

新集能源 (601918.SH) 煤炭上行电力放量，煤电一体分红强化

2026 年 10 月 05 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

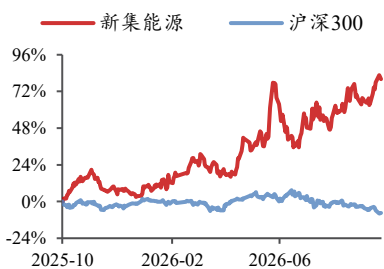
王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

日期	2026/9/30
当前股价(元)	11.29
一年最高最低(元)	12.16/6.22
总市值(亿元)	292.47
流通市值(亿元)	292.47
总股本(亿股)	25.91
流通股本(亿股)	25.91
近 3 个月换手率(%)	103.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤价上行利润释放，电力业务放量
电价韧性十足——公司信息更新报告》
-2026.8.26

《2025 年业绩稳健，煤电一体化战略
成效显著——公司信息更新报告》
-2026.4.1

《Q3 业绩环比改善，关注煤电一体化
成长性——公司信息更新报告》
-2025.10.26

● 煤炭上行电力放量，煤电一体分红强化，维持“买入”评级

公司背靠中煤集团，主营煤炭产销及火力发电，煤电一体经营，是安徽四大煤炭龙头企业之一。受益于煤价上行及三大新建电厂集中投运，2026 年公司利润有望充分释放，且公司资本开支高峰已过，分红比例有望持续提升至 30%以上，红利属性强化。鉴于煤价高位运行，电价周期磨底向上，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 28.65/33.61/38.30（原盈利预测分别为 28.59/33.52/38.21）亿元，EPS 为 1.11/1.30/1.48 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/8.7/7.6 倍。公司煤炭资源充足利润兑现，电力业务放量周期上行可期，煤电一体强化，分红预期抬升，维持“买入”评级。

● 煤炭业务：地处安徽资源充足，煤种优化吨利抬升

公司煤炭资源充足，截至 2025 年末，公司拥有新集等在产矿井 5 对，杨村煤矿复产推进中，另有探矿权 4 处，煤炭资源量超 88 亿吨，核定产能 2350 万吨/年，可采年限超 60 年，原煤产量稳定在 2000 万吨以上。公司煤种为气煤、1/3 焦煤，销售以动力煤为主，长协占比 80%，煤炭销售逐步由 100%动力煤销售切换为动力煤、焦煤双驱，预计 2027 年及之后公司焦煤销量占比或达 10%。2026 年煤价中枢抬升，公司新增焦煤销售有望带动煤炭利润进一步释放。

● 电力业务：新建电厂投产放量，区位优势周期上行

2026 年受益于上饶、滁州、六安三大新建电厂集中投运驱动，公司电力业务营收及发电量显著提升，2026H1 公司发电量达 123 亿千瓦时，yoy+84.55%，预计 2026、2027 年公司发电量达 300、400 亿千瓦时。且公司发电区域结构优化，2026Q2 公司运行火电项目中高电价江西装机容量占比达 28%，平均上网电价 0.3717 元/千瓦时，环比+3.57%。行业层面，2026 年安徽火电机组投产高峰渐过，高技术制造业带动电力需求高增；江西缺煤缺电，电价高企创年内新高，周期上行已至。

● 风险提示：煤价及电价上行不及预期、安全生产风险、环保趋严风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,727	12,280	17,369	19,344	21,366
YOY(%)	-0.9	-3.5	41.4	11.4	10.5
归母净利润(百万元)	2,393	2,136	2,865	3,361	3,830
YOY(%)	13.4	-10.7	34.1	17.3	14.0
毛利率(%)	42.7	40.0	34.6	35.1	36.1
净利率(%)	18.8	17.4	16.5	17.4	17.9
ROE(%)	15.4	11.9	13.8	14.9	15.3
EPS(摊薄/元)	0.92	0.82	1.11	1.30	1.48
P/E(倍)	12.2	13.7	10.2	8.7	7.6
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、煤电协同优势突出，经营质量持续提升	4
2、煤炭业务：地处安徽资源充足，煤种优化吨利抬升	9
2.1、公司煤炭资源储备充足，生产经营稳健	9
2.2、公司销区优势明显，煤种优化吨利抬升	10
3、电力业务：新建电厂投产放量，区位优势周期上行	13
3.1、公司新建电厂集中投运，发电量向上煤电一体强化	13
3.2、发电区域优化电价逆势向上，周期上行已至盈利增厚可期	15
4、盈利预测与投资建议	19
5、风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

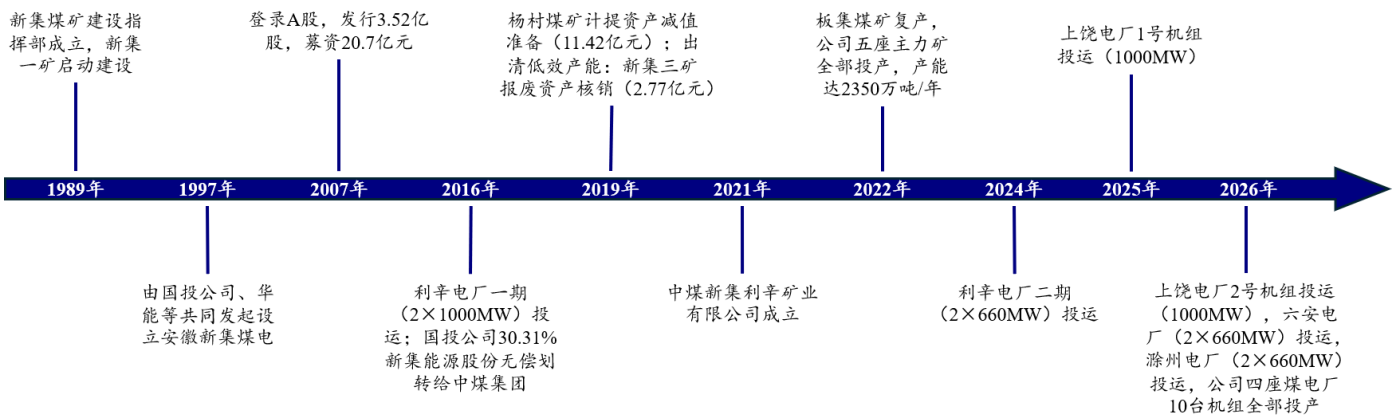
图 1：公司煤电一体经营，为安徽四大煤炭龙头企业之一	4
图 2：股份划转完成后，中煤安徽能源预计持有公司 31.92%股份	4
图 3：2026H1 公司营业总收入 35.82 亿元	5
图 4：2026H1 公司归母净利润同比+32.27%	5
图 5：2026H1 公司净利率同比-1.14pct	5
图 6：2026H1 公司 ROE 居可比公司前列	5
图 7：2025 年公司煤炭业务营收占比达 58.8%	6
图 8：2025 年公司煤炭业务毛利占比达 88.4%	6
图 9：2025 年公司电力/煤炭业务毛利率分别为 11.28%/60.19%	6
图 10：2026H1 公司期间费用率同比-1.88pct	7
图 11：2026H1 公司管理费用率偏高，仍有下降空间	7
图 12：2026H1 公司账面资金较 2025 年末+33.25%	7
图 13：2026H1 公司资产负债率高于可比公司平均水平	7
图 14：2025 年公司三大新建电厂资本开支达 94.10 亿元	8
图 15：2026H1 公司在建工程合计同比-68.71%	8
图 16：公司分红比例具有较大提升空间	8
图 17：公司 2026 年预期股息率预计较 2025 年明显提升	8
图 18：2025 年公司可采年限居可比公司中上水平	10
图 19：2025 年公司煤炭核定产能 2350 万吨/年	10
图 20：2026H1 公司原煤产量同比+1.20%	10
图 21：2026H1 公司商品煤销量同比+7.27%	10
图 22：公司煤炭供应华东地区具备运输成本优势	11
图 23：预计 2027 年公司焦煤销售占比提升至 10%	11
图 24：公司长协煤比例居可比公司偏高水平	11
图 25：煤电一体强化，公司煤炭内销比例提升	11
图 26：焦煤价格高于动力煤，焦煤销售比例提升有助于公司吨煤盈利增厚	12
图 27：2026H1 公司吨煤毛利居可比公司平均水平	12
图 28：2026Q2 公司吨煤毛利环比提升	12
图 29：2026H1 公司电力业务营收同比+82.33%	13
图 30：2026H1 公司电力业务毛利同比+84.36%	13

图 31: 公司发电量稳步向上, 2027 年发电量或达 400 亿千瓦时	14
图 32: 区域结构优化, 2026Q2 公司电价环比逆势上行	15
图 33: 2026Q2 公司火电江西区域装机占比达 28%	15
图 34: 江西 2026Q3 代理电价环比已上移 (元/千瓦时)	15
图 35: 2026 年安徽火电机组集中投运 (万千瓦)	16
图 36: 安徽 2026 年 1-7 月火电累计利用小时数同比下降	16
图 37: 2026H1 全国发电量 yoy+4.69%	16
图 38: 2026H1 全国用电量 yoy+5.33%	16
图 39: 2026H1 安徽用电量 yoy+5.78%	17
图 40: 2026H1 安徽火电发电占比达 86.68%	17
图 41: 2026H1 江西表观电力自供缺口达 228 亿千瓦时	17
图 42: 2026H1 江西火电发电占比达 82.92%	17
图 43: 江西 2026 年 9 月电价创年内新高 (元/千瓦时)	18
图 44: 缺煤缺电, 江西电价居全国前列	18
图 45: 公司度电成本相对维稳	18
图 46: 2025 年公司度电成本中燃料占比达 80%	18
图 47: 2026 年动力煤价格中枢上移推升火电成本	19
图 48: 全国平均电价自 2026 年 6 月触底后回升	19
表 1: 截至 2025 年末, 公司在产矿井煤炭可采储量 14.47 亿吨	9
表 2: 2026 年以来公司三大新建电厂集中投运贡献发电增量	13
表 3: 公司在运电厂合计装机容量达 796 万千瓦	14
表 4: 公司估值居可比公司较低水平 (2026 年 9 月 30 日收盘价)	19

1、煤电协同优势突出，经营质量持续提升

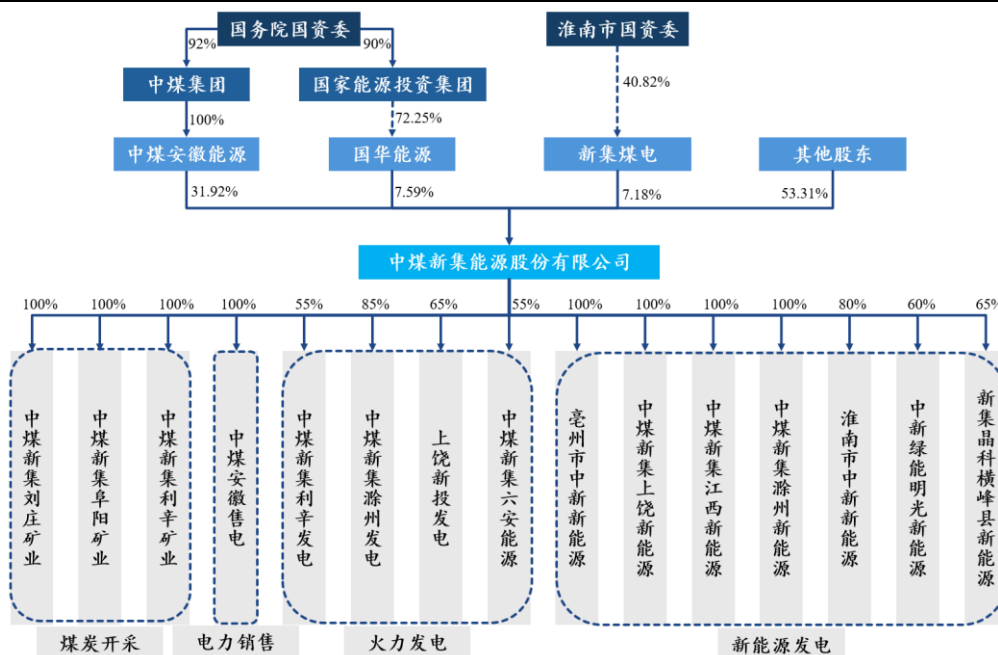
新集能源：中煤集团控股，淮南国资参股，安徽煤电一体化龙头之一。中煤新集能源股份有限公司（简称“新集能源”），总部位于安徽省淮南市，主营煤炭生产销售（动力煤为主）、火力发电，煤电一体经营，为安徽四大煤炭龙头企业之一。公司前身淮南新集能源，起源于1989年新集煤矿开发建设，1994年前身成立，1997年剥离部分非经营性资产由国投煤炭等发起设立，更名为国投新集能源，2007年于上交所上市。截至2026Q2末，控股股东中煤集团持有公司31.92%股份，淮南国资委持有7.18%股份，股权结构为央企控股、地方国资参股。2026年9月公司公告中煤集团划转其股份至其新设子公司中煤安徽能源，完成后中煤安徽能源将成为公司直接控股股东，中煤集团为间接控股股东，实控人国务院国资委不变。本次股权划转有助于公司加强区域协同，提高管理效率。

图1：公司煤电一体经营，为安徽四大煤炭龙头企业之一



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

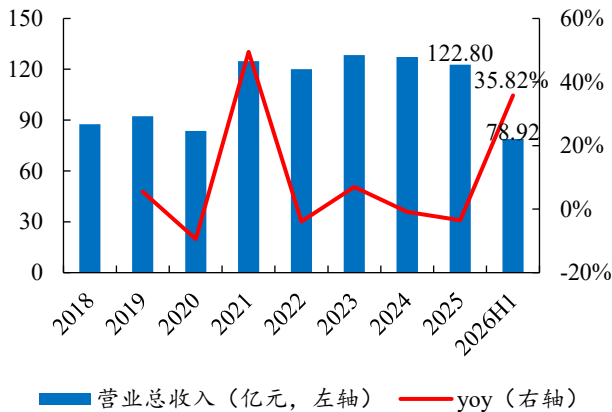
图2：股份划转完成后，中煤安徽能源预计持有公司31.92%股份



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

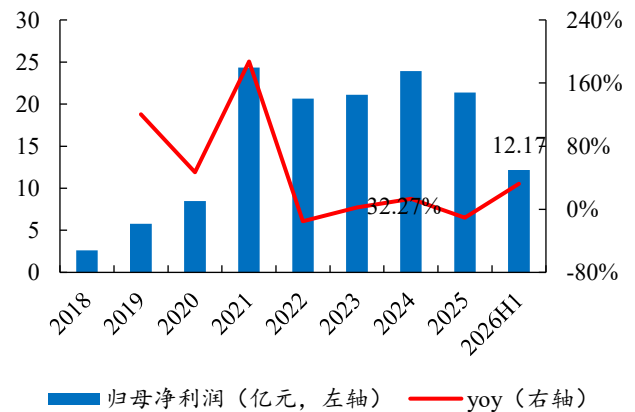
受益于煤价上行及新电厂投产，2026H1 公司归母净利润同比+32.27%。受益于煤价上行、上饶电厂等发电产能释放驱动，2026H1 公司实现总营收 78.92 亿元，yoy+35.82%，实现归母净利润 12.17 亿元，yoy+32.27%，其中 2026Q2 实现归母净利润 6.69 亿元，yoy+72.22% (2026Q1yoy+3.08%)。公司自 2019 年持续优化资产结构，煤炭业务基本盘稳定、电力业务放量，公司运营效率不断提高。2026H1 公司毛利率/净利率/ROE 分别为 34.53%、16.11%、6.96%，分别同比-3.81/-1.14/+1.20pct，ROE 居可比公司前列。

图3：2026H1 公司营业总收入同比+35.82%



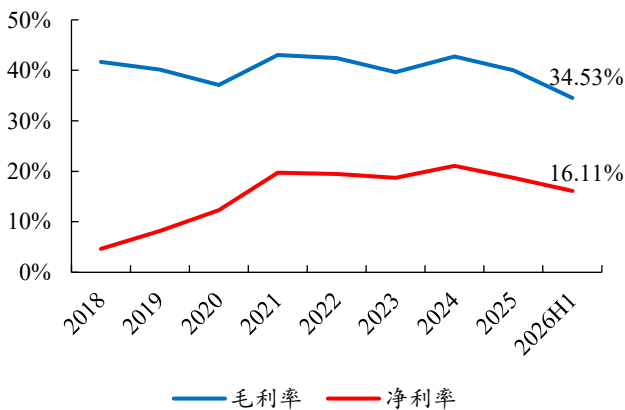
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026H1 公司归母净利润同比+32.27%



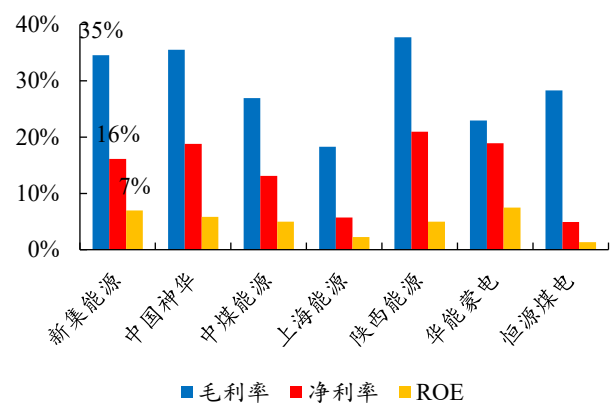
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026H1 公司净利率同比-1.14pct



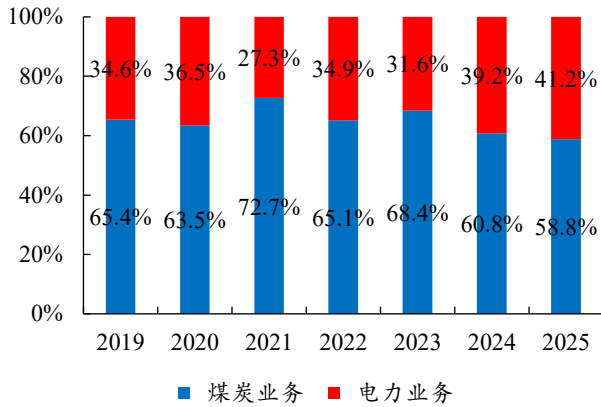
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2026H1 公司 ROE 居可比公司前列

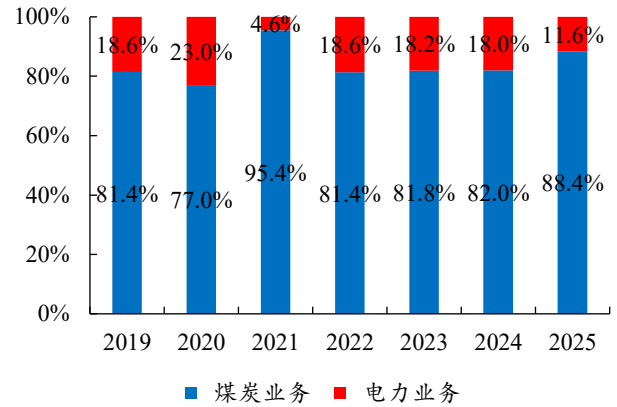


数据来源：Wind、开源证券研究所

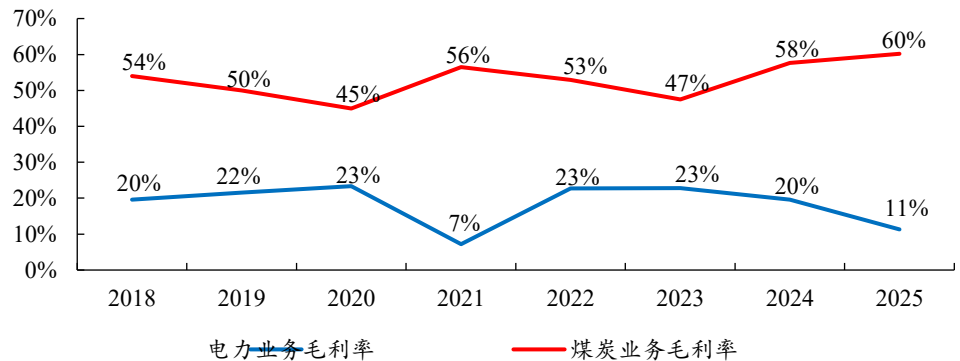
煤炭业务贡献核心毛利，电力业务营收占比稳步提升。2025 年公司煤炭、电力业务营收占比分别为 58.8%、41.2%，毛利占比分别为 88.4%、11.6%，煤炭业务贡献公司核心利润。电力业务营收占比由 2019 年的 34.6% 提升至 2025 年的 41.2%，电力业务规模持续扩张，受电价下行影响，2025 年毛利承压。2026 年电价进一步下行，但伴随公司新电厂投产，公司电力业务区域结构优化，煤电一体化程度提升，电力业务营收有望进一步增长。

图7：2025 年公司煤炭业务营收占比达 58.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年公司煤炭业务毛利占比达 88.4%


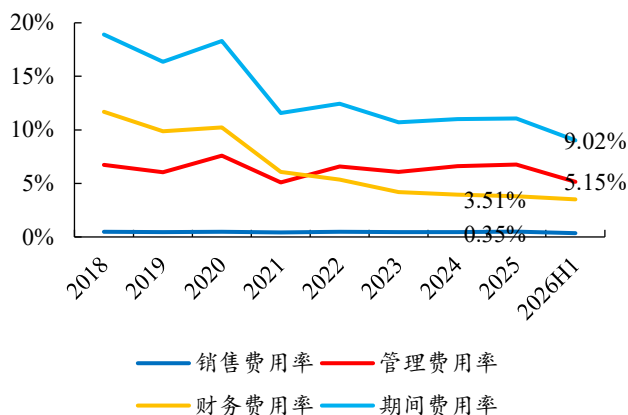
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年公司电力/煤炭业务毛利率分别为 11.28%/60.19%


数据来源：Wind、开源证券研究所

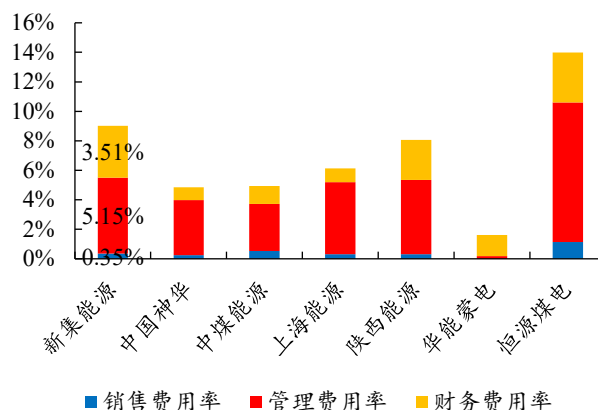
公司期间费用率持续优化，管理费用率仍有较大下降空间。2026H1 公司期间费用率 9.02%，yoy-1.88pct，销售/管理/财务费用率为 0.35%/5.15%/3.51%，yoy-0.09/-1.10/-0.70 pct。横向比较看，公司期间费用率处于可比公司偏高水平，管理、财务费用率细分项均偏高，仍有较大改善空间。

图10: 2026H1 公司期间费用率同比-1.88pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

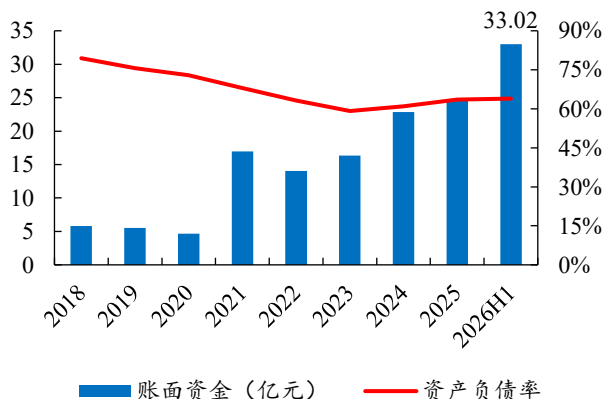
图11: 2026H1 公司管理费用率偏高, 仍有下降空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

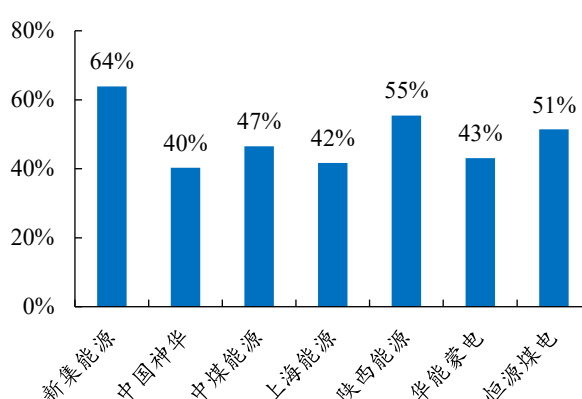
资本开支高峰已过, 资产负债率有望改善, 分红潜力打开。2026H1 公司账面资金 33.02 亿元, 较 2025 年末+33.25%。2026H1 资产负债率 63.88%, 较 2025 年末+0.35pct, 公司资产负债率高于可比公司平均水平, 主要系 2024 年以来公司加快煤电一体化布局, 新建电厂开支较大, 2025 年公司上饶等三大电厂合计资本开支 94.10 亿元, 2026 年上半年上饶、滁州、六安三大电厂陆续全部投运, 2026 年公司计划资本开支约 51.25 亿元, 后续年度资本开支集中于维持性支出、潜在新煤矿及新能源项目建设开支, 预计年度资本开支维持在 10 亿元左右, 公司资本开支高峰已过, 资产负债率有望下行, 分红比例具备客观提升条件, 预计 2026 年提升至 30%。截至 2026 年 9 月 30 日, 我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准进行预期股息率测算, 新集能源受益于业绩释放及分红比例提高, 2026 年预期股息率较 2025 年明显提升。

图12: 2026H1 公司账面资金较 2025 年末+33.25%



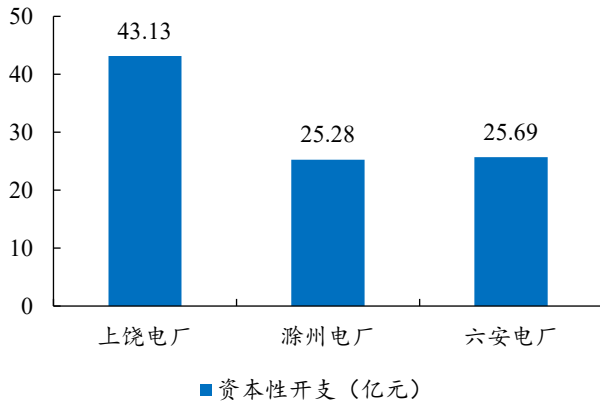
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2026H1 公司资产负债率高于可比公司平均水平



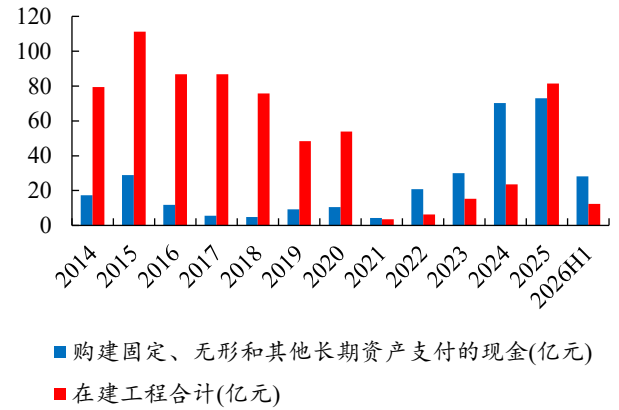
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：2025 年公司三大新建电厂资本开支达 94.10 亿元



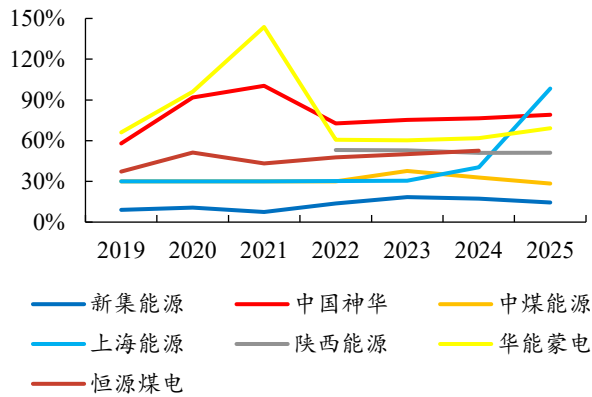
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2026H1 公司在建工程合计同比-68.71%



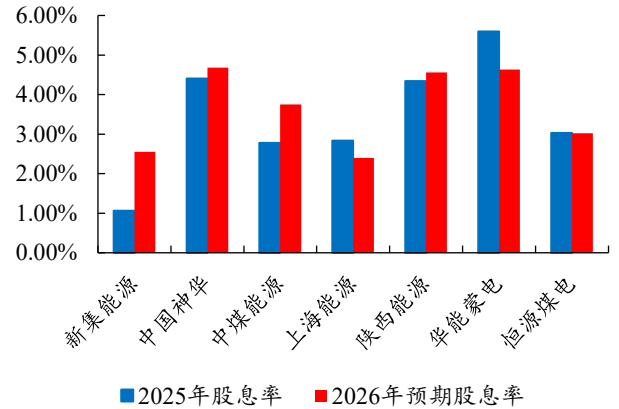
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司分红比例具有较大提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司 2026 年预期股息率预计较 2025 年明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：上海能源、恒源煤电 2025 年分红比例存在异常值，2026 年分别假设为 40%、53%。）

2、煤炭业务：地处安徽资源充足，煤种优化吨利抬升

2.1、公司煤炭资源储备充足，生产经营稳健

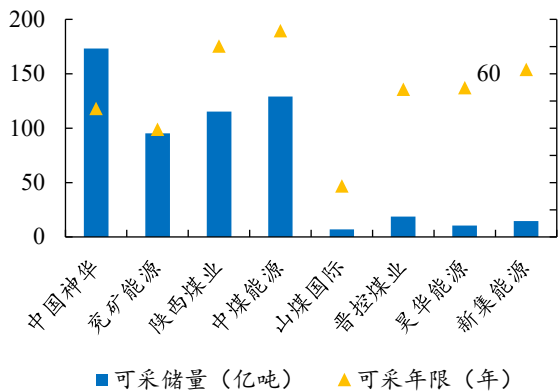
公司煤炭资源丰富，远期增量有支撑。公司地处安徽中部淮南煤炭核心生产基地，据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》（发改能源〔2005〕2633号），公司对应煤炭资源储量达 101.6 亿吨，约占安徽四大煤企 40%。截至 2025 年末，公司煤炭资源量合计 **88.26** 亿吨，其中在产矿井 5 对（新集一/二、刘庄、口孜东、板集矿）资源量合计 **34.62** 亿吨，可采储量 14.47 亿吨，核定产能 2350 万吨/年，可采年限 62 年；**杨村煤矿**去产能矿井拟推动复产对应资源量 **8.83** 亿吨，核定产能 500 万吨/年。此外公司拥有探矿权 4 处，其中罗园、连塘李、口孜西勘查区对应资源量约 **18.31** 亿吨，核定产能 510 万吨/年；刘庄深部勘查区对应资源量 26.51 亿吨。公司煤炭资源丰富，杨村煤矿推动复产（批复后建设预计 3 年左右），4 处探矿权合法有效贡献远期增量，公司远期煤炭核定产能有望由 2350 万吨/年提升至 3360 万吨/年。

表1：截至 2025 年末，公司在产矿井煤炭可采储量 14.47 亿吨

主要矿区	位置	状态	煤种	权益	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	可采年限 (年)
新集一矿	安徽省淮南市	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	4.34	1.38	180	180	77
新集二矿	安徽省淮南市	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	3.95	1.73	270	270	64
刘庄煤矿	安徽省阜阳市	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	13.89	5.89	1100	1100	54
口孜东矿	安徽省阜阳市	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	7.25	3.55	500	500	71
板集煤矿	安徽省亳州市	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	5.18	1.92	300	300	64
在产合计				100%	34.62	14.47	2350	2350	62
杨村煤矿	安徽省淮南市	推动复产中	气煤、1/3 焦煤	100%	8.83	3.84	500	500	77
已并表合计				100%	43.44	18.31	2850	2850	64
罗园勘查区	安徽省阜阳市	探矿权		100%			120	120	
连塘李勘查区	安徽省淮南市	探矿权		100%			90	90	
口孜西勘查区	安徽省淮南市	探矿权		100%			300	300	
新矿增量合计				100%	18.31		510	510	
刘庄深部勘查区	安徽省阜阳市	探矿权		100%	26.51				
深部增量合计				100%	26.51				
总计				100%	88.26		3360	3360	

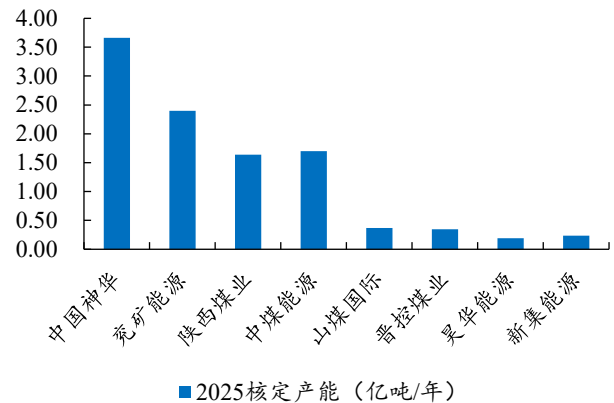
数据来源：公司公告、安徽省发改委官网、开源证券研究所

图18：2025 年公司可采年限居可比公司中上水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

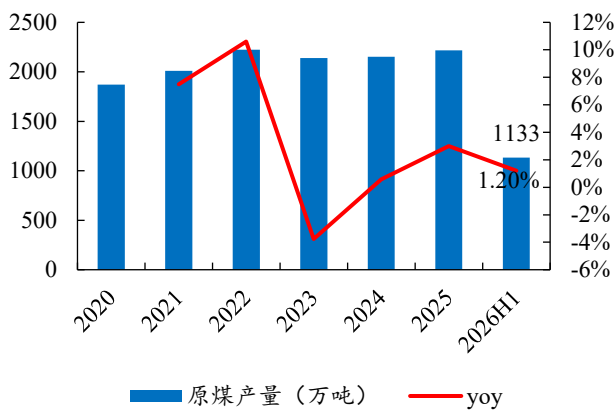
图19：2025 年公司煤炭核定产能 2350 万吨/年



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

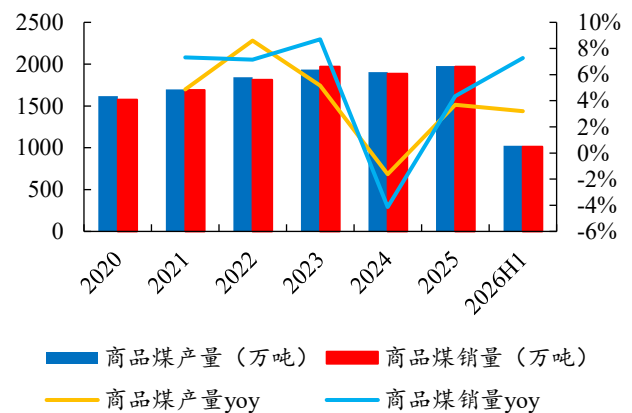
公司煤炭产量相对维稳，预计 2026 年同比持平。2021 年以来公司原煤产量稳定在 2000 万吨以上，2026H1 原煤产量达 1133.13 万吨，yoy+1.20%，商品煤产销量分别为 1025、1012 万吨，分别 yoy+3.19%、+7.27%。公司注重安全生产，年原煤产量低于 2350 万吨核定产能标准，2025 年煤炭开采洗选成本中安全费用支持占比提升至 16%（2024 年为 14%）。全国煤矿安监趋严背景下，公司生产安全稳健，预计 2026 年煤炭产销量同比持平。

图20：2026H1 公司原煤产量同比+1.20%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

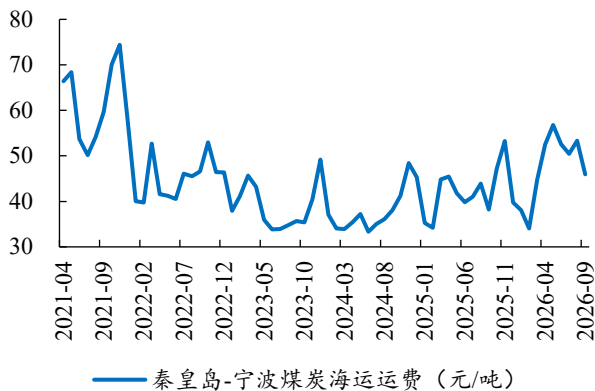
图21：2026H1 公司商品煤销量同比+7.27%



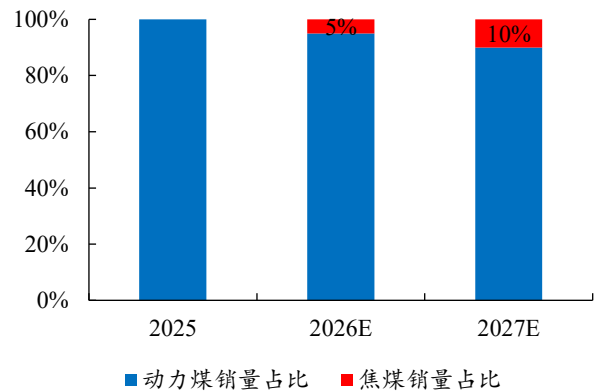
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2.2、公司销区优势明显，煤种优化吨利抬升

公司销区优势明显，煤质优良，煤炭销售逐步由 100%动力煤销售切换为动力煤、焦煤双驱。公司地处安徽，煤炭核心销往安徽及周边省市，临近华东煤炭主销区，供应灵活、运输成本低，销区优势明显。公司煤种为气煤、1/3 焦煤，具备中低灰、低硫、中高发热量等优点，2025 年及之前公司商品煤 100%按动力煤销售（2025 年虽已有部分焦煤产出，但仍按动力煤以热值计价销售），动力煤下游主要为火电、化工行业，煤质优良契合华东环保需求。2026 年受益于部分矿井开采至“一煤煤层”及销售策略优化，公司 2026 年 4 月起已单列焦煤品种进行焦原煤销售。2026 年公司焦煤产量或超 100 万吨，占比超 5%，预计 2027 年及之后公司焦煤销量稳定在 200 万吨/年以上，占比达 10%。

图22：公司煤炭供应华东地区具备运输成本优势


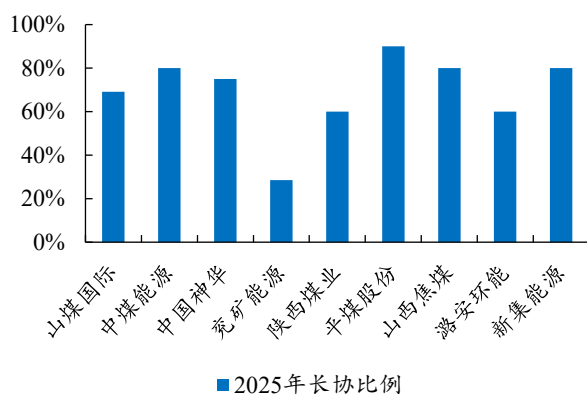
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：预计 2027 年公司焦煤销售占比提升至 10%


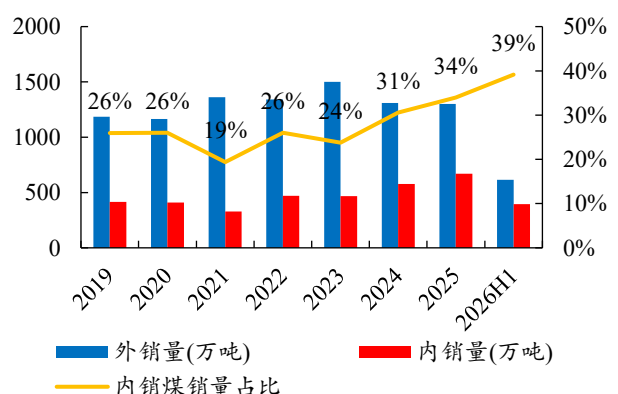
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司长协煤全部为动力煤，占煤炭销量 80%，相对维稳。2026 年公司长协煤占比达 80%，与 2025 年相近，处可比公司偏高水平。按 2027 年 2000 万吨商品煤销量测算，预计公司动力煤销量 1800 万吨，占比 90%，其中长协煤销量超 1600 万吨，占比超 80%。

煤电一体，公司动力煤内销比例有望提升以上。公司内销自供电厂煤全部为长协煤，伴随公司电厂批量投产，2026H1 公司内销煤占比提升至 39%（2021 年为 19%），预计 2026 全年或提升至 50%以上。2027 年公司 10 台发电机组满负荷运行后对应用煤量达 1600 万吨+，理论上火电用煤可全部长协内供。但同时考虑到安徽长协煤阶段性定价高于外来煤，公司利润最大化考量，公司电煤采购保留部分市场煤敞口，预计 2027 年公司内销煤占比提升至 70%以上。

图24：公司长协煤比例居可比公司偏高水平


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图25：煤电一体强化，公司煤炭内销比例提升


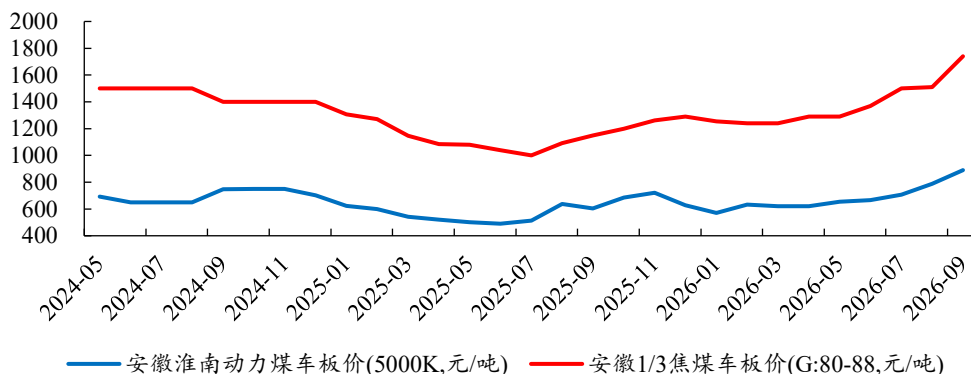
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

煤质改善+销售优化+洗选技改，焦煤新增销售带动吨煤盈利抬升。煤质改善：2026 年公司新集二矿及刘庄煤矿均已开采至“一煤煤层”（1/3 焦煤），板集、新集一矿预计未来 2-3 年、口孜东矿预计 5-8 年亦将逐步开采至一煤煤层，煤质优化及资源接续有保证，为公司焦煤销售奠定基础。**销售优化**：2026 年销售策略优化，单列焦煤销售，主动开发安徽省及周边省份钢铁、炼焦客户及选煤厂客户。**洗选技改**：2026 年 3 月公司开启刘庄煤矿洗煤厂技改（动力煤洗选转为焦煤洗选），2026 年 6 月完成改造，2026 年 7 月刘庄煤矿已开始试洗选销售 1/3 焦精煤，洗出率 50%左右，副产

品作动力煤销售。新集二矿同步推进焦煤选煤厂技改，预计 2026 年底投产。

焦煤销售带来盈利增厚，公司当前焦煤 100%市场化销售，2026 年 9 月安徽淮南 5000K 动力煤均价 890 元/吨，1/3 焦煤均价 1740 元/吨，公司动力煤、焦煤采掘交替进行，生产成本变动可忽略，由 1/3 焦原煤到 1/3 焦精煤洗选成本增加 30 元/吨(2026 年 8 月公司 1/3 焦原煤、焦精煤售价分别为 1360、1480 元/吨)，高附加值焦煤销售有望驱动公司吨煤利润增厚。

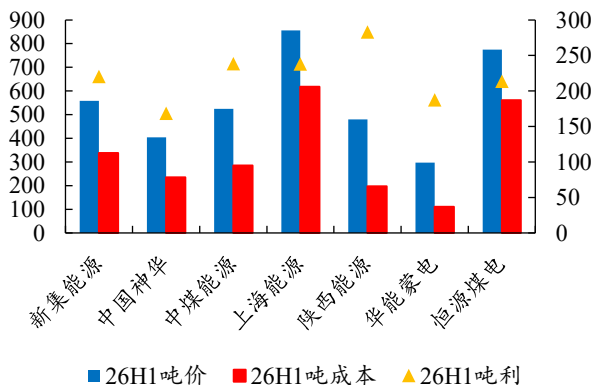
图26：焦煤价格高于动力煤，焦煤销售比例提升有助于公司吨煤盈利增厚



数据来源：Wind、开源证券研究所

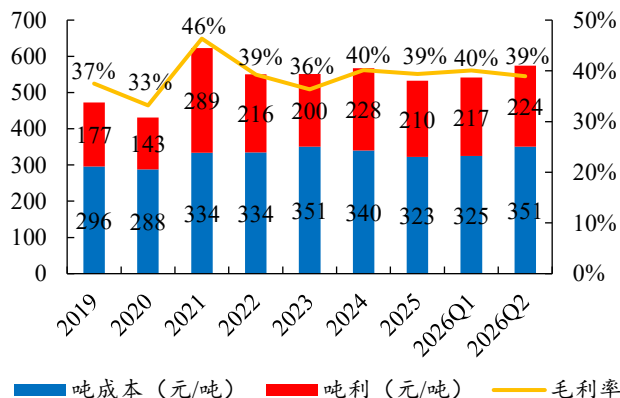
吨煤毛利季度环比改善，完全成本整体可控。2026H1 公司商品煤吨煤价格、毛利分别为 559 元/吨、220 元/吨，处可比公司平均水平，2026Q2 公司吨煤毛利 224 元/吨，季度同、环比分别+56 元/吨、+7 元/吨，吨煤毛利持续向上。2026H1 公司吨煤完全成本 448 元/吨（2026Q1 为 419 元/吨），公司吨煤成本上行系煤价上行，公司加大生产及安全成本支出，预计 2026 全年完全成本可控于 440 元/吨左右，吨煤价格抬升有望进一步释放利润。

图27：2026H1 公司吨煤毛利居可比公司平均水平



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图28：2026Q2 公司吨煤毛利环比提升



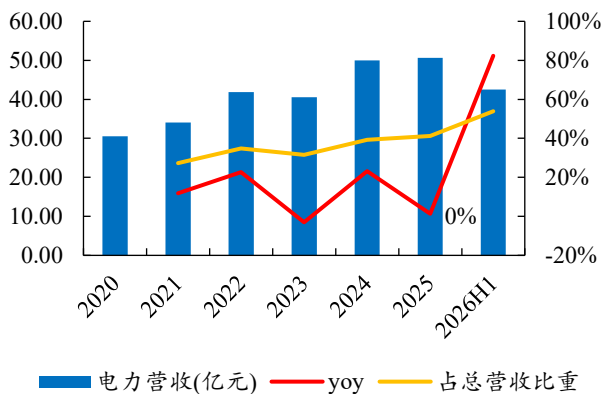
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、电力业务：新建电厂投产放量，区位优势周期上行

3.1、公司新建电厂集中投运，发电量向上煤电一体强化

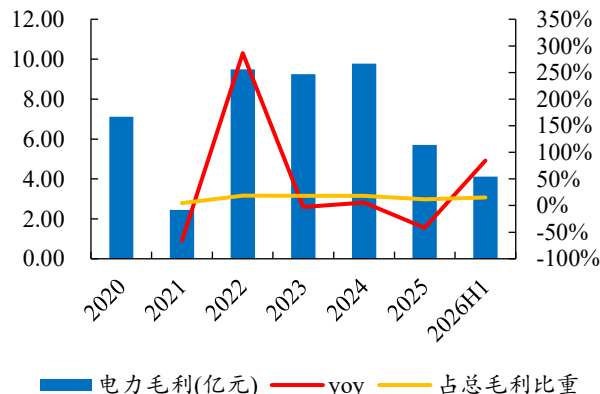
三大新建电厂集中投运贡献增量，2026H1 公司发电量同比+84.55%。公司电力业务分布于安徽、江西，截至 2026 年 6 月末全部为火力发电。2026H1 受益于上饶电厂（2*100 万千瓦）、滁州电厂（2*66 万千瓦）、六安电厂（2*66 万千瓦）集中投运驱动，公司电力业务营收及发电量显著提升，2026H1 公司电力业务营收、毛利分别为 42.54、4.11 亿元，yoy 分别+82.33%、+84.36%，发电量、售电量分别为 123、116 亿千瓦时，yoy 分别+84.55%、+85.15%。

图29：2026H1 公司电力业务营收同比+82.33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2026H1 公司电力业务毛利同比+84.36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

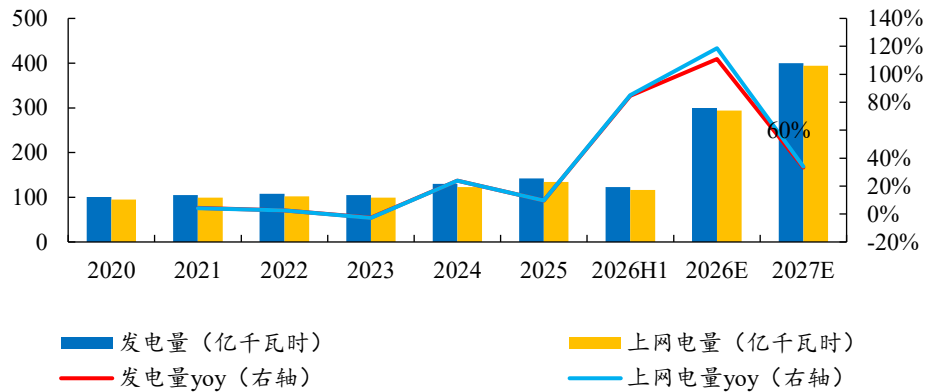
表2：2026 年以来公司三大新建电厂集中投运贡献发电增量

电厂项目	子项目	商业化运营时间	装机容量（万千瓦）
利辛电厂一期 (安徽省亳州市)	一号机组	2016/8/23	100
	二号机组	2016/10/17	100
利辛电厂二期 (安徽省亳州市)	一号机组	2024/8/31	66
	二号机组	2024/9/30	66
上饶电厂 (江西省上饶市)	一号机组	2025/12/30	100
	二号机组	2026/3/25	100
滁州电厂 (安徽省滁州市)	一号机组	2026/1/30	66
	二号机组	2026/3/27	66
六安电厂 (安徽省六安市)	一号机组	2026/4/30	66
	二号机组	2026/6/30	66

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司发电量稳步向上，2027 年发电量或达 400 亿千瓦时。公司五大控股电厂合计装机容量 796 万千瓦，参股 49%宣城电厂装机容量 129 万千瓦。此外，公司在建亳州利辛一期风电项目装机容量 10 万千瓦，项目进展良好，预计 2026 年底全部并网。伴随公司新电厂逐步满负荷运行，预计 2026 年公司发电量达 300 亿千瓦时，2027 年达 400 亿千瓦时。公司十五五期间规划火电项目 1-2 个，目前仍处报批阶段，项目储备充足，发电量稳步向上。

图31：公司发电量稳步向上，2027 年发电量或达 400 亿千瓦时



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：公司在运电厂合计装机容量达 796 万千瓦

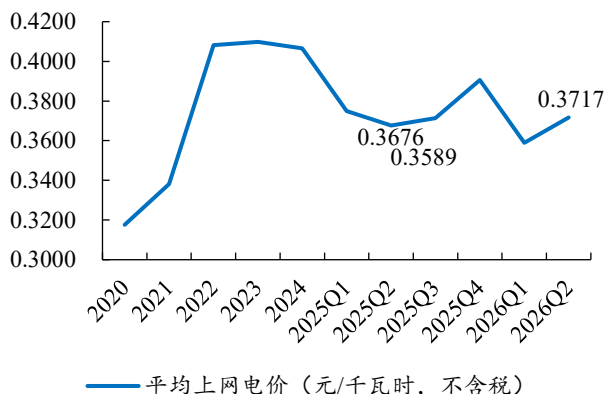
主要电厂名称	运营主体	状态	机组情况	装机容量 (万千瓦)	权益占比	权益装机容量 (万千瓦)
控股电厂						
利辛电厂一期	中煤新集利辛发电有限公司	在运行	2×1000MW 超超临界燃煤发电机组	200	55%	110
利辛电厂二期	中煤新集利辛发电有限公司	在运行	2×660MW 超超临界二次再热燃煤发电机组	132	55%	72.6
上饶电厂	上饶新投发电有限责任公司	在运行	2×1000MW 超超临界燃煤发电机组	200	65%	130
滁州电厂	中煤新集（滁州）发电有限责任公司	在运行	2×660MW 超超临界燃煤发电机组	132	85%	112.2
六安电厂	中煤新集六安能源有限公司	在运行	2×660MW 超超临界燃煤发电机组	132	55%	72.6
在运合计				796		497.4
参股电厂						
宣城电厂	中煤宣城发电有限公司	在运行	1×630MW 超临界燃煤机组 1×660MW 超超临界燃煤机组	129	49%	63.2
参股合计				129		63.2

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.2、发电区域优化电价逆势向上，周期上行已至盈利增厚可期

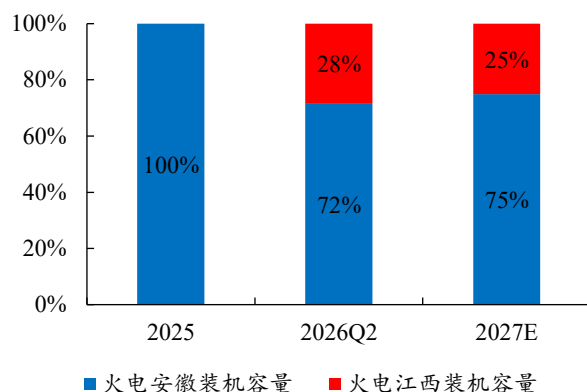
发电区域结构优化，江西上饶电厂投运带动公司 2026Q2 电价环比逆势上行。2026 上半年安徽、江西季度电价延续承压下行态势，2026Q2 安徽、江西代理电价分别为 0.3373、0.3906 元/千瓦时，分别环比-3.12%、-1.33%。江西电价高于安徽，受益于江西上饶电厂投产，2026Q2 公司区域结构优化，投运火电项目中江西装机容量占比达 28%，平均上网电价 0.3717 元/千瓦时，环比+3.57%。

图32：区域结构优化，2026Q2 公司电价环比逆势上行



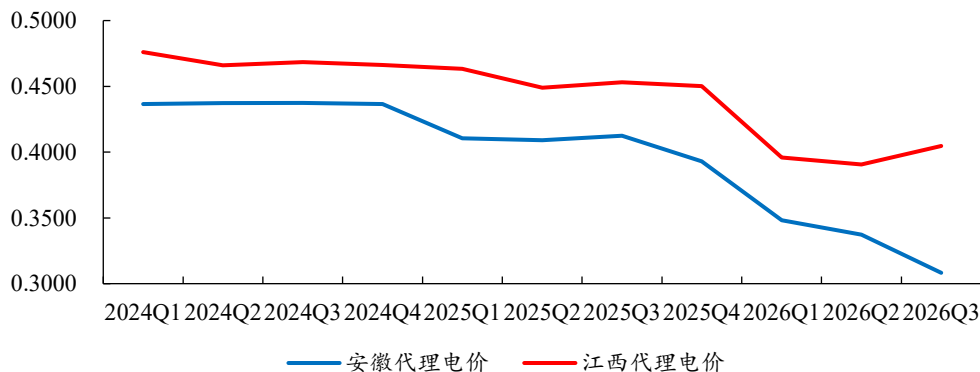
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2026Q2 公司火电江西区域装机占比达 28%



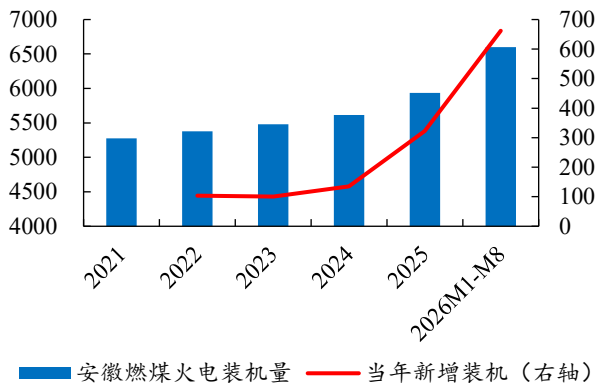
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：江西 2026Q3 代理电价环比已上移（元/千瓦时）

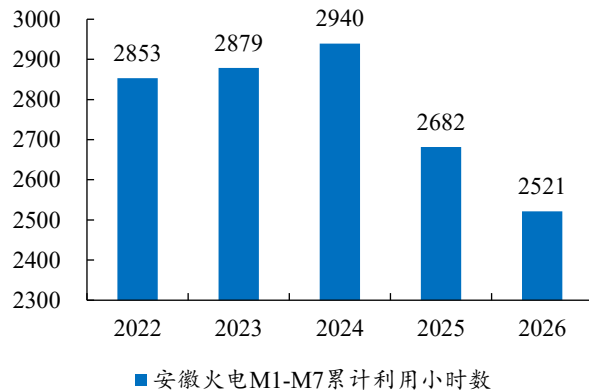


数据来源：Wind、开源证券研究所

安徽区域优势：发电端，安徽火电机组投产高峰渐过。发电端看，受十四五期间规划火电机组集中投产影响，截至2026年8月安徽2026年新增投产火电机组达662万千瓦(2025全年新增322万千瓦)，较2025全年+11.15%。火电供应短期偏充足，导致安徽2026年1-7月火电累计利用小时数降至2521小时，较2025年同期-160小时。当前安徽火电机组投产高峰已过，2027年安徽新增火电机组投产或有限。

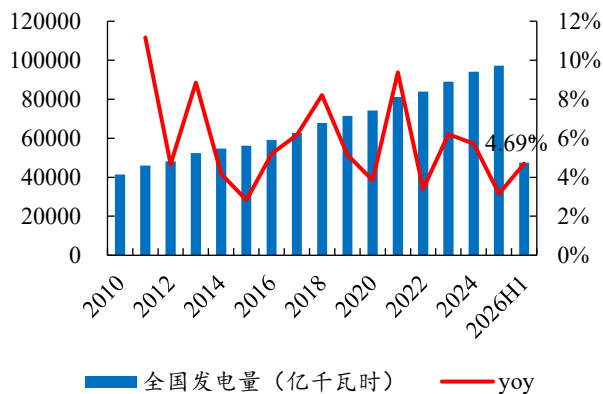
图35：2026年安徽火电机组集中投运（万千瓦）


数据来源：安徽省统计局、人民网、开源证券研究所

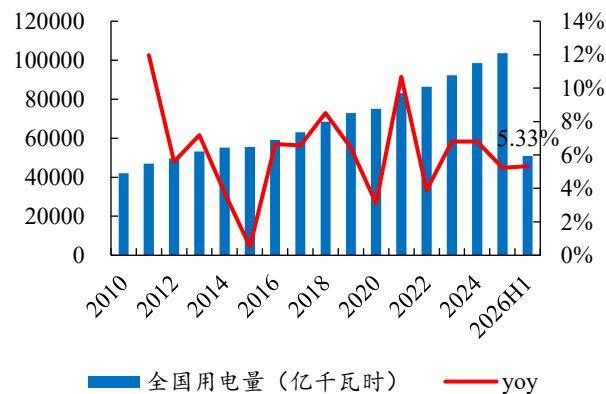
图36：安徽2026年1-7月火电累计利用小时数同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

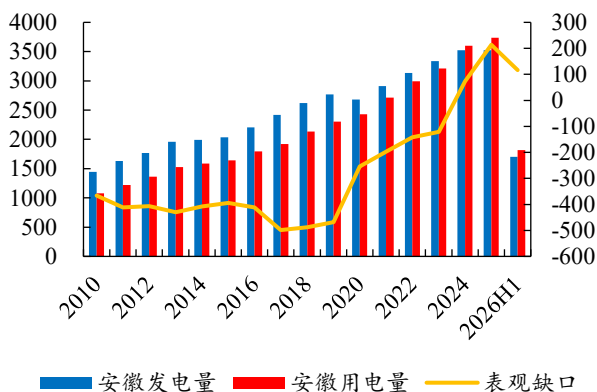
需求端，高技术制造业带动安徽电力需求高增。2026H1全国发电量、用电量分别为4.75、5.10万亿千瓦时，yoy+4.69%、+5.33%，安徽发电量、用电量分别为1700、1817亿千瓦时，yoy+6.29%、+5.78%。发电结构方面，2026H1火电发电占比达86.68%。安徽发电量同比增速高于全国平均水平，从驱动看，2026H1安徽规模以上工业增加值yoy+12.4%，其中高技术制造业yoy+44.6%，高技术制造业带动安徽电力需求高增具备持续性。

图37：2026H1全国发电量yoy+4.69%


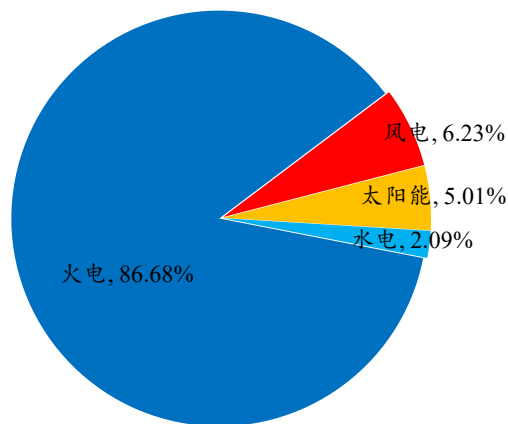
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2026H1全国用电量yoy+5.33%


数据来源：Wind、开源证券研究所

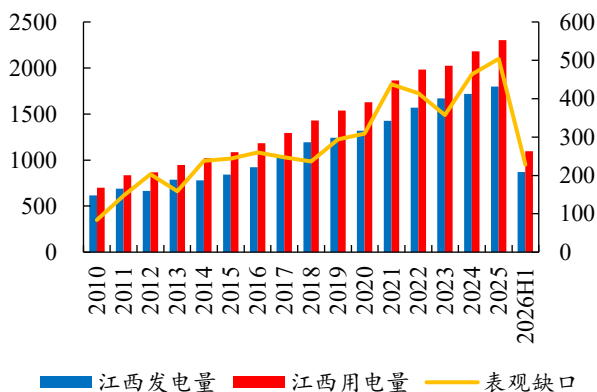
图39：2026H1 安徽用电量 yoy+5.78%


数据来源：Wind、开源证券研究所

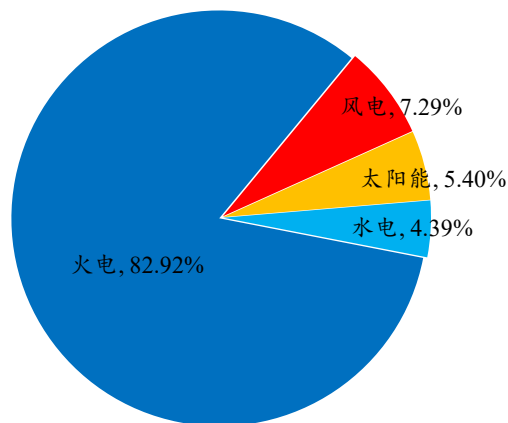
图40：2026H1 安徽火电发电占比达 86.68%


数据来源：Wind、开源证券研究所

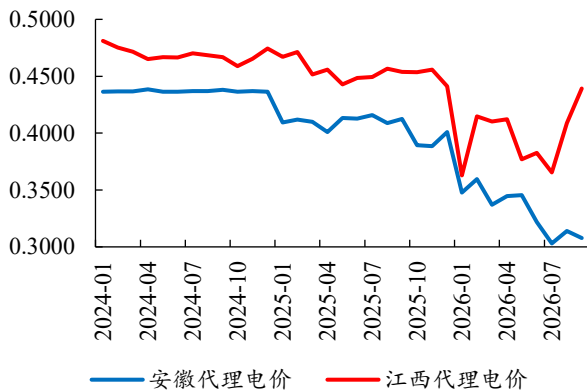
江西区位优势：缺煤缺电，电价高企，涨幅居前。据国家统计局，2026年1-8月江西规模以上原煤产量53.5万吨，yoy-10.1%，排名在23个省中居倒数第2。2026H1江西发电量、用电量分别为869、1097亿千瓦时，yoy+4.37%、+4.21%，表观电力自供缺口达228亿千瓦时。发电结构方面，2026H1火电发电占比达82.92%。缺煤缺电导致江西电价全国领先，2026年9月电网代理购电价格中，江西达0.4392元/千瓦时，创年内新高，居省级行政区前三，月度环比+7.40%，涨幅居前二。2026年9月包括安徽在内的多省电价回落，但江西环比仍保持上行，电力布局区位优势明显。

图41：2026H1 江西表观电力自供缺口达 228 亿千瓦时


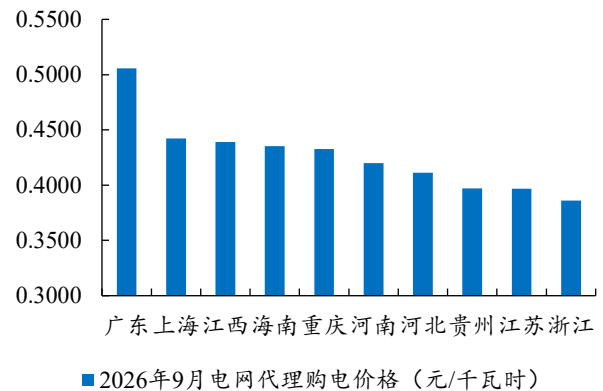
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2026H1 江西火电发电占比达 82.92%


数据来源：Wind、开源证券研究所

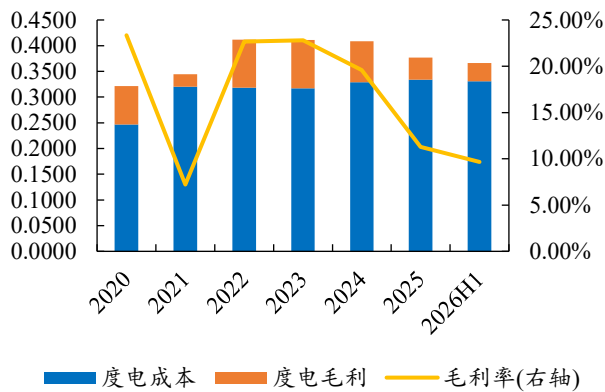
图43：江西 2026 年 9 月电价创年内新高（元/千瓦时）


数据来源：Wind、开源证券研究所

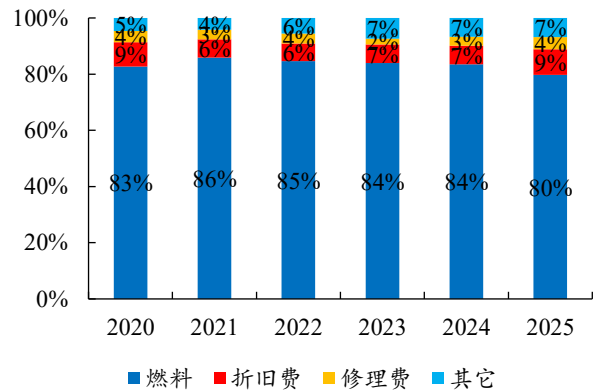
图44：缺煤缺电，江西电价居全国前列


数据来源：Wind、北极星电力市场网、开源证券研究所

电力成本可控，电价蓄势向上。从成本看，2025 年公司度电销售成本 0.3342 元/千瓦时，2026H1 度电销售成本 0.3306 元/千瓦时，完全成本 0.3458 元/千瓦时。从成本构成方面，度电成本中燃料成本占比 80%，公司当前火电机组全部投产后，年度耗煤量或超 1600 万吨，公司理论上可完全长协自供，但同时保留市场煤敞口进一步优化成本，整体成本可控。2026 年 6 月以来全国平均电价触底，2026 年 9 月全国平均电价虽环比下行，但 2026Q3 电价中枢整体环比上移，2026 年以来煤价中枢上移，我们预计 2026 年末签订电价长协或跟随上涨。

图45：公司度电成本相对维稳


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图46：2025 年公司度电成本中燃料占比达 80%


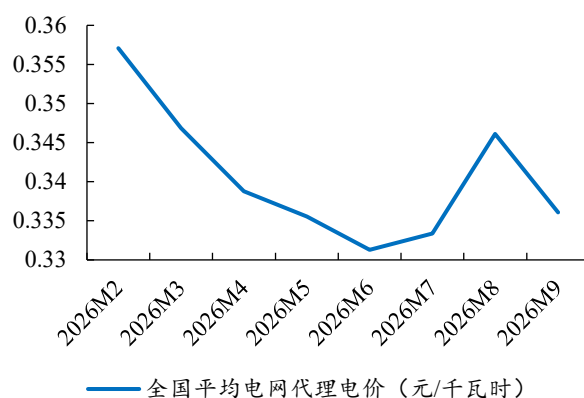
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图47：2026 年动力煤价格中枢上移推升火电成本



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：全国平均电价自 2026 年 6 月触底后回升



数据来源：Wind、北极星电力市场网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

煤炭业务：公司煤炭资源丰富，5 对在产矿井核定产能 2350 万吨/年，杨村煤矿推动复产，罗园等 4 处探矿权。产量相对维稳，远期增量有支撑。价格成本方面，公司地处安徽，销区优势明显，受益于部分矿井开采至“一煤煤层”及销售策略优化，公司煤炭销售逐步由 100%动力煤销售切换为动力煤、焦煤双驱，煤种优化吨利抬升。

电力业务：受益于上饶电厂（2*100 万千瓦）、滁州电厂（2*66 万千瓦）、六安电厂（2*66 万千瓦）集中投运驱动，公司电力业务营收及发电量显著提升，2027 年发电量或达 400 亿千瓦时。且公司发电区域结构优化，2026Q2 投运火电项目中高电价江西装机容量占比达 28%。行业层面，安徽火电机组投产高峰渐过，高技术制造业带动电力需求高增；江西缺煤缺电，电价高企创年内新高，周期上行已至。

受益于煤价上行及上饶等新电厂投产，2026H1 公司归母净利润同比+32.27%。鉴于煤价高位运行，电价周期磨底向上，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 28.65/33.61/38.30（原盈利预测分别为 28.59/33.52/38.21）亿元，EPS 为 1.11/1.30/1.48 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/8.7/7.6 倍。公司煤炭资源充足利润兑现，电力业务放量周期上行可期，煤电一体强化，分红预期抬升，维持“买入”评级。

表4：公司估值居可比公司较低水平（2026 年 9 月 30 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601088.SH	中国神华	47.80	2.66	3.20	3.16	3.31	18.0	14.9	15.1	14.4
601898.SH	中煤能源	13.80	1.35	1.55	1.66	1.83	10.2	8.9	8.3	7.5
600508.SH	上海能源	10.58	0.31	0.68	0.77	0.84	34.1	15.6	13.7	12.6
001286.SZ	陕西能源	9.45	0.80	0.84	0.92	0.95	11.8	11.2	10.2	9.9
600863.SH	华能蒙电	4.72	0.34	0.32	0.36	0.37	13.9	14.9	13.2	12.6
600971.SH	恒源煤电	8.19	-0.16	0.56	0.67	0.91	-51.3	14.6	12.2	9.0
均值							6.1	13.4	12.1	11.0
601918.SH	新集能源	11.29	0.82	1.11	1.30	1.48	13.7	10.2	8.7	7.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除陕西能源、华能蒙电 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

（1）煤价及电价上行不及预期：公司主营煤炭与火力发电业务，煤价电价上行不及预期可能对公司盈利能力产生影响。

（2）生产安全风险：公司煤矿若遇严重生产安全事故，则面临停产整顿风险。

（3）环保趋严风险：随着节能减排及环保政策持续强化，公司环保投入及运营成本或进一步增加，可能对盈利水平形成一定压力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4033	4932	7658	6970	9837
现金	2286	2478	3608	4588	5317
应收票据及应收账款	1019	929	2092	671	2381
其他应收款	141	140	257	185	303
预付账款	33	158	113	189	144
存货	308	340	660	444	758
其他流动资产	246	886	928	892	934
非流动资产	40633	48103	50040	48123	47543
长期投资	860	925	1092	1261	1424
固定资产	26037	29055	37741	36280	34637
无形资产	1953	1938	1966	1971	1985
其他非流动资产	11782	16185	9241	8612	9497
资产总计	44666	53035	57698	55093	57379
流动负债	9893	13222	18272	16627	18698
短期借款	1391	1971	1971	1971	1971
应付票据及应付账款	3177	4587	9619	8305	9908
其他流动负债	5325	6665	6683	6351	6819
非流动负债	17358	20469	17350	12976	9031
长期借款	14508	17900	14781	10407	6461
其他非流动负债	2850	2569	2569	2569	2569
负债合计	27251	33692	35622	29603	27729
少数股东权益	1858	2383	2561	2986	3682
股本	2591	2591	2591	2591	2591
资本公积	2174	2181	2181	2181	2181
留存收益	9823	11544	14077	17250	21058
归属母公司股东权益	15556	16961	19515	22504	25968
负债和股东权益	44666	53035	57698	55093	57379

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3458	3104	8893	5675	6081
净利润	2683	2296	3043	3786	4526
折旧摊销	1492	1708	2092	2429	2484
财务费用	503	468	-46	-451	-760
投资损失	-126	-90	-103	-106	-100
营运资金变动	-1151	-1393	3903	2	-97
其他经营现金流	56	114	4	15	28
投资活动现金流	-7007	-7217	-3920	-401	-1801
资本支出	7015	7293	3863	343	1741
长期投资	0	0	-166	-169	-163
其他投资现金流	7	76	109	111	103
筹资活动现金流	4200	4360	-3843	-4294	-3551
短期借款	-161	580	0	0	0
长期借款	5547	3392	-3120	-4374	-3946
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	6	0	0	0
其他筹资现金流	-1190	382	-724	80	394
现金净增加额	650	247	1130	980	729

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12727	12280	17369	19344	21366
营业成本	7289	7366	11364	12547	13660
营业税金及附加	446	513	726	808	893
营业费用	58	61	86	96	106
管理费用	841	832	1112	1219	1325
研发费用	1	5	6	5	7
财务费用	503	468	-46	-451	-760
资产减值损失	-13	-73	-51	-64	-87
其他收益	13	13	12	13	13
公允价值变动收益	10	-3	4	4	2
投资净收益	126	90	103	106	100
资产处置收益	0	0	2	1	1
营业利润	3729	3030	4181	5160	6132
营业外收入	45	47	58	50	51
营业外支出	48	19	33	33	28
利润总额	3726	3058	4206	5176	6155
所得税	1043	762	1163	1390	1629
净利润	2683	2296	3043	3786	4526
少数股东损益	290	160	178	426	696
归属母公司净利润	2393	2136	2865	3361	3830
EBITDA	6192	5992	6867	8019	8890
EPS(元)	0.92	0.82	1.11	1.30	1.48

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-0.9	-3.5	41.4	11.4	10.5
营业利润(%)	10.0	-18.7	38.0	23.4	18.8
归属于母公司净利润(%)	13.4	-10.7	34.1	17.3	14.0
获利能力					
毛利率(%)	42.7	40.0	34.6	35.1	36.1
净利率(%)	18.8	17.4	16.5	17.4	17.9
ROE(%)	15.4	11.9	13.8	14.9	15.3
ROIC(%)	9.7	7.8	8.6	10.5	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	63.5	61.7	53.7	48.3
净负债比率(%)	98.3	113.5	78.1	46.6	24.3
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	13.6	12.6	11.5	14.0	14.0
应付账款周转率	2.7	1.9	1.6	1.4	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.82	1.11	1.30	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.20	3.43	2.19	2.35
每股净资产(最新摊薄)	6.01	6.55	7.53	8.69	10.02
估值比率					
P/E	12.2	13.7	10.2	8.7	7.6
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.8	8.9	7.1	5.5	4.5

数据来源：聚源、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

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

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

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