

平煤股份（601666.SH）

困境反转的中南地区焦煤龙头

优于大市

核心观点

平煤股份是中国平煤神马集团核心煤炭上市平台，中南地区稀缺焦煤龙头企业。公司2006年上市，是河南省核心煤炭上市主体，背靠重组后资产规模超5900亿元的平煤神马集团，实控人为河南省国资委。多年来公司聚焦优质炼焦煤赛道，形成以稀缺焦煤为核心、混煤为补充的产品体系。

焦煤资源禀赋是公司最核心的护城河，客户粘性突出，同时产能具备较大扩张潜力。公司煤炭资源储量近30亿吨，大多数煤矿的剩余可采年限超20年，截至2025年底在产产能3233万吨/年，核心产品为优质低硫主焦煤、肥煤、1/3焦煤等稀缺煤种，其中低硫主焦煤品质国内领先，2025年公司旗下“平煤主焦一号”获批大连商品交易所首批焦煤品牌，品牌升水225元/吨，稀缺主焦煤品质获得市场权威认证。公司产销体系成熟，其高品质焦煤是炼焦配煤中不可替代的骨架煤种、客户粘性突出，长协占比较高。公司产能中期增量来自新疆铁厂沟一号井600万吨规划产能，其中一期300万吨产能计划2028年投产，此外集团年产270万吨煤炭资产有望注入；长期看则受益于豫煤两大集团战略重组红利，扩张潜力较大。

周期拐点叠加产量修复，业绩弹性可期。公司深耕精煤赛道，推行“大精煤”战略，精煤业务为公司核心利润支柱，盈利能力远超其他煤种。量：2024、2025年受高瓦斯矿井安全整顿、检修约束，公司精煤产量明显下滑，但随着事故影响消退，精煤产量逐渐修复，2026Q1精煤产量335万吨，销量339万吨，若按照简单年化，能够实现全年1308万吨产量目标，该目标同比增幅261万吨。这种情况下煤价只要温和修复，利润中枢也将显著高于2025年。价：2023年以来，在下游钢铁行业需求疲软、进口冲击等的影响下，焦煤价格持续震荡回调，于2025年深跌至底部，2026年在特别重大安全事故影响下山西煤炭产能释放受限，稀缺主焦煤供需格局偏紧，煤价中枢企稳回升，2026年7月已站上2000元/吨（含税），业绩修复预期增强；中期看，主焦煤资源稀缺，未来或面临结构性短缺，预计价格维持高位震荡。

盈利预测与估值：预计公司2026-2028年归母净利润分别为15.1/15.8/16.6亿元，对应PE分别为12.2/11.7/11.1。我们认为公司合理估值区间在人民币8.0-8.6元之间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：煤炭等大宗商品价格波动风险、安全事故影响、产能释放不及预期、分红率不及预期、关联交易风险、资产注入不及预期，可转债转股影响股价风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	30,281	20,532	26,272	26,650	27,028
(+/-%)	-4.1%	-32.2%	28.0%	1.4%	1.4%
归母净利润(百万元)	2283	231	1512	1578	1655
(+/-%)	-43.0%	-89.9%	553.7%	4.4%	4.9%
每股收益(元)	0.92	0.09	0.61	0.64	0.67
EBIT Margin	14.9%	6.9%	12.5%	12.6%	12.6%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	0.9%	6.0%	6.1%	6.2%
市盈率 (PE)	8.1	79.7	12.2	11.7	11.1
EV/EBITDA	8.1	14.1	8.3	7.7	7.4
市净率 (PB)	0.74	0.75	0.73	0.71	0.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

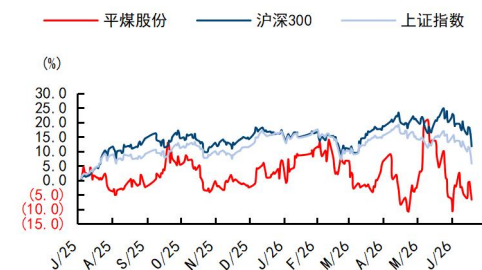
huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	8.00 - 8.60 元
收盘价	7.47 元
总市值/流通市值	18446/18446 百万元
52 周最高价/最低价	10.15/7.03 元
近 3 个月日均成交额	375.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
中南地区主焦煤龙头企业	5
经营与煤价周期高度绑定，分红率保持较高水平	8
拥有稀缺的优质焦煤资源	10
煤种禀赋是最核心护城河	10
区位优势明显，客户群体稳定	12
内增外延，产能仍有较大扩张潜力	13
业绩触底反弹核心：产量修复&价格反弹&成本可控	16
随着事故影响消退，精煤产量逐渐修复	16
沁源煤炭事故后供应偏紧，焦煤价格明显反弹	16
控本提效，放大利润弹性	18
焦炭业务：期待盈利改善	21
同业比较	21
盈利能力	22
营运能力	23
偿债能力	24
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	25
估值与投资建议	26
相对估值	26
投资建议	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 截至 2025 年底公司股权结构图	6
图 2: 公司发展历程图	7
图 3: 公司营收与净利润变化 (亿元)	8
图 4: 2025 年公司主要业务营收占比	8
图 5: 2025 年公司主要业务毛利占比	8
图 6: 公司营业收入及增速 (亿元)	9
图 7: 公司归母净利润及增速 (亿元)	9
图 8: 经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)	9
图 9: 货币资金变化 (亿元)	9
图 10: 分红金额及分红率变化 (亿元)	10
图 11: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化 (亿元)	10
图 12: 公司 ROE 变化	10
图 13: 资产负债结构	10
图 14: 公司原煤、精煤产量 (万吨)	11
图 15: 公司精煤产量占比变化	11
图 16: 公司煤炭入洗量变化	12
图 17: 公司精煤产量及洗出率 (万吨)	12
图 18: 公司下游客户占比情况	13
图 19: 公司动力煤、焦煤、其他洗煤产量 (万吨)	16
图 20: 公司动力煤、焦煤、其他洗煤销量 (万吨)	16
图 21: 公司动力煤、焦煤、其他洗煤吨煤售价 (元/吨)	16
图 22: 公司动力煤、焦煤、其他洗煤吨煤毛利 (元/吨)	16
图 23: 河南平顶山焦煤价格 (元/吨)	17
图 24: 河南平顶山 1/3 焦煤价格 (元/吨)	17
图 25: 我国炼焦煤分煤种储量占比	18
图 26: 我国炼焦煤分地区产量占比	18
图 27: 国内炼焦煤产量见顶	18
图 28: 我国分来源炼焦煤进口情况 (万吨)	18
图 29: 吨煤销售成本对比 (元/吨)	18
图 30: 吨焦煤销售成本对比 (元/吨)	18
图 31: 公司吨煤生产成本构成	19
图 32: 公司减员提效成效显著	20
图 33: 公司人员结构持续优化	20
图 34: 公司分煤种成本变化 (元/吨)	20
图 35: 公司平均吨煤成本变化 (元/吨)	20
图 36: 可比公司营业收入 (亿元)	22
图 37: 可比公司归母净利润 (亿元)	22

图 38: 可比公司 ROE (%)	22
图 39: 可比公司 ROA (%)	22
图 40: 可比公司毛利率 (%)	23
图 41: 可比公司净利率 (%)	23
图 42: 可比公司存货周转天数 (天)	23
图 43: 可比公司应收账款周转天数 (天)	23
图 44: 可比公司总资产周转率	23
图 45: 可比公司净营业周期	23
图 46: 可比公司资产负债率 (%)	24
图 47: 可比公司 EBITDA/带息债务	24
图 48: 可比公司货币资金/短期债务	24
图 49: 可比公司现金流量利息保障倍数	24
表 1: 公司煤炭产能和储量情况 (万吨)	11
表 2: 公司主要销售客户情况	12
表 3: 集团营业收入构成 (亿元)	14
表 4: 集团毛利润情况 (亿元)	14
表 5: 截至 2025 年 3 月末河南能源主要在建矿井情况 (亿元)	14
表 6: 截至 2025 年 3 月末河南能源在产矿井总产能 8615 万吨/年	15
表 7: 公司吨煤生产成本情况 (元/吨)	19
表 8: 公司归母净利润弹性测算	21
表 9: 集团可注入焦炭资产梳理	21
表 10: 平煤股份业务拆分	25
表 11: 未来 3 年盈利预测表	25
表 12: 同类公司估值比较	26

公司概况

中南地区主焦煤龙头企业

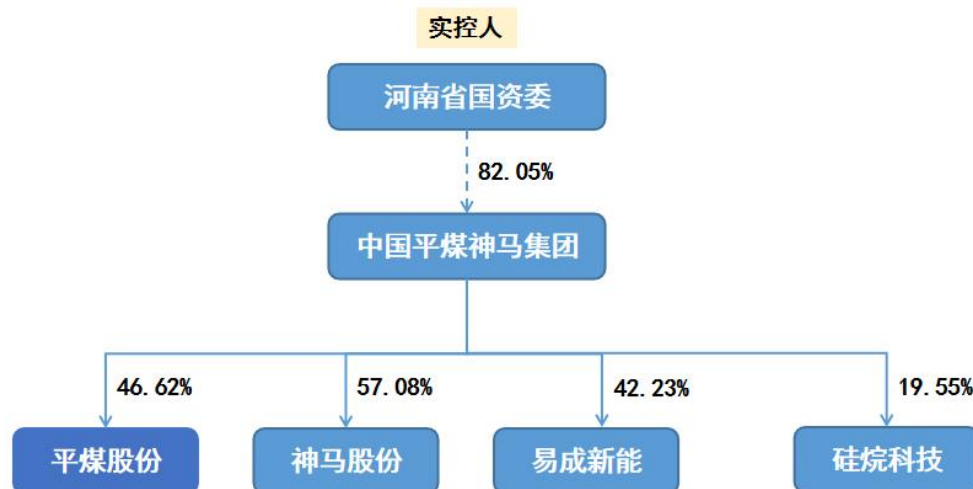
平煤股份主营业务为煤炭开采、洗选加工和销售，主要产品为冶炼精煤与混煤，煤种禀赋是公司最核心的护城河。公司 1998 年成立，2006 年登陆上海证券交易所，控股股东为中国平煤神马控股集团，截至 2025 年 12 月 31 日控股股东持股占比 46.62%。河南省已于 2025 年 9 月对平煤神马集团与河南能源集团实施战略重组，未来公司潜在资源整合空间潜力较大。公司实控人是河南省国资委。

2025 年 9 月河南省委、省政府决定对河南能源集团有限公司和中国平煤神马控股集团有限公司实施战略重组。2026 年 1 月，河南省国资委与河南能源集团、中国平煤神马集团于通知当日正式签署《中国平煤神马控股集团有限公司增资协议》。根据协议约定，河南省国资委以其持有的河南能源集团 100% 股权按照经评估的公允价值对中国平煤神马集团增资，增资完成后，河南能源集团将成为中国平煤神马集团的全资子公司。

控股股东中国平煤神马集团（2025.09 重组前）是跨区域、跨行业、跨所有制经营的国有特大型集团。中国平煤神马控股集团有限公司由两家老牌中国 500 强企业——原平煤集团、原神马集团战略整合组建，其中，原平煤集团为国家“一五”规划的重点项目之一，是新中国自行勘探设计、开发建设的第一个特大型煤炭基地，素有“中原煤仓”之称；原神马集团是改革开放之初国家第一批引进的 9 个重点建设项目之一，是当时国内唯一一家全套引进日本先进设备技术、生产尼龙 66 工业丝和浸胶帘子布的现代化企业，结束了我国高品质轮胎骨架材料长期依赖进口的历史。重组后，集团逐渐形成以煤盐为源头的多条特色产业链，形成煤炭、尼龙新材料、硅基新能源、碳基电极多元协同产业矩阵，资产总额超 2800 亿元。集团控股平煤股份、神马股份、易成新能、硅烷科技 4 家上市公司，6 家专精特新企业挂牌新三板。产品端全球竞争壁垒突出：主要产品主焦煤品质、轮胎骨架材料产能世界领先，尼龙 66 盐、工程塑料产能位居亚洲第一方阵，硅烷气、单晶硅电池片、超高功率石墨电极产能位居全国前列，产品辐射亚欧美 40 多个国家和地区。

河南能源集团是先后经过 2008 年 12 月和 2013 年 9 月两次战略重组成立的省管重要骨干企业。集团注册资本金 210 亿元，现有职工 13.7 万人，产业涉及煤炭、化工新材料、电力及新能源、现代物贸等，主要分布在省内 16 个省辖市、国内 12 个省（区、市）和香港特别行政区，以及澳大利亚、新加坡等，拥有煤炭资源储量 284 亿吨，化工产品产能近 1000 万吨。集团拥有生产矿井 52 对，产能 8865 万吨；规模以上化工企业 34 家，化工装置 94 套。控股大有能源、九夭化工 2 家上市公司。

图1：截至 2025 年底公司股权结构图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

平煤股份自新中国“一五”时期矿区奠基起步，历经矿务局体制建设、国企股份制改制、A 股资本化上市扩张、主业聚焦优化调整，最终完成向智能化、高端化、高盈利主焦煤龙头企业的迭代升级，依托集团煤化一体化布局，成长为中南地区规模最大、具备品牌溢价壁垒的核心炼焦煤上市平台。

第一阶段：矿区奠基初创期（1950—1997 年）——打造中原核心煤炭基地

公司煤炭核心资产溯源至国家“一五”重点规划的平顶山矿区，作为新中国首座自主勘探、设计、建设的特大型煤炭基地，拥有“中原煤仓”稀缺主焦煤资源禀赋；1955 年矿区首座矿井二矿开工建设，1957 年平顶山矿务局正式设立，持续规模化开采优质炼焦煤保障全国钢铁、焦化原料供给，1975 年原煤产量突破千万吨，跻身全国头部矿务局；1996 年平顶山矿务局完成政企改制，设立平顶山煤业（集团）有限责任公司，事业单位全面转型市场化国有煤炭主体，为后续股份制改造、资产证券化完成制度铺垫。

第二阶段：股份制设立与上市平台成型期（1998—2008 年）——登陆资本市场、夯实精煤主业

1998 年原平煤集团作为主发起人，联合多家机构设立平顶山天安煤业股份有限公司（平煤股份），此后公司先后收购八矿及八矿选煤厂、三矿一厂（五矿、十矿、十二矿、七星洗煤厂），并向平煤集团转让资源枯竭型矿井的高庄矿、大庄矿，资产持续优化。2006 年公司在上交所挂牌上市，2006 年底收购平煤集团十三矿、朝川矿、香山矿，2007—2008 年煤炭黄金周期内，公司商品煤产销稳步放量，驱动业绩大幅增长。2008 年底河南省推动原平煤集团与原神马集团等的战略重组，组建中国平煤神马能源化工集团，打通“煤—尼龙新材料”一体化全产业链，中国平煤神马集团成为上市公司的母公司，上市公司实控人由河南省煤炭工业管理局变更为河南省国资委。

第三阶段：资源整合与周期调整期（2009—2020 年）——资源优化、底部蓄力

2009 年公司收购集团二矿、九矿、天力等多座矿井资产，大幅扩充主焦煤产能与资源储量；2012—2015 年煤炭行业深度下行周期，煤价持续承压拖累公司盈利，公司同步推进内部资产优化，剥离低效亏损矿井，收缩非优质煤种业务——2016 年公司向控股股东出售了三矿、七矿公司 100% 股权及朝川矿二井、三井整体资

产和负债，聚焦高附加值稀缺主焦煤主业，优化资产盈利结构、降低安全与经营包袱；2017 年全国煤炭供给侧结构性改革持续推进，行业产能收缩带动焦煤价值重估，公司持续推进“大精煤战略”，加大配套洗选设施投入、提升精煤产出占比，持续强化主焦煤产品溢价能力，完成周期底部产业结构蓄力。

第四阶段：高质量发展与产能价值释放期（2021 年至今）——聚焦主业、塑造品牌壁垒

2021 年公司推出限制性股票激励计划，向 679 名管理层、核心技术骨干授予股权，绑定核心团队长期利益，完善长效激励机制、激发矿山智能化技术研发动能。2022 年行业景气上行，公司全年营收、利润总额创下上市以来历史新高，同步维持高比例现金分红稳定股东回报。2023 年公司成功发行 29 亿元可转债，募集资金大部分投向煤矿智能化建设改造项目，以强化安全生产、保障生产稳定性并提高生产效率。公司落地“东引西进”资源扩张战略，2024 年以 17.48 亿元竞得 16.68 亿吨新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查探矿权，2025 年收购四棵树煤矿 60%股权。期间公司响应国家回购增持再贷款政策，先后落地两轮大额股份回购，2023-2024 年斥资近 3 亿元回购 2844 万股，2024-2025 年加码至近 10 亿元回购 1.04 亿股，两轮合计耗资约 13 亿元，全部足额完成回购上限，股份均用于员工激励。2025 年公司旗下“平煤主焦一号”获批大连商品交易所首批焦煤品牌，品牌升水 225 元/吨。稀缺主焦煤品质获得大宗商品市场权威认证，行业定价话语权持续增强。

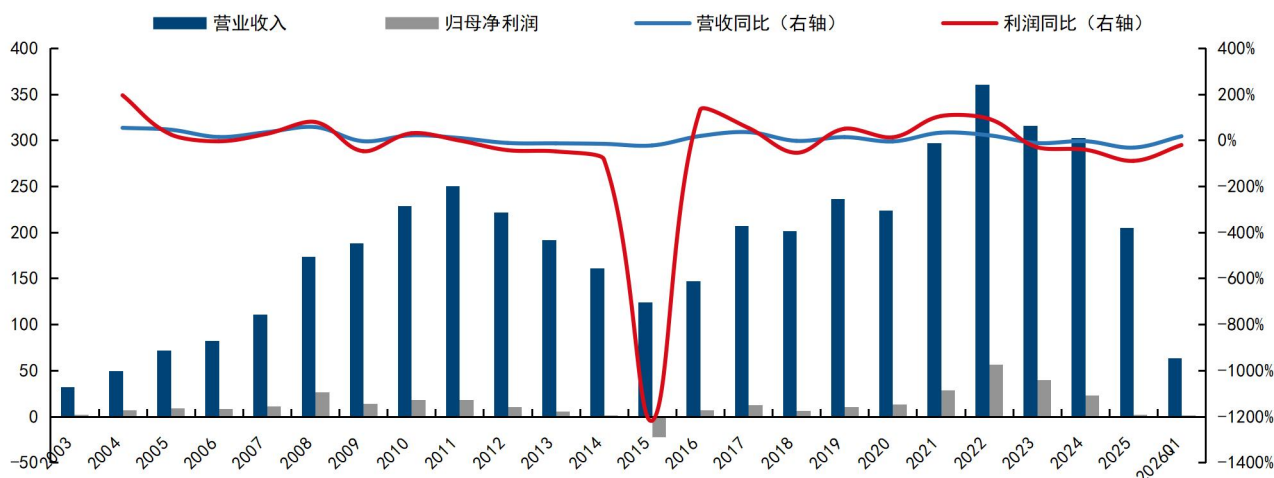
2025 年 9 月河南省委省政府启动省内大型能源资源整合，推进中国平煤神马集团与河南能源集团战略重组，公司同步披露提示性公告，明确本次重组不会变更上市公司控股股东与实际控制人（河南省国资委），不影响公司独立煤炭开采经营。2026 年 1 月河南省国资委正式签署增资协议，以河南能源集团 100%股权增资平煤神马集团，省内两大煤炭化工国企深度融合，全省炼焦煤资源统筹、外运通道配套、长协定价体系迎来全面优化，公司作为稀缺主焦煤核心上市平台充分受益资源整合红利。

图2：公司发展历程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

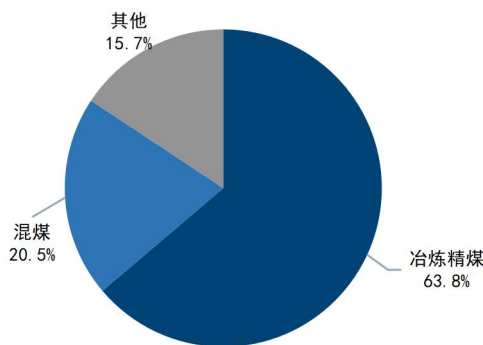
图3: 公司营收与净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

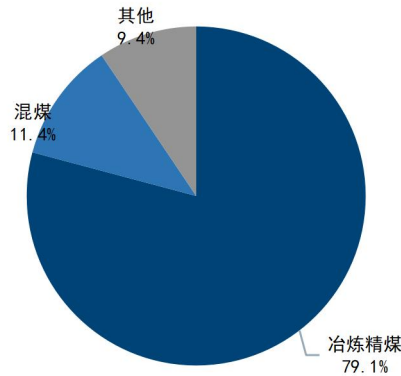
冶炼精煤是主要的营收和利润来源。公司对开采出的原煤进行洗选加工, 获得的煤炭产品主要为精煤和混煤。其中, 精煤产品可分为主焦煤、1/3 焦煤、肥煤等, 主要供钢铁、化工行业使用; 混煤又称动力煤, 主要供电力、建材等行业使用。2025 年, 混煤、冶炼精煤在公司营收中占比分别为 20.5%、63.8%, 在毛利中占比分别为 11.4%、79.1%。

图4: 2025 年公司主要业务营收占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025 年公司主要业务毛利占比



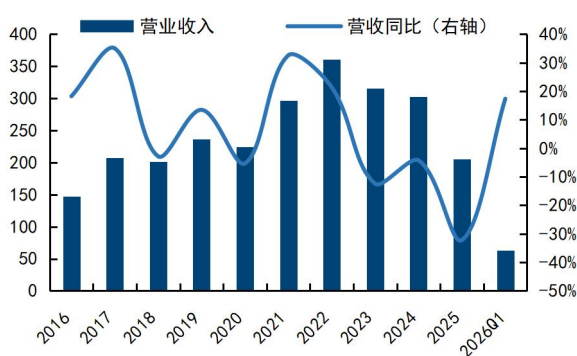
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

经营与煤价周期高度绑定，分红率保持较高水平

公司业绩表现与焦煤价格高度相关。2021-2022 年海外能源紧缺叠加国内煤矿供给管控, 地产、钢铁需求旺盛带动稀缺主焦煤长协与现货价格持续走高, 公司推进大精煤战略优化高毛利产品结构, 产销同步放量, 成本涨幅远低于煤价涨幅, 利润实现翻倍并在 2022 年创下历史峰值; 2023 年起国内保供增产叠加蒙煤进口放量, 焦煤供需由紧转宽松, 地产持续下行拖累粗钢与焦化需求, 煤价中枢逐年下移、长协定价连续下调, 盈利进入下行通道; 2024 年初十二矿发生重大瓦斯突出事故, 公司旗下全部 13 对高瓦斯、煤与瓦斯突出矿井集中停产整顿, 全年原煤、精煤产量明显收缩, 安全整改、善后赔偿推高管理与营业外支出, 叠加有息负债

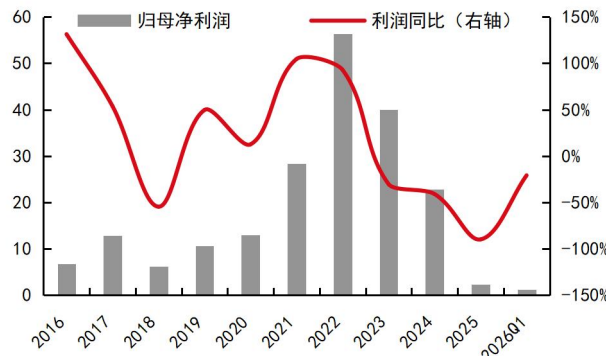
带来的财务费用持续侵蚀利润，净利润进一步大幅缩水；2025 年炼焦煤行业陷入深度熊市，下游钢厂持续亏损压低采购量，公司出现量价双杀，尽管主动实施内部降本，但煤价下跌幅度远超成本压缩空间，全年净利润大幅收缩。2025 年中旬触底后焦煤价格开始震荡小幅反弹，“522”事故发生以来随着安检趋严、供应收缩，焦煤价格大幅上涨，2026 年 7 月已站上 2000 元/吨（含税），公司盈利能力有望大幅改善。

图6：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：公司归母净利润及增速（亿元）

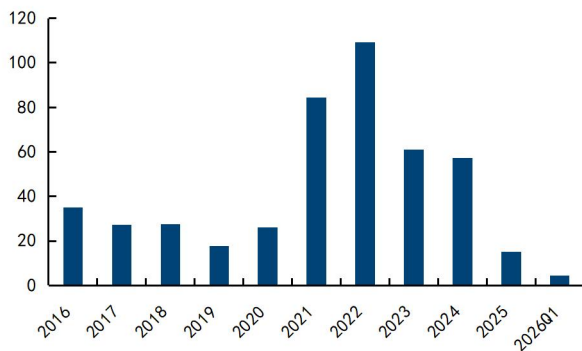


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

公司经营财务表现也具备较强的周期属性。2022 年前随煤炭行业景气度上行公司经营持续改善，业绩、现金流、ROE 达到阶段性高点，并伴随货币现金的累积以及资产负债率的下降，充分兑现周期收益。同时在行业景气期，公司增加生产设备改造、智能化升级、向焦化产业延伸等投资，长期资产支出自 2022 年明显增加。2023 年后行业红利消退，叠加安全事故拖累，公司盈利、现金流、ROE 同步下滑；但刚性开支、在建项目支出、资产收购等维持相对高位，公司资产负债率保持 60% 以上且 2023 年以来逐年增加，截至 2026 年一季度末，公司资产负债率 66.1%，在行业内属于较高水平。公司各项财务指标高度绑定焦煤周期，长期高分红、高瓦斯矿井刚性成本放大了下行阶段经营与财务双重压力。

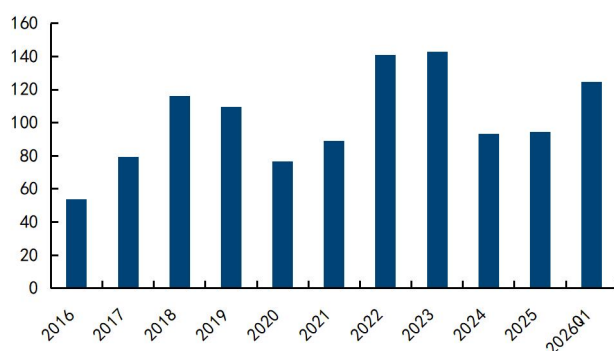
保持较高的分红率水平。近年来虽然公司业绩随行业周期波动较大，但公司始终保持较高的分红率，仅 2022 年阶段性降至 40% 以下。2023 年公司曾发布的分红规划，承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%。2025 年公司派发现金红利 1.4 亿元，分红率 60.6%，对应 2026 年 7 月 13 日的股息率为 5.0%。考虑公司当前资产负债率较高、资本支出也维持较高的水平，未来分红率或有所下降。

图8：经营活动产生的现金流量净额变化（亿元）



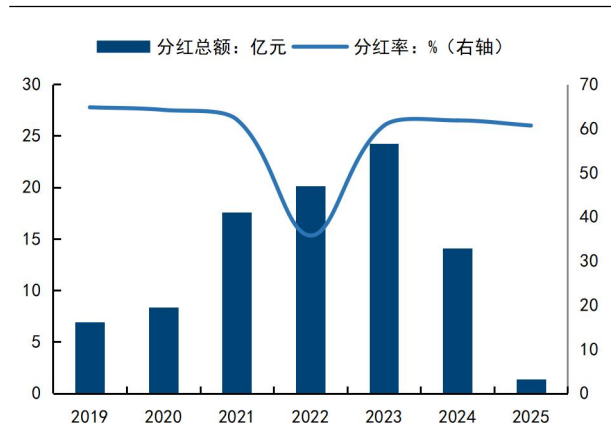
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：货币资金变化（亿元）



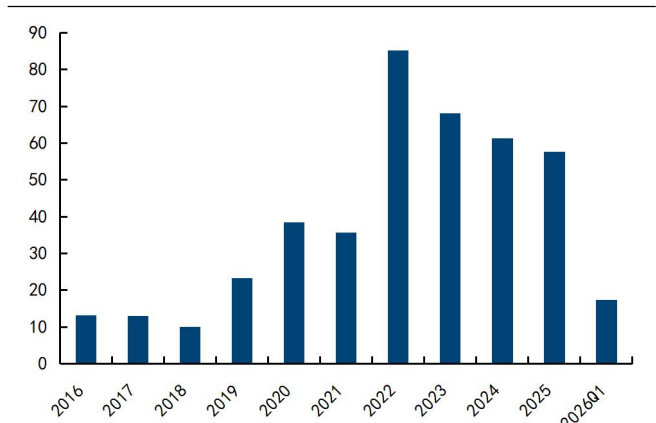
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10: 分红金额及分红率变化 (亿元)



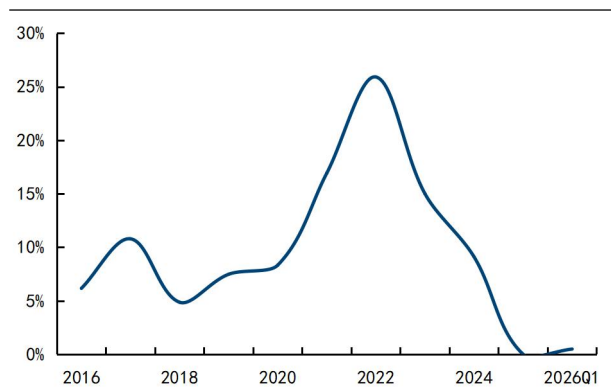
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化 (亿元)



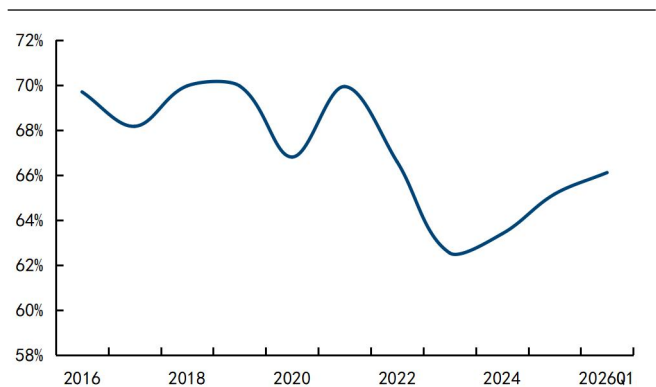
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司 ROE 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 资产负债结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拥有稀缺的优质焦煤资源

煤种禀赋是最核心护城河

公司拥有稀缺的优质焦煤资源。公司煤种主要是主焦煤、1/3 焦煤、肥煤，具有低硫、低灰、低磷、低碱金属、热态指标好、有害元素少等先天优势，是全球稀缺的战略资源，主焦煤品质、产能全国领先，部分指标优于进口煤，深受市场青睐。2025 年公司旗下“平煤主焦一号”获批大连商品交易所首批焦煤品牌，品牌升水 225 元/吨。稀缺主焦煤品质获得大宗商品市场权威认证。

资源储备丰富。截至 2025 年底，公司拥有在产煤矿 14 座，煤炭资源储量接近 30 亿吨，剩余可采储量 16.7 亿吨，核定在产产能 3233 万吨/年，大多数煤矿的剩余可采年限超过 20 年，个别矿井剩余可采年限超 50 年，资源储备丰富。

表1: 公司煤炭产能和储量情况 (万吨)

主要矿区	主要煤种	资源量	可采储量	证实储量	产能 (万吨/年)	剩余可采年限
一矿	1/3JM、FM	20,171.20	13,095.60	5,917.60	320	41
二矿	JM、1/3JM、FM	14,086.20	9,669.86	1,615.20	230	42
四矿	JM、1/3JM、FM	13,580.10	6,865.70	6,852.90	272	25
五矿	JM、1/3JM、FM	20,937.10	7,234.80	3,599.40	190	38
六矿	JM、1/3JM、FM	25,171.83	10,459.66	5,384.28	320	33
八矿	1/3JM、FM、JM	30,806.10	19,067.80	3,875.40	405	47
九矿	1/3JM	4,764.30	1,599.40	2,135.12	90	18
十矿	JM、1/3JM、FM	19,413.50	10,530.30	7,683.90	264	40
十一矿	1/3JM、FM	31,260.70	15,057.00	5,086.80	288	52
十二矿	JM、FM	4,385.50	2,203.80	1,455.20	104	21
十三矿	JM、SM、FM	65,502.90	43,728.10	4,161.63	210	208
朝川矿	JM、FM	7,242.17	2,995.79	1,393.04	180	17
首山一矿	JM、SM、PSM	35,883.10	20,527.90	4,531.00	240	86
新疆四棵树	CY	6,167.80	4,009.07	1,396.27	120	33
合计	-	299,372.50	167,044.78	55,087.74	3233	52

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: JM: 焦煤; FM: 肥煤; PSM: 贫瘦煤; SM: 瘦煤。

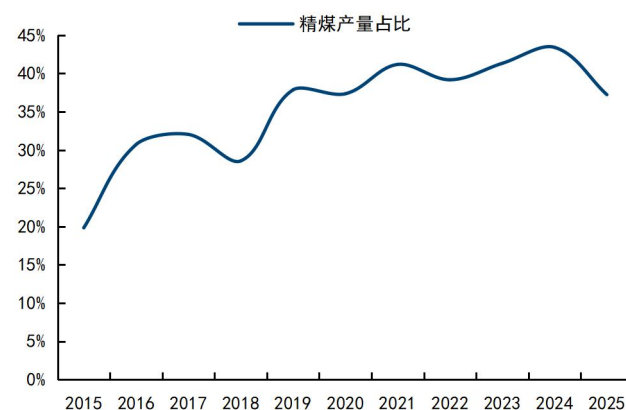
坚持“大精煤”战略，聚焦精煤产量提升。公司聚焦精煤产量提升，积极改善产品结构，精煤产量从 2015 年的不足 700 万吨增加至最高 1269 万吨（2023 年），2024、2025 年受高瓦斯矿井安全整顿、检修约束，原煤产量连续两年下滑至 2800 万吨左右，精煤产量亦有所回落。2026 年公司计划原煤产量 3024 万吨，同比+7.5%，精煤产量计划 1308 万吨，同比+24.9%。

图14: 公司原煤、精煤产量 (万吨)



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

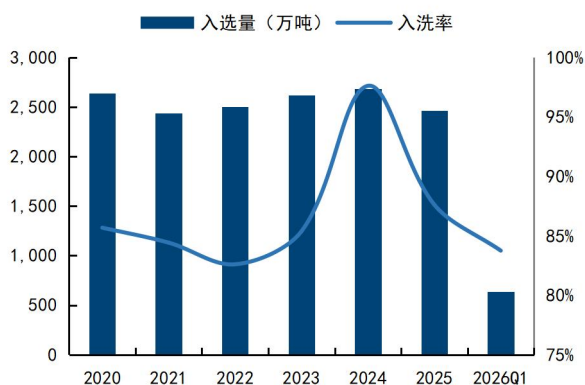
图15: 公司精煤产量占比变化



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

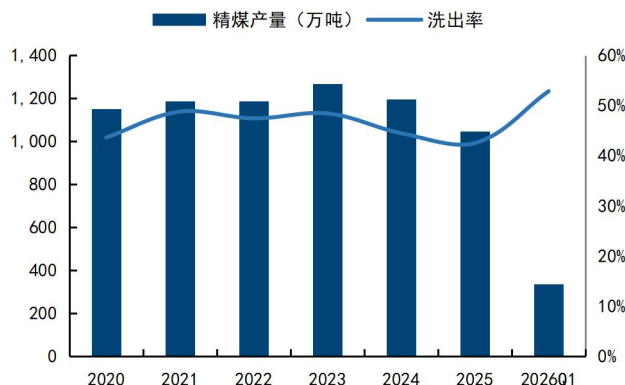
公司依托炼焦煤资源禀赋优势，积极发展煤炭洗选深加工。公司现有炼焦煤选煤厂 4 座（八矿选煤厂、田庄选煤厂、七星选煤厂、天宏选煤厂），入选能力 2900 万吨/年，技术水平领先，产品质量稳定，为公司实施精煤战略提供了有力保障。公司煤炭入洗率维持 80% 以上，2025 年以来四棵树动力煤矿并表，拉低入洗率。2026Q1 精煤洗出率修复至 50% 以上。

图16: 公司煤炭入洗量变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司精煤产量及洗出率 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

区位优势明显, 客户群体稳定

公司地处中原腹地, 矿区均毗邻中南、华东等我国主要的资源消耗地区, 横跨武汉铁路局和郑州铁路局, 依托京广、焦柳等铁路干线和内部铁路专线, 辐射华东、华中、西南等地区, 铁路及水路运输条件便利, 较“三西地区”的竞争对手有较大的运输成本优势, 区位优势明显。

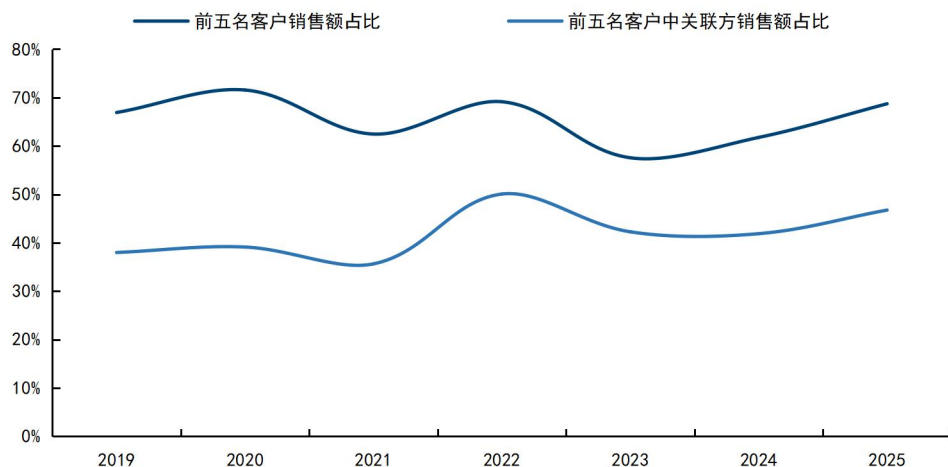
公司动力煤主要销往华中、华东地区各大电厂, 销售渠道顺畅, 客户较稳定; 焦精煤作为炼焦配煤的骨架煤种具有不可替代性, 且品质较好, 主要供应公司控股股东下属焦化厂及宝武钢铁集团, 客户集中度较高, 且长协占比较高。2025 年公司前五名客户销售额约 141.1 亿元, 占年度销售总额 68.72%; 其中前五名客户销售额中关联方销售额 96 亿元, 占年度销售总额 46.75%。

表2: 公司主要销售客户情况

2021 年		2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
客户名称	占营收比	客户名称	占营收比	客户名称	占营收比	客户名称	占营收比	客户名称	占营收比
中国平煤神马集团及其附属公司	35.63%	中国平煤神马集团及其附属公司	50.06%	中国平煤神马集团及其附属公司	42.26%	中国平煤神马集团及其附属公司	41.87%	中国平煤神马集团及其附属公司	46.75%
武汉钢铁有限公司	11.18%	武汉钢铁有限公司	7.31%	武汉钢铁有限公司	5.24%	中国宝武钢铁集团有限公司	7.92%	中国宝武钢铁集团有限公司	10.68%
平顶山煤业(集团)运输公司劳动服务公司	5.96%	宝武集团鄂城钢铁有限公司	4.75%	宝武集团鄂城钢铁有限公司	4.26%	国家电力投资集团有限公司	7.08%	国家电力投资集团有限公司	8.32%
广西坤玥宏商贸有限公司	4.99%	平顶山姚孟发电有限责任公司	3.68%	国家电投集团河南电力有限公司平顶山发电分公司	3.45%	广西柳州钢铁集团有限公司	2.63%	中信泰富特钢集团股份有限公司	1.53%
平顶山姚孟发电有限责任公司	4.70%	武汉武铁物流发展有限公司	3.34%	新余钢铁股份有限公司	2.36%	中信泰富特钢集团股份有限公司	2.26%	湖南钢铁集团有限公司	1.43%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司下游客户占比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

内增外延，产能仍有较大扩张潜力

短期看，公司依托 2025 年落地的四棵树 120 万吨成熟产能，直接增厚营收利润，弥补本土产能增量缺口；中期看，凭借新疆白杨河 16.68 亿吨煤炭储备、600 万吨规划产能，锁定 2028 年后增量，同时集团年产 270 万吨煤炭资产有望注入；长期看则受益于豫煤两大集团战略重组红利。

- **2024 年竞得新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查探矿权。**2024 年公司以 17.48 亿元成功竞得 16.68 亿吨新疆托里县塔城白杨河矿区铁厂沟一号井煤矿勘查探矿权。该项目总体规划产能 600 万吨/年，其中一期规划产能 300 万吨/年，建设工期 36 个月，计划 2028 年投产，配套 2×66 万千瓦煤电一体化项目，建成后预计每年为煤电一体化项目提供燃煤 270 万吨。不依赖疆煤外运。
- **2025 年收购四棵树煤矿 60% 股权。**公司于 2025 年以 6.57 亿元收购乌苏四棵树煤炭有限责任公司 60% 股权。四棵树煤矿核定产能 120 万吨/年，属于现成成熟矿井，主要为动力煤，且就地转化供下游电厂，不涉及疆煤外运难题。根据公司年报披露，截至 2025 年末四棵树资产总额 11.67 亿元、所有者权益 9.79 亿元，2025 年实现营业收入 2.70 亿元、营业利润 2892 万元、净利润 2336 万元。

■ 集团资产注入可期

根据公司公告，中国平煤神马集团（2025.09 重组前）对平煤股份可注入的煤炭资产主要包含 2 座省在产矿井，合计核定产能 270 万吨/年，均为集团全资持有、并已全部托管至上市公司统一运营。

1. 梁北二井（120 万吨/年主焦煤）：产能稳步爬坡、煤质优良、盈利预期向好，是短期注入确定性最高的标的，集团承诺最晚于 2027 年 6 月 27 日前完成资产注入。
2. 夏店煤业（150 万吨/年炼焦煤）：因投产后续产不及预期、开采成本偏高、持续处于微利及亏损状态，为避免拖累上市公司业绩，集团已正式将注入期限延

期至 2029 年 5 月 29 日，待后续经营改善、盈利能力达标后再启动注入，到期无法注入则对外转让消除同业竞争。

此外，根据同业竞争承诺，瑞平煤电、平禹煤电及其代管的景昇煤业的股权已托管至上市公司，并在相关矿井资源枯竭后 12 个月内关停相关矿井。

■ 控股股东与河南能源集团战略重组赋予更大的整合想象空间

2025 年 9 月平煤神马集团与河南能源集团实施战略重组，打开了更大范围的煤炭、焦化和上下游资源整合空间。

河南能源是河南省内拥有煤炭储量最多的煤炭开采企业。截至 2025 年 3 月末，集团拥有煤炭资源总储量 278.21 亿吨，在产矿井总产能 8615 万吨/年，在建矿井总产能 270 万吨/年；生产煤炭品种主要包括无烟煤、贫瘦煤、瘦煤、气煤、长焰煤等；长协及重点客户的销售量占商品煤产量的 90%左右；分煤种看，动力煤基本在河南省内销售，省外以湖北地区为主，焦煤主要客户集中在华北、华东、华中、以及东北等地区，主要有宝武钢铁、本钢集团、河北钢铁、马钢集团等。从业务占比来看，能源产业近年来虽然营收占比在 25%-35%之间，但毛利润占比超 90%，是集团核心的利润来源。

表3: 集团营业收入构成（亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1-3 月	
业务板块	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
能源产业	560.46	49.66%	442.71	36.84%	400.38	33.09%	86.58	25.77%
物贸产业	420.98	37.30%	633.3	52.70%	667.09	55.13%	215.39	64.11%
其他业务	147.26	13.05%	125.69	10.46%	142.67	11.79%	34.02	10.12%
合计	1,128.70	100.00%	1,201.70	100.00%	1,210.14	100.00%	335.99	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 集团毛利润情况（亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1-3 月	
业务板块	毛利润	占比	毛利润	占比	毛利润	占比	毛利润	占比
能源产业	295.64	95.35%	194.01	93.00%	156.42	89.84%	37.55	90.00%
物贸产业	8.37	2.70%	6.07	2.91%	5.69	3.27%	1.38	3.31%
其他业务	6.05	1.95%	8.54	4.10%	12	6.89%	2.79	6.69%
合计	310.06	100.00%	208.62	100.00%	174.11	100.00%	41.72	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 截至 2025 年 3 月末河南能源主要在建矿井情况（亿元）

区域	项目名称	投资总额	2025 年 3 月末已投资	建设周期	核定产能
省内	永煤安阳鑫龙大众煤矿改扩建及选煤厂项目	21.22	17.87	2012 年 3 月开工，2025 年 12 月竣工	90 万吨/年
省内	义煤金鼎煤矿	17.73	6.5	2008 年 4 月开工，2013 年 6 月停缓建	45 万吨/年
省外	贵州新田煤矿 210 万吨/年扩建项目	8.69	1.77	2024 年 7 月开工，2027 年 7 月竣工	90 万吨/年
省外	贵州黔金煤矿兼并重组 90 万吨/年技改项目	3.83	2.09	2020 年 3 月开工，2026 年 10 月竣工	45 万吨/年
合计	-	51.47	28.23	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 截至 2025 年 3 月末河南能源在产矿井总产能 8615 万吨/年

序号	所属公司	矿业权全称	煤种
1		河南省正龙煤业有限公司城郊煤矿	无烟煤
2		河南龙宇能源股份有限公司陈四楼煤矿	无烟煤
3		河南龙宇能源股份有限公司车集煤矿	无烟煤
4		永煤集团股份有限公司新桥煤矿	无烟煤
5		永煤集团股份有限公司顺和煤矿	无烟煤
6		安阳主焦煤业有限责任公司主焦煤矿	无烟煤、贫瘦煤
7		安阳鑫龙煤业（集团）红岭煤业有限责任公司	无烟煤、贫瘦煤
8	永煤公司	安阳大众煤业有限责任公司	无烟煤、贫煤
9		安阳永安贺驼煤矿有限公司	无烟煤、贫瘦煤
10		河南永华能源有限公司嵩山煤矿	无烟煤
11		内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司马壕煤矿	不粘煤、长焰煤
12		河南永锦能源有限公司云盖山煤矿一矿	贫瘦煤、焦煤
13		河南永锦能源有限公司云盖山煤矿二矿	贫瘦煤、焦煤
14		禹州枣园煤业有限公司	贫瘦煤、焦煤
15		永城煤电控股集团登封煤业有限公司丰阳煤矿	贫煤
16		三门峡龙王庄煤业有限责任公司	无烟煤
17		河南大有能源股份有限公司千秋煤矿	长焰煤
18		河南大有能源股份有限公司常村煤矿	长焰煤
19		河南大有能源股份有限公司耿村煤矿	长焰煤
20		河南大有能源股份有限公司新安煤矿	贫瘦煤
21		河南大有能源股份有限公司石壕煤矿	焦煤
22		洛阳义安矿业有限公司正村煤矿	贫煤
23	义煤集团	义马煤业集团孟津煤矿有限责任公司	贫煤
24		义煤集团宜阳义络煤业有限责任公司	焦煤
25		陕县观音堂煤业有限公司	焦煤
26		义煤集团新义矿业有限公司	贫煤
27		义煤集团新安县郁山煤业有限公司	贫煤
28		义煤集团新安县云顶煤业有限公司	贫瘦煤
29		义马煤业集团青海义海能源有限责任公司大煤沟煤矿	长焰煤
30		焦作煤业集团赵固（新乡）能源有限责任公司赵固一矿	无烟煤三号（WY03）
31		焦作煤业（集团）新乡能源有限公司赵固二矿	无烟煤三号（WY02）
32	焦煤公司	河南焦煤能源有限公司古汉山矿	无烟煤三号（WY03）
33		河南焦煤能源有限公司九里山矿	无烟煤三号（WY03）
34		河南焦煤能源有限公司中马村矿	无烟煤三号（WY03）
35		河南宝雨山煤业有限公司宝雨山煤矿	贫瘦煤二号
36		鹤壁煤电股份有限公司第三煤矿	贫煤、贫瘦煤
37		鹤壁中泰矿业有限公司	贫煤
38		鹤壁煤电股份有限公司第六煤矿	贫煤
39	鹤煤公司	鹤壁煤电股份有限公司第八煤矿	贫煤
40		鹤壁煤电股份有限公司第九煤矿	贫煤、贫瘦煤
41		陕西富源煤业有限公司富县党家河煤矿	弱粘煤，中粘煤，气煤
42		达拉特旗苏家沟煤炭有限责任公司苏家沟股份制井	长焰煤、不粘煤
43		新疆龟兹矿业有限公司煤矿西井	长焰煤
44		伊犁永宁煤业化工有限公司潘津工业煤矿	长焰煤
45	新疆公司	新疆准东西黑山矿区中联润世露天煤矿一期	31#不粘煤
46		库车县科兴煤炭实业有限责任公司榆树泉煤矿	45 号气煤
47		库车县榆树岭煤矿有限责任公司榆树岭煤矿	45 号气煤及 1/3 焦煤
48		高山煤矿	无烟煤
49	贵州公司	黔金煤矿	无烟煤
50		新田煤矿	无烟煤
51		糯东煤矿	无烟煤

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩触底反弹核心：产量修复&价格反弹&成本可控

随着事故影响消退，精煤产量逐渐修复

2024、2025 年受高瓦斯矿井安全整顿、检修约束，原煤产量明显下滑，转入 2026 年，公司原煤、精煤产量均有明显修复。2026Q1，公司商品煤产量 735 万吨、销量 752 万吨，同比分别增长 5.0%和 21.6%；其中自有商品煤销量 688 万吨，同比增长 33.8%。2026 年公司计划原煤产量 3024 万吨，精煤产量目标 1308 万吨，较 2025 年实际完成的 1047 万吨增加 261 万吨，增幅约 24.9%。2026Q1 公司精煤产量 335 万吨、销量 339 万吨，若按照简单年化，对应全年产量 1340 万吨，高于 1308 万吨目标，全年产量计划实现可期。

如果 2026 年 1308 万吨精煤兑现，则即便煤价只温和修复，利润中枢也将显著高于 2025 年；若价格和产量同步改善，则利润弹性会进一步放大。

沁源煤炭事故后供应偏紧，焦煤价格明显反弹

公司业务模式为原煤开采出来大部分进行入洗，从而产出焦精煤，其副产品为中煤、煤泥等，其中中煤需要跟外购的高热值动力煤或中低热值中煤进行掺配，形成一定指标的动力煤，主要销售给省内的下游电厂，按发改委指导价定价，基本处于盈亏平衡状态。因此高热值焦煤是公司最主要的利润来源，焦煤的吨煤毛利也远高于其他煤种。

图19：公司动力煤、焦煤、其他洗煤产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：公司动力煤、焦煤、其他洗煤销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：公司动力煤、焦煤、其他洗煤吨煤售价（元/吨）

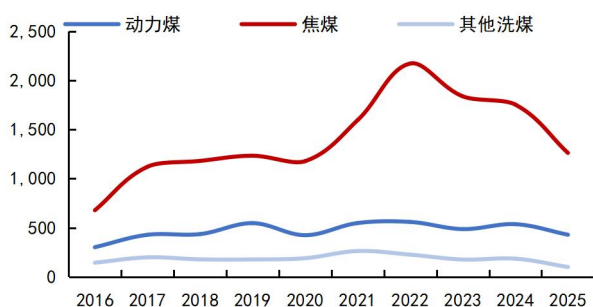
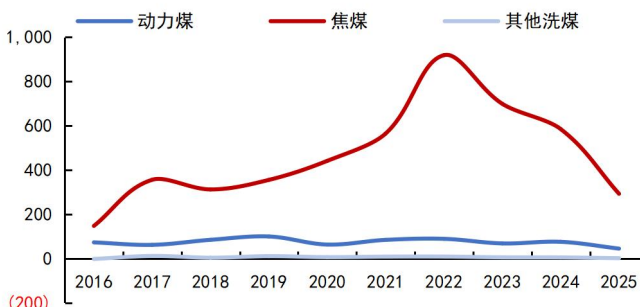


图22：公司动力煤、焦煤、其他洗煤吨煤毛利（元/吨）

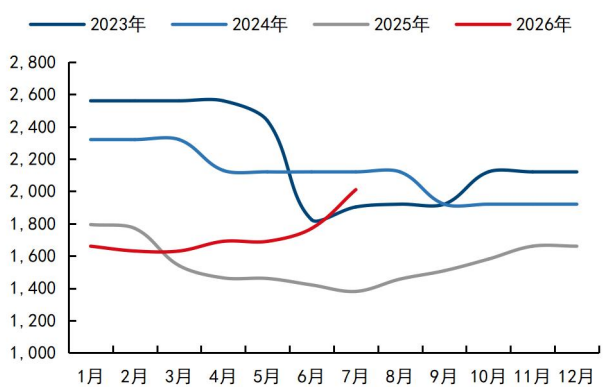


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

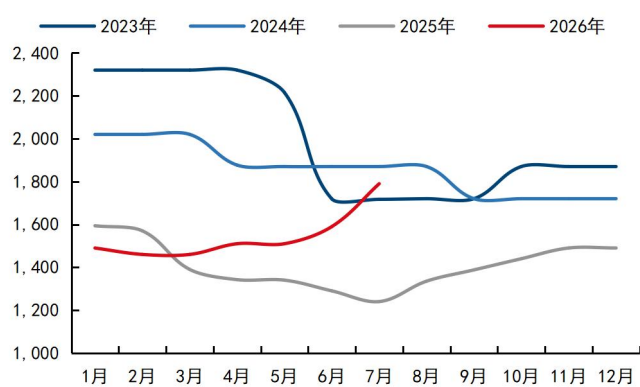
特别重大安全事故引发全国性安检趋严，山西省焦煤产能严重受限，主焦煤价格持续走强。2026年5月22日山西长治沁源县通洲集团留神峪煤矿发生特大瓦斯爆炸事故，事故最终造成82人遇难、2人失联、128人受伤，涉事矿井存在私设隐蔽工作面、人卡不符等多项重大违法违规生产行为，国务院挂牌督办事故调查，多名属地监管干部被追责处理。事故发生后，作为山西优质主焦煤、瘦焦煤核心产区的沁源县全面停产整顿，同时管控范围快速扩散至长治、吕梁、晋中、临汾等其他山西核心主焦煤产区，区域内高瓦斯主焦煤矿井集中停工自查、主动降产，全省主焦煤矿井开工率大幅回落，煤炭产量走低。根据钢联数据，5月23日起山西炼焦煤矿山共计171座煤矿存在停产现象，产能合计23060万吨；截至7月8日，复产煤矿数量为98座，产能共计13495万吨；处于停产煤矿共计73座，产能共计9565万吨；且煤矿复产之后仅少数煤矿产量恢复至停产前水平，在产的多数煤矿产量减至前期的30%-70%。在安监形势持续的情况下，预计山西炼焦煤产量仍将处于较低水平。事故发生以来，柳林中硫、低硫主焦价格分别上涨330元/吨、390元/吨，平顶山主焦、1/3焦价格上涨320元/吨、280元/吨。

图23：河南平顶山焦煤价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

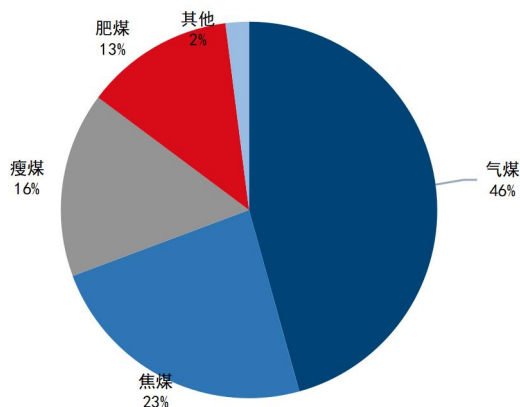
图24：河南平顶山1/3焦煤价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

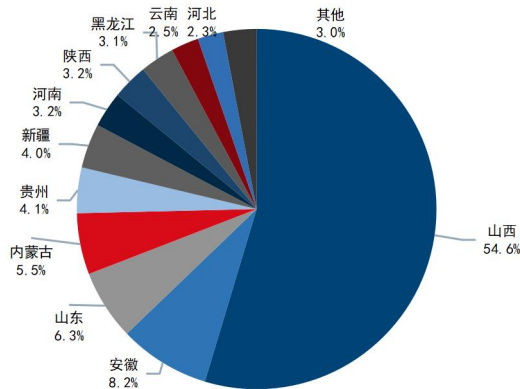
国内焦煤资源稀缺，未来或面临结构性短缺，预计稀缺的主焦煤价维持高位震荡。我国炼焦煤占国内煤炭资源储量比仅约19%，其中有46%为气煤，主焦煤、肥煤等强粘结性煤占比不足50%。我国炼焦煤产量已见顶，近年来维持4.9亿吨左右的水平，其中山西产量占比过半，随着安检趋严，国内主焦煤产量释放受限。进口一直是焦煤供应的有效补充，近10年来，我国炼焦煤进口量在总供应中占比均超过10%，且随着2023年以来蒙煤进口量的大幅增长，占比大幅增加。2025年国内炼焦煤产量约4.8亿吨，进口量约1.2亿吨，炼焦煤进口量在总供应中占比近25%；其中蒙煤进口占比超50%，是最有效的补充。但从分项指标来看，蒙古煤的优势在于低硫低灰、G值较高，而劣势在于挥发分高、热反应强度（CSR）不高，生产焦炭时蒙古煤的配比不能过高，否则会降低焦炭产品的强度，因此无法完全替代山西主焦煤。未来我国焦煤或面临结构性短缺，预计稀缺的主焦煤价维持高位震荡。

图25: 我国炼焦煤分煤种储量占比



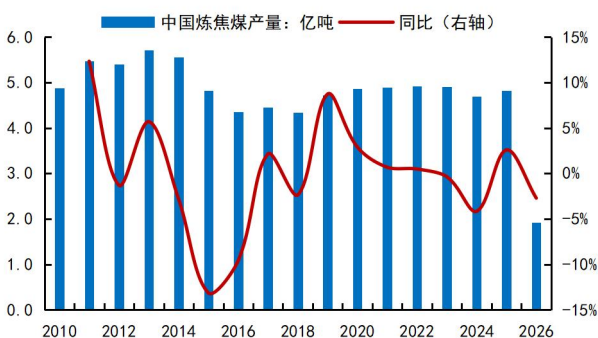
资料来源:《我国炼焦煤中长期供需预测研究,李丽英,煤炭工程, Vol. 51, No. 7》, 国信证券经济研究所整理

图26: 我国炼焦煤分地区产量占比



资料来源:煤炭工业协会, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内炼焦煤产量见顶



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截止至 2026 年 5 月

图28: 我国分来源炼焦煤进口情况 (万吨)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截止至 2026 年 5 月

控本提效，放大利润弹性

公司主要生产矿井建矿时间较早，部分矿井开采深度已达 1,000 米，且多为瓦斯突出矿井，主要矿井按照 70 元/吨计提安全费用，开采成本在焦煤企业中处于较高位置，且成本降低难度较大。

图29: 吨煤销售成本对比 (元/吨)

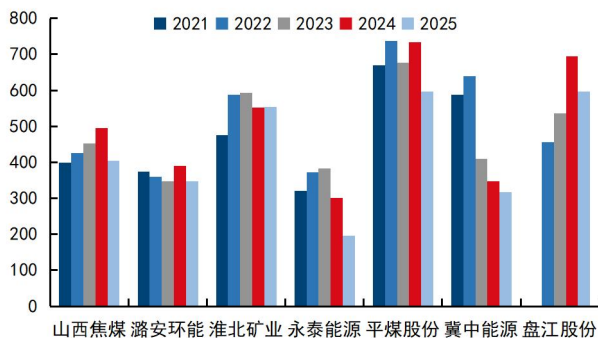
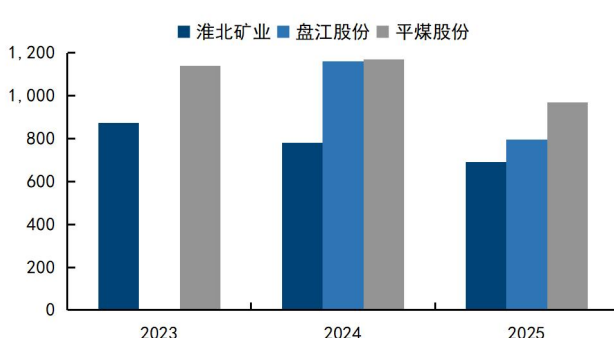


图30: 吨焦煤销售成本对比 (元/吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司推进矿井智能化改造、减员提效以优化成本。在成本中，公司人员负担较重，吨煤生产成本中职工薪酬占比较高，为降低人工成本，公司通过内退、分流、智能化改造等方式进行减员。

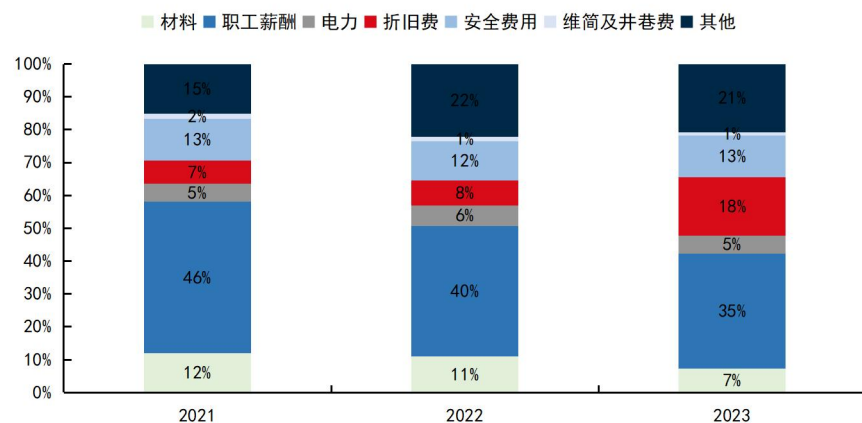
- **推进智能矿山建设。**2019 年十矿建成全省首个智能化采煤工作面，截至 2022 年公司累计建成 1 家国家级智能化示范煤矿、8 家省级智能化示范煤矿、28 个智能化综采工作面和 57 个智能化综掘工作面；2023 年公司建成智能化综采工作面 14 个，智能化掘进工作面 41 个；2024 年公司建成智能化采煤工作面 10 个、智能化掘进工作面 30 个；2025 年公司全年建成 10 个智能化采煤工作面、22 个智能化掘进工作面，煤矿机电自动化综合远程控制率达到 89.5%，井下固定场所基本实现集中自动控制。
- **减员提效，优化人员结构。**公司聚焦优化经营管理，持续减员提效，在职员工数量由 2018 年的 88,656 人减少至 2025 年的 41,360 人，平均人效由 2018 年的 22.73 万元/人最高提升至 2024 年的 71.47 万元/人，2025 年受行业周期、产量变化的影响下降至 49.64 万元/人。同时，公司注重人才培养，积极与知名高校院所签订人才培养和项目研发协议，打造“产学研用一体化”合作新格局，涌现出“中原学者”、“杰出工程师”、“孙越琦能源大奖”、“煤炭工业突出贡献总工程师”、“鹰城大工匠”等一批高层次专技人才，人员结构持续优化，2025 年本科及以上学历教育程度员工占比提升至 24.78%。

表7：公司吨煤生产成本情况（元/吨）

	2021	2022	2023
材料	65.2	63.9	38.6
职工薪酬	248.0	229.6	188.2
电力	29.6	36.3	29.3
折旧费	38.7	43.8	95.0
安全费用	68.0	68.7	68.0
维简及井巷费	8.5	8.5	6.0
其他	82.0	127.9	111.2
合计	540.0	578.7	536.2

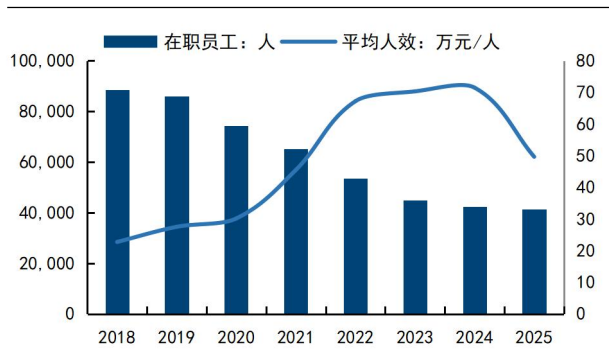
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：非销售成本

图31：公司吨煤生产成本构成



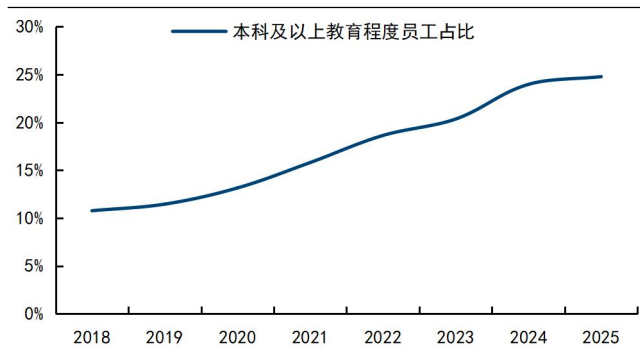
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：非销售成本

图32：公司减员提效成效显著



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

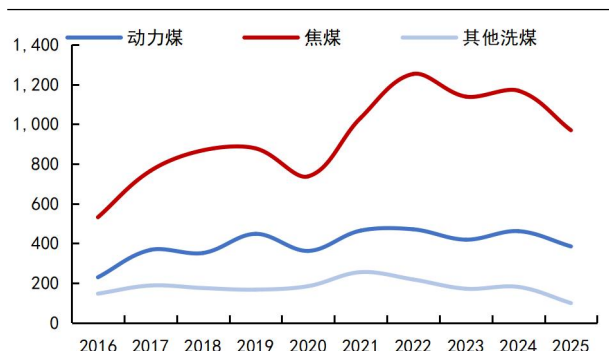
图33：公司人员结构持续优化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

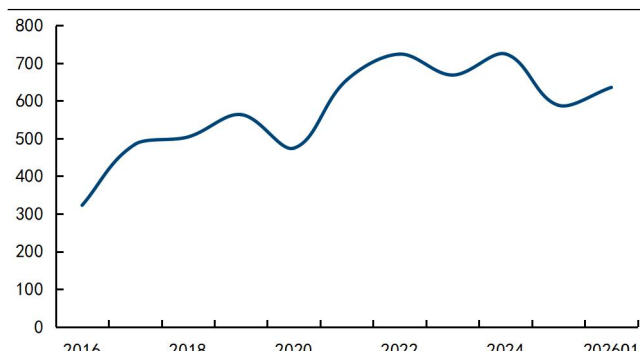
随着 2024 年事故影响逐渐消退，2025 年吨煤成本明显回落。2024 年安全事故引发阶段性停产减产，折旧、固定人工、安全值守等刚性支出无法同步收缩，单位固定成本被动抬升，同时事故后全矿井升级安全管控，临时检修、防护投入大幅增加，导致吨煤成本同比提高 8.4%。2025 年煤价下行倒逼下，公司在人工薪酬、材料费、电费、外购煤成本等方面全方位精细化降本，吨煤成本同比下降 18.8%。

图34：公司分煤种成本变化（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：公司平均吨煤成本变化（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

基于以上，对公司 2026 年归母净利润进行弹性测算，从结果来看，公司盈利对精煤售价与精煤销量均具备较强正向弹性，且呈现非线性波动特征，煤价对利润的拉动幅度显著高于销量。在固定精煤销量的前提下，归母净利润随精煤售价抬升呈现持续加速上行的态势，煤价越高，涨价带来的盈利增厚效果越突出；而锁定单一精煤售价时，归母净利润随销量提升呈线性平稳增长，每增加 50 万吨销量对应的利润增厚幅度相对稳定，销量端带来的业绩弹性波动较小，价格对利润的驱动力度强于销量。截至 7 月 17 日，河南平顶山产焦煤、1/3 焦煤价格分别为 2010 元/吨（含税）、1790 元/吨（含税），2026 年平均煤价分别为 1712 元/吨（含税）、1533 元/吨（含税），分别同比上涨 159 元/吨，上涨 127 元/吨，结合公司 2026 年的精煤产量计划以及当前较严的安检形式，预测公司 2026 年归母净利润会实现较大幅度的改善。

表8: 公司归母净利润弹性测算

归母净利润弹性: 亿元	精煤销量: 万吨							
	1000	1050	1100	1150	1200	1250	1300	1350
1300	4.9	5.4	6.0	6.5	7.0	7.4	7.9	8.4
1350	7.9	8.6	9.2	9.9	10.5	11.1	11.8	12.4
1400	10.9	11.7	12.5	13.3	14.1	14.8	15.6	16.4
1450	13.8	14.8	15.7	16.7	17.6	18.5	19.4	20.4
1500	16.8	17.9	19.0	20.1	21.2	22.2	23.3	24.4
1550	19.7	21.0	22.3	23.5	24.7	25.9	27.1	28.3
精煤售价: 元/吨(不 含税)	1600	22.7	24.1	25.5	26.9	28.3	29.6	31.0
1650	25.7	27.2	28.8	30.3	31.8	33.3	34.8	36.3
1700	28.6	30.3	32.0	33.7	35.4	37.0	38.7	40.3
1750	31.6	33.4	35.3	37.1	38.9	40.7	42.5	44.3
1800	34.6	36.6	38.5	40.5	42.4	44.4	46.4	48.3
1850	37.5	39.7	41.8	43.9	46.0	48.1	50.2	52.3
1900	40.5	42.8	45.0	47.3	49.5	51.8	54.1	56.3
1950	43.5	45.9	48.3	50.7	53.1	55.5	57.9	60.3
2000	46.4	49.0	51.6	54.1	56.6	59.2	61.7	64.3

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

焦炭业务: 期待盈利改善

公司焦炭业务的运营主体为控股子公司汝丰炭材, 公司持股 70%。汝丰炭材料科技有限公司成立于 2022 年, 拥有 120 万吨/年焦炭产能, 配套焦油、工业煤气、粗苯等副产品生产线, 项目纳入平顶山“中国尼龙城”产业布局, 定位为集团煤焦化工配套示范项目, 全部达产后规划年产值 40 亿元、利税 10 亿元。2023 年项目逐步完成建设并进入试生产阶段, 2024 年正式投产, 但受行业煤焦价差收窄、投产初期生产磨合、固定成本摊销等影响, 当年未实现盈利。2025 年, 公司产能完全释放, 全年实现焦炭销量 113.3 万吨, 接近满产, 实现营收 20 亿元, 但受下游钢铁行业需求偏弱等影响, 吨焦利润仍维持低位, 全年利润总额 6428 万元。同时, 公司布局高附加值深加工项目, 2025 年启动总投资 5.44 亿元的焦炉煤气高附加值综合利用项目, 主要建设 4 万标方/小时焦炉煤气处理装置一套, 年生产 LNG(液化天然气)10.2 万吨, 项目建成后年增加营业收入 4.8 亿元, 利润总额 6676 万元, 该项目将进一步延伸产业链、提升副产品盈利空间。

集团焦化资产有注入空间。集团已就焦化同业竞争作出明确承诺: 在汝丰科技 120 万吨焦化项目建成投产并取得相关资质后 36 个月内, 将首山化工、京宝化工、中鸿煤化及其他焦化企业相关股权或资产注入上市公司或其子公司; 若方案未获审核通过或股东会审议通过, 则需在规定时间内转让给无关联第三方。

表9: 集团可注入焦炭资产梳理

	产能
首山化工	220 万吨/年焦化
京宝化工	130 万吨/年捣固焦及综合利用项目
中鸿煤化	130 万吨/年焦炭

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同业比较

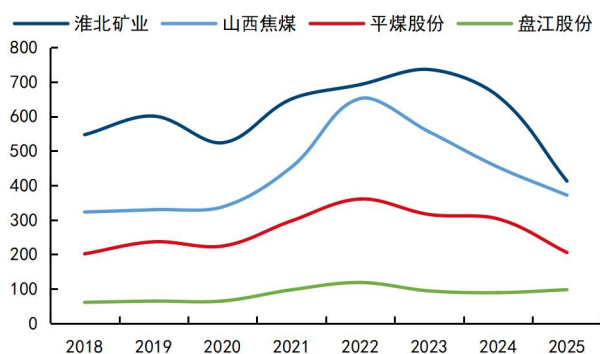
公司主营业务为煤炭+焦炭, 我们选取盘江股份、淮北矿业、山西焦煤 3 家上市公

司作为同行业可比公司。

盈利能力

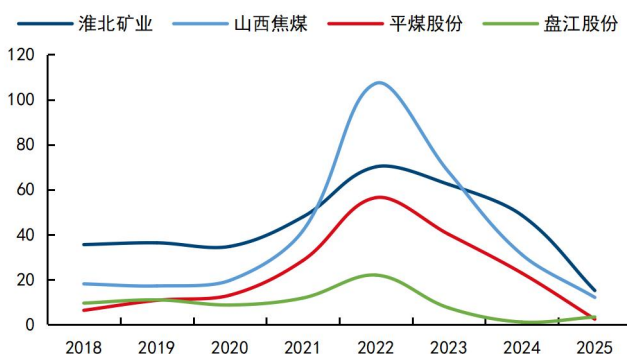
四家煤企盈利走势均与行业景气高度绑定。2018–2020 年行业低谷期，平煤股份的营收、归母净利润维持低位，毛利率、净利率、ROE、ROA 均处于四家可比公司中等偏下区间，盈利基础偏弱；2021–2022 年焦煤行情上行带动业绩大幅弹性释放，营收、归母利润同步冲高，毛利率、净利率、净资产回报率同步升至自身周期峰值，盈利改善幅度仅次于山西焦煤，高于淮北矿业、盘江股份；2023 年煤价持续回落，叠加煤炭生产成本较高且 2024 年所属煤矿发生安全事故，公司营收、利润规模快速回落，毛利率、净利率、ROE、ROA 同步走弱，下行斜率显著大于淮北矿业、盘江股份，2025 年各项盈利指标回落至周期底部。整体对比来看，平煤股份营收体量居中，周期上行阶段盈利改善弹性充足，但因煤炭生产成本较高，盈利波动相对较大。

图36: 可比公司营业收入（亿元）



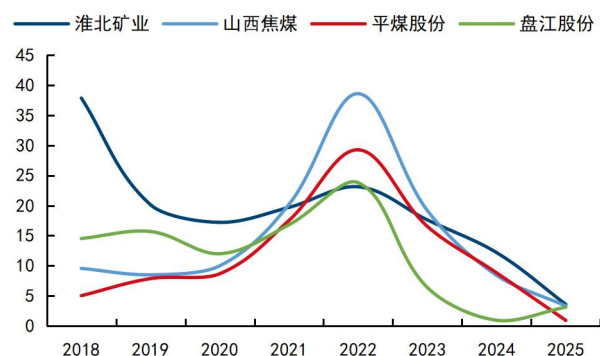
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图37: 可比公司归母净利润（亿元）



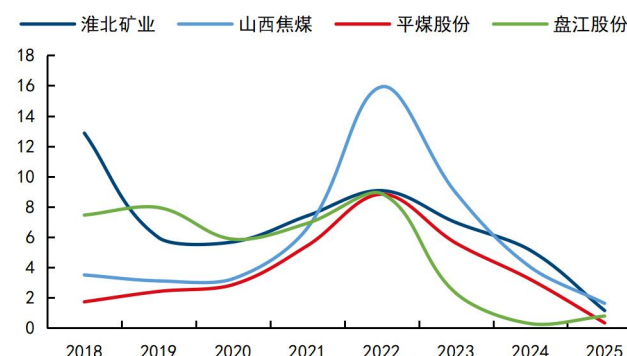
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图38: 可比公司 ROE (%)



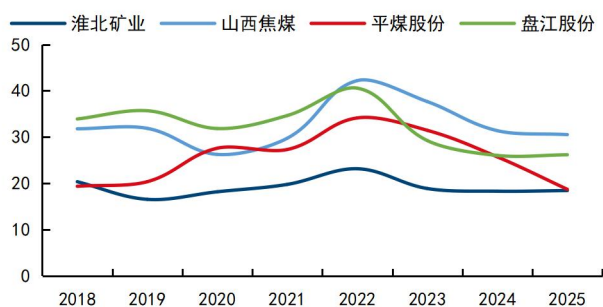
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图39: 可比公司 ROA (%)



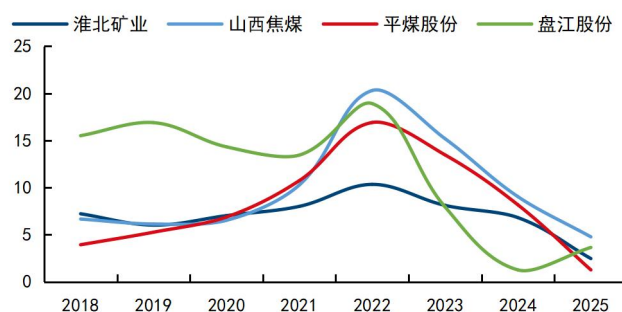
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图40: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图41: 可比公司净利率 (%)

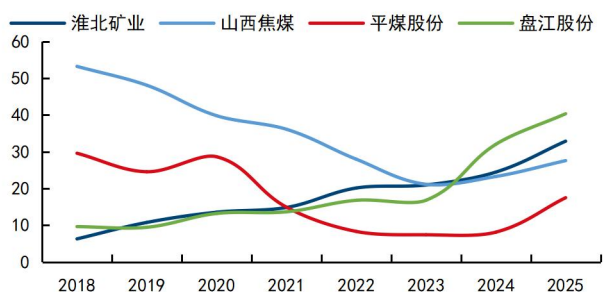


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力

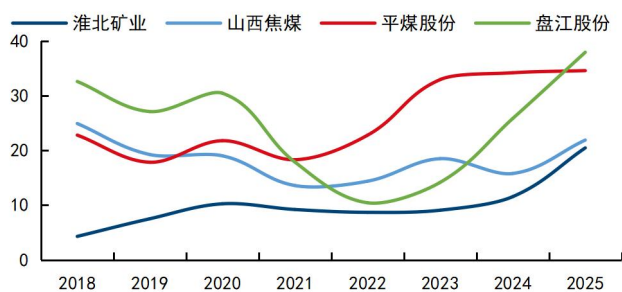
存货周转方面, 2018-2021 年平煤股份存货周转天数高于淮北、盘江, 2022-2023 年行业景气高位时公司销售旺盛库存大幅减少, 存货周转天数降至四家最低, 2024-2025 年煤价走弱库存再度累积, 周转天数有所回升; 公司应收周转天数自 2022 年一路走高, 2025 年已位居四家首位, 主要系公司关联交易占比较大, 且关联交易结算周期相对较长; 平煤股份总资产周转率长期处于行业中等偏下水平, 这也受到应收账款较多的拖累; 净营业周期体现供应链议价实力, 四家企业均为负值, 产业链议价能力较强。整体来看平煤股份库存管控能力较好, 但下游账款回收周期相对较长, 拉低相关经营指标。

图42: 可比公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图43: 可比公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 可比公司总资产周转率

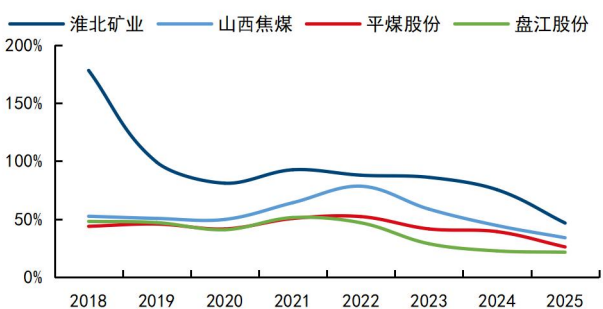
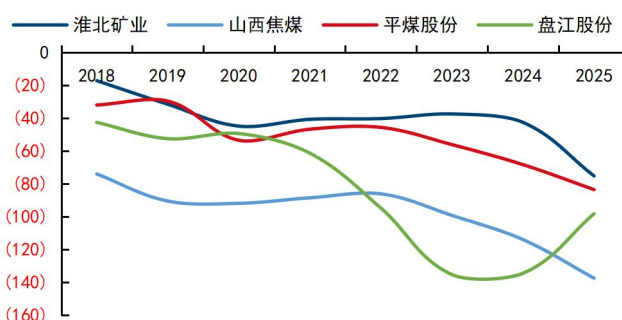


图45: 可比公司净营业周期



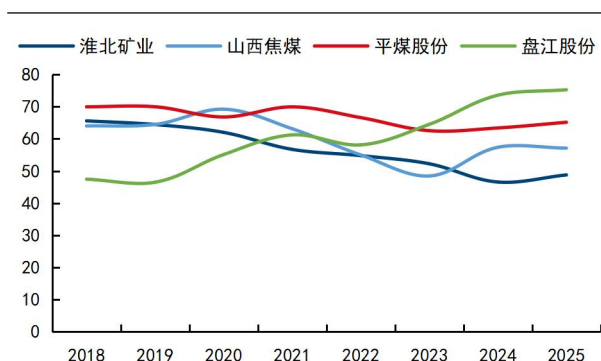
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

偿债能力

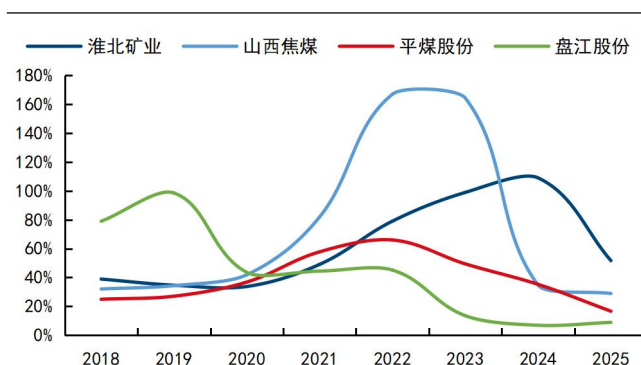
平煤股份资产负债率维持 63%-70% 区间，高于淮北矿业、山西焦煤，主因一方面公司应付账款较多，另一方面公司近年来收购资产、布局下游等大额投资较多。平煤股份应收账款周转天数 2022 年后持续攀升、2025 年居四家首位，资金回笼变慢压缩可偿债流动资金，流动比率、速动比率逐年走低，2025 年末短期偿债指标仅略优于盘江股份，短期债务兑付缓冲弱于淮北矿业与山西焦煤。对比同业，平煤股份长短期偿债能力在四家可比公司中均处于偏弱水平，周期下行阶段流动性承压更为明显。

图46: 可比公司资产负债率 (%)



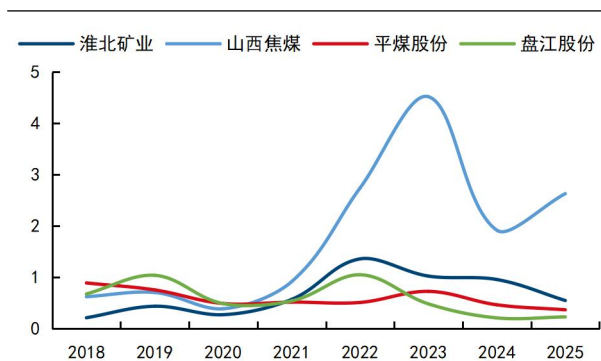
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 可比公司 EBITDA/带息债务



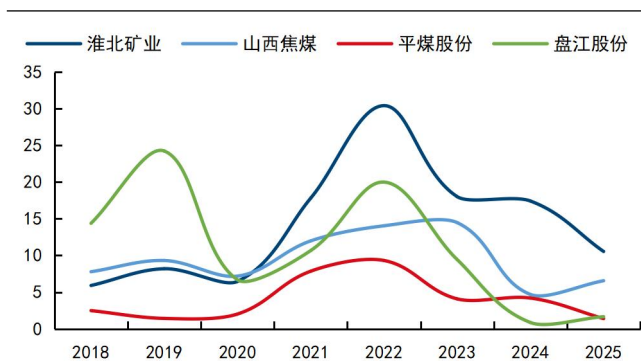
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 可比公司货币资金/短期债务



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

➤ 煤炭业务：

煤炭价格：2023-2025 年公司精煤售价分别为 1838.3 元/吨、1753.5 元/吨、1262.0 元/吨，截至目前平顶山焦煤、1/3 焦煤 2026 年销售均价同比 2025 年分别上涨 159 元/吨（含税）、127 元/吨（含税），7 月售价已经上调至 2010 元/吨（含税）、1790 元/吨（含税）。因此假设 2026-2028 年精煤售价分别为 1512.0 元/吨、1512.0 元/吨、1512.0 元/吨。

煤炭销量：2026 年公司计划原煤产量 3024 万吨，精煤产量计划 1308 万吨，但考虑公司多为瓦斯突出矿井，“522”事故之后安检趋严可能影响公司煤炭产量，因此假设 2026-2028 年公司精煤产量为 1200 万吨、1225 万吨、1250 万吨。

煤炭成本：2026 年煤价中枢抬升，预计公司吨煤成本也有所增加，假设 2026-2028 年公司平均吨煤成本为 674.9 元/吨、678.6 元/吨、682.2 元/吨。

营收与毛利：假设 2026-2028 年公司煤炭业务营收分别为 234.5 亿元、238.3 亿元、242.0 亿元，毛利分别为 60.3 亿元、61.4 亿元、62.6 亿元。

表10：平煤股份业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭业务						
收入（亿元）	305.1	268.4	177.1	234.5	238.3	242.0
毛利（亿元）	97.8	77.1	34.8	60.3	61.4	62.6
毛利率	32.1%	28.7%	19.7%	25.7%	25.8%	25.8%
其他						
收入（亿元）	10.5	34.5	28.2	28.2	28.2	28.2
毛利（亿元）	1.5	0.8	3.6	3.6	3.6	3.6
毛利率	13.8%	2.2%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
合计						
总营收（亿元）	315.6	302.8	205.3	262.7	266.5	270.3
毛利（亿元）	99.3	77.9	38.4	63.9	65.0	66.1
毛利率	31.5%	25.7%	18.7%	24.3%	24.4%	24.5%

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计平煤股份 2026-2028 年营收为 263/267/270 亿元，同比 +28.0%/+1.4%/+1.4%，对应毛利润分别为 64/65/66 亿元，归母净利润分别为 15.1/15.8/16.6 亿元。

未来 3 年业绩预测

表11：未来 3 年盈利预测表

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入：百万元	20532	26272	26650	27028
营业成本：百万元	16692	19887	20152	20417
销售费用：百万元	218	280	284	288
管理费用：百万元	828	1060	1075	1090
财务费用：百万元	1001	1142	1111	1065
营业利润：百万元	577	2339	2438	2553
利润总额：百万元	439	2259	2358	2473
归属于母公司净利润：百万元	231	1512	1578	1655
EPS：元/股	0.09	0.61	0.64	0.67
ROE：%	0.9%	6.0%	6.1%	6.2%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，考虑公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计平煤股份 2026–2028 年 EPS 分别为 0.61/0.64/0.67 元，我们重点选取与公司同行业的焦煤公司进行比较，分别为盘江股份、山西焦煤、淮北矿业。

1) **盘江股份**：公司是西南地区最大的炼焦煤生产企业，主要煤炭产品为炼焦煤和动力煤，具有低灰、低硫、微磷、发热量高、粘结性强的显著特点，是理想的冶金、化工和动力用煤。公司持续推进煤电一体化，同时布局新能源业务，煤电业务均具备一定成长空间。

2) **山西焦煤**：国内焦煤企业龙头，公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，并且煤种齐全，有焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤等，特别是公司的冶炼精煤具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，属优质炼焦煤品种，是稀缺、保护性开采煤种。2024 年 10 月公司竞拍获得兴县区块探矿权，外延以及内生均具备一定成长空间。

3) **淮北矿业**：华东地区焦煤龙头，公司矿区资源储备丰厚、剩余可采年限长，煤种齐全，焦煤、肥煤、瘦煤等稀缺炼焦煤储量占比超八成，煤炭具备低灰、低硫、特低磷、粘结结焦性能优良的特性，属于高附加值绿色稀缺炼焦煤；内生端信湖煤矿复产释放焦煤增量，外拓端内蒙古陶忽图在建 800 万吨煤矿即将投产，叠加煤电一体化产业布局，内生外延成长空间充足。

表12：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000983.SZ	山西焦煤	无评级	6.05	343	0.51	0.56	0.59	11.97	10.90	10.33
600395.SH	盘江股份	中性	4.58	98	0.25	0.28	0.35	18.44	16.23	13.00
600985.SH	淮北矿业	优于大市	14.20	382	1.14	1.42	1.58	12.42	10.01	9.01
	平均值							14.28	12.38	10.78
601666.SH	平煤股份	优于大市	7.47	184	0.61	0.64	0.67	12.20	11.69	11.14

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及预测

根据 Wind 一致性预期，上述可比公司 2026 年 PE 平均值为 14.3。我们认为平煤股份焦煤煤质优良、储备丰富，短期业绩弹性可期，中长期产能具备增长空间。参考业内平均估值水平，预计公司 2026 年合理 PE 水平为 13–14，对应公司股票合理估值区间为 8.0–8.6 元。

投资建议

预计公司 2026–2028 年收入分别为 263/267/270 亿元，归属母公司净利润 15.1/15.8/16.6 亿元，每股收益分别为 0.61/0.64/0.67 元。我们认为公司股票合理估值区间在人民币 8.0–8.6 元之间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在人民币 8.0-8.6 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的兖矿能源、晋控煤业等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 7 月 17 日收盘价给予有 7%-15% 的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 我们假设公司未来 3 年收入同比+28.0%/+1.4%/+1.4%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 24.3%/24.4%/24.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

大宗商品价格波动风险

公司主营煤炭、焦炭等业务，与宏观经济、行业政策关联度较高。若未来宏观经济走弱、产业政策调整，或煤炭、焦炭等大宗商品价格因周期波动、供需变化出现大幅下跌，将可能对公司盈利稳定性造成不利影响。

关联交易风险

公司存在关联交易业务，若交易定价公允性、审批管控不到位，可能存在利益输送及利润调节风险。关联方经营波动或信用恶化，将带来回款坏账及代偿风险。同时，关联交易识别、披露不规范易引发合规风险，业务关联依赖也会对公司经营稳定性造成不利影响。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

资产注入不及预期

若资产注入进度、盈利规模与整合效果不及预期，将拖累公司业绩与估值水平。

可转债转股影响股价风险

可转债转股增加股票供给、摊薄每股收益，叠加强赎、回售、资金分流等因素，

易造成公司股价波动下行。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9313	9442	11065	11918	14764	营业收入	30281	20532	26272	26650	27028
应收款项	3689	1841	2355	2389	2423	营业成本	22494	16692	19887	20152	20417
存货净额	553	1068	1202	1190	1187	营业税金及附加	1018	716	916	929	943
其他流动资产	742	1483	1898	1925	1953	销售费用	232	218	280	284	288
流动资产合计	14820	14611	17297	18199	21104	管理费用	1014	828	1060	1075	1090
固定资产	46590	52413	52338	51875	50104	研发费用	1005	664	850	862	874
无形资产及其他	9908	10691	10264	9838	9411	财务费用	1283	1001	1142	1111	1065
投资性房地产	3476	1440	1440	1440	1440	投资收益	104	89	89	89	89
长期股权投资	1832	1815	1815	1815	1815	资产减值及公允价值变动	(2)	(47)	71	71	71
资产总计	76626	80971	83156	83168	83875	其他收入	(906)	(541)	(809)	(821)	(834)
短期借款及交易性金融负债	12045	16104	16104	16104	16104	营业利润	3436	577	2339	2438	2553
应付款项	15402	14770	16626	16458	16425	营业外净收支	(74)	(138)	(80)	(80)	(80)
其他流动负债	3910	2793	3131	3104	3102	利润总额	3362	439	2259	2358	2473
流动负债合计	31357	33668	35862	35666	35632	所得税费用	890	180	565	590	618
长期借款及应付债券	12358	14919	14919	14919	14919	少数股东损益	189	28	182	190	199
其他长期负债	4851	4164	3477	2977	2977	归属于母公司净利润	2283	231	1512	1578	1655
长期负债合计	17209	19083	18396	17896	17896	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	48567	52751	54258	53562	53528	净利润	2283	231	1512	1578	1655
少数股东权益	3015	3519	3591	3667	3747	资产减值准备	2	45	3	(0)	(1)
股东权益	25045	24702	25307	25938	26600	折旧摊销	3754	3628	5525	5962	6271
负债和股东权益总计	76626	80971	83156	83168	83875	公允价值变动损失	2	47	(71)	(71)	(71)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	1283	1001	1142	1111	1065
每股收益	0.92	0.09	0.61	0.64	0.67	营运资本变动	(2436)	220	492	(745)	(95)
每股红利	1.51	1.03	0.37	0.38	0.40	其它	120	(34)	70	76	81
每股净资产	10.12	10.00	10.25	10.50	10.77	经营活动现金流	3726	4137	7531	6801	7840
ROIC	5.25%	0.65%	3%	4%	4%	资本开支	0	(9259)	(5001)	(5001)	(4001)
ROE	9.11%	0.94%	6%	6%	6%	其它投资现金流	124	(255)	0	0	0
毛利率	26%	19%	24%	24%	24%	投资活动现金流	75	(9497)	(5001)	(5001)	(4001)
EBIT Margin	15%	7%	12%	13%	13%	权益性融资	(11)	2994	0	0	0
EBITDA Margin	27%	25%	34%	35%	36%	负债净变化	1289	2034	0	0	0
收入增长	-4%	-32%	28%	1%	1%	支付股利、利息	(3746)	(2544)	(907)	(947)	(993)
净利润增长率	-43%	-90%	554%	4%	5%	其它融资现金流	(3852)	3515	0	0	0
资产负债率	67%	69%	70%	69%	68%	融资活动现金流	(8776)	5488	(907)	(947)	(993)
股息率	20.3%	13.8%	4.9%	5.1%	5.4%	现金净变动	(4975)	129	1622	853	2846
P/E	8.1	79.7	12.2	11.7	11.1	货币资金的期初余额	14288	9313	9442	11065	11918
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	9313	9442	11065	11918	14764
EV/EBITDA	8.1	14.1	8.3	7.7	7.4	企业自由现金流	0	(4577)	3476	2728	4738
						权益自由现金流	0	972	2619	1895	3939

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032