

永泰能源（600157.SH）

煤电协同优势突出，海则滩千万吨产能开启成长周期

2026 年 08 月 04 日

——公司深度报告

投资评级：增持（维持）

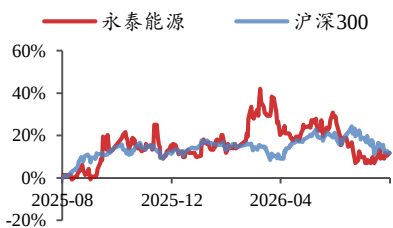
王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

日期	2026/8/3
当前股价(元)	1.60
一年最高最低(元)	2.10/1.41
总市值(亿元)	349.08
流通市值(亿元)	349.08
总股本(亿股)	218.18
流通股本(亿股)	218.18
近 3 个月换手率(%)	190.52

股价走势图



数据来源：聚源

● 煤电协同优势突出，海则滩千万吨产能开启成长周期，维持“买入”评级

公司为综合能源企业，形成“煤炭+电力+储能”的综合能源布局，煤电主业基础扎实。考虑山西区域安全监管趋严，预计现有煤矿产量总体保持稳定；随着煤炭价格逐步修复及海则滩煤矿自 2027 年起逐步贡献增量，公司盈利能力有望持续改善。我们下调 2026 年并上调 2027、2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.8/14.1/21.6 亿元（原值 9.2/13.9/15.7 亿元），EPS 分别为 0.03/0.06/0.10 元，当前股价对应 PE 分别为 59.9/24.7/16.1 倍，维持“增持”评级。

● 煤炭资源优势突出，海则滩释放成长空间

公司煤炭资源量达 50.31 亿吨，可采储量 32.61 亿吨，资源布局覆盖山西、陕西、新疆、内蒙古及澳大利亚等区域。随着煤炭价格中枢逐步修复、优质煤种占比提高，公司煤炭业务盈利能力有望持续改善。海则滩煤矿资源储量 11.45 亿吨，平均热值超过 6500 大卡，预计 2026 年 7 月试采出煤，2027 年全面投产，届时新增 1000 万吨/年煤炭产能，有望成为公司未来煤炭业务重要增长来源，进一步提升公司资源规模及盈利弹性。

● 电力资产区域优势突出，稳定贡献现金流

公司控股电力装机容量 918 万千瓦，主要布局江苏、河南等电力负荷中心，拥有大型高效火电机组，其中 80%以上为 60 万千瓦级及以上机组，包括 4 台百万千瓦级超超临界机组。公司电力业务运营稳定，2025 年实现发电量 405.55 亿千瓦时，凭借优质区域布局、高效机组及稳定供热需求，为公司提供持续现金流支撑。

● 布局全钒液流电池储能，完善综合能源产业链

公司依托钒资源优势布局全钒液流电池储能业务，已形成“资源—核心材料—储能系统”的产业链布局，拥有五氧化二钒资源量 158.89 万吨，并完成张家港 250kW/1000kWh 及南山 1.5MW/6MWh 储能项目建设。随着长时储能需求提升，公司储能业务有望成为综合能源布局的重要补充。

● **风险提示：**煤炭价格下跌风险；海则滩煤矿投产不及预期风险；储能业务发展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,357	23,817	24,843	29,862	33,688
YOY(%)	-5.9	-16.0	4.3	20.2	12.8
归母净利润(百万元)	1,561	209	582	1,414	2,164
YOY(%)	-31.1	-86.6	179.1	142.8	53.1
毛利率(%)	25.1	20.8	22.0	27.9	32.3
净利率(%)	5.5	0.9	2.3	4.7	6.4
ROE(%)	3.9	0.8	1.7	3.9	5.6
EPS(摊薄/元)	0.07	0.01	0.03	0.06	0.10
P/E(倍)	22.4	167.3	59.9	24.7	16.1
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、煤电一体化优势突出，综合能源布局逐步完善	4
1.1、发展历程持续优化，股权结构清晰稳定	4
1.2、煤电业务构成核心，经营情况持续改善	5
2、煤炭资源优势突出，海则滩打开成长空间	8
2.1、煤炭资源储备丰富，多区域布局保障资源供给	8
2.2、海则滩煤矿建设稳步推进，千万吨产能即将释放	10
2.3、优质煤种优势显著，量价改善推动盈利修复	11
3、电力资产优势突出，稳定贡献现金流	12
3.1、电力资产规模突出，区域布局优势明显	12
3.2、核心电厂运营效率较高，电力业务保持稳定盈利	14
4、钒资源优势突出，布局全钒液流储能产业链	15
5、盈利预测与投资建议	16
5.1、盈利假设	16
5.2、估值分析与投资建议	17
6、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1：深耕煤电主业，持续拓展综合能源布局	4
图 2：公司实际控制关系清晰，永泰集团持有公司 18.46%股份（截至 2026Q1）	5
图 3：2026Q1 公司营收同比-2.1%	6
图 4：2026Q1 公司归母净利润同比+21.1%	6
图 5：2026Q1 公司净利率为 1.2%	6
图 6：2025 年公司电力及煤炭业务营收占比 97.7%	7
图 7：2025 年公司电力及煤炭业务毛利占比 96.4%	7
图 8：2023 年以来公司电力业务毛利率稳步上移	7
图 9：2026Q1 公司期间费用率明显下降至 11.3%	8
图 10：公司期间费用率仍有进一步优化空间（2026Q1）	8
图 11：2026Q1 公司在手货币资金为 21.71 亿元	8
图 12：公司资产负债率处于可比公司中等水平	8
图 13：2025 年公司共拥有可采储量 32.61 亿吨	9
图 14：2025 年山西地区可采储量占总可采储量 17.9%	9
图 15：公司炼焦煤资源量占比 18.0%	10
图 16：公司可采储量处于可比公司中等水平	10
图 17：2026Q1 年公司自产商品煤产量同比+19.51%	11
图 18：2026Q1 年公司自产商品煤销售量同比+21.85%	11
图 19：2026Q1 公司吨煤毛利为 160 元/吨	12
图 20：公司吨煤盈利能力处于可比公司中游水平	12
图 21：2025 年公司火电装机容量共 915 万千瓦	13
图 22：2025 年公司光伏装机容量共 3.3 万千瓦	13
图 23：2025 年公司电厂利用小时数为 4427 小时	14
图 24：2025 年公司火电供电煤耗为 294.5 克/千瓦时	14

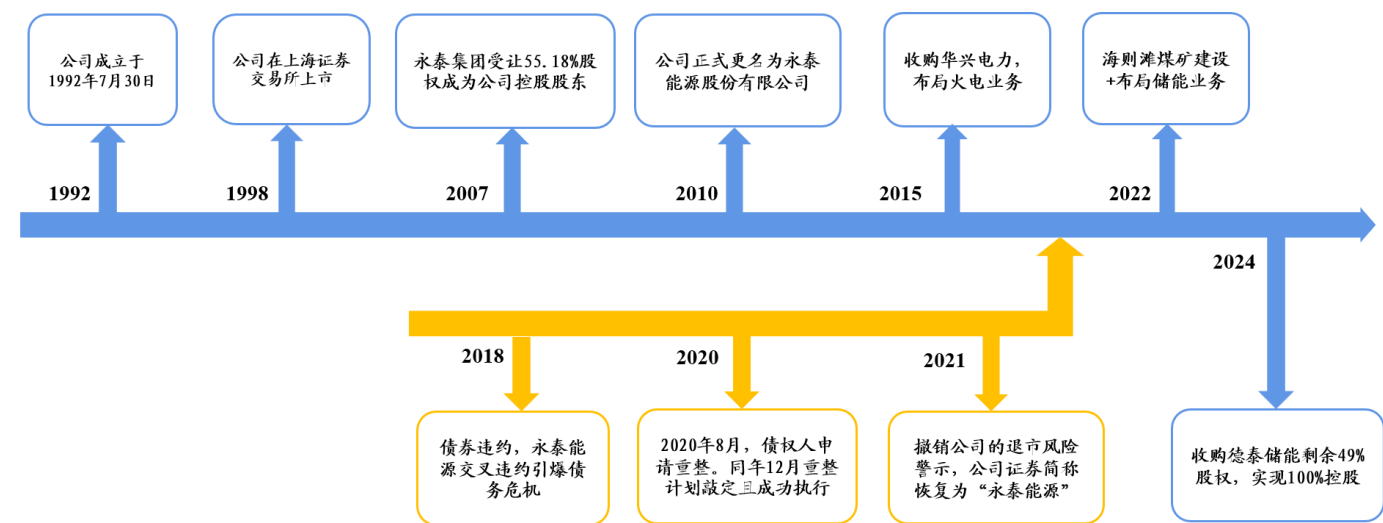
图 25： 2025 年公司发电量为 405.55 亿千瓦时.....	14
图 26： 2025 年公司平均上网电价为 447 元/MWh.....	14
图 27： 全钒液流电池产业链	15
表 1： 截至 2025 年末，公司拥有煤炭资源总量 50.31 亿吨.....	9
表 2： 海则滩煤矿建设进度稳步推进，预计 2027 年全面投产	10
表 3： 公司控股电力总装机容量 918 万千瓦.....	13
表 4： 全钒液流储能项目布局	15
表 5： 公司经营业务关键假设	17
表 6： 可比公司盈利预测估值（2026 年 08 月 03 日收盘价）	18

1、煤电一体化优势突出，综合能源布局逐步完善

1.1、发展历程持续优化，股权结构清晰稳定

公司为国内综合能源企业，主营电力、煤炭业务。公司成立于 1992 年，1998 年在上交所挂牌上市。公司主要从事电力、煤炭、石化、储能等能源产业，已形成“电力+煤炭”的综合能源经营格局。2018 年公司进入债务重整阶段，并于 2020 年完成司法重整，持续优化资产负债结构，聚焦煤电主业发展；2022 年启动海则滩煤矿建设，并布局全钒液流电池储能业务。

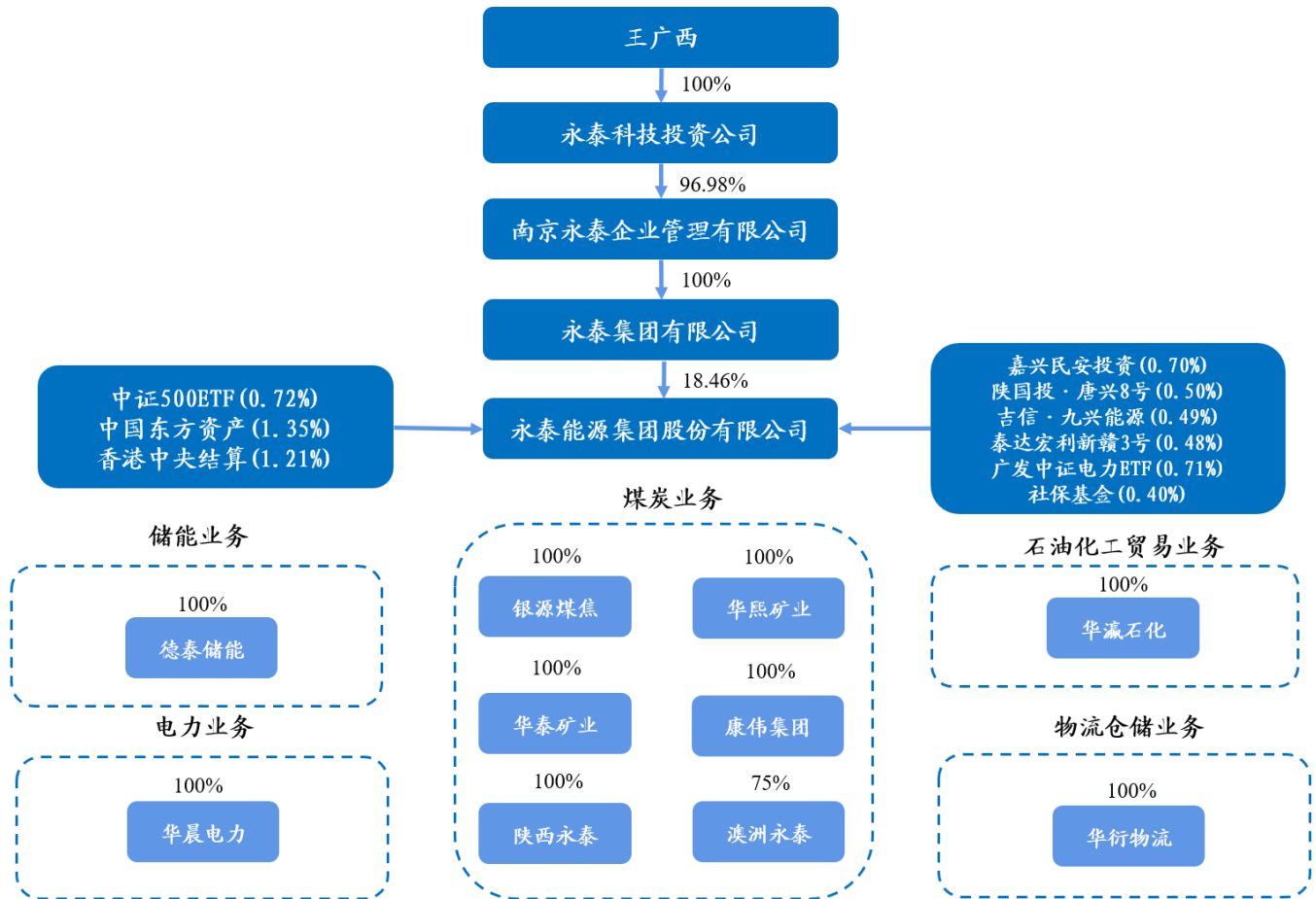
图1：深耕煤电主业，持续拓展综合能源布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司控股股东持股集中，实际控制关系清晰。截至 2026Q1，公司控股股东为永泰集团，持有公司 18.46%股份；实际控制人为王广西，公司控制关系清晰。除控股股东外，公司前十大股东主要包括指数基金、资产管理机构及信托计划等机构投资者，其中中证 500ETF、中国东方资产、香港中央结算分别持股 0.72%、1.35%、1.21%。整体来看，公司控股股东持股比例较高，实际控制关系清晰。

图2：公司实际控制关系清晰，永泰集团持有公司 18.46%股份（截至 2026Q1）

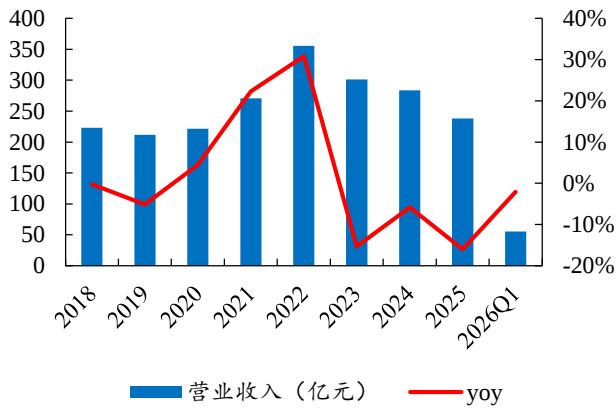


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、煤电业务构成核心，经营情况持续改善

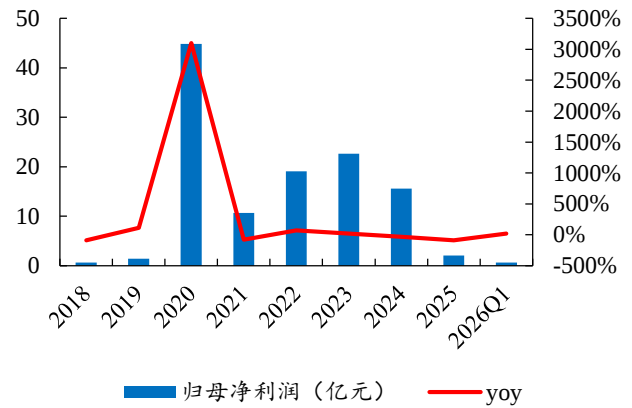
2026Q1 公司盈利同比改善，焦煤价格修复推动业绩回升。2025 年受焦煤市场价格下行影响，公司业绩承压，实现营业收入 238.17 亿元，同比下降 16.0%；归母净利润 2.09 亿元，同比下降 86.6%，主要系煤炭业务盈利收缩所致。2026Q1 随着焦煤价格回升及煤炭产量增长，公司业绩有所改善，实现营业收入 55.22 亿元，同比下降 2.1%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 21.1%，毛利率、净利率分别为 19.0%、1.2%。随着焦煤价格中枢逐步修复以及海则滩煤矿投产释放增量，公司盈利能力有望持续提升。

图3：2026Q1 公司营收同比-2.1%



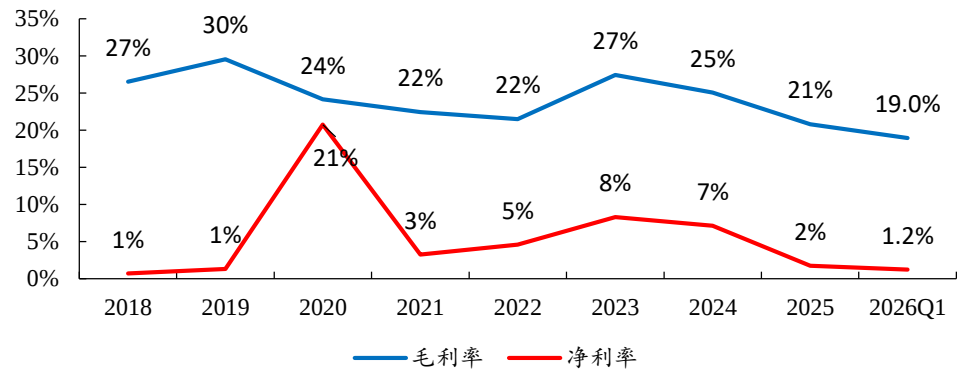
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2026Q1 公司归母净利润同比+21.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

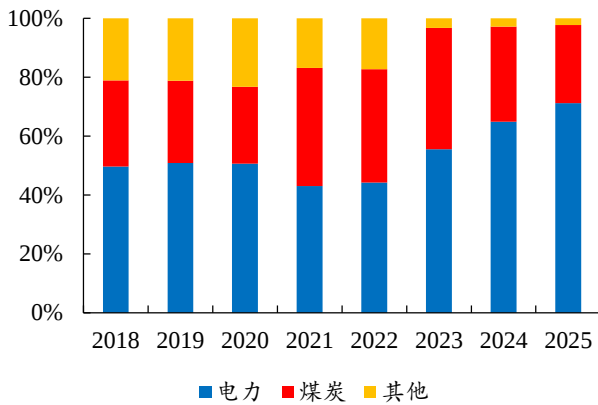
图5：2026Q1 公司净利率为 1.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

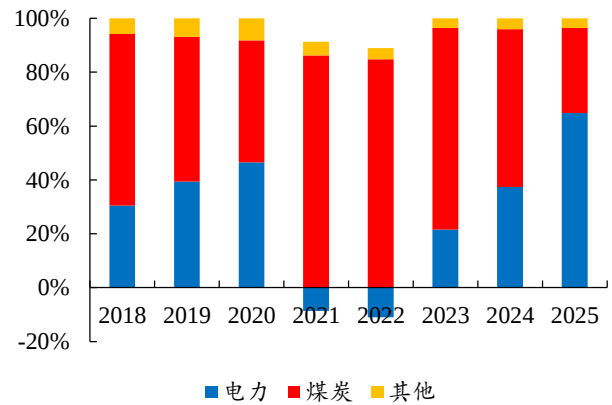
电力、煤炭构成公司两大收入来源，电力贡献主要利润。2025 年公司电力、煤炭业务收入分别为 169.64 亿元、63.14 亿元，占营业收入比例分别为 71.2%、26.5%，构成公司主要收入来源。盈利结构方面，电力业务毛利 32.14 亿元，占公司总毛利 64.8%，毛利率达 19.0%；煤炭业务毛利 15.65 亿元，占公司总毛利 31.6%，毛利率达 25.0%，盈利能力较强。公司电力业务依托区域优势电厂保持稳定盈利，煤炭业务则受焦煤价格周期影响较大。

图6：2025 年公司电力及煤炭业务营收占比 97.7%



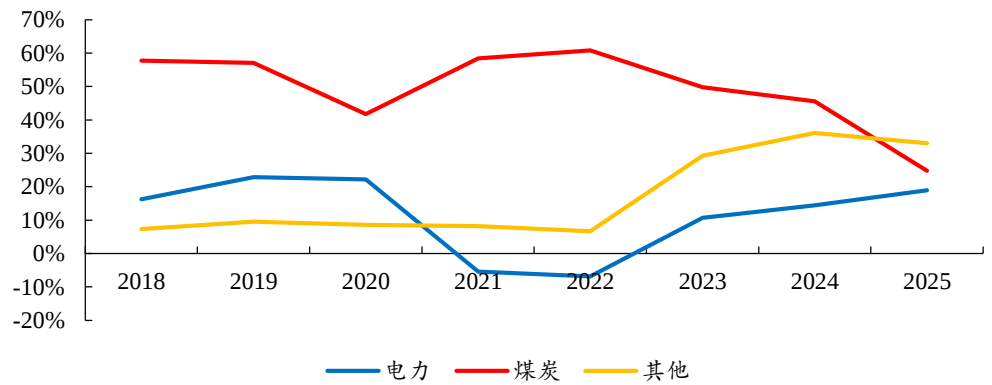
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2025 年公司电力及煤炭业务毛利占比 96.4%



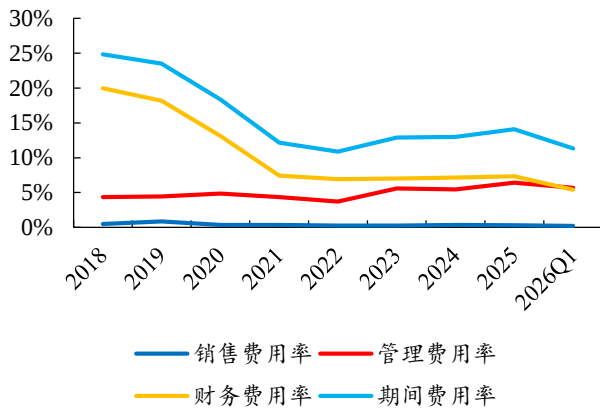
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023 年以来公司电力业务毛利率稳步上移

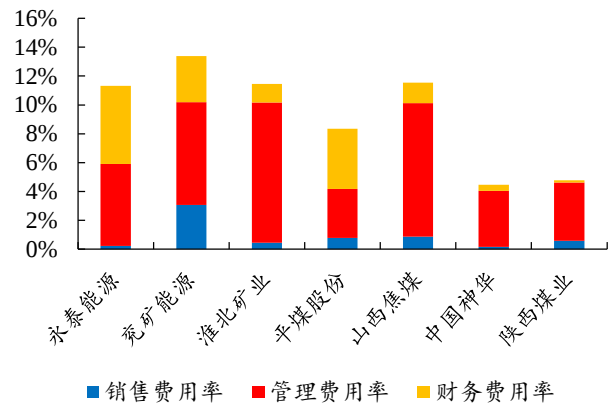


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司持续推进降本增效，期间费用率仍有优化空间。2026Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 0.2%、5.7%、5.4%，期间费用率为 11.3%，较 2025 年同期分别变动-0.02、+0.8、-2.1 个百分点，期间费用率下降至 11.3%，同比下降 1.3 个百分点。横向比较来看，公司期间费用率仍高于部分可比公司，管理费用率及财务费用率仍有进一步优化空间。

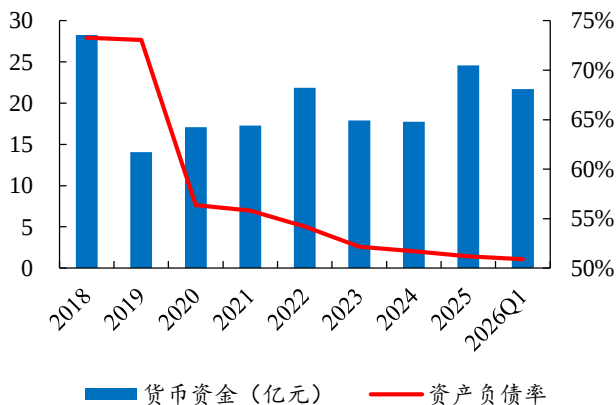
图9：2026Q1 公司期间费用率明显下降至 11.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

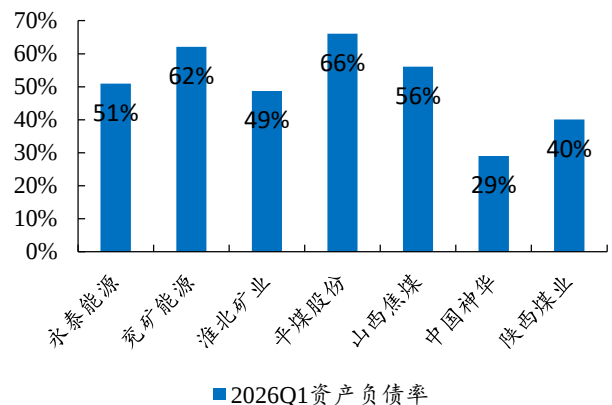
图10：公司期间费用率仍有进一步优化空间（2026Q1）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

资产负债率持续优化,财务结构逐步改善。2026Q1 公司资产负债率降至 51.0%，近年来保持稳步优化趋势；与此同时，公司货币资金为 21.71 亿元，资金储备保持稳定。横向比较来看，公司资产负债率处于可比公司中等水平，随着公司债务结构进一步优化，公司财务状况有望持续改善。

图11：2026Q1 公司在手货币资金为 21.71 亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司资产负债率处于可比公司中等水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、煤炭资源优势突出，海则滩打开成长空间

2.1、煤炭资源储备丰富，多区域布局保障资源供给

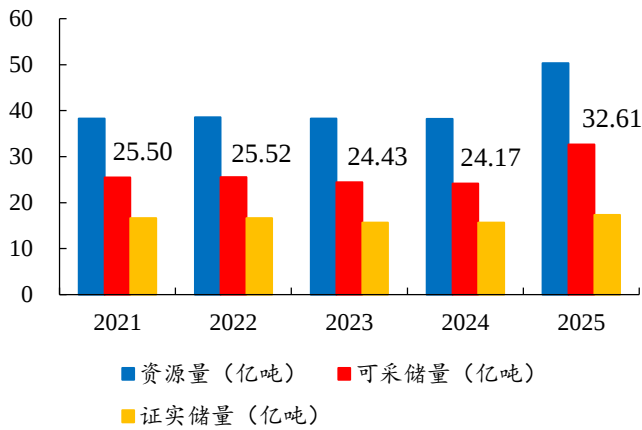
煤炭资源储备丰富,资源布局多元化。公司煤炭资源禀赋优良。截至年末，公司拥有煤炭资源量 50.31 亿吨，可采储量 32.61 亿吨，证实储量 17.33 亿吨，煤矿总产能达到 2,110 万吨/年。近年来，公司持续推进煤炭资源开发，可采储量由 2021 年的 25.50 亿吨提升至 2025 年的 32.61 亿吨，资源保障能力不断增强。公司煤炭资源主要分布于山西、陕西、新疆、内蒙古及澳大利亚等地区，其中新疆、澳大利亚、陕西地区可采储量占比较高，形成多区域资源布局。山西地区作为公司焦煤资源核心区域，拥有华熙矿业、银源煤焦和康伟集团 3 家煤炭主体企业，共计 15 座在产焦煤煤矿，为公司焦煤业务发展提供资源支撑。

表1：截至 2025 年末，公司拥有煤炭资源总量 50.31 亿吨

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)
山西地区	焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫瘦煤	9.04	5.85	2.98
陕西地区	化工煤、动力煤	11.45	6.15	3.21
内蒙地区	动力煤	3.21	2.27	1.86
新疆地区	动力煤	14.93	10.00	3.18
澳大利亚	动力煤	11.68	8.33	6.10
合计	-	50.31	32.61	17.33

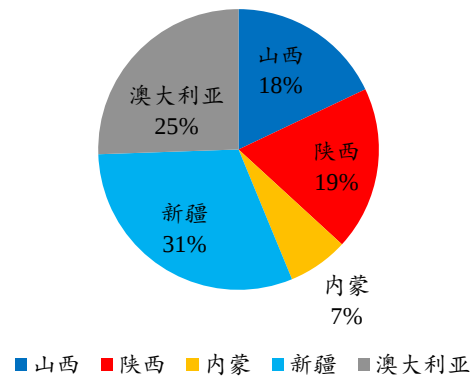
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2025 年公司共拥有可采储量 32.61 亿吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

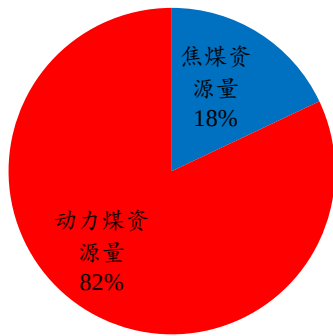
图14：2025 年山西地区可采储量占总可采储量 17.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

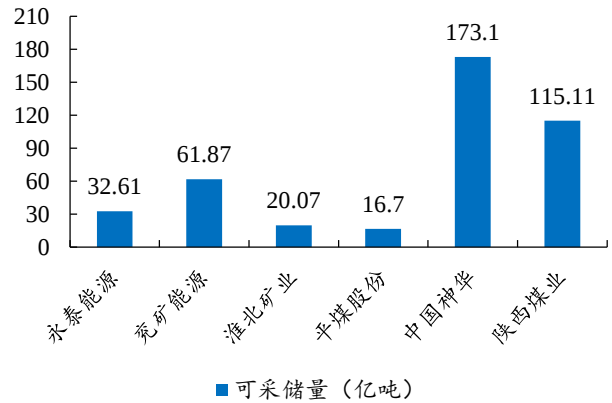
优质焦煤资源占比高，精煤战略提升产品竞争力。公司煤种结构以焦煤、化工煤及动力煤为主，其中优质焦煤资源量 9.04 亿吨，占煤炭资源总量 18%，优质化工煤和动力煤资源量 41.27 亿吨。公司在产煤种主要为优质主焦煤及配焦煤，属于市场稀缺煤种，相较动力煤具备更高附加值，尤其低灰、低硫焦煤产品具备较好的市场认可度。公司持续推进精煤战略，通过提升煤炭洗选加工能力，打造“永泰精煤”品牌，有望增强产品竞争力和市场议价能力。横向比较来看，公司可采储量达到 32.61 亿吨，在可比公司中处于中等水平，较为充足的资源储备为煤炭业务长期稳定发展奠定基础。

图15：公司炼焦煤资源量占比 18.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司可采储量处于可比公司中等水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、海则滩煤矿建设稳步推进，千万吨产能即将释放

海则滩煤矿资源禀赋优异，建设推进顺利，有望成为公司未来核心增量。海则滩煤矿位于陕西省榆林市靖边县，井田面积约 200 平方公里，资源储量 11.45 亿吨，煤种以优质化工煤和动力煤为主，平均热值超过 6500 大卡，具备资源储量大、煤质优良、开采条件好等优势。项目于 2022 年 12 月正式开工建设，预计 2026 年 7 月实现试采出煤，2027 年全面投产，届时将新增 1000 万吨/年煤炭产能，进一步提升公司煤炭资源规模。

表2：海则滩煤矿建设进度稳步推进，预计 2027 年全面投产

时间节点	关键进展
2022 年 12 月 29 日	项目进场，井筒冻结工程正式开工
2025 年 12 月	四条井筒全面贯通，主要硐室掘进超 20,000 米
2026 年 Q1	矿建完成进尺 3,445 米；副井永久装备安装调试，龙门吊组装
2026 年 4 月底	换装硐室移交安装，地面办公楼/宿舍楼具备入住条件
2026 年 6 月底	首采工作面完成安装
2026 年 7 月初	正式试采出煤
2026 年年底	形成第二个采煤工作面
2027 年 Q1	进行联合试运转，当年投产即达产（1000 万吨/年）

资料来源：公司公告、开源证券研究所

海则滩煤矿煤种优势突出，煤电协同打开盈利空间。海则滩煤矿所产煤炭可根据市场需求灵活用于化工煤及动力煤销售，依托陕北煤化工产业集群，化工用煤需求具备长期支撑；同时，项目投产后可通过浩吉铁路运输至公司河南、江苏区域电厂，与外购低热值煤进行掺烧，优化电厂燃料结构，增强煤电业务协同能力。按照 1000 万吨/年产能测算，海则滩煤矿全生产成本约 190 元/吨，具备较强成本优势，随着项目产能逐步释放，有望提升公司煤炭业务盈利能力和长期竞争力。

2.3、优质煤种优势显著，量价改善推动盈利修复

煤炭产销规模总体稳定，安全监管趋严下供给保持韧性。公司煤炭生产规模保持稳定，2025 年自产商品煤产量 1330.06 万吨，同比-2.8%；销量 1336.40 万吨，同比-2.3%，产销基本保持平衡。公司持续优化采掘接续，重点矿井生产效率不断提升。其中，华强煤矿连续两个季度创单面单产最高纪录，兴庆煤矿连续三个季度创单面单产最高纪录，南山煤矿开创当地同类地质条件下单产新高。2026Q1 自产商品煤产量 282.92 万吨，同比增长 19.51%；销量 282.61 万吨，同比增长 21.85%，尽管山西矿难后安全监管趋严可能对部分矿井生产节奏形成扰动，2026Q1 产销实现较快增长，预计全年煤炭产量总体保持稳定，后续增量主要来自海则滩煤矿产能释放。

图17：2026Q1 年公司自产商品煤产量同比+19.51%

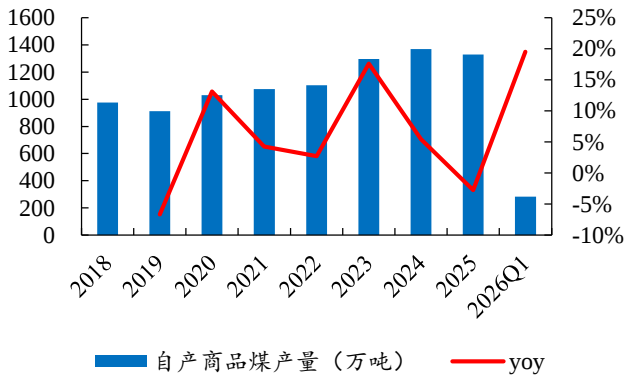
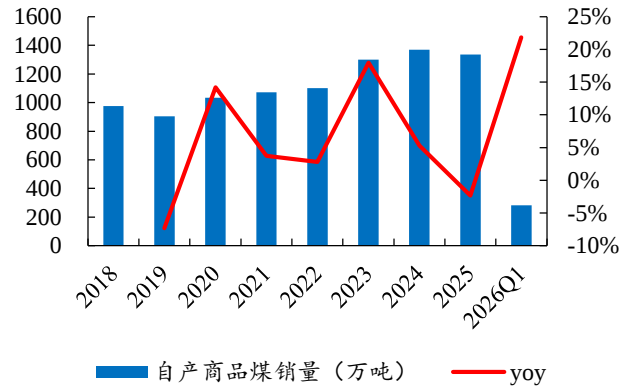


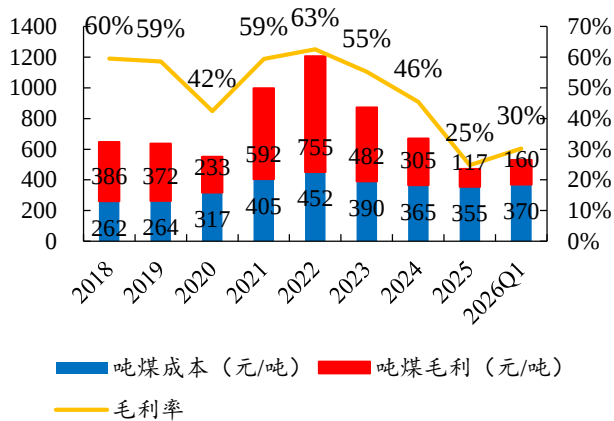
图18：2026Q1 公司自产商品煤销售量同比+21.85%



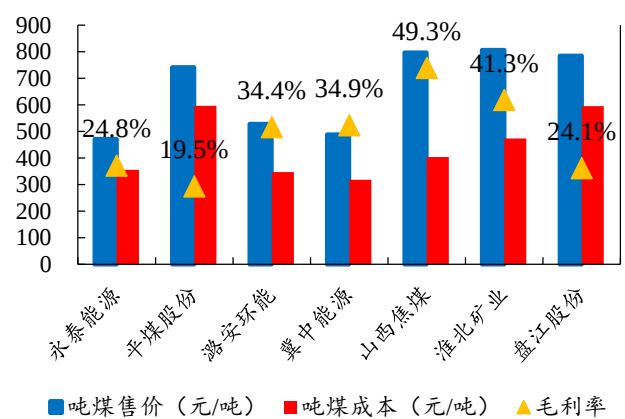
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

煤价修复推动盈利回升，吨煤盈利水平有望改善。公司煤炭业务盈利能力受煤炭价格周期影响较大，2025 年公司吨煤售价 472 元/吨，吨煤成本 355 元/吨，实现吨煤毛利 117 元/吨，毛利率 25%。2026Q1，随着煤炭价格边际改善，公司吨煤售价提升至 530 元/吨，吨煤毛利恢复至 160 元/吨，毛利率提升至 30%，盈利能力有所修复。横向比较来看，公司吨煤售价低于部分焦煤企业，但吨煤成本控制能力较强，吨煤成本处于可比公司较低水平，吨煤毛利率为 24.8%，处于可比公司中游水平。随着煤炭价格中枢逐步修复以及公司优质煤种占比提升，公司煤炭业务盈利能力有望进一步改善。

图19：2026Q1 公司吨煤毛利为 160 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：公司吨煤盈利能力处于可比公司中游水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、电力资产优势突出，稳定贡献现金流

3.1、电力资产规模突出，区域布局优势明显

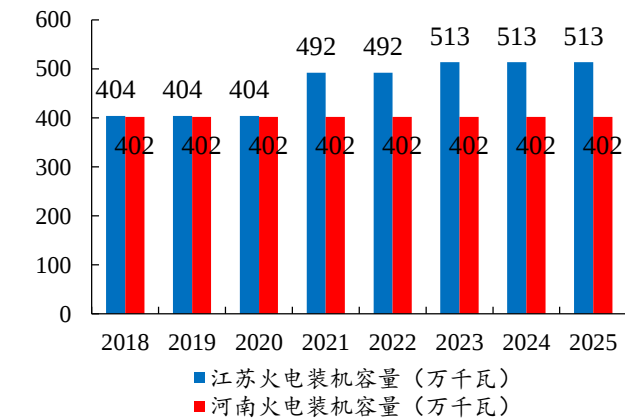
公司电力资产规模优势突出，区域布局优质。公司控股电力总装机容量 918 万千瓦，参股总装机容量 400 万千瓦，旗下电厂主要分布于江苏、河南等经济发达及用电负荷较高区域，均为所在区域重要电源支撑。其中，江苏区域控股装机容量约 513 万千瓦，河南区域控股装机容量约 405 万千瓦。公司控股电厂以燃煤机组为主，机组规模及技术水平优势突出，其中 80% 以上为 60 万千瓦级及以上大型高效机组，包括 4 台百万千瓦级超超临界机组、4 台 60 万千瓦级超超临界及超临界机组，整体运行效率及调峰能力较强。凭借优质区位、大型高效机组及稳定供热需求，公司电力业务具备较强区域竞争优势。

表3：公司控股电力总装机容量 918 万千瓦

企业	装机容量（万千瓦）	机组编号	机组类型
郑州裕中能源有限责任公司	32	1#	燃煤机组
	32	2#	
	103	3#	
	103	4#	
张家港沙洲电力有限公司	63	1#	
	63	2#	
	100	3#	
	100	4#	
周口隆达发电有限公司	66	1#	燃气机组
	66	2#	
张家港华兴电力有限公司	39	1#	
	39	2#	
	43.924	3#	
	43.924	4#	
丹阳中鑫华海清洁能源有限公司	11.69	1#	太阳能机组
	9.62	2#	
汝阳三吉利新能源有限公司	3.19	-	
江苏华晨电力销售有限公司	0.09	-	
合计	918.44	-	-

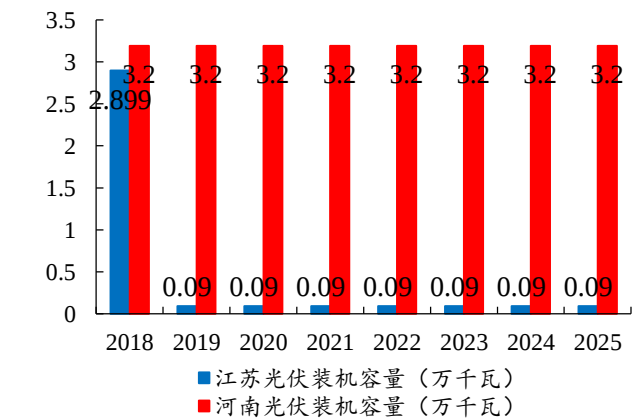
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2025 年公司火电装机容量共 915 万千瓦



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2025 年公司光伏装机容量共 3.3 万千瓦

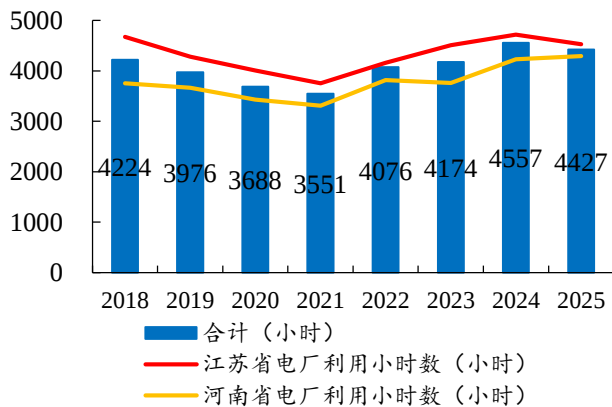


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、核心电厂运营效率较高，电力业务保持稳定盈利

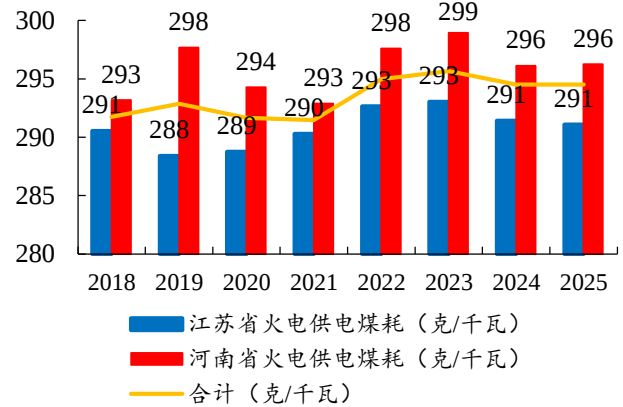
核心电厂运营效率较高，区域竞争优势持续体现。公司主力电厂位于江苏、河南等电力负荷中心，利用小时数长期保持较高水平。2025 年江苏、河南区域火电利用小时分别为 4531 小时、4295 小时，整体利用小时达到 4427 小时。其中，张家港沙洲电力全年利用小时达到 5687 小时，显著高于江苏区域平均水平；裕中能源利用小时达到 4394 小时，在河南区域同类机组中保持较高水平。与此同时，公司持续推进精细化管理和技术改造，火电机组运行效率不断提升，2025 年江苏、河南区域火电供电煤耗分别为 291.08 克/千瓦时、296.26 克/千瓦时，整体保持稳定，为电力业务盈利能力提升提供支撑。

图23：2025 年公司电厂利用小时数为 4427 小时



数据来源：公司公告、开源证券研究所

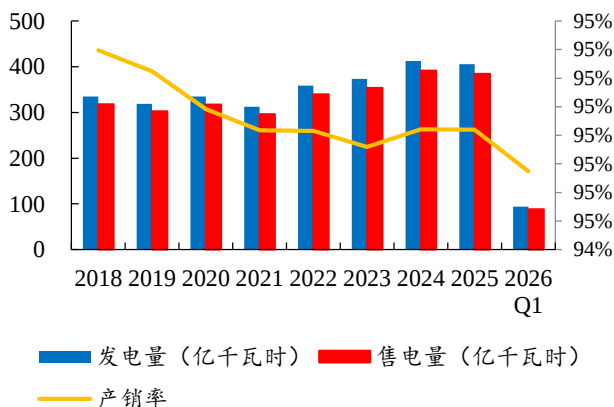
图24：2025 年公司火电供电煤耗为 294.5 克/千瓦时



数据来源：公司公告、开源证券研究所

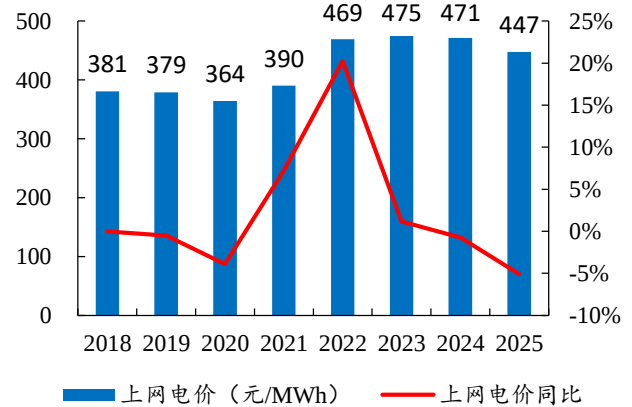
电力业务运营稳定，发电量保持较高水平。公司电力业务保持稳定运营，2025 年实现发电量 405.55 亿千瓦时，售电量 384.54 亿千瓦时，产销率达到 94.82%。分电厂来看，张家港沙洲电力、裕中能源等核心电厂贡献主要发电量，2025 年公司平均销售电价为 0.447 元/千瓦时。近年来，公司持续优化电量结构，提升电力业务运营效率，为公司业绩提供稳定支撑。

图25：2025 年公司发电量为 405.55 亿千瓦时



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2025 年公司平均上网电价为 447 元/MWh



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、钒资源优势突出，布局全钒液流储能产业链

依托钒资源优势，公司积极布局全钒液流电池储能业务。公司储能业务围绕“钒资源—核心材料—储能系统”全产业链展开，上游拥有五氧化二钒资源量 158.89 万吨，为储能产业发展提供资源保障；同时，公司持续推进全钒液流电池核心技术研发，已覆盖电解液、电堆、电极、交换膜等关键环节，拥有储能相关专利技术 28 项，自主研发的 1.2 代 32kW 电堆产品已通过国家级检测认证，电堆能量效率达到 89%，在核心材料及系统集成方面形成一定技术积累。

图27：全钒液流电池产业链



资料来源：前瞻产业研究院

示范项目逐步落地，公司储能产业化能力持续提升。公司持续推进全钒液流储能示范项目建设，已建成张家港 250kW/1000kWh 全钒液流试验展示项目及南山 1.5MW/6MWh 光储一体化全钒液流储能电站。其中，南山项目于 2024 年 9 月正式投运，实现 4 小时储能时长全钒液流电池系统集成及自主建设能力验证，标志着公司具备 MW 级长时储能项目建设能力。未来随着新能源消纳及长时储能需求提升，公司储能业务有望进一步拓展。

表4：全钒液流储能项目布局

项目	规模	项目情况
张家港全钒液流试验展示项目	250kW/1000kWh	2024 年 8 月正式并网投运，用于验证全钒液流电池系统集成能力
南山光储一体化全钒液流储能电站	1.5MW/6MWh	2024 年 9 月正式投运，实现 4 小时储能时长全钒液流电池系统集成及自主建设能力验证

资料来源：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 1336、1386、1436 万吨。考虑安全监管趋严背景下现有矿井产量总体保持稳定，并随生产效率提升逐步恢复，预计 2026-2028 年煤炭业务收入分别为 77.8、80.7、83.6 亿元，对应业务成本分别为 47.4、52.0、53.9 亿元，毛利率分别为 39.0%、35.6%、35.6%，煤炭业务盈利有望保持稳定。

电力业务：预计 2026-2028 年公司发电量分别为 403.9、403.9、403.9 亿千瓦时，售电量分别为 383.7、383.7、383.7 亿千瓦时。考虑电力市场化交易及区域供需变化，预计 2026-2028 年电力业务收入分别为 168.8、168.8、172.7 亿元，对应毛利率分别为 14.8%、15.9%、18.9%。凭借江苏、河南区域优质电源布局、大型高效机组及稳定供热需求，公司电力业务有望保持稳定盈利，为公司提供持续现金流支撑。

海则滩煤炭业务：预计 2026-2028 年海则滩煤矿产量分别为 0、600、1000 万吨，对应业务收入分别为 0、47、79 亿元。随着项目建设及联合试运转稳步推进，海则滩煤矿预计自 2027 年起逐步贡献产量，2028 年实现全面达产，有望成为公司未来煤炭业务增长的核心增量来源。

综合来看，预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 248.4、298.6、336.9 亿元，同比增长 4.3%、20.2%、12.8%；综合毛利分别为 55、83、109 亿元，毛利率分别为 22.0%、27.9%、32.3%。未来三年公司业绩增长主要来自存量煤炭业务盈利修复及海则滩煤矿产能释放，随着新增煤炭产量逐步兑现，公司整体盈利水平有望持续改善。

表5：公司经营业务关键假设

年份	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
煤炭业务					
商品煤销量（万吨）	1658	1336	1336	1386	1436
吨煤价格（元/吨）	553	472	582	582	582
煤炭业务收入（亿元）	91.7	63.1	77.8	80.7	83.6
煤炭业务成本（亿元）	49.9	47.5	47.4	52.0	53.9
煤炭业务毛利率（%）	45.5%	24.8%	39.0%	35.6%	35.6%
电力业务					
发电量（百万千瓦时）	41260	40555	40392	40392	40392
售电量（百万千瓦时）	39123	154	38372	38372	38372
单位电价（元/兆瓦时）	470.5	441.2	440.0	440.0	450.0
电力业务收入（亿元）	184.1	169.6	168.8	168.8	172.7
电力业务成本（亿元）	157.5	137.5	143.9	142.0	140.1
电力业务毛利率（%）	14.4%	18.9%	14.8%	15.9%	18.9%
海则滩煤炭业务					
产量（万吨）			0	600	1000
吨煤价格（元/吨）			788	788	788
海则滩营收（亿元）			0	47	79
合计					
总营业收入（亿元）	284	238	248.4	298.6	336.9
YOY	-5.9%	-16.0%	4.3%	20.2%	12.8%
总营业成本（亿元）	212	189	194	215	228
YOY	74.9%	79.2%	78.0%	72.1%	67.7%
总毛利（亿元）	71	50	55	83	109
毛利率（%）	25.1%	20.8%	22.0%	27.9%	32.3%

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

煤电一体化优势突出，海则滩投产打开成长空间。公司依托煤炭资源、电力资产及储能布局，形成综合能源发展格局。考虑山西区域安全监管趋严，预计现有煤矿产量总体保持稳定；随着煤炭价格中枢逐步修复以及海则滩煤矿自 2027 年起逐步贡献增量，公司煤炭业务盈利能力有望改善。同时，电力业务凭借区域优势电源资产保持稳定经营，为公司提供持续现金流支撑。我们下调 2026 年并上调 2027、2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.8/14.1/21.6 亿元（原值 9.2/13.9/15.7 亿元），EPS 分别为 0.03/0.06/0.10 元，当前股价对应 PE 分别为 59.9/24.7/16.1 倍，随着海则滩煤矿产能逐步释放，公司业绩增长有望逐步消化估值压力，维持“增持”评级。

表6：可比公司盈利预测估值（2026年08月03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
600188.SH	兖矿能源	18.95	0.84	1.94	2.19	2.59	22.69	9.77	8.65	7.32
600985.SH	淮北矿业	14.63	0.56	1.39	1.78	2.01	26.16	10.53	8.22	7.28
601666.SH	平煤股份	7.88	0.09	0.66	0.73	0.79	84.12	11.94	10.79	9.97
000983.SZ	山西焦煤	6.55	0.21	0.51	0.55	0.59	30.97	12.96	11.80	11.19
601088.SH	中国神华	43.73	2.44	2.70	2.83	2.96	17.95	16.19	15.44	14.75
601225.SH	陕西煤业	24.18	1.73	2.10	2.23	2.34	13.98	11.51	10.84	10.35
均值							36.38	12.28	10.98	10.10
600157.SH	永泰能源	1.60	0.01	0.03	0.06	0.10	167.33	59.95	24.69	16.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除永泰能源、淮北矿业、平煤股份、兖矿能源 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）海则滩煤矿投产不及预期风险：海则滩煤矿为公司未来重要增量来源，若项目建设、试生产及产能释放不及预期，可能影响公司业绩增长。
- （3）储能业务发展不及预期风险：公司储能业务仍处于产业培育阶段，若技术研发、项目建设或市场拓展不及预期，可能影响未来业务布局。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9672	8044	9340	10678	11542
现金	1774	2457	2794	2936	2989
应收票据及应收账款	3831	2487	3295	3960	4468
其他应收款	2387	1361	1553	1866	2106
预付账款	270	138	276	332	374
存货	853	1006	846	997	1024
其他流动资产	557	596	576	586	581
非流动资产	98104	103108	100695	99641	99581
长期投资	2238	2503	2633	2849	3022
固定资产	29230	28259	27208	26569	26536
无形资产	53116	57509	56700	56585	56465
其他非流动资产	13520	14837	14155	13638	13558
资产总计	107775	111152	110035	110319	111123
流动负债	24586	34278	25422	26296	26324
短期借款	3291	3509	4000	4300	4500
应付票据及应付账款	7358	9273	10468	10226	9679
其他流动负债	13938	21496	10954	11770	12145
非流动负债	31155	22631	19739	16971	14365
长期借款	15056	12914	10003	7244	4633
其他非流动负债	16098	9717	9737	9727	9732
负债合计	55741	56910	45161	43267	40689
少数股东权益	4889	7430	7761	8566	9797
股本	22218	21818	21818	21818	21818
资本公积	13215	13114	13114	13114	13114
留存收益	13967	14176	15073	17278	20646
归属母公司股东权益	47145	46813	57113	58486	60637
负债和股东权益	107775	111152	110035	110319	111123

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6510	6127	4590	5668	6699
净利润	2030	412	914	2218	3396
折旧摊销	2468	2651	2923	2586	2680
财务费用	2031	1752	1438	1589	1692
投资损失	-92	-43	-90	-100	-78
营运资金变动	52	1067	-544	-576	-956
其他经营现金流	21	288	-51	-50	-35
投资活动现金流	-1222	-822	-416	-1426	
资本支出	808	757	451	1280	2466
长期投资	-405	-38	-130	-216	-173
其他投资现金流	-9	-27	166	70	103
筹资活动现金流	-5326	-4831	-3837	-4099	-4111
短期借款	21	219	491	300	200
长期借款	-336	-2143	-2911	-2759	-2611
普通股增加	0	-400	0	0	0
资本公积增加	26	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-5037	-2406	-1417	-1640	-1700
现金净增加额	-44	465	337	142	52

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28357	23817	24843	29862	33688
营业成本	21246	18860	19384	21539	22795
营业税金及附加	1015	866	904	1086	1225
营业费用	101	70	77	96	104
管理费用	1452	1436	1497	1800	2030
研发费用	94	95	95	110	129
财务费用	2031	1752	1438	1589	1692
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	28	22	23	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	92	43	90	100	78
资产处置收益	1	11	4	5	7
营业利润	2489	645	1608	3816	5850
营业外收入	82	165	106	118	130
营业外支出	69	97	136	101	111
利润总额	2502	712	1579	3833	5868
所得税	472	300	665	1615	2472
净利润	2030	412	914	2218	3396
少数股东损益	470	204	331	805	1232
归属母公司净利润	1561	209	582	1414	2164
EBITDA	5851	4136	4930	6791	8864
EPS(元)	0.07	0.01	0.03	0.06	0.10

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-5.9	-16.0	4.3	20.2	12.8
营业利润(%)	-30.8	-74.1	149.5	137.3	53.3
归属于母公司净利润(%)	-31.1	-86.6	179.1	142.8	53.1
获利能力					
毛利率(%)	25.1	20.8	22.0	27.9	32.3
净利率(%)	5.5	0.9	2.3	4.7	6.4
ROE(%)	3.9	0.8	1.7	3.9	5.6
ROIC(%)	3.2	1.0	1.6	3.4	5.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.7	51.2	41.0	39.2	36.6
净负债比率(%)	73.5	64.2	40.5	34.5	28.5
流动比率	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	8.4	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	3.4	2.5	2.1	2.3	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.01	0.03	0.06	0.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.28	0.21	0.26	0.31
每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.15	2.17	2.24	2.33
估值比率					
P/E	22.4	167.3	59.9	24.7	16.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.3	18.7	13.2	9.3	7.0

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）	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