

平煤股份（601666.SH）

中南焦煤龙头优势突出，量价修复开启成长空间

2026 年 07 月 28 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

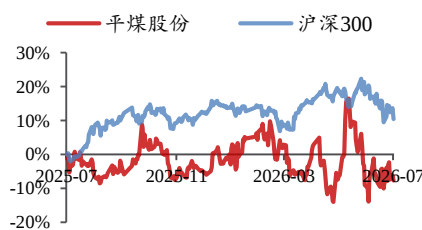
王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

日期	2026/7/28
当前股价(元)	7.67
一年最高最低(元)	10.15/7.03
总市值(亿元)	189.40
流通市值(亿元)	189.40
总股本(亿股)	24.69
流通股本(亿股)	24.69
近 3 个月换手率(%)	116.07

股价走势图



数据来源：聚源

● 中南焦煤龙头优势突出，量价修复开启成长空间，维持“买入”评级

公司为中南地区优质焦煤资源企业，拥有丰富焦煤储备及成熟煤炭生产体系。2026 年焦煤价格中枢抬升，叠加原有矿井产量提升、大精煤战略推进，公司业绩修复空间打开。我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 16.4/18.0/19.4 亿元（原预测 11.3/14.0/20.0 亿元），EPS 分别为 0.66/0.73/0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/10.5/9.8 倍。公司优质焦煤资源与集团整合预期共塑成长空间，2026 年煤炭业务量价改善有望推动业绩修复，维持“买入”评级。

● 煤炭主业提质增效，量价改善释放盈利弹性

公司煤炭资源储备丰富，截至 2025 年末拥有煤炭资源量 29.94 亿吨、可采储量 16.70 亿吨。2026 年随着十二矿事故影响消退、采掘接续改善以及大精煤战略持续推进，预计公司原煤产量提升至 3024 万吨，同比+7.5%；精煤产量达 1308 万吨，同比+24.9%。叠加焦煤价格中枢逐步回升，公司煤炭业务有望实现量价改善，盈利能力具备较大修复空间。

● “东引西进”战略推进，省外动力煤资源打开增量空间

公司持续推进“东引西进”战略，将资源布局由河南本部焦煤向新疆动力煤拓展。四棵树煤矿已于 2025 年完成收购并表，核定产能 120 万吨/年；铁厂沟一号井可采储量约 5.91 亿吨，一期规划产能 300 万吨/年，预计 2028 年建成投产，有望成为公司远期动力煤增量来源。

● 河南能源重组强化资源协同，资产整合预期提升平台价值

2026 年中国平煤神马集团与河南能源完成战略重组，集团煤炭资源规模进一步扩大。目前夏店煤业（120 万吨/年）、梁北二井（120 万吨/年）及首山化工、京宝化工、中鸿煤化等焦化资产（合计约 480 万吨焦炭产能）具备潜在整合空间，未来资产整合有望进一步提升公司资源规模。

● **风险提示：**煤价超预期下跌、煤炭产销提升不及预期风险；集团资源整合推进不及预期风险；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)	30,281	20,532	25,480	25,812	26,027
YOY(%)	-4.3	-32.2	24.1	1.3	0.8
归母净利润(百万元)	2,283	231	1,641	1,798	1,939
YOY(%)	-41.0	-89.9	609.3	9.6	7.9
毛利率(%)	25.7	18.7	25.0	26.6	26.7
净利率(%)	7.5	1.1	6.4	7.0	7.4
ROE(%)	8.8	0.9	6.7	7.2	7.3
EPS(摊薄/元)	0.92	0.09	0.66	0.73	0.79
P/E(倍)	8.3	81.9	11.5	10.5	9.8
P/B(倍)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、	背靠河南省国资委，中南焦煤龙头优势突出	4
1.1、	国资背景深厚，中南焦煤核心上市平台	4
1.2、	煤炭业务稳居核心，盈利能力有望修复	5
2、	稀缺炼焦煤禀赋，集团整合打开长期成长空间	8
2.1、	煤炭资源储备充足，新疆布局拓展资源边界	8
2.2、	集团战略重组落地，资产整合预期增强	10
3、	煤炭业务量增价升，盈利弹性逐步释放	11
3.1、	产量结构持续优化，大精煤战略提升盈利能力	11
3.2、	动力煤长协夯实基本盘，优质焦煤资源释放价格优势	14
4、	财务结构稳健，分红能力保持稳定	16
5、	盈利预测与投资建议	17
5.1、	盈利假设	17
5.2、	估值分析与投资建议	19
6、	风险提示	19
附：	财务预测摘要	20

图表目录

图 1：	背靠平煤神马集团，国内主焦煤核心上市平台	4
图 2：	公司国资底色鲜明，控股股东平煤神马集团持有公司 49.98%股份（截至 2026Q1）	5
图 3：	2026Q1 公司营收同比+17.4%	5
图 4：	2026Q1 公司归母净利润同比-20.8%	5
图 5：	2026Q1 公司净利率为 2.73%	6
图 6：	2025 年煤炭采选业务营收占比 87.4%	6
图 7：	2025 年冶炼精煤营收占比为 63.8%	6
图 8：	2025 年冶炼精煤业务毛利占比为 79.0%	7
图 9：	2025 年冶炼精煤业务毛利率为 23.2%	7
图 10：	2026Q1 公司期间费用率明显下降至 8.3%	7
图 11：	2026Q1 公司期间费用率处于同业公司较低位置	7
图 12：	公司在产矿井可采储量共 16.70 亿吨	9
图 13：	公司在产矿井资源总量 29.94 亿吨	9
图 14：	公司持有四棵树 60%的股份	9
图 15：	2025 年四棵树营收为 2.7 亿，净利润 0.23 亿	9
图 16：	铁厂沟一号井预计于 2028 年建成投产	10
图 17：	2025 年河南能源原煤产量提升至 7303 万吨	10
图 18：	2025 年河南能源煤炭资源量与产能远超平煤神马	10
图 19：	2026 年公司原煤计划产量 3024 万吨	12
图 20：	2025 年公司炼焦煤产量占比 42.2%	12
图 21：	2026Q1 年公司商品煤销售量同比+21.56%	12
图 22：	2025 年公司炼焦煤销售量 1038 万吨	12
图 23：	2025 年公司焦煤销售单价 1262 元/吨	13
图 24：	2025 年公司吨煤成本同比下降 18.8%	13
图 25：	2025 年公司综合吨煤毛利为 144 元/吨	14

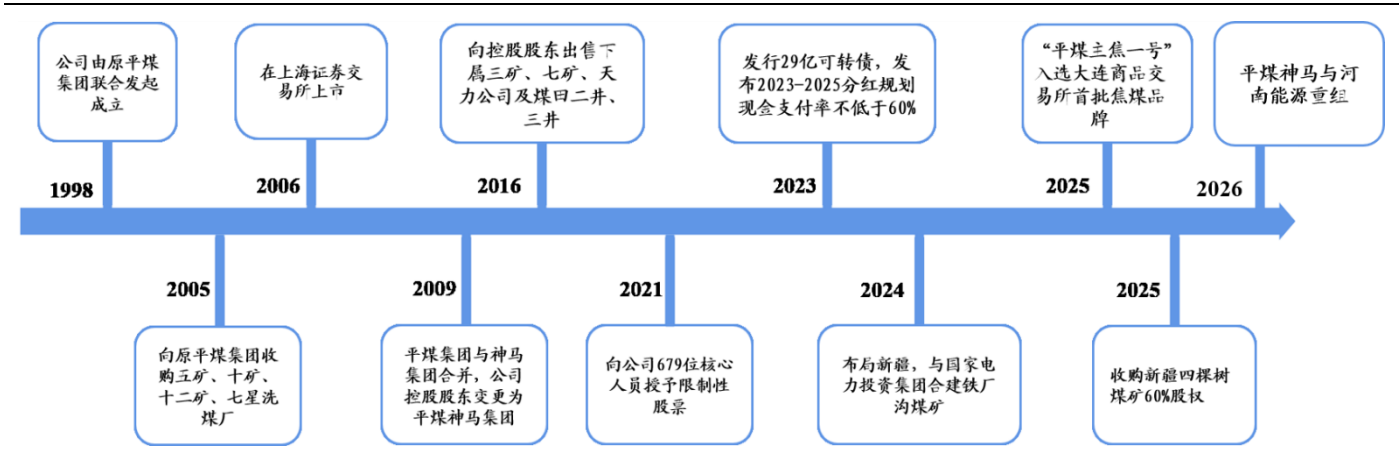
图 26: 2025 年焦煤吨煤毛利为 293 元/吨	14
图 27: 2026Q1 平煤股份吨煤售价具备优势, 盈利修复空间可期	14
图 28: 公司混煤长协定价较市场价格波动小	15
图 29: 2025 年下半年以来动力煤价格中枢回升	15
图 30: 2026 年公司焦煤价格有望回升	15
图 31: 2025 年下半年以来京唐港主焦煤价格震荡回升	15
图 32: 公司在手现金稳步提升	16
图 33: 公司资产负债率相比于可比公司仍有改善空间	16
图 34: 2025 年公司分红总额 1.4 亿元, 分红比例 60.6%	17
图 35: 2025 年公司现金分红比例位居行业前列	17
图 36: 2025 年公司每股股利为 0.06 元, 股息率为 0.8%	17
图 37: 2026 年预期股息率居可比公司平均水平	17
表 1: 旗下 14 座在产矿井, 1 座在建矿井	8
表 2: 集团潜在整合资产及进展	11
表 3: 公司前五名客户销售额占年度销售总额 68.72%	13
表 4: 平煤主焦一号煤质接近国际优质主焦煤	16
表 5: 公司经营业务关键假设	18
表 6: 可比公司盈利预测估值 (2026 年 07 月 28 日收盘价)	19

1、背靠河南省国资委，中南焦煤龙头优势突出

1.1、国资背景深厚，中南焦煤核心上市平台

公司为中南地区最大的炼焦煤生产基地，素有“中原煤仓”之称。公司由原平煤集团于 1998 年发起设立，2006 年在上交所挂牌上市，2009 年平煤集团、神马集团重组，公司控股股东变更为平煤神马集团。公司主营煤炭开采、洗选加工及销售，产品主要为混煤和冶炼精煤。公司下属生产单位包括 14 个生产矿井和 4 个精煤选煤厂，资源储量近 30 亿吨，所产优质低硫主焦煤处于市场龙头地位。

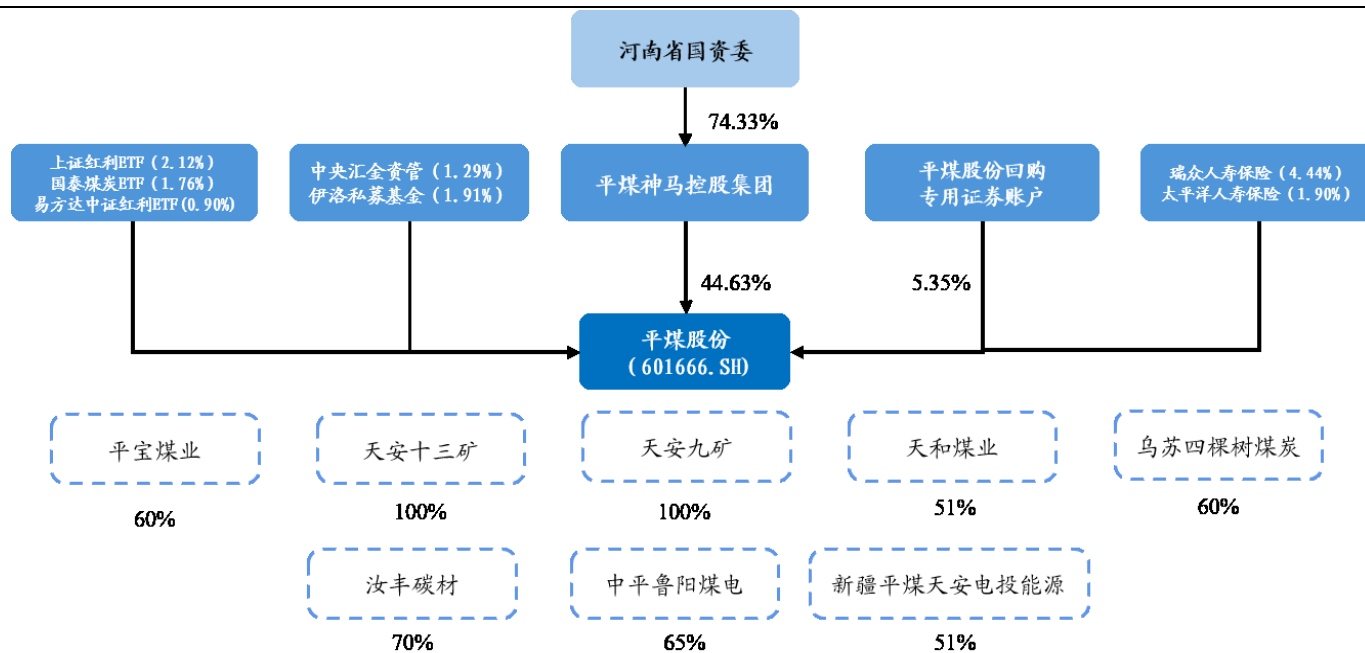
图1：背靠平煤神马集团，国内主焦煤核心上市平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司国资底色鲜明，实际控制人为河南省国资委。截至 2026Q1，河南省国资委持有控股股东平煤神马控股集团 74.33% 股权，控股股东持有上市公司 49.98% 股权（其中公司回购专用账户持股 5.35%），控制权高度稳固且层级清晰。其余前十大股东以险资（瑞众人寿 4.44%、太保寿险 0.95%）、公募指数基金（上证红利 ETF 2.12%、国泰煤炭 ETF 1.76%、易方达红利 ETF 0.90%）、国资（中央汇金 1.29%）、私募（伊洛基金 1.91%）为主。依托河南省国资委支持及集团资源优势，公司有望持续受益于资源整合与产业协同。

图2：公司国资底色鲜明，控股股东平煤神马集团持有公司 49.98%股份（截至 2026Q1）

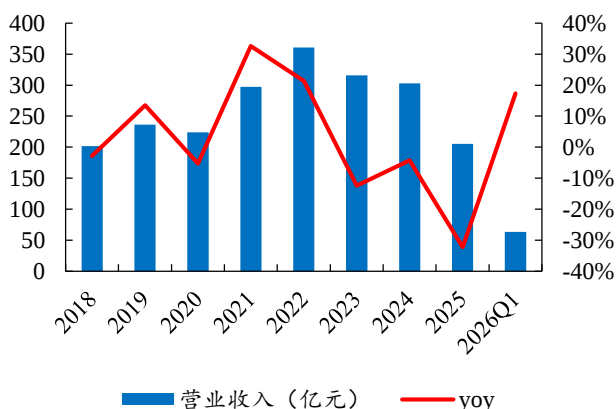


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、煤炭业务稳居核心，盈利能力有望修复

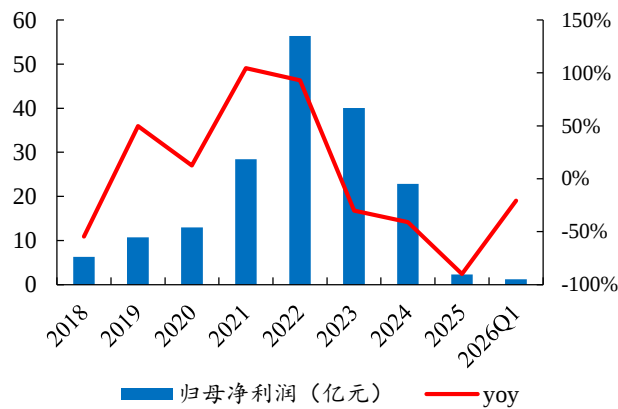
2026Q1 公司归母净利润环比大幅扭亏为盈，业绩随煤价上涨持续修复。2025 年受十二矿事故及焦煤市场价格走弱双重影响，公司业绩承压明显。2025 年下半年煤价触及阶段性低点，2025Q4 单季度归母净利润亏损 0.48 亿元，业绩触底。2026Q1 煤价回升驱动公司业绩环比大幅扭亏为盈，2026Q1 公司营收 63.38 亿元，同比 +17.37%；归母净利润 1.20 亿元，同比 -20.85%，环比 +348.42%，毛利率 15.19%，净利率回升至 2.73%。在国内煤炭安全整治常态化的供给约束下，2026 年煤炭尤其是炼焦煤价格中枢有望显著抬升，公司作为核心炼焦煤标的，业绩向上弹性可观。

图3：2026Q1 公司营收同比+17.4%

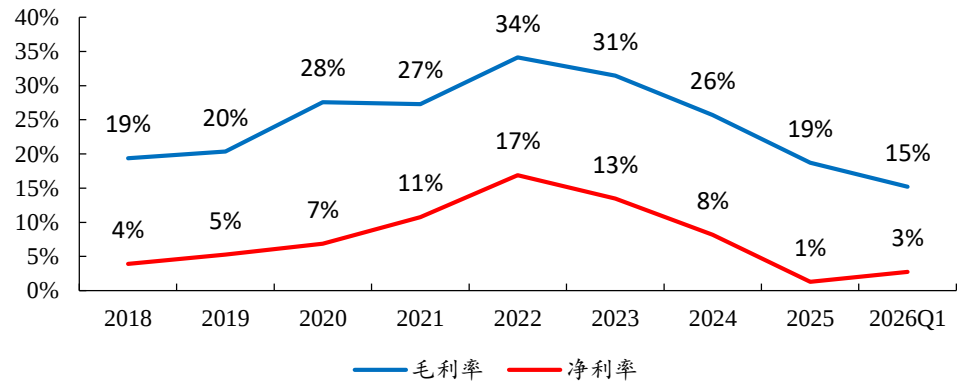


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2026Q1 公司归母净利润同比-20.8%

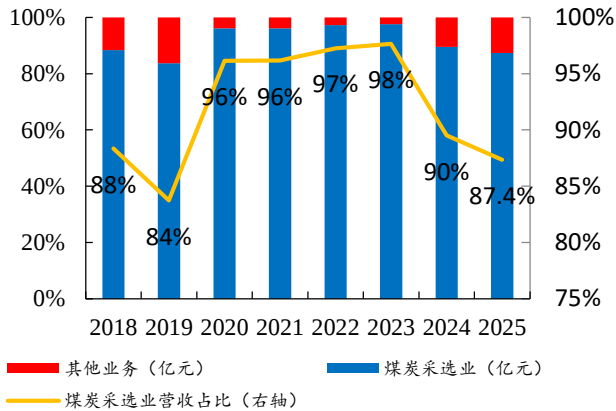


数据来源：公司公告、开源证券研究所

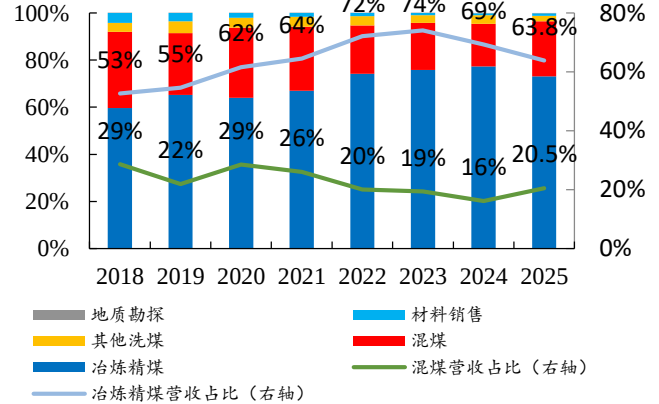
图5：2026Q1 公司净利率为 2.73%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司营收结构高度聚焦煤炭业务，2025 年煤炭采选业务营收占比 87.4%。公司以煤炭采选为核心业务，其余收入来自材料销售、地质勘探等配套业务。煤炭采选业务营收常年为公司第一大收入来源，2025 年公司煤炭采选业务营收占比 87.4%。煤炭采选业务分为冶炼精煤、混煤、其他洗煤三大品类，2025 年冶炼精煤与混煤占公司总营收比重分别为 63.8%、20.5%，形成以精煤为主、混煤为辅的稳定产品结构。

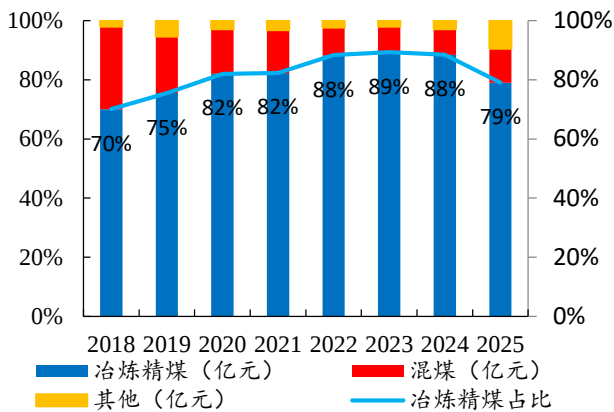
图6：2025 年煤炭采选业务营收占比 87.4


数据来源：公司公告、开源证券研究所

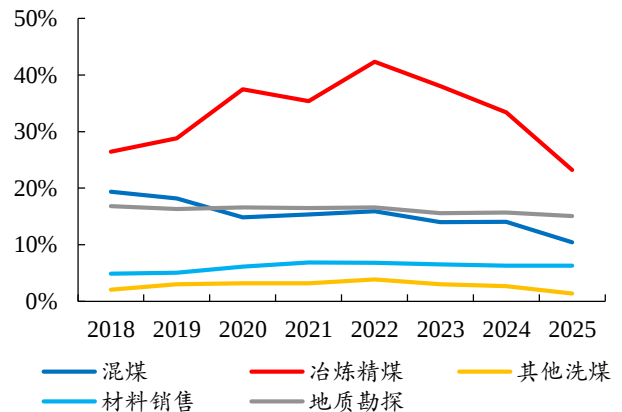
25 年冶炼精煤营收占比为 63.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司盈利依赖煤炭采选业务，冶炼精煤为公司主要盈利来源。2025 年公司煤炭采选业务毛利占比 91.0%，毛利率 19.5%，其他业务贡献毛利占比为 9.0%，毛利率 13.0%。煤炭采选业务中，冶炼精煤占据主导地位，2025 年毛利达 30.39 亿元，占公司总毛利的 79.0%，毛利率为 23.2%，显著高于公司整体盈利中枢；混煤毛利 4.39 亿元，占比 11.4%，毛利率 10.4%，盈利空间相对有限。

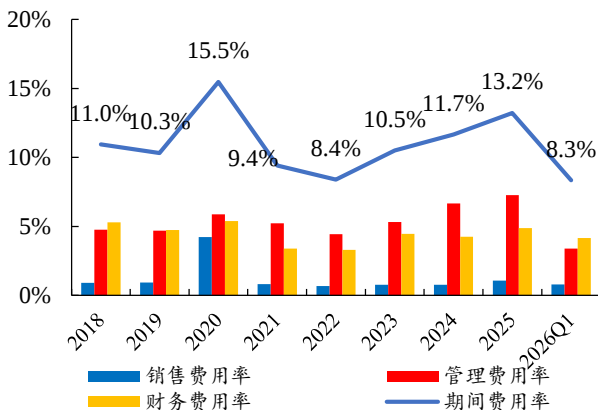
图8：2025 年冶炼精煤业务毛利占比为 79.0%


数据来源：公司公告，开源证券研究所

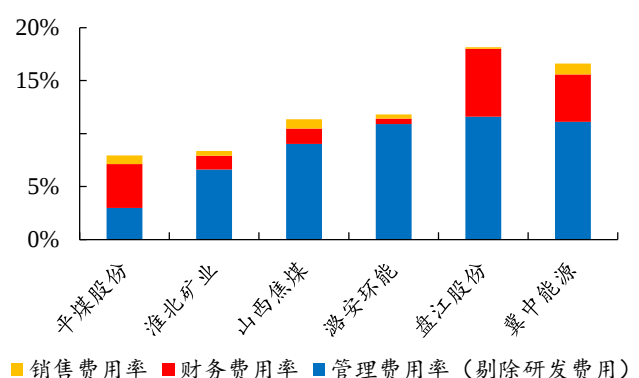
图9：2025 年冶炼精煤业务毛利率为 23.2%


数据来源：公司公告，开源证券研究所

公司持续推进降本增效，期间费用率低于可比公司平均水平。2026Q1 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.8%、3.4%、4.2%、0.4%，较 2025 年同期变动-0.13、-0.76、-1.17、-0.91 个百分点。横向比较来看，公司管理费用率远低于可比公司 7%-12% 的水平，整体期间费用率处于较优水平。

图10：2026Q1 公司期间费用率明显下降至 8.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2026Q1 公司期间费用率处于同业公司较低位置


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、稀缺炼焦煤禀赋，集团整合打开长期成长空间

2.1、煤炭资源储备充足，新疆布局拓展资源边界

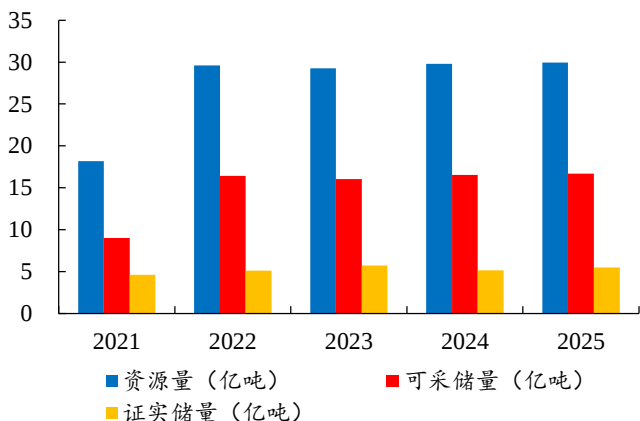
公司为中南地区焦煤龙头，炼焦煤资源丰富、储备充裕。截至 2025 年末，公司现有 14 座在产矿井，其中 13 座省内矿井主要生产焦煤、1/3 焦煤、肥煤、瘦煤等高附加值冶金煤，搭配新疆四棵树动力煤矿井，形成“冶金煤+动力煤”双品类供给格局。全部在产矿井合计资源量 29.94 亿吨，可采储量 16.70 亿吨，证实储量 5.51 亿吨，核定总产能 3233 万吨/年，平均可采年限 52 年。叠加在建铁厂沟一号井（规划产能 300 万吨/年），公司整体资源量达 46.62 亿吨，可采储量 22.61 亿吨，合计产能 3533 万吨/年，综合平均可采年限提升至 64 年。

表1：旗下 14 座在产矿井，1 座在建矿井

主要矿区	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	持股比例	核定产能 (万吨/年)	可采年限
一矿	1/3 焦煤、肥煤	2.02	1.31	0.59	100%	320	41
二矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	1.41	0.97	0.16	100%	230	42
四矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	1.36	0.69	0.69	100%	272	25
五矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	2.09	0.72	0.36	100%	190	38
六矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	2.52	1.05	0.54	100%	320	33
八矿	1/3 焦煤、肥煤、焦煤	3.08	1.91	0.39	100%	405	47
九矿	1/3 焦煤	0.48	0.16	0.21	100%	90	18
十矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	1.94	1.05	0.77	100%	264	40
十一矿	1/3 焦煤、肥煤	3.13	1.51	0.51	100%	288	52
十二矿	焦煤、肥煤	0.44	0.22	0.15	100%	104	21
十三矿	焦煤、瘦煤、肥煤	6.55	4.37	0.42	100%	210	208
朝川矿	焦煤、肥煤	0.72	0.30	0.14	100%	180	17
首山一矿	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	3.59	2.05	0.45	60%	240	86
新疆四棵树	动力煤	0.62	0.40	0.14	60%	120	33
在产合计	-	29.94	16.70	5.51	-	3233	52
铁厂沟一号井	动力煤	16.68	5.91	-	51%	300（预计）	197
合计	-	46.62	22.61	-	-	3533	64

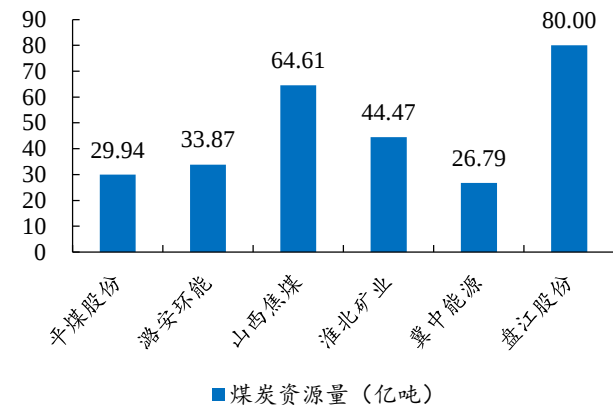
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司在产矿井可采储量共 16.70 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

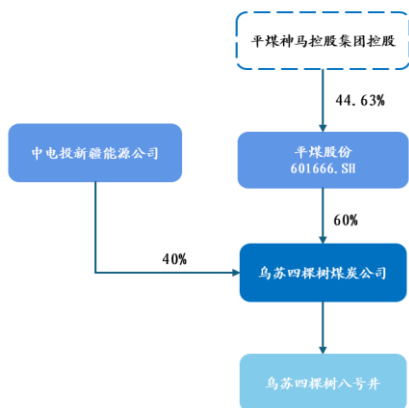
图13：公司在产矿井资源总量 29.94 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

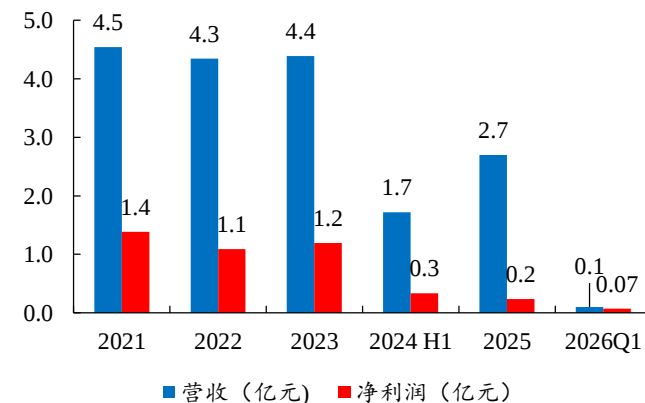
四棵树煤矿收购打开新疆产能布局，落地“东引西进”战略。公司于 2025 年 1 月完成乌苏四棵树煤矿 60% 股权收购，交易 5.61 亿元，交易对手为国家电投新疆能源，收购后双方合资持股（平煤 60%、国电投 40%）。该煤矿为成熟生产矿井，可采储量约 4009 万吨，核定产能 120 万吨/年，对应权益产能 72 万吨/年；煤种以动力煤为主，产品直接供给国电投旗下电厂，签订长期锁价长协，实现产能稳定满销。2025 年并表后四棵树煤矿实现营业收入 2.70 亿元、净利润 0.23 亿元，2026Q1 利润总额 707 万元，吨煤成本约 180 元/吨，矿端运营稳定。四棵树煤矿为公司“东引西进”战略落地的首座新疆在产矿，同时填补公司动力煤产能空白。完成收购后，公司形成冶金煤+动力煤双品类供给结构，产品矩阵显著丰富，品类布局更为均衡。

图14：公司持有四棵树 60% 的股份



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2025 年四棵树营收为 2.7 亿，净利润 0.23 亿



数据来源：公司公告、开源证券研究所

布局新疆大型动力煤资源，“煤电一体化”打开第二增长曲线。2024 年 11 月，公司以 17.48 亿元竞得铁厂沟一号井探矿权，持股 51%，其余 49% 由国家电投新疆能源化工集团持有。该矿可采储量约 5.91 亿吨，煤种以动力煤为主，一期规划产能 300 万吨/年，预计 2026 年 10 月取得采矿权、2028 年末建成投产。项目拟配套塔城煤电一体化工程，电厂投产后年耗煤量约 220 万吨，可覆盖矿井大部分产量，有助于提升煤炭消纳确定性和项目盈利稳定性。作为公司“东引西进”战略的重要支点，

铁厂沟项目有望推动公司向西部动力煤资源延伸，中长期贡献稳定的产量和业绩增量。

图16：铁厂沟一号井预计于 2028 年建成投产

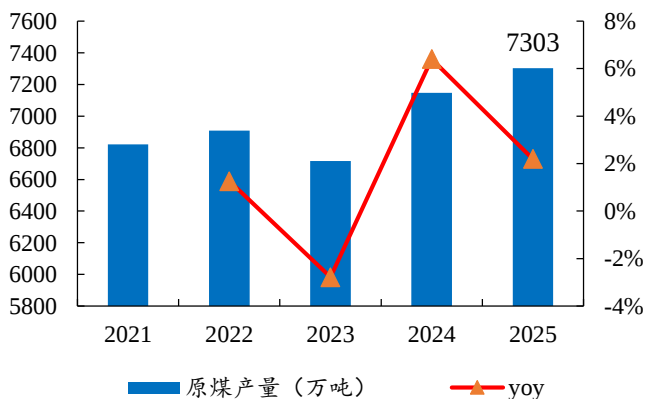


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、集团战略重组落地，资产整合预期增强

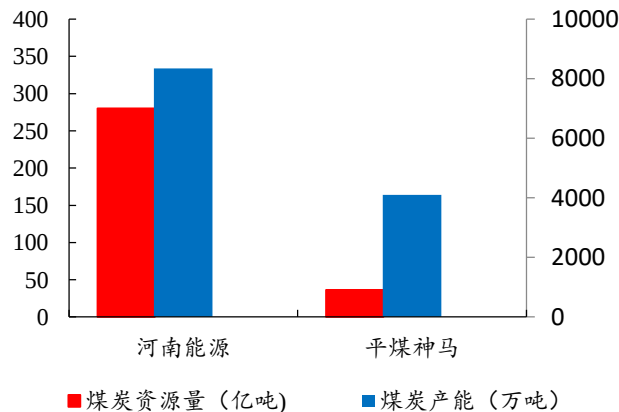
集团战略重组释放整合潜力，产业协同效应有望显现。2026 年 1 月，中国平煤神马控股集团正式揭牌，河南能源成为其全资子公司。重组后集团煤炭储量超过 300 亿吨，其中河南能源在产矿井 52 对，资源储量约 284 亿吨，产能约 8865 万吨，原平煤神马资源储量约 35.55 亿吨、核定产能约 3948 万吨。双方在资源规模、煤种及区域布局上互补，平煤股份作为集团煤炭上市平台，有望受益于资源统筹和优质资产整合；同时，煤炭与煤化工产业链协同有望降低成本、增强经营稳定性。

图17：2025 年河南能源原煤产量提升至 7303 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2025 年河南能源煤炭资源量与产能远超平煤神马



数据来源：公司公告、开源证券研究所

煤炭上市平台定位有望强化，集团资源整合为公司打开外延空间。目前集团层面较明确的潜在整合资产主要包括夏店煤业、梁北二井及焦化板块。其中，夏店煤业设计产能约 120 万吨/年，因长期亏损暂不满足注入条件，相关资产注入承诺期限已顺延三年；梁北二井产能约 120 万吨/年，煤种以瘦煤为主，目前处于微亏状态，后续仍需结合盈利改善及安全生产情况判断注入条件。

集团焦化资产具备潜在整合空间。汝丰碳材为公司现有控股子公司，焦炭产能 120 万吨/年，于 2025 年 7 月正式投产。根据控股股东作出的同业竞争解决承诺，在汝丰碳材项目建成投产并取得相关生产资质后 36 个月内，集团将推动首山化工、京宝化工、中鸿煤化及其他焦化资产注入平煤股份或其子公司；若注入方案未获批准，则转让给无关联第三方。首山化工、京宝化工和中鸿煤化焦炭产能合计约 600 万吨/年，是目前较为明确的潜在整合标的。考虑到焦炭行业盈利整体偏弱，最终整合方式与推进节奏仍取决于届时行业景气和相关资产质量。

表2：集团潜在整合资产及进展

潜在整合资产	产能	当前状态	后续整合安排	时间节点
夏店煤业	120 万吨/年	长期亏损，暂不满足注入条件	待经营改善后推动注入，相关承诺期限已顺延三年	2029 年 5 月 29 日前
梁北二井	120 万吨/年； 对应权益产能 90 万吨/年	瘦煤矿井，目前微亏	待盈利能力及安全生产条件改善后推进整合	2027 年 6 月 27 日前
首山化工	共 600 万吨/年	集团焦化资产	拟注入平煤股份或其子公司；	汝丰碳材取得相关资质后 36 个月内
京宝化工		集团焦化资产	若未获批准，则转让给无关联	
中鸿煤化		集团焦化资产	第三方	

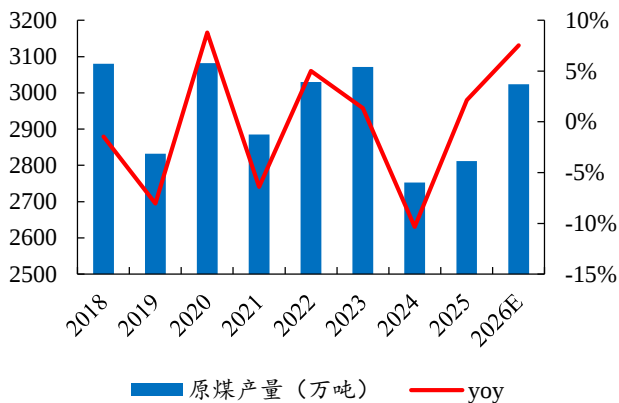
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、煤炭业务量增价升，盈利弹性逐步释放

3.1、产量结构持续优化，大精煤战略提升盈利能力

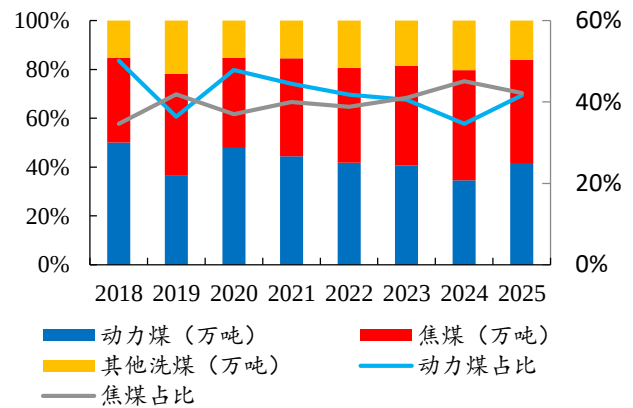
大精煤战略持续深化，公司原煤产量稳步修复，稀缺优质焦煤资源价值持续凸显。2025 年公司原煤产量 2812 万吨，同比增长 2.1%，原煤基本实现全入洗，全年精煤产量 1047 万吨，洗出率 37.2%。2026 年公司规划原煤产量 3024 万吨，同比提升 7.5%，产量修复主因采掘接续改善与十二矿事故影响消散，存量矿井恢复稳定生产，依托现有产能即可在低基数上实现明显增产。公司大精煤战略持续推进，2026 年精煤目标产量 1308 万吨，增幅 24.9%，预期洗出率大幅提升至 43.3%，精煤产出量与产品占比均显著提升。公司精煤产品结构长期以高溢价冶金煤为主，常规产出中主焦煤占 60%-65%，1/3 焦煤占 22%-25%，其余为肥精煤，高价值煤种优势突出。2026Q1 商品煤产量 735 万吨，同比+4.96%，其中精煤产出 350 万吨，产销进度符合预期，全年增产目标落地确定性高。

图19：2026 年公司原煤计划产量 3024 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

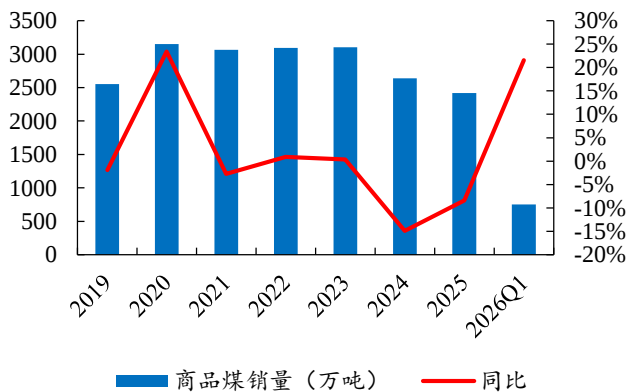
图20：2025 年公司炼焦煤产量占比 42.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

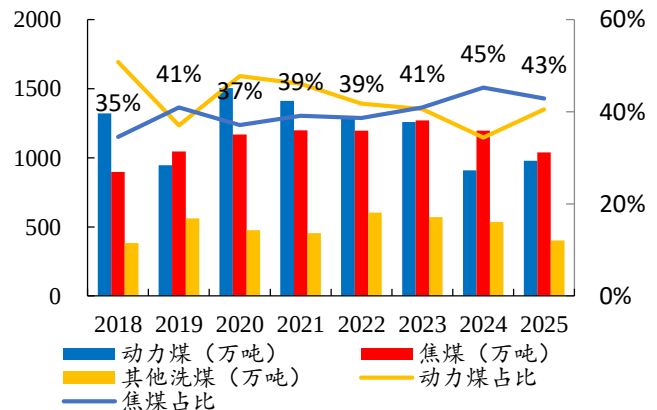
公司持续动态优化商品煤产销与产品结构。受商品煤产量下降影响，2025 年公司商品煤销量 2419 万吨，同比下降 8.4%；分煤种来看，焦煤销量 1038 万吨，占总销量比重 42.9%，动力煤销量 980 万吨，占比 40.5%，剩余销量为其他洗煤。公司前五名客户销售额占年度销售总额 68.72%，集中度偏高，销售渠道稳定。2026Q1 公司商品煤销量 752 万吨，同比大幅增长 21.56%；当期商品煤产量 735 万吨，销量高于产量，消化部分库存。

图21：2026Q1 年公司商品煤销售量同比+21.56%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2025 年公司炼焦煤销售量 1038 万吨



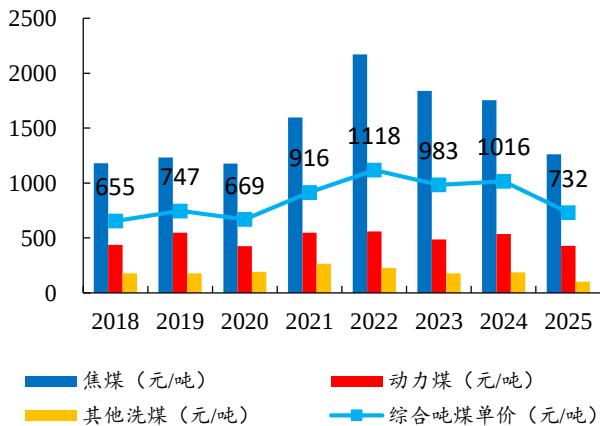
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司前五名客户销售额占年度销售总额 68.72%

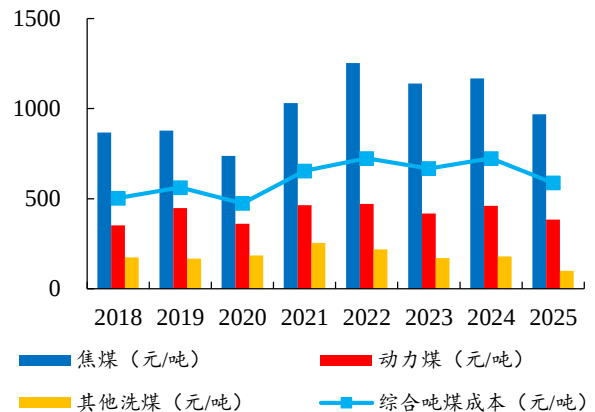
客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例（%）
中国平煤神马集团及其附属公司	96.0	46.75
中国宝武钢铁集团有限公司	21.9	10.68
国家电力投资集团有限公司	17.1	8.32
中信泰富特钢集团股份有限公司	3.1	1.53
湖南钢铁集团有限公司	2.9	1.43
合计	141.1	68.72

资料来源：公司公告、开源证券研究所

煤价与成本双向管控并行，公司盈利弹性有望持续释放。2025 年公司精煤、混煤年均售价分别为 1262 元/吨、429 元/吨；2026 年一季度精煤销售均价 1279 元/吨，同比回落 6.11%，预计煤价周期性回暖有望带动公司销售单价企稳回升。成本端，2025 年管控成效显著，全年吨煤平均成本 588 元，同比下滑 18.8%，降本成效显著。2026Q1 吨煤销售成本提升至 635 元，同比+3.1%，主要受产销规模扩张、安全智能化技改投入增加以及人工等相关支出上升影响。公司全年降本目标明确，随着产量恢复、洗选效率提升及成本管控持续推进，吨煤成本仍有进一步优化空间。

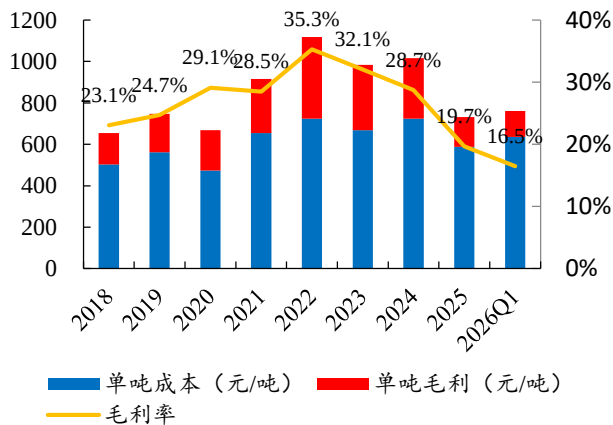
图23：2025 年公司焦煤销售单价 1262 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

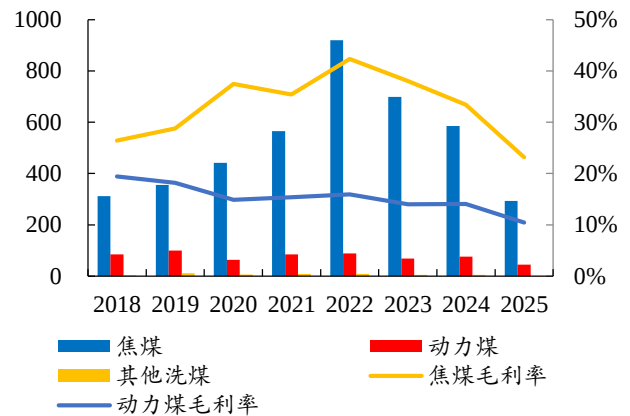
图24：2025 年公司吨煤成本同比下降 18.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

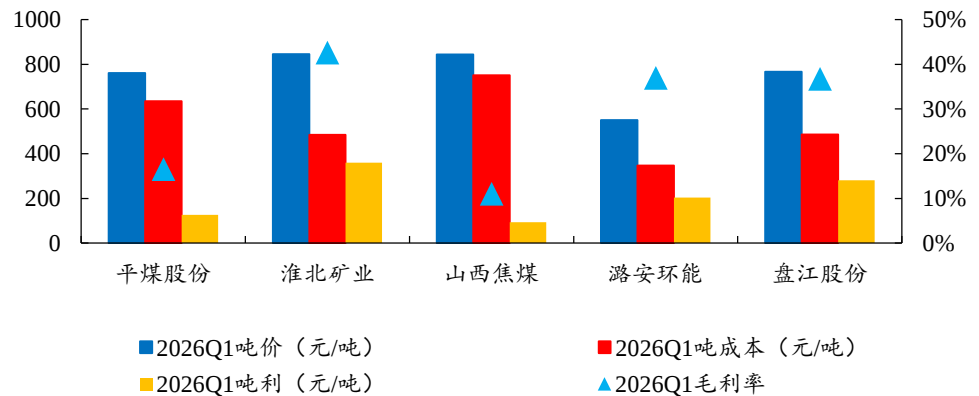
焦煤高毛利属性凸显，动力煤以保供为主。2025 年公司综合吨煤毛利为 144 元/吨，较 2024 年的 292 元/吨明显回落，综合毛利率由 28.7%降至 19.7%。分煤种看，焦煤、动力煤及其他洗煤吨煤毛利分别为 293 元、45 元和 1 元，焦煤仍是公司最主要的利润来源。动力煤主要承担河南省内电厂保供任务，长协供应属性较强，利润贡献偏低。2026Q1 公司综合吨煤毛利 126 元/吨，毛利率为 16.5%。随着焦煤价格企稳、大精煤战略推进及成本管控逐步兑现，公司吨煤毛利率有望逐步修复。

图25：2025 年公司综合吨煤毛利为 144 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2025 年焦煤吨煤毛利为 293 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

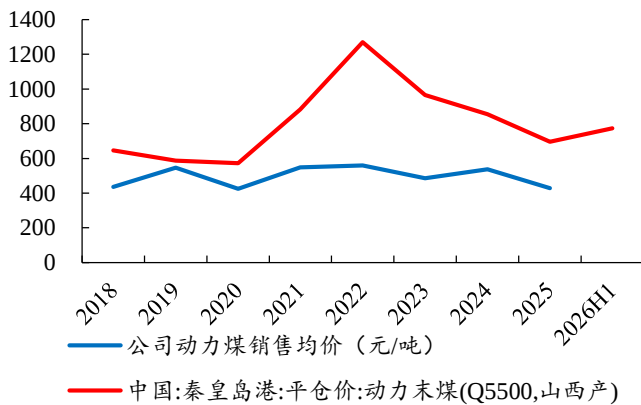
图27：2026Q1 平煤股份吨煤售价具备优势，盈利修复空间可期


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、动力煤长协夯实基本盘，优质焦煤资源释放价格优势

动力煤 100%长协保供，价格运行稳健。公司混煤主要供应河南省内电厂及自有电厂，承担省内能源保供职能，销售以年度长协为主，2025 年履约率约 90%。定价方面，公司按照河南省发改委每吨每百大卡 13.82 元的指导标准，并结合煤炭热值及浮动机制确定月度价格，价格整体波动较小。2026Q1 混煤均价约 401 元/吨，4-5 月回升至约 420 元/吨，经营表现相对平稳。混煤业务盈利弹性相对有限，但长协保供能够稳定产品消纳，为公司提供较为稳健的收入与现金流基础。

图28：公司混煤长协定价较市场价格波动小



数据来源：公司公告、开源证券研究所

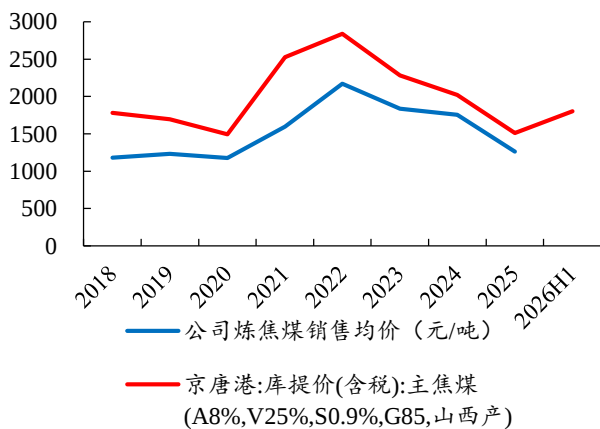
图29：2025年下半年以来动力煤价格中枢回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

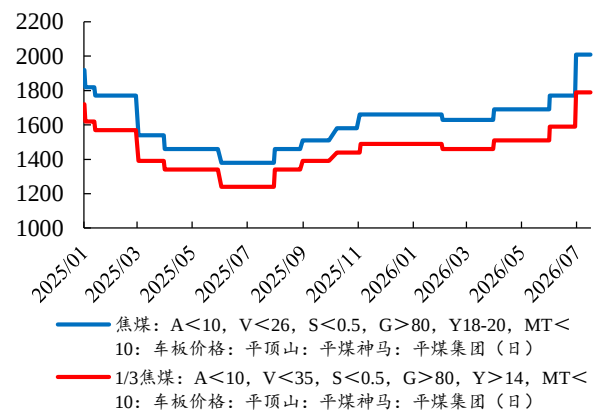
焦煤长协锁量、月度调价，价格传导更及时。公司焦煤销售采用“年度定量、月度调价”模式，长协比例超过 90%，调价机制根据市场供需及现货价格变化动态调整，在保障年度销售资源稳定消纳的同时，能够较快传导焦煤价格变化。2026 年主焦一号长协价由 3 月的 1630 元/吨逐步回升至 4 月的 1690 元/吨、6 月的 1770 元/吨，同期港口现货价格约 2070 元/吨，长协价格仍存在一定补涨空间。

图30：2026 年公司焦煤价格有望回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2025 年下半年以来京唐港主焦煤价格震荡回升



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

“平煤主焦一号”煤质优良，品牌化有望强化价格话语权。公司主焦煤具有低灰、低硫、热态性能较好等特点，核心煤质指标接近澳大利亚峰景等国际优质主焦煤，具备较强的骨架煤属性和客户黏性。2025 年 1 月，“平煤主焦一号”入选大商所首批焦煤品牌，品牌升贴水为 225 元/吨，适用于 JM2601 及以后合约。此次入选有助于提升产品标准化程度和市场认可度，并为期货交割、基差贸易及长协定价提供市场化参照，推动煤质优势进一步转化为品牌溢价和定价能力。

表4：平煤主焦一号煤质接近国际优质主焦煤

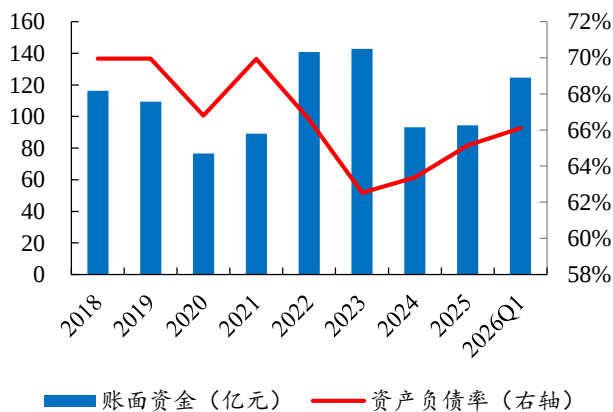
品牌名称	灰分 (Aad)	硫分 (Spt)	挥发分 (Vdaf)	黏结指数 (Grl)	胶质层最大厚度 (Y)	试验焦炉生成焦炭反应后强度 (CSR)
平煤 主焦一号	≤10%	≤0.5%	≤26%	≥80	≥15mm	≥70%
澳洲峰景	<10.5%	<0.6%	<20%	>90	>19	>70

资料来源：Mysteel、开源证券研究所

4、财务结构稳健，分红能力保持稳定

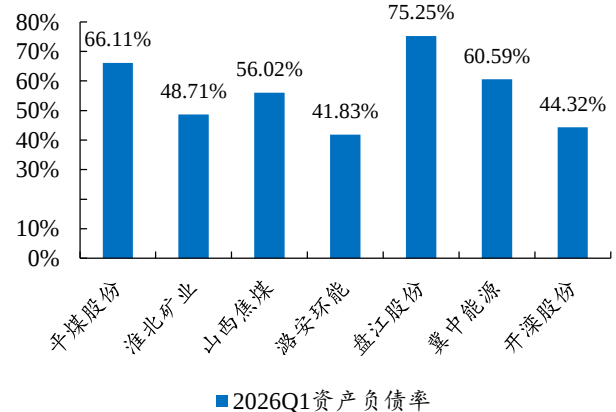
资产负债率整体稳定，现金储备较为充裕。2026Q1 公司资产负债率为 66.11%，较 2025 年末小幅上升约 1.0pct，在可比公司中处于中等偏高水平。同期公司账面资金为 124.5 亿元，较 2025 年末增长 31.9%，较为充裕的资金储备能够为日常经营、资本开支及潜在资产整合提供支撑。

图32：公司在手现金稳步提升



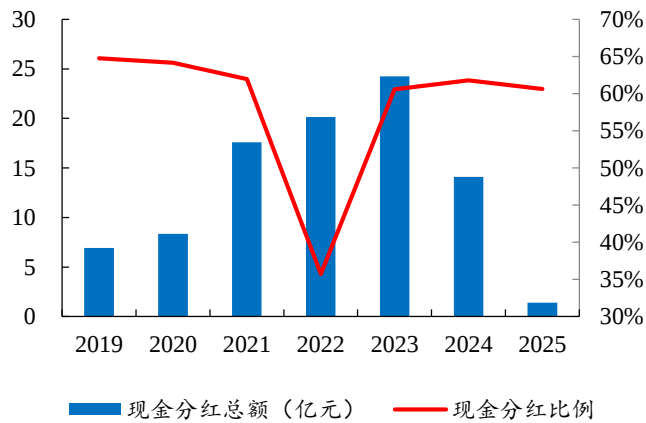
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司资产负债率相比于可比公司仍有改善空间

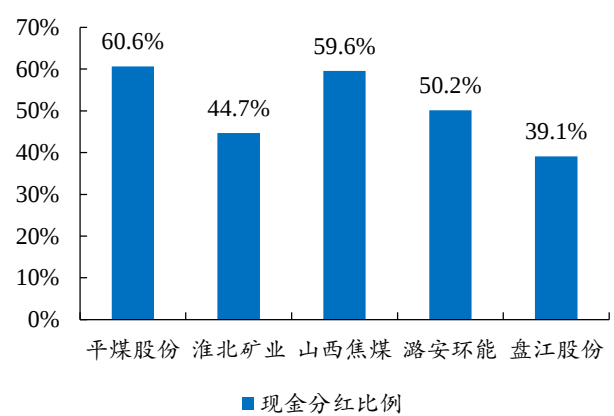


数据来源：公司公告、开源证券研究所

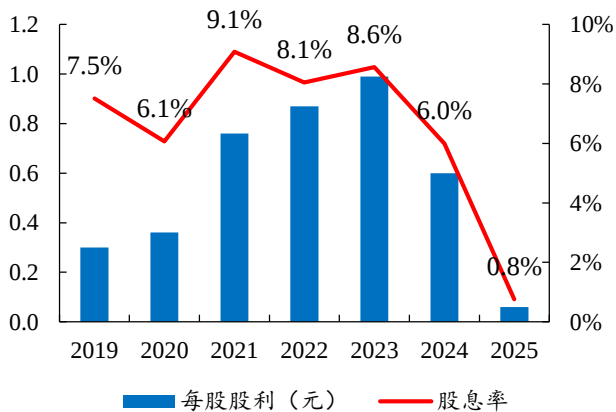
高比例分红延续，股东回报水平位居行业前列。2025 年公司现金分红总额为 1.4 亿元，现金分红比例达 60.6%，延续近年来较高的分红水平。横向对比看，公司 2025 年现金分红比例位居可比公司前列。受煤价下行及利润回落影响，公司每股股利降至 0.06 元，对应股息率约 0.8%，较往年明显回落。随着煤炭价格逐步修复及盈利能力改善，公司股息率有望提升，预计 2026 年公司预期股息率为 4.10%，接近可比公司平均水平。

图34：2025 年公司分红总额 1.4 亿元，分红比例 60.6%


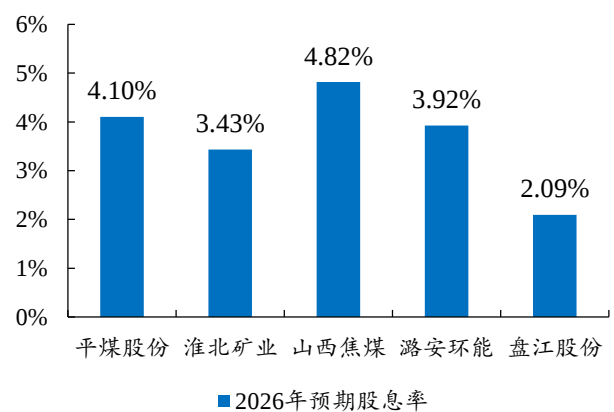
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2025 年公司现金分红比例位居行业前列


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2025 年公司每股股利为 0.06 元，股息率为 0.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2026 年预期股息率居可比公司平均水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利假设

煤炭业务：预计 2026-2028 年公司商品煤销量分别为 2776、2785、2813 万吨。随着焦煤价格中枢逐步回升、公司产量恢复及产品结构优化，预计 2026-2028 年煤炭业务收入分别为 229、232、234 亿元，对应业务成本分别为 169、167、168 亿元，毛利分别为 60、65、66 亿元，盈利能力持续改善。

混煤业务：预计 2026-2028 年公司混煤销量分别为 1107、1112、1117 万吨。预计随着动力煤市场价格逐步修复，混煤业务收入预计稳定于 48 亿元左右，对应业务成本分别为 43、42、42 亿元，业务毛利保持在 5-6 亿元水平，主要承担保供及稳定现金流职能。

精煤业务：预计 2026-2028 年公司精煤销量分别为 1249、1253、1266 万吨，随着焦煤价格回升及大精煤战略持续推进，精煤业务收入预计分别为 177、180、182 亿元，对应业务成本分别为 122、120、122 亿元，毛利分别为 55、60、60 亿元，盈

利能力有望逐步修复。

综合来看预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 255、258、260 亿元，同比增长 24.1%、1.3%、0.8%；综合毛利分别为 64、69、69 亿元，毛利率分别为 25.0%、26.6%、26.7%。随着焦煤价格逐步修复、精煤盈利能力回升以及产量稳步增长，公司盈利能力有望持续修复。

表5：公司经营业务关键假设

年份	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
煤炭业务					
原煤产量（万吨）	2753	2812	2974	2984	3014
商品煤销量（万吨）	2641	2419	2776	2785	2813
煤炭业务收入（亿元）	271	179	229	232	234
煤炭业务成本（亿元）	194	144	169	167	168
煤炭业务毛利（亿元）	77	35	60	65	66
煤炭业务毛利率（%）	28.5%	19.5%	26.3%	28.2%	28.2%
混煤业务					
混煤销量（万吨）	909	980	1107	1112	1117
混煤收入（亿元）	9	2	8	8	8
混煤成本（亿元）	42	38	43	42	42
精煤业务					
精煤销量（万吨）	1196	1038	1249	1253	1266
洗选率	43%	37%	42%	42%	42%
精煤收入（亿元）	210	131	177	180	182
精煤成本（亿元）	140	101	122	120	122
合计					
总营业收入（亿元）	303	205	255	258	260
YOY	-4.1%	-32.2%	24.1%	1.3%	0.8%
总营业成本（亿元）	225	167	191	189	191
YOY	4.0%	-25.8%	14.5%	-1.0%	0.8%
总毛利（亿元）	78	38	64	69	69
毛利率（%）	25.7%	18.7%	25.0%	26.6%	26.7%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、估值分析与投资建议

中南地区优质焦煤资源优势突出，集团重组进一步强化上市平台价值。2026 年焦煤价格中枢有望逐步修复，同时公司原有煤矿产量提升，商品煤销量较 2025 年明显增长，量价改善有望共同推动盈利修复。此外，平煤神马集团与河南能源战略重组后，河南省煤炭资源进一步整合，集团资源储备和产业协同能力提升，公司作为集团优质焦煤上市平台，有望受益于后续资源整合及优质资产注入预期。我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 16.4/18.0/19.4 亿元（原预测 11.3/14.0/20.0 亿元），EPS 分别为 0.66/0.73/0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/10.5/9.8 倍。优质焦煤资源与集团整合预期共塑成长空间，2026 年煤炭业务量价改善有望推动业绩修复，估值低于可比公司平均水平，维持“买入”评级。

表6：可比公司盈利预测估值（2026 年 07 月 28 日收盘价）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600985.SH	淮北矿业	14.53	0.56	1.39	1.78	2.01	25.98	10.45	8.16	7.23
000983.SZ	山西焦煤	6.29	0.21	0.51	0.55	0.59	29.74	12.44	11.33	10.74
601699.SH	潞安环能	14.72	0.37	1.26	1.38	1.57	39.49	11.68	10.67	9.38
600395.SH	盘江股份	4.69	0.15	0.25	0.28	0.35	30.55	18.88	16.62	13.31
000937.SZ	冀中能源	4.64	0.16	0.21	0.27	0.31	29.44	21.60	17.36	14.81
均值							31.04	15.01	12.83	11.09
601666.SH	平煤股份	7.67	0.09	0.66	0.73	0.79	81.9	11.5	10.5	9.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除平煤股份、淮北矿业、潞安环能 EPS 及 PE 为开源证券研究所预测值外，其他公司 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预测

6、风险提示

- (1) 煤炭价格下跌风险：若焦煤市场供需格局恶化，煤炭价格超预期下行，可能对公司盈利水平造成不利影响。
- (2) 煤矿产量释放不及预期风险：公司原有煤矿产量提升、精煤产出增长若不及预期，可能影响公司业绩修复。
- (3) 集团资源整合推进不及预期风险：河南能源重组后，潜在资产整合及焦化资产注入仍需结合相关条件推进，实际进度存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14820	14611	16536	16189	17167
现金	9313	9442	9777	10888	10483
应收票据及应收账款	3181	1614	4009	1824	3983
其他应收款	508	257	762	177	691
预付账款	285	157	353	182	347
存货	553	1068	109	1318	0
其他流动资产	980	2073	1527	1800	1663
非流动资产	61806	66360	74083	71781	69697
长期投资	1832	1815	1910	1987	2072
固定资产	41354	48253	52882	50641	48035
无形资产	9908	10702	12409	13212	13894
其他非流动资产	8711	5590	6883	5942	5695
资产总计	76626	80971	90620	87970	86864
流动负债	31357	33668	44477	45219	48389
短期借款	8231	11988	21673	22640	26395
应付票据及应付账款	15402	14770	16133	16182	15507
其他流动负债	7724	6910	6671	6397	6487
非流动负债	17209	19083	16070	12974	8998
长期借款	12358	14919	12886	9300	5569
其他非流动负债	4851	4164	3184	3674	3429
负债合计	48567	52751	60546	58193	57388
少数股东权益	3015	3519	3879	4229	4435
股本	2475	2469	2469	2469	2469
资本公积	4630	4805	4805	4805	4805
留存收益	16070	14891	15691	16550	17408
归属母公司股东权益	25045	24702	26194	25547	25042
负债和股东权益	76626	80971	90620	87970	86864

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5723	1505	6405	8068	4959
净利润	2472	259	2001	2148	2144
折旧摊销	3756	3631	3688	4023	4133
财务费用	1283	1001	504	742	798
投资损失	-104	-89	-94	-91	-92
营运资金变动	-1944	-3691	353	1156	-2046
其他经营现金流	260	395	-49	91	22
投资活动现金流	-5357	-5722	-11203	-1639	-1903
资本支出	6123	5766	10303	2152	1710
长期投资	-131	-10	-94	-77	-86
其他投资现金流	897	54	-806	590	-108
筹资活动现金流	-4423	3675	-6430	-5347	-7686
短期借款	2704	3757	9685	967	3755
长期借款	-678	2561	-2033	-3585	-3731
普通股增加	129	-6	-0	0	0
资本公积增加	986	175	0	0	0
其他筹资现金流	-7564	-2812	-14082	-2729	-7710
现金净增加额	-4067	-525	-11229	1082	-4630

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	30281	20532	25480	25812	26027
营业成本	22494	16692	19117	18934	19086
营业税金及附加	1018	716	889	900	908
营业费用	232	218	271	275	277
管理费用	1014	828	1028	1041	1050
研发费用	1005	664	824	835	842
财务费用	1283	1001	504	742	798
资产减值损失	-2	-47	0	0	0
其他收益	44	41	42	41	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	104	89	94	91	92
资产处置收益	55	21	38	30	34
营业利润	3436	577	2944	3171	3157
营业外收入	11	20	15	18	17
营业外支出	85	158	118	138	128
利润总额	3362	439	2842	3051	3046
所得税	890	180	841	903	901
净利润	2472	259	2001	2148	2144
少数股东损益	189	28	360	350	206
归属母公司净利润	2283	231	1641	1798	1939
EBITDA	8153	5497	7564	8352	8518
EPS(元)	0.92	0.09	0.66	0.73	0.79

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	-32.2	24.1	1.3	0.8
营业利润(%)	-38.3	-83.2	410.7	7.7	-0.4
归属于母公司净利润(%)	-41.0	-89.9	609.3	9.6	7.9
获利能力					
毛利率(%)	25.7	18.7	25.0	26.6	26.7
净利率(%)	7.5	1.1	6.4	7.0	7.4
ROE(%)	8.8	0.9	6.7	7.2	7.3
ROIC(%)	6.2	1.9	4.2	4.9	5.0
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4	65.1	66.8	66.2	66.1
净负债比率(%)	63.6	83.8	96.7	86.8	88.3
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	10.5	10.4	10.4	10.4	10.4
应付账款周转率	3.2	2.7	2.9	2.8	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.09	0.66	0.73	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.32	0.61	2.59	3.27	2.01
(最新摊薄)					8.85
估值比率					
P/E	8.3	81.9	11.5	10.5	9.8
P/B	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
EV/EBITDA	4.9	8.4	6.9	5.9	5.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

分析师承诺

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、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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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