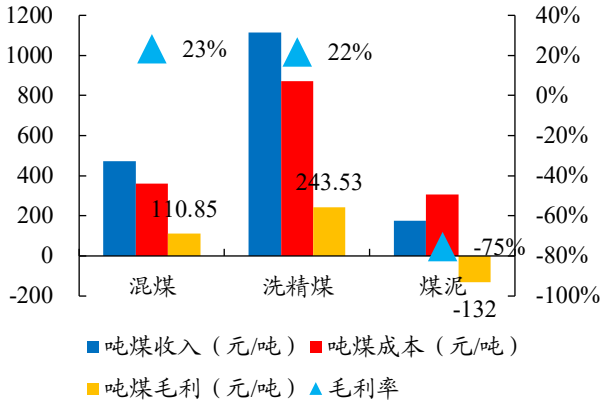
仅供内部参考，请勿外传

图20：2025 年洗精煤贡献煤炭业务 67%的毛利



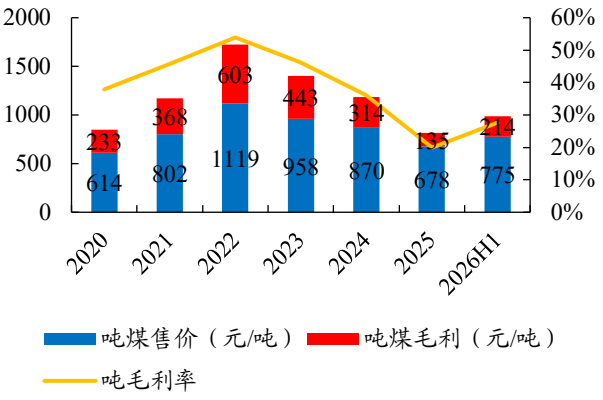
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025 年洗精煤吨煤毛利为 243.53 元/吨



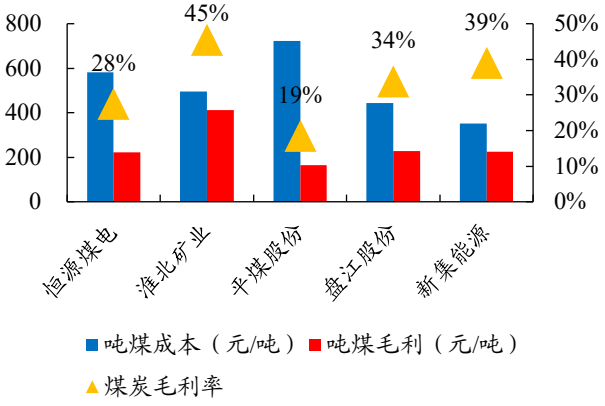
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2026H1 公司吨煤盈利较 2025 年低位明显修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2026Q2 公司吨煤毛利处于可比公司偏低水平



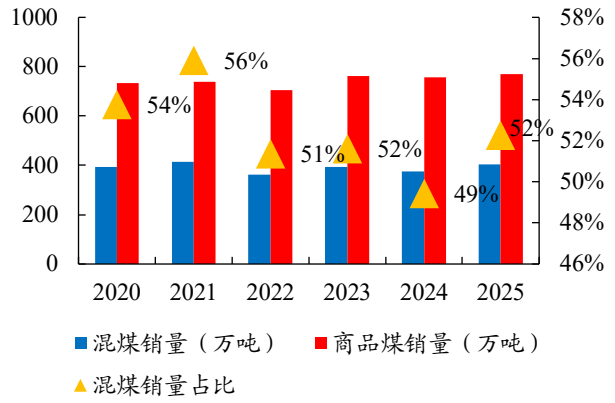
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 长协销售稳定混煤基本盘，洗精煤提升产品附加值

混煤贡献主要销量，100%长协销售增强经营稳定性，动力煤价格回升有望推动吨煤盈利修复。2025 年，公司混煤销量为 402.89 万吨，同比增长 7.64%，占商品煤销量的 52.3%，同比提升 2.83pct。公司混煤实行 100%长协销售，有助于稳定销售渠道和消纳规模，长协价格参考区域动力煤市场动态调整。2025 年，公司混煤吨煤售价为 472.13 元/吨，同比下降 10%；吨煤成本为 361.28 元/吨，同比上升 9.56%；售价下跌叠加成本上升，导致吨煤毛利同比下降 43.12%至 110.85 元/吨。截至 2026 年 9 月 23 日，区域动力煤市场价格已回升至 595 元/吨，动力煤价格回暖有望推动公司混煤售价及吨煤盈利修复。

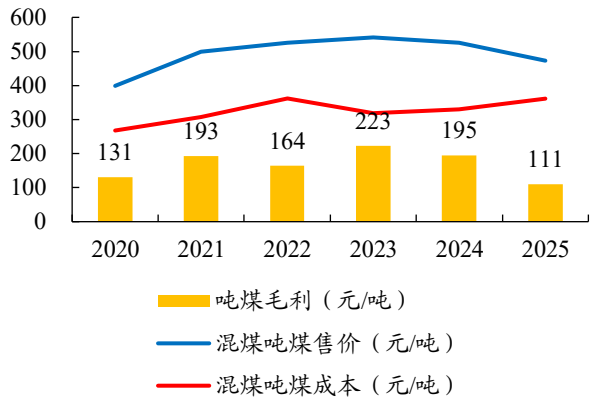
仅供内部参考，请勿外传

图24：2025 年混煤销量同比增长 7.64%



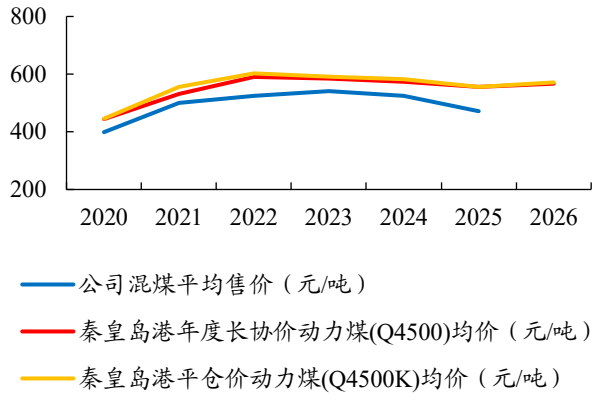
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2025 年吨煤毛利同比下降 43.12%



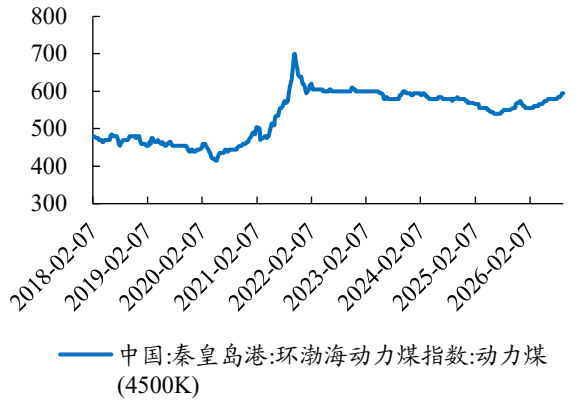
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：公司混煤售价与动力煤市场价格走势总体一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2025 年下半年以来动力煤价格自低位企稳回升

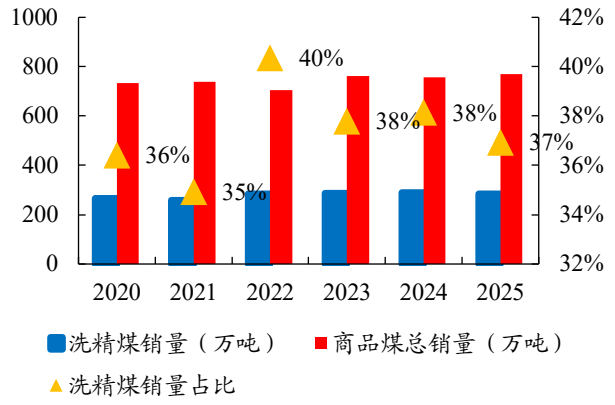


数据来源：中国煤炭市场网、开源证券研究所

洗精煤盈利水平较高，100%长协销售兼顾经营稳定性与盈利弹性。2025 年，公司洗精煤销量为 284.89 万吨，占商品煤销量约 37.0%；平均售价为 1115.72 元/吨，吨煤毛利为 243.53 元，是提升公司综合煤价和单吨盈利的重要产品。公司洗精煤包括炼焦精煤、气煤精煤和无烟精煤等品种，洗选加工虽然会产生煤泥等低价值副产品，但洗精煤等高附加值产品能够提升综合售价，整体仍具有正向收益。长协销售比例为 100%，合同价格参考周边煤企及区域市场动态调整。2025 年下半年以来，安徽淮北地区炼焦煤价格自低位修复，为公司炼焦精煤售价及盈利改善提供较好的市场环境。

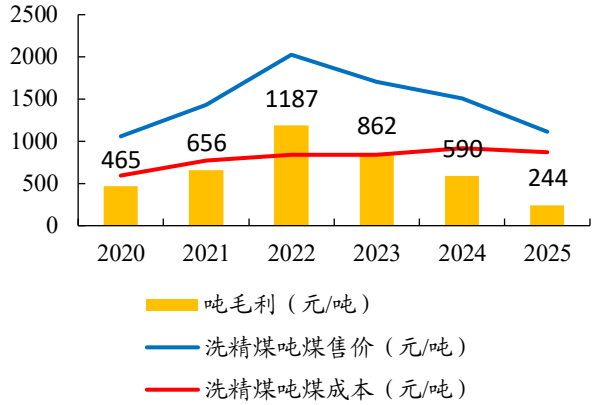
仅供内部参考，请勿外传

图28：洗精煤销量保持稳定



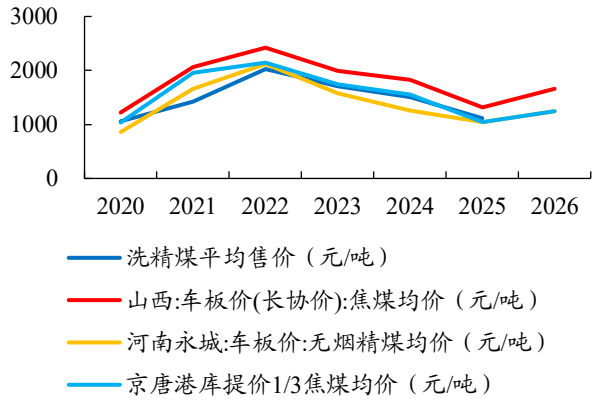
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025 年洗精煤毛利 243.53 元/吨，yoy-58.73%



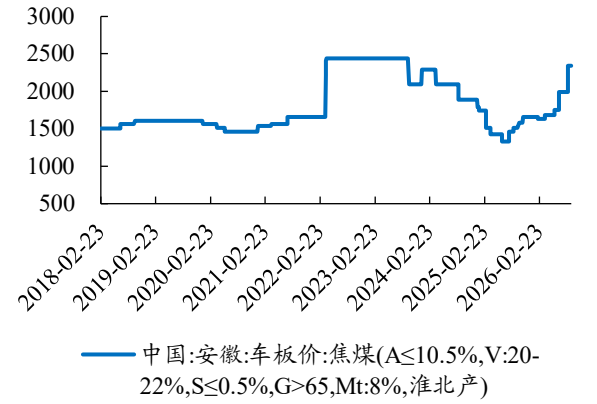
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：公司洗精煤售价与市场总体走势一致



数据来源：Wind、钢之家、开源证券研究所

图31：2025 年下半年以来焦煤价格自低位修复（元/吨）



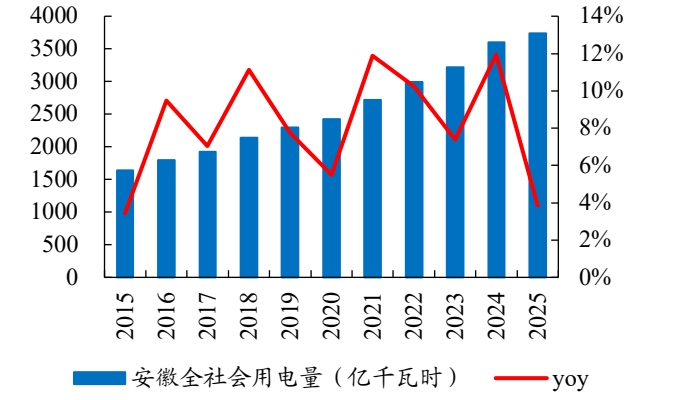
数据来源：Wind、钢之家、开源证券研究所

3、煤电协同：钱营孜二期并表兑现增量

安徽用电需求持续增长，高峰负荷抬升强化大型煤电机组的保供与调节价值。2025 年安徽最高用电负荷达到 6857 万千瓦，同比增长 7.92%，增速居华东四省一市首位，区域高峰时段电力保障需求持续提升。同期安徽火电发电量达到 3081.1 亿千瓦时，尽管同比下降 2.76%，仍维持在历史较高规模，火电继续承担基础供电、高峰保供及系统调节功能，为钱营孜二期大型煤电机组运行提供较好的区域需求基础。

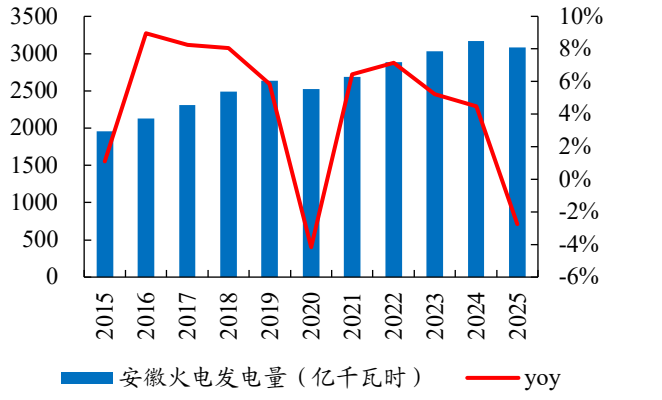
仅供内部参考，请勿外传

图32：2025 年安徽全社会用电量达 3736.32 亿千瓦时



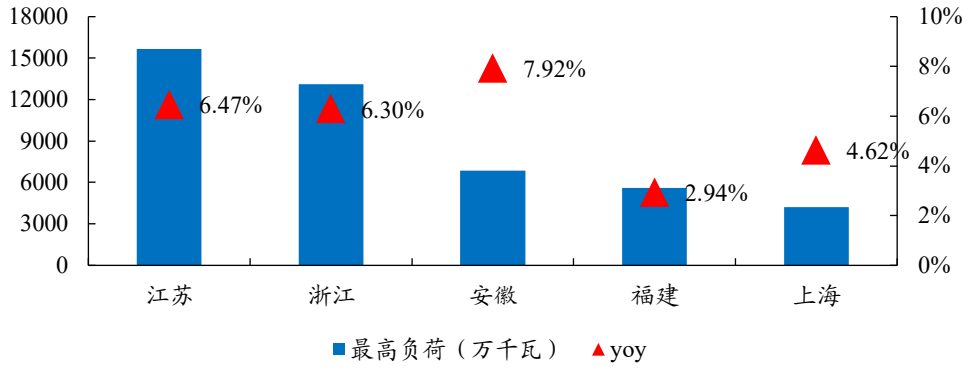
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2025 年安徽火电发电量达到 3081.1 亿千瓦时



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025 年安徽最高用电负荷同比增长 7.92%，增速居华东区域首位

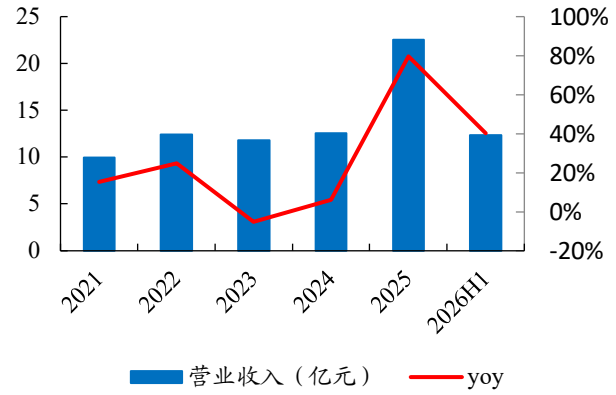


数据来源：国家能源局，开源证券研究所

钱营孜发电公司分立前后均保持盈利，电力资产具备一定经营基础。2025 年，钱营孜发电公司营业收入增至 22.51 亿元，同比增长 79.6%；净利润增至 1.38 亿元，同比增长 36.63%，收入与利润均保持较快增长。2026H1 公司一、二期项目营业收入 12.35 亿元，同比增长 40.18%，净利润 0.33 亿元，同比下降 55.41%。2025 年 11 月 7 日，公司实施分续存立，新设钱营孜第二发电公司承接钱营孜电厂二期项目，并于 2025 年底，钱钱营孜第二发电公司正式纳入公司合并财务报表范围。

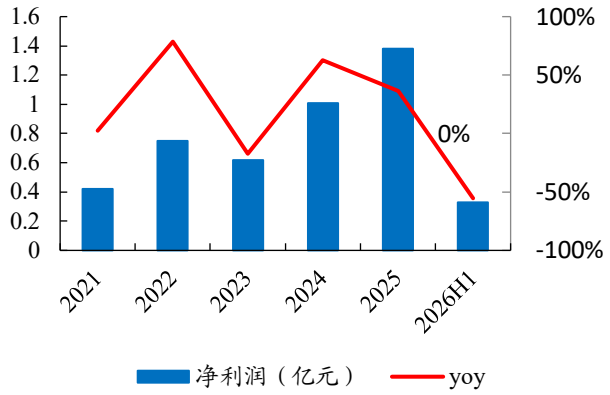
仅供内部参考，请勿外传

图35：2025 年钱营孜发电公司营业收入 22.51 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2025 年钱营孜发电公司净利润 1.38 亿元

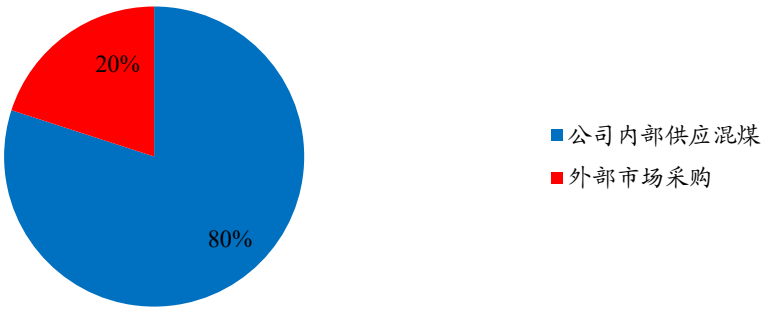


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2026H1 数据为钱营孜一期、二期合计口径

钱营孜电厂二期扩建项目为安徽省“十四五”重点电源项目，截至 2025 年末，公司在产火电装机 2400MW、权益装机 997MW。钱营孜一期、二期合计装机 1700MW、权益装机 850MW，是电力板块核心资产。2025 年 3 月 30 日钱电二期顺利通过 168 小时满负荷试运行，正式转入商业运营。国能宿州热电装机 700MW、权益装机 147MW。上述项目所发电力主要接入安徽电网，服务省内尤其皖北地区的基础供电和高峰保供。2026H1，钱营孜一期、二期用煤自供保障水平约 80%以上，矿电协同有助于稳定混煤消纳和燃料供应。此外，公司推进宿州皖恒新能源一期、二期合计 800MW 风电项目，对应权益装机 368MW；全部建成后，公司参股项目装机规模有望增至 3200MW、权益装机增至 1365MW。

图37：2026H1 公司电力内部自供煤炭占比 80%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

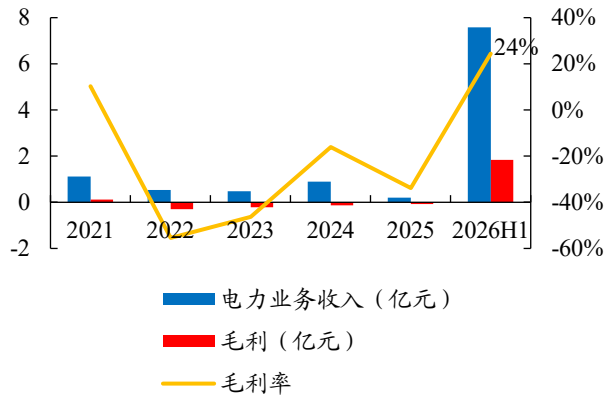
表3：截至 2025 年末，公司装机规模 2400MW，权益规模 997MW

项目名称	类型	地区	装机规模（MW）	持股比例	权益装机（MW）	状态	投运/建设情况
安徽钱营孜发电有限公司（一期）	火电	安徽宿州	2*350	50%	350	在产	2018 年 8 月投运
安徽钱营孜第二发电有限公司（二期）	火电	安徽宿州	1*1,000	50%	500	在产	2025 年 3 月投运
国能宿州热电有限公司	火电	安徽宿州	2*350	21%	147	在产	2012 年 12 月投运
淮北新源热电有限公司	火电	安徽淮北	2*15	88%	26.4	已关停	—
宿州创元发电有限责任公司	火电	安徽宿州	2*12	100%	24	已关停	—
安徽恒力电业有限责任公司	火电	安徽淮北	2*6	25%	3	已关停	—
在产合计			2400		997		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

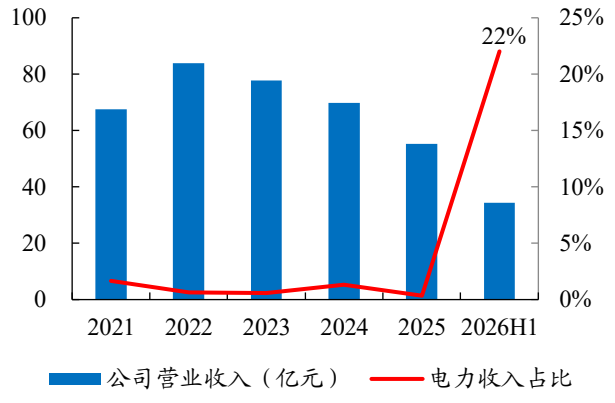
钱营孜二期并表推动电力业务由辅助板块转变为公司新的利润增量来源。并表前，公司电力业务收入规模长期不足 1.2 亿元，且毛利持续为负。并表后，公司 2026H1 电力业务实现收入 7.58 亿元，毛利 1.85 亿元，电力业务收入比重提升至 22.02%，毛利率升至 24.41%，收入和毛利规模均已超过此前任一完整年度。2026Q1 发电量 13.34 亿千瓦时，营业收入 4.39 亿，毛利 0.80 亿，度电收入 0.32 元/千瓦时。根据 2026H1 经营数据测算，预计 2026Q2 发电量 9.04 亿千瓦时，钱营孜二期上半年利用小时仅 2000 余小时，仍低于设计水平，机组出力受到电力外送及消纳协调约束，还有新能源电力对存量火电的挤压等影响。同期电力主营销售收入为 3.19 亿元，qoq-27.22%，由于收入降幅小于售电量降幅，测算度电收入升至 0.41 元/千瓦时；毛利增至 1.06 亿元，qoq+32.94%，毛利率升至 33.13%。尽管 Q2 发电量环比回落，钱营孜二期并表仍显著扩大公司电力业务规模，并推动该板块转变为具有实际毛利贡献的重要业务补充。

图38：2026H1 公司毛利率回升至 24.41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

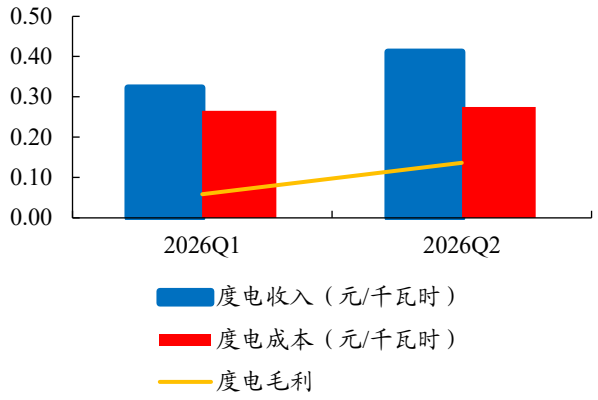
图39：2026H1 电力业务收入占比提升 22.02%



数据来源：Wind、开源证券研究所

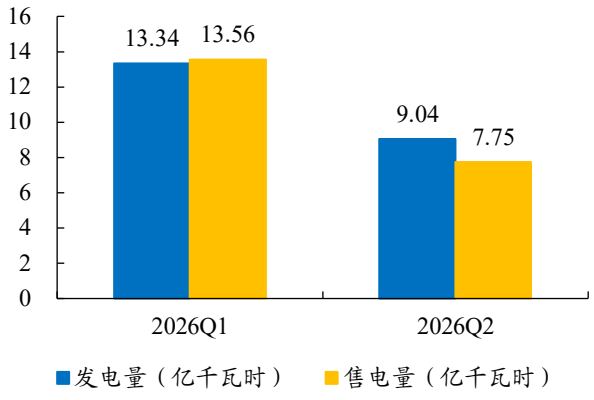
仅供内部参考，请勿外传

图40：预计 2026Q2 度电收入 0.41 元/千瓦时



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2026H1 发电量 22.38 亿千瓦时



数据来源：Wind、开源证券研究所

新能源项目仍处前期阶段，权益装机增量有待备案落地。公司参股宿州皖恒新能源，原规划利用钱营孜二期配套的 800MW 新能源建设指标，其中先期开展 300MW 风电项目，按 46%的持股比例测算对应权益装机 138MW。截止 2026 年 8 月 21 日，相关项目尚未完成最终备案，实际开工节点不及预期，目前仍处于前期工作阶段；剩余 500MW 仅为待落实指标，具体项目形式及实施时间尚未明确。因此，现阶段应主要关注一期项目的备案及开工进展，剩余指标暂不作为确定性装机增量。

表4：新能源项目仍处于前期工作阶段

项目名称	类型	地区	装机规模（MW）	持股比例	权益装机（MW）	状态
宿州皖恒新能源一期	风电	安徽宿州	300	46%	138	前期工作阶段，尚未完成最终备案
宿州皖恒新能源剩余项目	风电	安徽宿州	500	46%	230	规划中
在建/未建合计			800		368	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

公司立足皖北、辐射华东，煤炭产销基本盘稳定，花草滩并入补充资源及产量空间，钱电二期并表打开电力业务增量。

煤炭业务：考虑存量矿井稳定生产、花草滩逐步达产及商品煤产出率提升，我们预计 2026—2028 年公司商品煤销量分别为 830、913 和 1049 万吨。受益于煤价中枢回升、1/3 焦煤资源释放及产量增长带来的成本摊薄，预计同期吨煤售价分别为 793、785 和 793 元，吨煤成本分别为 550、540 和 530 元，对应煤炭业务收入分别为 65.81、71.67 和 83.24 亿元，毛利率分别为 30.67%、31.24%和 33.18%。

电力业务：钱电二期并表后，电力业务已由小体量亏损板块转为实际利润贡献来源，随着机组稳定运行及燃料成本管控，预计 2026—2028 年电力业务收入分别为 16.15、16.31 和 16.47 亿元。

其他业务：预计收入规模及毛利贡献总体保持稳定。

仅供内部参考，请勿外传

基于上述假设，我们维持盈利预测，预计公司 2026—2028 年实现归母净利润分别为 6.72/8.08/10.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.56/0.67/0.91 元。以 2026 年 9 月 28 日收盘价 8.38 元计算，对应 PE 分别为 15.0/12.4/9.2 倍。公司立足皖北优质煤炭资源，煤炭主业具备产品结构优化和产量增长空间，花草滩煤矿产能爬坡提供中长期增量，钱电二期并表增强电力业务利润贡献，维持“买入”评级。

表5：公司 PE 低于可比公司均值，估值具备修复空间（截至 2026 年 9 月 28 日）

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600985.SH	淮北矿业	16.33	0.56	1.39	1.78	2.01	29.2	11.7	9.2	8.1
601918.SH	新集能源	11.45	0.83	1.10	1.29	1.48	13.9	10.4	8.9	7.7
601666.SH	平煤股份	8.79	0.09	0.66	0.73	0.79	94.0	13.3	12.0	11.1
600395.SH	盘江股份	5.02	0.15	0.17	0.21	0.38	32.8	29.5	23.9	13.2
600575.SH	淮河能源	3.12	0.24	0.17	0.21	0.23	13.0	18.3	15.1	13.8
均值							**36.6**	**16.7**	**13.8**	**10.8**
600971.SH	恒源煤电	8.38	-0.16	0.56	0.67	0.91	-52.4	15.0	12.4	9.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除淮河能源 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测外，其他公司 EPS 及 PE 均为开源证券研究所预测值

5、 风险提示

煤炭价格大幅下跌风险。公司盈利仍主要来自煤炭业务，若下游需求走弱或煤炭供给释放超预期，煤价下行可能压制公司吨煤盈利修复。

煤炭产销量释放不及预期风险。若受安全监管、地质条件、设备检修或洗选效率影响，公司原煤产量及商品煤销量可能低于预期。

花草滩煤矿整合不及预期风险。花草滩煤矿并入后仍需推进生产组织、洗选协同及销售渠道整合，若整合进度慢于预期，可能影响新增资源贡献节奏。

钱电二期盈利不及预期风险。钱电二期并表后成为公司电力业务的重要利润来源，其盈利水平受机组利用小时、上网电价、燃料成本及电力市场供需等因素影响。若机组运行效率或电价水平不及预期，可能影响电力业务利润贡献。

煤矿安全生产风险。煤炭开采属于地下作业，生产过程中存在水、火、瓦斯、顶板及煤尘等安全风险。若发生安全生产事故，可能对公司煤炭产量、生产经营及盈利能力造成不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8565	6406	9838	9679	12241
现金	5410	3788	6236	6843	8226
应收票据及应收账款	739	747	1530	908	1845
其他应收款	31	48	72	57	89
预付账款	22	24	46	28	55
存货	235	260	414	304	487
其他流动资产	2129	1539	1539	1539	1539
非流动资产	11970	19589	18832	18594	18799
长期投资	1736	1332	1039	748	457
固定资产	5568	11681	11341	11375	11862
无形资产	3453	5303	5170	5180	5183
其他非流动资产	1212	1272	1282	1290	1297
资产总计	20535	25995	28669	28273	31040
流动负债	5662	6217	9020	8135	10651
短期借款	637	736	736	736	736
应付票据及应付账款	1802	2275	3546	3777	4293
其他流动负债	3223	3206	4738	3622	5622
非流动负债	2439	7495	6975	7055	6535
长期借款	650	3399	2879	2960	2440
其他非流动负债	1789	4096	4096	4096	4096
负债合计	8101	13712	15995	15191	17187
少数股东权益	68	523	542	570	613
股本	1200	1200	1200	1200	1200
资本公积	1608	1608	1608	1608	1608
留存收益	8793	8278	9383	10863	12965
归属母公司股东权益	12365	11760	12132	12512	13241
负债和股东权益	20535	25995	28669	28273	31040

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1377	555	3447	1287	3169
净利润	1057	-205	692	836	1139
折旧摊销	739	780	814	847	904
财务费用	-14	131	125	62	29
投资损失	-119	-126	-118	-121	-121
营运资金变动	-721	529	1936	-336	1215
其他经营现金流	435	-553	-2	-2	3
投资活动现金流	-1620	-1944	77	-471	-969
资本支出	1034	595	350	900	1400
长期投资	-657	-15	293	291	291
其他投资现金流	71	-1334	134	139	140
筹资活动现金流	-1221	-381	-1075	-210	-817
短期借款	-366	99	0	0	0
长期借款	84	2749	-520	80	-520
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	-943	-3229	-555	-290	-297
现金净增加额	-1464	-1770	2449	606	1383

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6972	5533	8480	9079	10250
营业成本	4336	4279	5821	6196	6829
营业税金及附加	228	209	320	343	387
营业费用	64	66	85	91	103
管理费用	673	755	1018	1089	1230
研发费用	380	387	514	569	648
财务费用	-14	131	125	62	29
资产减值损失	-76	-90	0	0	0
其他收益	6	10	8	8	9
公允价值变动收益	3	2	2	2	2
投资净收益	119	126	118	121	121
资产处置收益	0	26	14	16	17
营业利润	1345	-233	726	859	1152
营业外收入	6	74	44	48	51
营业外支出	80	34	50	49	47
利润总额	1272	-192	721	858	1156
所得税	215	13	29	22	17
净利润	1057	-205	692	836	1139
少数股东损益	-15	-14	19	28	42
归属母公司净利润	1072	-192	672	808	1097
EBITDA	1930	743	1562	1680	1998
EPS(元)	0.89	-0.16	0.56	0.67	0.91

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-10.4	-20.6	53.3	7.1	12.9
营业利润(%)	-41.1	-117.3	411.6	18.4	34.0
归属于母公司净利润(%)	-47.3	-117.9	450.6	20.2	35.7
获利能力					
毛利率(%)	37.8	22.7	31.4	31.8	33.4
净利率(%)	15.4	-3.5	7.9	8.9	10.7
ROE(%)	8.5	-1.7	5.5	6.4	8.2
ROIC(%)	6.6	-0.2	3.9	4.3	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.5	52.8	55.8	53.7	55.4
净负债比率(%)	-22.5	25.8	0.5	-2.0	-14.9
流动比率	1.5	1.0	1.1	1.2	1.1
速动比率	1.3	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	56.9	17.5		17.5	17.5
应付账款周转率	2.9	2.6	2.5	2.0	2.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.89	-0.16	0.56	0.67	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.46	2.87	1.07	2.64
每股净资产(最新摊薄)	10.30	9.80	10.11	10.43	11.03
估值比率					
P/E	9.4	-52.4	15.0	12.4	9.2
P/B	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.5	17.8	6.5	5.8	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn