

# 兖矿能源（600188.SH）

## 成长与高分红兼备的优质龙头煤企

公司研究 · 深度报告

煤炭 · 煤炭

投资评级：优于大市（首次）

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

- **从煤矿走来，优质龙头煤企稳步前行。** 兖矿能源成立于1997年，1998年分别在香港、纽约、上海三地上市，2012年控股子公司兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所上市，2024年收购德国沙尔夫公司后成为六地上市平台。公司从地方煤炭企业起家，通过持续收并购实现产业链的横向拓宽、纵向延伸，2004年还收购澳大利亚南田煤矿，开启境外收购的先河。目前已形成以“矿业、高端化工新材料、高端装备制造、智慧物流、新能源”为五大主导产业的特大型国际化能源集团。其中，毛利占比最大两个业务是煤炭和煤化工，2024年分别为84%、11%。
- **公司煤炭资源丰富、分布广，产能增长空间大。** 公司煤矿主要分布在山东、陕西、内蒙古、新疆、澳大利亚等地；产品涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等。截至2024年底，JORC标准下，公司煤炭原地资源量464.3亿吨，可采储量60.05亿吨。当前公司在产、在建及规划矿井合计产能达3.2亿吨/年，预计将如期实现“原煤3亿吨”目标，包括：1. 2025年商品煤产量将首次突破1.8亿吨，对应原煤产量约2.2亿吨；2. 2026年至2030年，煤炭产能增量总计约7000万吨，主要来自：（1）陕蒙区域新建矿井产能3500万吨/年，主要是油房壕矿、杨家坪矿、霍林河一号矿、刘三圪旦矿及嘎鲁图矿，有望在未来五年陆续竣工；（2）新疆区域新增产能1700-1900万吨/年，五彩湾四号露天矿一期项目2026年预计增加产量400-600万吨，二期项目产能将从1000万吨/年提升至2300万吨/年；（3）甘肃区域马福川、毛家川两座煤矿建成后新增产能1500万吨/年。（4）公司部分矿井仍有扩产潜力。
- **公司所属煤矿煤质优良、地理位置优越。** 公司煤炭具备“三低三高”（低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点）的优良特性，在国内外煤炭市场具有良好的知名度。国内基地方面，公司地理位置优越，交运条件便利，同时紧靠经济发达但资源缺乏的长江三角洲地区，运距优势显著。澳洲基地方面，兖煤澳洲与格罗斯特合并后，同时获得纽卡斯尔港部分股权，利于煤炭运输港口运力的安排；与国际煤炭出口商相比，公司距离全球最大的煤炭消费中心日本、韩国及中国台湾地区最近，运输成本较低。
- **煤化工业务技术领先、成长可期。** 公司煤化工业务主要分布在山东、陕西、内蒙古、新疆，产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、尿素、乙二醇、石脑油、粗液体蜡等。公司煤化工相关技术行业领先，如承担科技部重大攻关项目“4000吨级煤气化示范装置”达到国际领先水平、建成国内首套百万吨级煤间接液化示范装置等，并通过先进的技术推动化工产业链向高端化、多元化延伸。2026年公司计划建成投产荣信化工80万吨烯烃及鲁南化工6万吨聚甲醛项目，聚甲醛产能跃升国内第一；并有序推进新疆能化80万吨烯烃、未来能源50万吨高温费托项目建设。
- **其他业务多点开花。** 非煤矿山方面，曹四天钼矿拥有钼矿石资源量10.4亿吨，钼精矿品位47%，具备建设原矿1650万吨/年，钼精矿产量3.52万吨/年的技术条件，公司计划于2026年上半年开工建设，2028年建成；公司在加拿大拥有6个钾盐采矿权，已探明优质氯化钾资源量达17亿吨。装备制造方面，公司掌握先进的深部矿井开采、智能化综采等先进技术，2023年建成鲁西智慧制造园区，近年来通过收并购加速资源整合。运输方面，2022年成立兖矿物流整合智慧物流产业，2023年物流货运能力达到3亿吨/年，2024年并购头部物流企业物泊科技，未来公司将持续推进“产、销、储、配、送”一体化物流体系建设。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司2025-2027年营业收入分别为1358/1457/1474亿元，归属母公司净利润106/133/134亿元，对应PE为14.3/11.3/11.2。我们看好2026年煤炭行业基本面改善、煤价中枢温和提高，而公司市场煤占比较高，弹性、成长性与高分红属性兼备，预计2026年公司股票合理估值区间在15.9-17.2元之间，相对于公司2026年1月19日收盘价有15%-24%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：** 经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响；地缘政治风险。

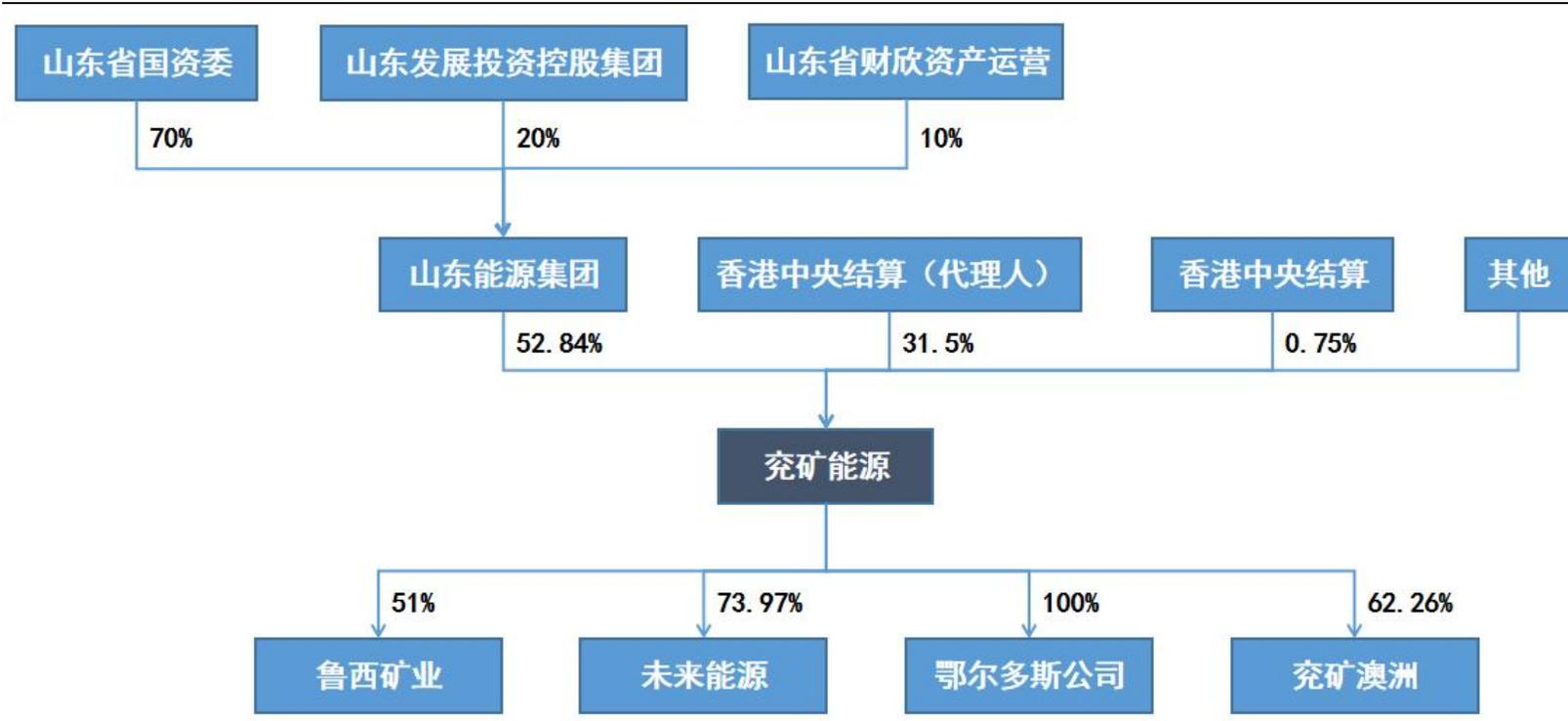
- [ 01 ] 从煤矿走来，优质龙头煤企行稳致远
- [ 02 ] 煤炭资源丰富、分布广，产能增长空间大
- [ 03 ] 兖煤澳洲：先进技术支撑&大胆资本运作，曲折中走向光明
- [ 04 ] 煤化工业务：技术领先，成长可期
- [ 05 ] 其他业务：向产业链多点延伸，全方位布局
- [ 06 ] 盈利预测与估值

# 从煤矿走来，优质龙头煤企行稳致远

# 境内外多地上市的国际化煤炭龙头

- 兖矿能源成立于1997年，1998年分别在香港、纽约、上海三地上市，2012年控股子公司兖煤澳洲公司在澳大利亚证券交易所上市，成为中国首家拥有境内外四地上市平台的煤炭公司；2024年公司收购德国沙尔夫公司后成为拥有境内外六地上市平台的国际化能源公司。
- 公司秉持“创造绿色动能、引领能源变革”的企业使命，规划打造“矿业、高端化工新材料、高端装备制造、智慧物流、新能源”五大产业支撑格局。截至2025年9月30日，控股股东山东能源集团持有公司52.84%的股份，公司实控人是山东省国资委。

图：公司股权穿透图



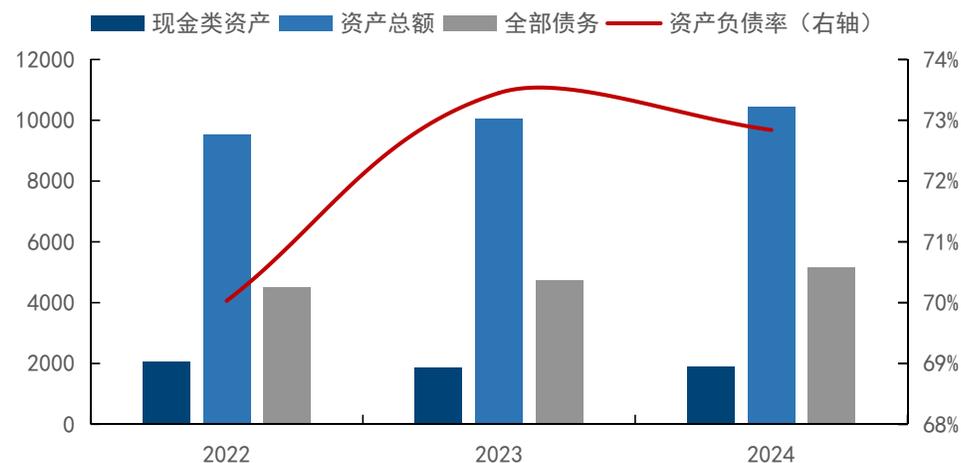
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 控股股东是中国产量前三大煤炭生产企业，经营优势显著

■ **控股股东山东能源集团**：是中国产量前三大、山东省最大的煤炭生产企业。公司成立于1976年，前身系兖州矿务局，于1996年改制为国有独资公司，1999年正式更名为兖矿集团有限公司（原兖矿集团）。2020年8月，兖矿集团与原山东能源集团有限公司合并及相关事项被批准，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”作为存续公司，自2020年11月30日合并交割，合并前山东能源和兖矿集团的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由存续公司继承、承接或享有。2021年3月原山东能源完成注销手续，公司正式更为现用名，注册资本增加至247亿元。截至2025年3月底，公司实收资本为302.22亿元，山东省国资委为公司控股股东及实际控制人。公司主营业务为煤炭和贸易等业务，经营优势显著：

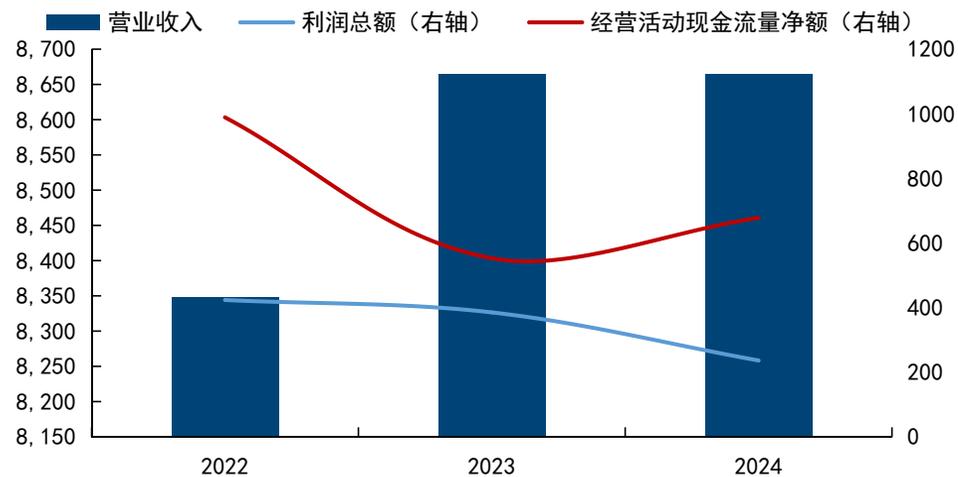
- ✓ **煤炭资源丰富**。截至2024年底，公司煤炭资源总量889.74亿吨，可采储量为177.44亿吨，核定生产能力32539.00万吨。
- ✓ **经营获现能力较强**。2024年，公司经营活动现金净流入677.92亿元，同比增长22.64%；现金收入比为105.27%。
- ✓ **再融资能力较强**。截至2025年3月底，公司剩余银行授信额度为5509.66亿元，备用流动性充足。同时，公司旗下拥有8家上市公司，具备直接融资能力。

图：控股股东资产结构（亿元；%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：控股股东营收及现金流（亿元）

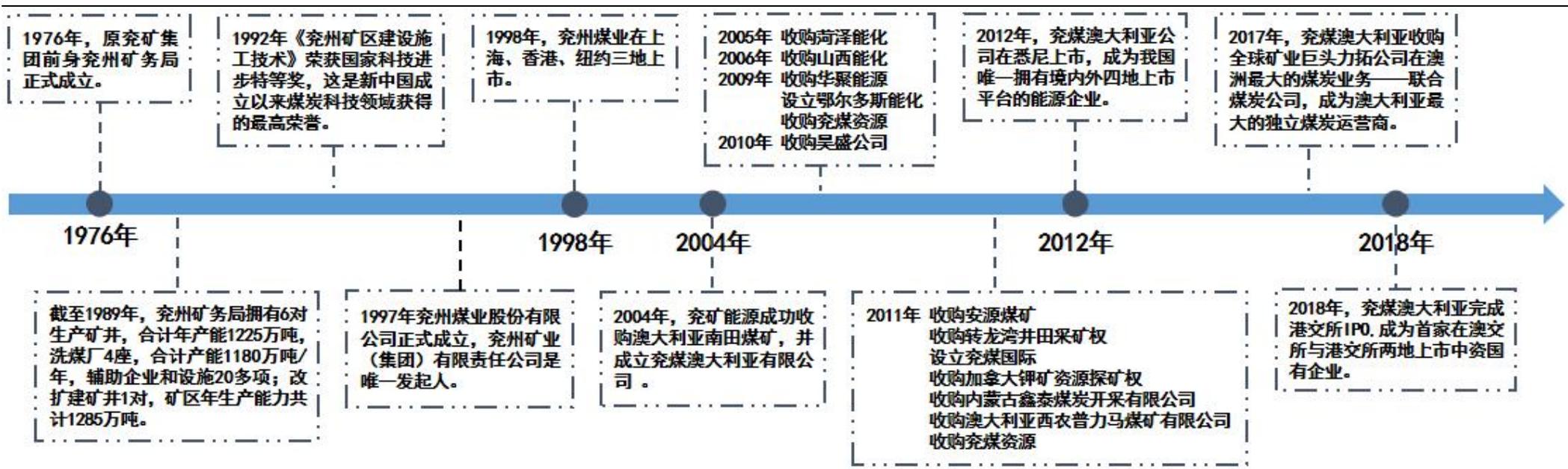


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 从煤矿走来，优质龙头煤企稳步前行

- **1976-1994年 早期发展、奠定基础：**1966年兖州煤田启动开发，1975年兖州矿区当时第一对特大型矿井——年产300万吨的兴隆庄矿开工，随后1976年兖州矿务局成立，这是公司控股股东山东能源集团的前身。截至1989年，兖州矿务局拥有6对生产矿井，合计年产能1225万吨，洗煤厂4座，合计年产能1180万吨，辅助企业和设施20多项，改扩建矿井1对，矿区年生产能力共计1285万吨。与此同时，兖州矿务局大力发展开采技术、煤机设备等科技，并取得128项重大科技成果，1992年《兖州矿区建设施工技术》荣获国家科技进步特等奖，这是新中国成立以来煤炭科技领域获得的最高荣誉。
- **1995-2000年 “九五” 改制、崭露锋芒：**1994年兖州矿务局成为国务院选定的现代企业制度“百户试点”企业之一，同年9月，兖州矿务局改建为“兖州矿业（集团）有限责任公司”；从1996年起，兖州矿业的销售收入、利润总额连续多年保持全行业第一，1999年企业利润甚至占到国有重点煤炭盈利企业当年利润总额的近六成，改制成效显著。1997年发起成立兖州煤业，1998年兖州煤业实现了在香港、纽约和上海三地上市。
- **2001-2020年 兼并收购、成长蜕变：**公司不断加大在国内外的资源整合力度，实现产业链的纵向延伸、横向联合，先后收购国内外多个煤矿、煤化工等资产，并向煤机等领域延伸，如在国内收购昊盛煤业、鄂尔多斯能化、东华重工、内蒙古矿业、山西未来能化等。2004年，兖矿能源还收购澳大利亚南田煤矿，并成立兖煤澳大利亚有限公司，开启境外收购的先河，之后澳大利亚收购菲利克斯资源有限公司、西农普力马煤矿公司、联合煤炭工业有限公司等。随着公司收购的持续推进，20年间，公司的营收从2001年的65亿增长至2020年的2150亿元，归母净利润从2001年的10亿增长至2020年的71亿元。

图：公司发展历程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 制定战略纲要，明确发展方向

■ 2021年至今 优质龙头煤企稳步前行：双碳目标下，公司开启战略转型，积极调整产业结构，在多个领域展开全面布局。

2021年12月公司董事会审议通过了《关于讨论审议公司发展战略纲要的议案》：公司在现有产业布局的基础上，确定矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五个产业发展方向。未来5-10年，主要产业发展的目标为：一、矿业产业：力争5-10年煤炭产量规模达到3亿吨/年，建成8座以上千万吨级绿色智能矿山。在现有多种非煤矿产资产的基础上，拓展钼、金、铜、铁、钾等矿产领域，实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。二、高端化工新材料产业：按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地。力争5-10年化工品年产量2000万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。三、新能源产业：推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设；依托现有煤化工产业优势，有序发展下游制氢等产业。力争5-10年新能源发电装机规模达到1000万千瓦以上，氢气供应能力超过10万吨/年。四、高端装备制造产业：在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端系列产品。五、智慧物流产业：统筹产品、用户、第三方服务商，构建智慧化物流体系。

## 内增：

- ✓ 2023年公司以264.31亿元向控股股东收购山东能源集团鲁西矿业有限公司51%股权和兖矿新疆能化有限公司51%股权。
- ✓ 2025年7月公司以现金140.66亿元收购控股股东权属公司西北矿业51%股权。截至2025年4月，西北矿业本部及其控股子公司中，共有12家煤炭企业，合计产能4605万吨/年，另持有2宗矿业权，合计产能1500万吨/年。

## 外延（不完全整理）：

- ✓ 2023年12月公司以人民币371,671万元竞得内蒙古自治区霍林河矿区一号井田煤炭资源详查探矿权，持续丰富煤炭储备。截止2018年10月31日，全区总资源储量为104,096万吨，其中：控制的经济基础储量（122b）22,174万吨；推断的内蕴经济资源量（333）75,893万吨；预测的资源量（334）6029万吨。根据国家发改委《关于内蒙古霍林河总体规划（修编）的批复》（发改能源〔2012〕1372号），霍林河一号井田规划建设规模为600万吨/年。
- ✓ 2024年3月以约3216.95万欧元现金收购SMT Scharf AG的52.66%股权，助力高端装备制造国际化发展。标的公司前身成立于1941年，2000年登记为股份公司，2007年于德国法兰克福证券交易所上市，后于2021年转换上市板块至德国慕尼黑证券交易所上市交易。标的公司是一家注册在德国的井下单轨吊辅助运输设备生产厂家，该收购有利于公司对于矿用设备板块的战略延伸，使得公司拥有自主制造地下采矿及辅助运输设备的产业链，减少对外采购成本，进一步发挥协同效应，加快公司装备制造产业的壮大升级。同时，标的公司具有多个国家的服务网络，收购标的公司有利于公司持续推进国际化布局进程，加强国际化发展竞争优势。
- ✓ 2024年5月公司以人民币1554545,455元取得物泊科技有限公司45%的股权，加速智慧物流产业的数字化转型。交易完成后公司可行使的表决权占目标公司全部实缴出资的51.32%，实现公司获得目标公司控制权。社会运力及货源向优质的网络货运平台集中，是大宗商品物流乃至整个货运物流行业的趋势。目标公司管理团队，对互联网、物联网与物流行业的深度融合有着深入的理解以及丰富的经验。通过本次交易，公司将融入目标公司管理、技术和运营团队，有助于提升公司智慧物流产业的整体数字化水平，加速智慧物流产业的数字化转型。

# 内增外延助力成长

表：公司近年来资产注入情况梳理

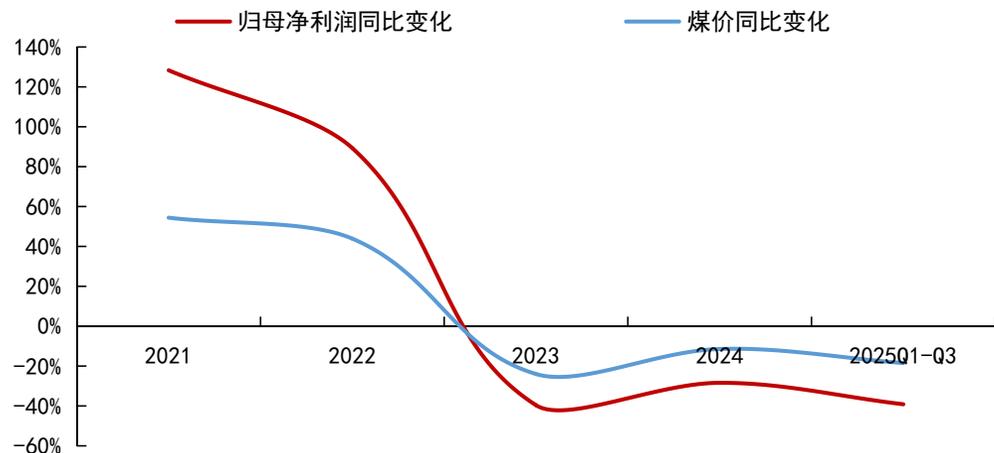
时间	收购情况	收购金额	新增核心资产	财务指标	业绩承诺情况	业绩承诺完成情况
2020	未来能源49.315%股权、精细化工100%股权、鲁南化工100%股权、化工装备100%股权、供销公司100%股权、济三电力99%股权，以及信息化中心相关资产。	183.55亿元	1500万吨/年煤炭产能、115万吨煤制油、30万吨/年己内酰胺	2018/2019/2020H1标的公司合计净利润分别为17.6亿元、27.4亿元和9.6亿元。	2020-2022年度，按中国会计准则计算，标的股权对应的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计不低于人民币43.14亿元。	2020-2022年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为119.90亿元，完成了关于承诺净利润的约定。
2023	鲁西矿业51%的股权及新疆能化51%的股权	264.31亿元	合计产能4989万吨/年，新疆准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目已于2025年上半年投产，另有探矿权11宗（黄草湖一至十一勘查区勘探）	鲁西矿业：2021/2022年营收150/177亿元、归母净利润18/32亿元。新疆能化：2021/2022年营收45/61亿元、归母净利润3.5/19.4亿元。	鲁西矿业：2023年度、2024年度、2025年度，按中国会计准则计算的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润累计不低于人民币1142480.14万元。新疆能化：2023年度、2024年度、2025年度，按中国会计准则计算的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润累计不低于人民币401345.61万元。	-
2025	西北矿业51%的股权	140.66亿元	采矿权产能合计4605万吨/年，探矿权产能合计1500万吨/年	2023/2024年营收为159/172亿元，归母净利润分别为14.2/13.4亿元；2023/2024年1-11月商品煤产量分别为2834/2862万吨。	2025年度、2026年度、2027年度，按中国会计准则计算，目标公司对应的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润累计不低于人民币712193.41万元。	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 经营规模持续扩大，业绩受煤价影响波动较大

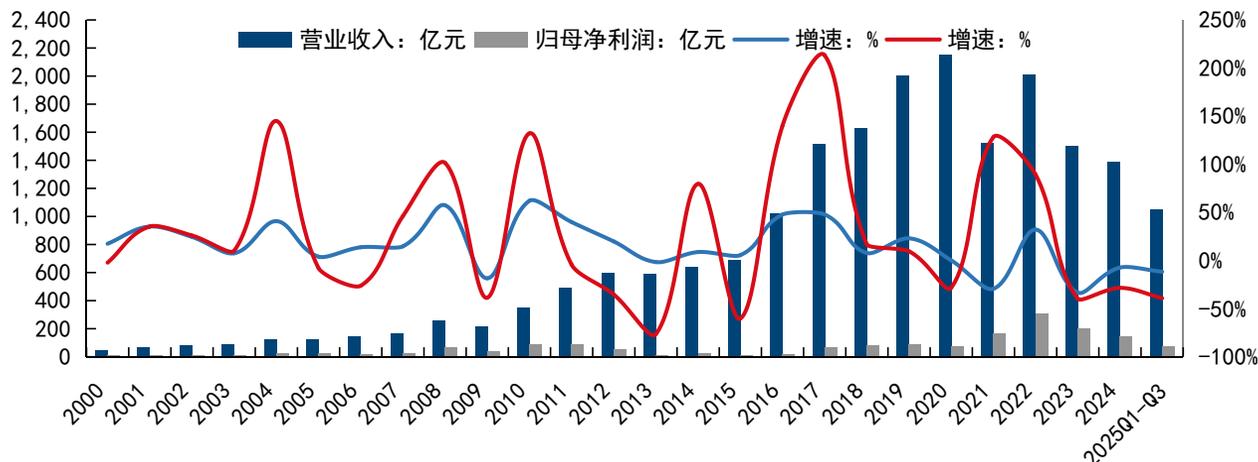
- 2001-2020年：随着兼并收购的推进，公司经营规模快速扩大。十年间公司营业收入从2000年的48亿元增加至2020年的2150亿元，年复合增速46%，归母净利润从2000年的7.6亿元增加至2020年的71亿元，年复合增速25%。
- 2021年至今：发展战略清晰、内增外延继续，煤价是影响公司业绩的主要因素。由于公司市场煤占比较高，相应业绩波动较大。
  - ✓ 2021年公司实现营业收入1520亿元，同比-29%，归母净利润162.6亿元，同比+128%。同期秦皇岛5500K煤价中枢上涨54%。营收下滑主要系公司主动大幅削减了毛利率较低的贸易煤业务，贸易煤销量同比-66%；同时公司受到安全环保政策以及部分矿区地质条件制约的影响，导致山东本部和内蒙古区域的个别矿井停产或限产，煤炭产量减少12.7%。净利大幅上涨主要系煤价大幅上涨以及煤化工业务“量价齐升”。
  - ✓ 2022年公司归母净利润同比+89.3%，主要系煤价中枢大幅上移——同期秦皇岛5500K煤价中枢上涨44%。
  - ✓ 2023年非煤贸易业务收入减少310亿元，叠加煤价大幅回落致煤炭业务收入同比减少440亿元，公司营业总收入同比-33.3%，归母净利润同比-39.6%。兖煤澳洲受煤价回落&上半年产量偏低、成本高企的影响，净利润大幅下滑49%。公司于报告期内新增合并了鲁西矿业、新疆能化等的财务报表。
  - ✓ 2024年秦皇岛5500K煤价中枢下滑11.4%，公司归母净利润同比-28%。同期兖煤澳洲虽然产量增加，但在煤价回落、成本降幅不及预期的情况下，净利润下滑33%。
  - ✓ 2025Q1-Q3公司产量创同期新高，同时吨煤成本在有效管控下降低4.7%，但随着煤价中枢的进一步下移，公司归母净利润同比-39%。报告期内公司合并了西北矿业、兖矿能源（霍林郭勒）有限公司的财务报表。

图：公司业绩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司营收及利润变化



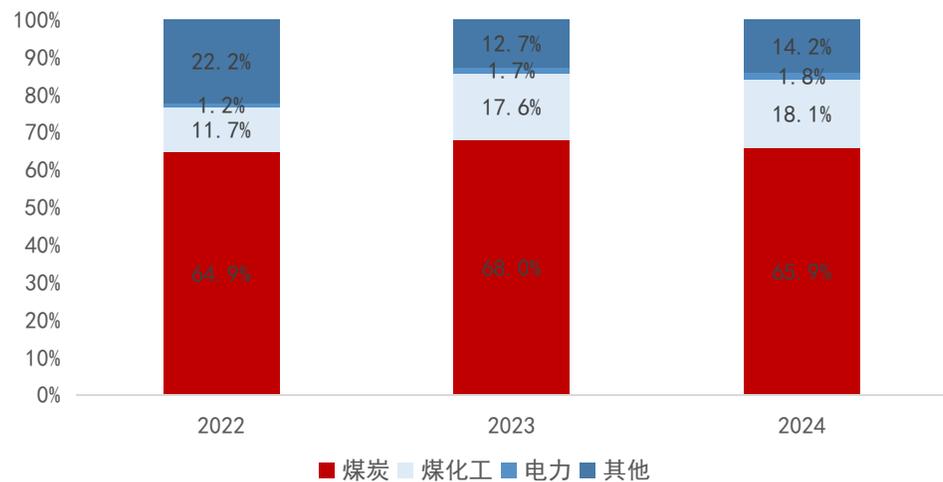
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 公司煤炭和煤化工合计贡献近95%的毛利

公司是中国和澳大利亚主要的煤炭生产商、销售商和贸易商之一，国内动力煤龙头企业，权属兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商。此外，公司还拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，醋酸产能位居全国前列。公司主营业务煤炭和煤化工营收占比超80%，毛利占比接近95%；此外公司还积极布局非煤矿业、物流贸易、煤机等业务：

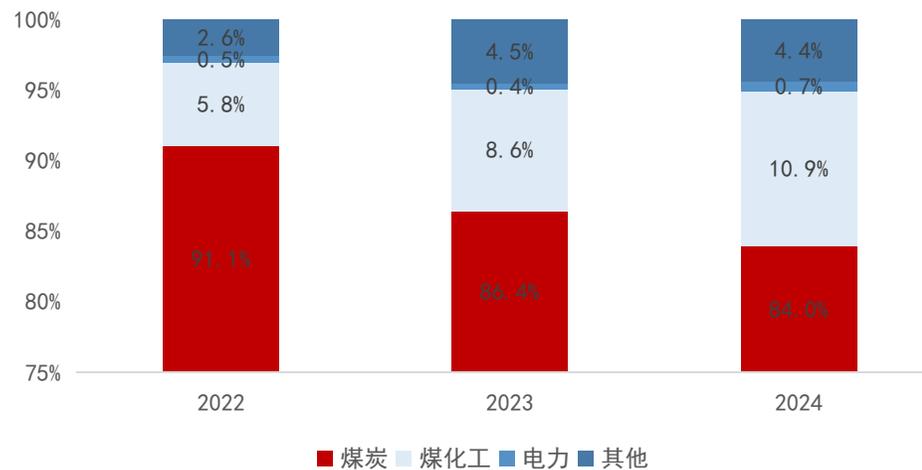
- 煤炭：营收占比66%，毛利占比约84%，是公司主要利润来源。内增外延增长潜力较大。
- 煤化工：营收占比约18%，毛利占比约11%。公司正有序推进荣信化工80万吨烯烃、未来能源50万吨高温费托、新疆准东80万吨烯烃项目等高端煤化工项目。

图：公司各板块营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司各板块毛利占比



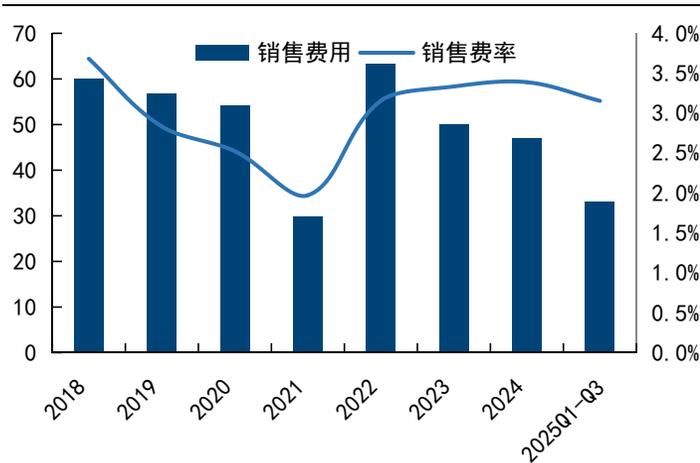
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 经营质量提升，期间费率稳中有降

## 经营质量提升，公司期间费率整体稳中有降：

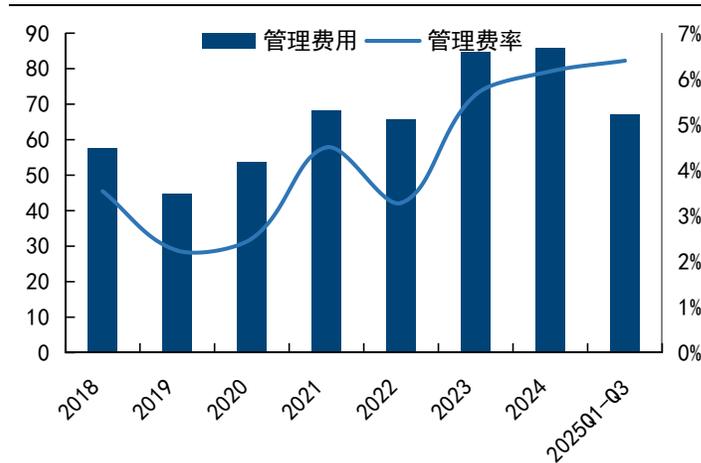
- ✓ 销售费用：波动较大，2022年大幅增加主要系兖煤澳洲、兖煤国际与销售价格挂钩的开采权使用费同比增加32.82亿元，近年来销售费率维持相对稳定。
- ✓ 管理费用：维持相对稳定，2023年数额的大幅增长主要系合并报表所致。
- ✓ 研发费用：呈上升趋势，主要系公司加大研发投入力度。
- ✓ 财务费用：公司近年来进行多次大规模收购，2021/2022/2025年财务费用明显增加，但随着持续稳定的经营，有息负债的下降，利息费用有望逐渐减少。

图：公司销售费用与销售费率（亿元）



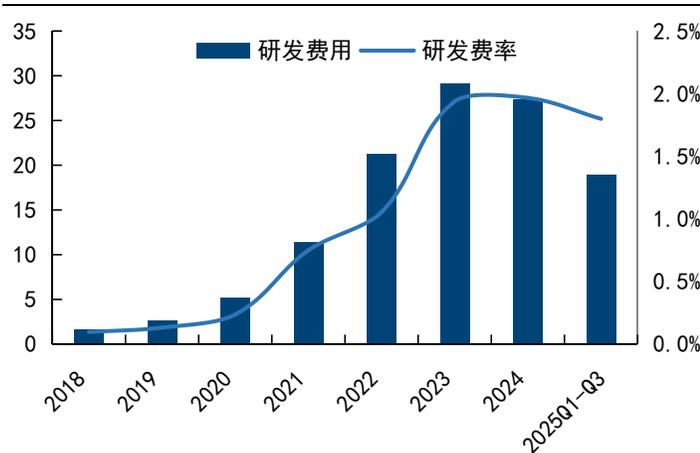
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司管理费用与管理费率（亿元）



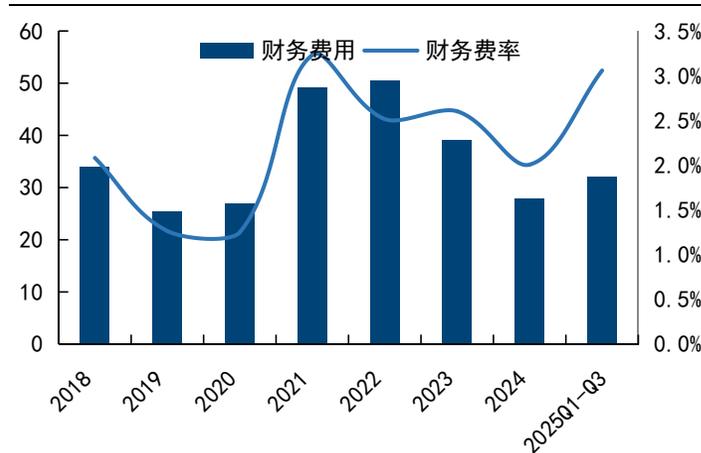
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司研发费用与研发费率（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司财务费用与财务费率（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资本结构优化，分红率保持较高水平

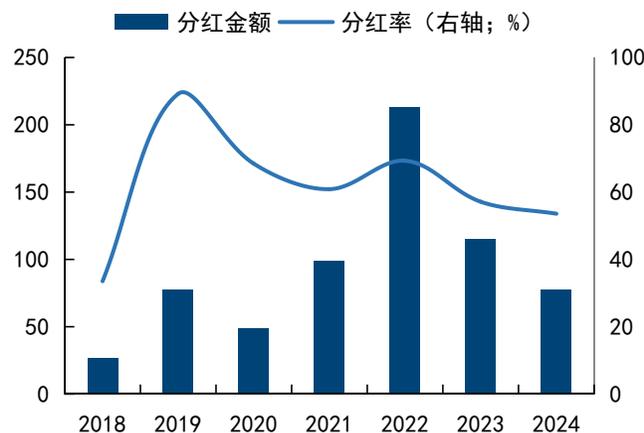
■ 近年来公司进行了较多的收购，资产负债率维持较高水平，未来随着业绩的增长，资产结构有望优化。截至2025年三季度，公司资产负债率为66.9%，有息负债率为31.9%，有息负债规模1378亿元。由于近年来进行了多次较大规模的收购，公司资产负债率居高不下，但降低资产负债率、优化资本结构是公司一直以来的经营目标，预计未来随着在建项目的投产、现金流的充沛，资本结构有望优化。

■ 虽然近年来公司资本支出较多，但保持较高分红率：

✓ 分红政策：2023-2025年各会计年度分配的现金股利总额，以中国会计准则和国际财务报告准则财务报表税后利润数较少者为准，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约60%，且每股现金股利不低于人民币0.5元。

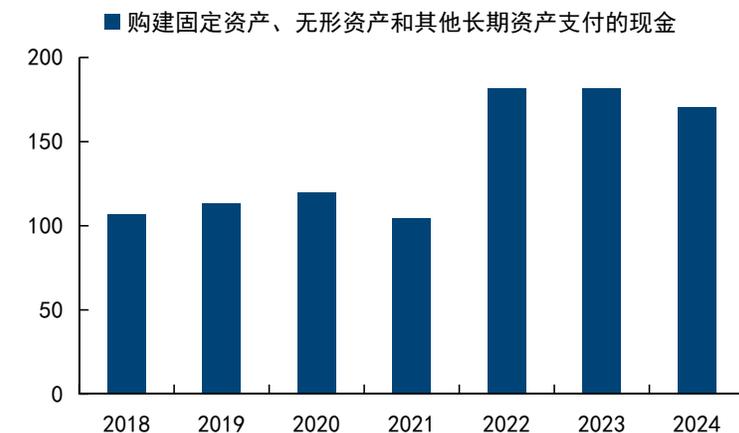
✓ 2024年公司中期分红0.23元/股，年度末期分红0.54元/股，两次分红合计0.77元/股，总额77.3亿元，分红率为53.6%，对应2026年1月16日收盘价的A股息率为4.1%、H股息率为5.8%。

图：公司分红水平变化（亿元）



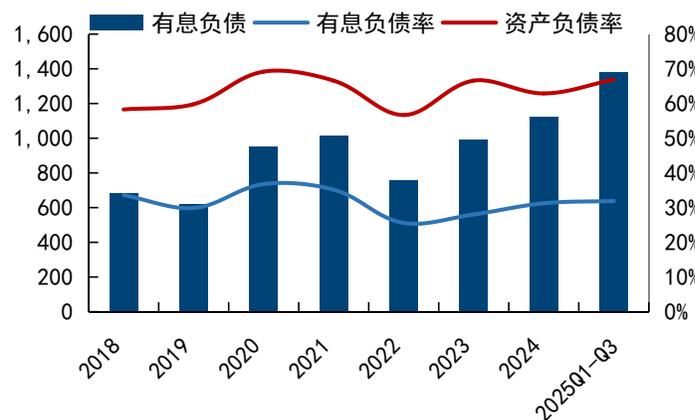
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



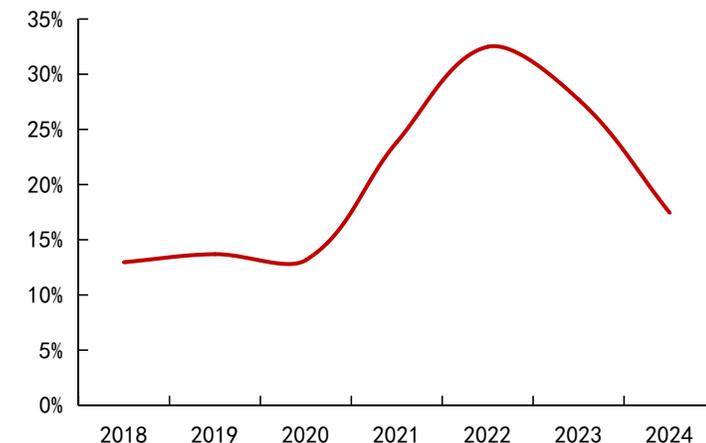
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司资产负债率变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司ROE变化（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 煤炭资源丰富、分布广，产能增长空间大

# 煤炭资源储备丰富、分部广、煤种齐全



■ **煤矿分布广，煤种齐全。**公司煤炭资源丰富，煤矿主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区和澳大利亚；产品涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等。截至2024年底，JORC标准下，公司煤炭原地资源量464.3亿吨，可采储量60.05亿吨，生产煤矿34对，核定产能2.26亿吨。

✓ 2023年收购鲁西矿业、新疆能化，获取内蒙古霍林河矿区一号井田探矿权，合计新增煤炭资源量266亿吨。

✓ 2025年收购西北矿业，截至2023年底，西北矿业合计资源量72.45亿吨，暂未列入报表。

■ **煤质优良。**公司煤炭具备“三低三高”（低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点）的优良特性，是用于炼焦、火力发电，制气、化工和制造水煤浆的优质煤种，在国内外煤炭市场具有良好的知名度，曾被评定为“中国公认名牌产品”，并获得同行业“第一品牌称号”。

表：公司煤炭储量情况（百万吨）

主要矿区	地理位置	主要资源	中国国家标准			JORC规范	
			资源量	证实储量	可信储量	原地资源量	可采储量
公司所属煤矿	山东省济宁市、内蒙古通辽市	动力煤	4,042	282	142	1,793	263
菏泽能化所属煤矿	山东省菏泽市	1/3焦煤	644	163	106	327	101
鲁西矿业所属煤矿	山东省菏泽市	1/3焦煤、动力煤	3,773	468	384	1,803	199
天池能源所属煤矿	山西省和顺县	动力煤	102	32	15	44	19
未来能源所属煤矿	陕西省榆林市	动力煤	1,590	615	226	924	460
鄂尔多斯公司所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	536	214	44	296	195
昊盛煤业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	2,303	673	386	728	565
内蒙古矿业所属矿区	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6,401	971	167	6,104	1,408
新疆能化所属矿区	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	27,222	1,345	987	26,305	1,310
境内矿井煤炭储量小计	-	-	46,614	4,763	2,456	38,325	4,520
兖煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	-	-	-	6,570	1,390
兖煤国际所属煤矿	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	-	-	-	1,535	95
境外矿井煤炭储量小计	-	-	-	-	-	8,105	1,485
合计	-	-	46,614	4,763	2,456	46,430	6,005

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 截至2024年底公司核定产能超2亿吨/年

■ 国内基地：在产煤矿总产能1.67亿吨/年，权益产能1.04亿吨/年。

■ 澳洲基地：公司主要运营莫拉本、亨特谷、沃克山、雅若碧煤矿等7座生产矿井，分布在新南威尔士州、昆士兰州和西澳大利亚州，煤炭产能为9195万吨/年。

表：公司国内生产煤矿梳理（万吨）

所属公司	矿名	权益	核定产能	权益产能
本部	南屯煤矿	100%	270	270
	兴隆庄煤矿	100%	600	600
	鲍店煤矿	100%	600	600
	东滩煤矿	100%	750	750
	济宁二号煤矿	100%	390	390
	济宁三号煤矿	100%	600	600
	杨村煤矿	100%	115	115
菏泽能化	赵楼煤矿	98%	330	324
	万福煤矿	88%	180	159
山西能化	天池煤矿	81%	120	97
鄂尔多斯能化	转龙湾煤矿	100%	1000	1000
	文玉煤矿	100%	120	120
内蒙古矿业	营盘壕煤矿	29%	800	236
昊盛煤业	石拉乌素煤矿	59%	800	475
未来能源	金鸡滩煤矿	74%	1700	1257
新疆能化	伊犁四矿	51%	900	459
	伊犁一矿	51%	1000	510
	硫磺沟煤矿	26%	150	39
	五彩湾四矿一期	39%	1000	388

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

续表：公司国内生产煤矿梳理（万吨）

所属公司	矿名	权益	核定产能	权益产能
鲁西矿业	郭屯煤矿	43%	240	102
	彭庄煤矿	43%	80	34
	新巨龙煤矿	31%	600	184
	李楼煤矿	51%	190	97
	唐口煤矿	51%	270	138
	陈蛮庄煤矿	51%	70	36
	梁宝寺煤矿	43%	330	143
西北矿业	高家堡煤矿	51%	450	230
	邵寨煤矿	51%	240	122
	五举煤矿	31%	300	92
	亭南煤矿	51%	450	230
	永明煤矿	26%	45	12
	杨家村煤矿	28%	600	168
	大恒煤矿	41%	360	147
	望田煤矿	28%	180	50
	巴彦高勒煤矿	31%	800	245
	刘园子煤矿	28%	90	25
<b>合计</b>			<b>16720</b>	<b>10444</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 随着资产注入，煤炭产量持续增加

- 随着资产注入的持续推进，公司商品煤产量从2016年的6237万吨快速增长至2024年的14249万吨，分产区看：
  - ✓ 山东基地：随着开采年限增加，开采深度增加、资源量减少，产量呈现下降趋势；2024年万福煤矿投产运营，新增180万吨优质焦煤产能。山东基地精采细采，均衡稳产，预计未来商品煤产量稳定在3800-4000万吨。
  - ✓ 陕蒙基地：油房壕矿、霍林河一号矿、刘三圪旦矿、杨家坪矿及嘎鲁图矿有望在未来五年陆续竣工，新增产能3500万吨/年，区域产能达到8000万吨以上。
  - ✓ 新疆基地：是未来产量增长的主要地区，随着五彩湾露天矿一期的投产，商品煤产量可达3000万吨以上。五彩湾四号露天矿二期核增手续2026年力争完成，中期区域产能可达4300万吨以上。
  - ✓ 甘肃区域：马福川、毛家川两座煤矿建成后新增年产能1500万吨，区域产能达到2200万吨以上。
  - ✓ 澳大利亚：煤矿受天气影响产量有所波动，未来商品煤产量预计4000-4400万吨。

表：公司商品煤产量情况（万吨）

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
公司	3468	3221	3247	3117	3066	2679	2495	2398	2280	1545
菏泽能化	323	237	325	273	328	253	169	265	191	312
鲁西矿业	-	-	-	-	-	-	1131	1080	1225	953
天池能源	159	132	171	172	161	130	109	120	120	96
西北矿业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2508
未来能源	-	-	-	1516	1776	1711	1737	1722	1781	1404
鄂尔多斯公司	483	1212	1485	1378	1582	1151	1171	961	1123	854
昊盛煤业	-	610	329	391	824	319	428	460	623	619
内蒙古矿业	-	-	-	-	-	83	409	383	665	601
新疆能化	-	-	-	-	-	-	2047	1936	2012	1460
兖煤澳洲	1205	1927	3360	3552	3778	3670	2944	3341	3694	2816
兖煤国际	598	654	593	565	512	506	492	545	536	422
合计	6237	7992	9510	10963	12027	10503	13131	13211	14249	13589

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 在建及规划矿井产能约7500万吨/年，增长潜力较大

■ 预计2030年前公司将如期实现“原煤产量3亿吨”的规划目标。

- ✓ 陕蒙区域油房壕矿、霍林河一号矿、刘三圪旦矿、杨家坪矿及嘎鲁图矿将在未来五年陆续竣工，新增产能3500万吨/年，其中2025年开工建设霍林河一号煤矿
- ✓ 新疆区域五彩湾四号露天矿二期核增手续2026年力争完成，产能1300万吨/年
- ✓ 甘肃区域马福川、毛家川两座煤矿建成后新增年产能1500万吨。

■ 集团中仍有优质的煤炭资产有待注入。公司在关联交易公告中多次提及“解决同业竞争”，目前集团公司中仍有部分煤炭资产，未来有望注入上市公司。

■ 非煤矿山未来有望成为新的利润增长点：

- ✓ 年产1650万吨的曹四天钼矿，资源量10.4亿吨，计划2026年上半年开工建设，2028年建成。曹四天钼矿是公司控股子公司内蒙古矿业的矿产资源，根据长沙有色冶金设计研究院有限公司2024年5月编制的可行性报告，该矿拥有钼矿石资源量10.4亿吨，钼精矿品位47%。具备建设原矿1650万吨/年，钼精矿产量3.52万吨/年的技术条件。该矿目前正在办理矿井开发的审批手续，力争2026年上半年具备开工建设条件，建设周期约2年。
- ✓ 公司在加拿大拥有6个钾盐采矿权，探明优质氯化钾资源量17亿吨，项目处于规划阶段。

表：公司在建及规划矿井情况

区域	煤矿	设计产能（万吨/年）	建设进度
山东	万福煤矿	180	2024年12月联合试运转
陕西	杨家坪煤矿	500	在建
内蒙古	油房壕煤矿	500	在建
内蒙古	霍林河一号煤矿	700	正在办理采矿权许可证
内蒙古	刘三圪旦煤矿	1,000	已获取地质报告批复
内蒙古	嘎鲁图煤矿	800	已获取地质报告批复
新疆	五彩湾四号煤矿一期	1,000	2025年四季度投产
新疆	五彩湾四号煤矿二期	1,300	核增手续2026年力争完成
甘肃	马福川煤矿	800	拥有探矿权
甘肃	毛家川煤矿	700	拥有探矿权
合计		7,480	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：集团所属非上市公司煤炭资产

单位名称	煤炭品种	开采条件	资源总量（亿吨）	可采储量（亿吨）	合计产能（万吨）	2023年产量（万吨）
新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	地下开采	84.84	20.45	3,296	1,841
枣矿集团	气肥煤、长焰煤	地下开采、露天开采	16.02	3.42	2,585	1,978
贵州矿业	无烟煤	地下开采	19.43	3.84	267	109
合计			120.29	27.71	6148	3928

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 地理位置优越，煤炭销售覆盖区域广

■ **地理位置优越，交通发达。**公司拥有的煤炭专用铁路兖石线直连中国第二大煤炭港口日照港，京沪、京九铁路干线及京沪高速铁路穿越矿区，京杭大运河、京沪、京福、京台、日东高速公路及104国道在公司所在地交汇延伸，交通运输条件便利。同时由于公司紧靠经济发达但资源缺乏的长江三角洲地区，较新疆、内蒙古及贵州地区煤炭企业具有非常明显的运输优势。澳洲基地方面，兖煤澳洲与格罗斯特合并后，同时获得纽卡斯尔港部分股权，有利于煤炭运输港口运力的安排；与国际煤炭出口商相比，公司距离全球最大的煤炭消费中心日本、韩国及中国台湾地区最近，降低了公司的运输成本。

■ **公司煤炭产品主要销往中国的华东、华南、华中、华北、西北等地区及日本、韩国、澳大利亚、泰国等国家。**其中境外销量主要是子公司澳洲兖煤实施。

✓ **从销量看，华东占比最大，为36%，西北和华南地区次之，分别为18.4%、11.4%，华北和日本销量占比也超过5%。**

■ **从下游行业看，电力、冶金、化工、商贸销量占比分别为48.9%、14.1%、14.2%、18.2%，销售收入占比分别为44.8%、24.9%、12.3%、13.4%。**

表：公司商品煤销售地区占比

	2024年		2023年	
	销量占比	销售收入占比	销量占比	销售收入占比
一、中国	81.6%	76.8%	80.9%	74.7%
华东地区	35.9%	41.7%	39.0%	45.8%
西北地区	18.4%	7.0%	19.7%	6.3%
华南地区	11.4%	11.2%	8.7%	7.8%
华北地区	9.8%	8.9%	7.2%	6.8%
华中地区	4.8%	6.3%	4.9%	6.3%
其他地区	1.1%	1.6%	1.3%	1.7%
二、日本	7.3%	11.7%	6.7%	12.5%
三、韩国	3.9%	5.3%	3.5%	5.5%
四、澳大利亚	2.8%	1.8%	3.2%	2.2%
五、泰国	2.6%	2.0%	2.8%	1.7%
六、其他	1.9%	2.5%	3.0%	3.3%

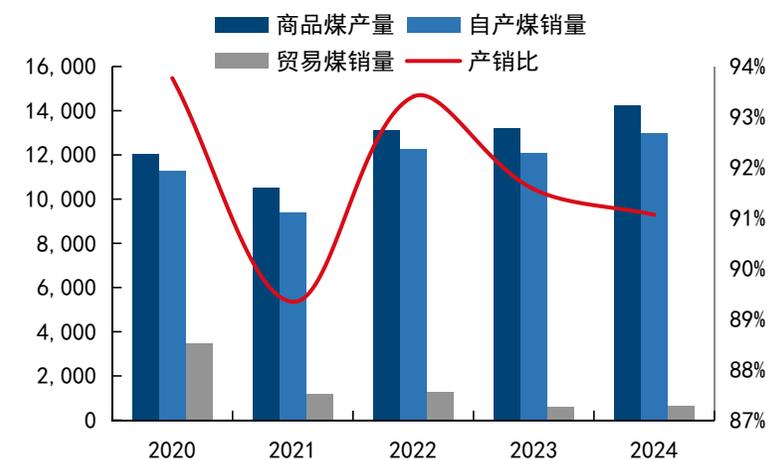
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司商品煤销售行业占比

	2024年		2023年	
	销量占比	销售收入占比	销量占比	销售收入占比
电力	48.9%	44.8%	51.2%	45.6%
冶金	14.1%	24.9%	11.2%	21.6%
化工	14.2%	12.3%	13.5%	10.6%
商贸	18.2%	13.4%	22.4%	20.6%
其他	4.6%	4.6%	1.7%	1.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司煤炭产销量（万吨）

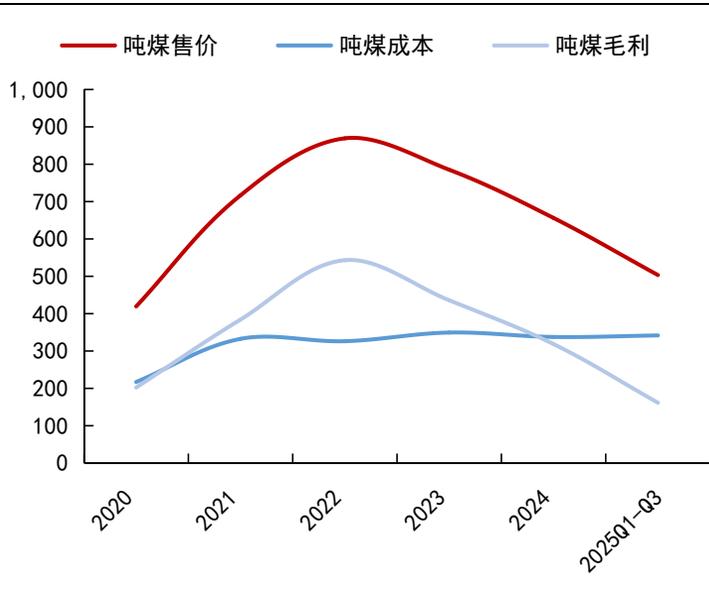


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 售价波动较大，吨煤成本相对稳健

- **吨煤售价**：公司长协煤占比较低，平均吨煤售价波动较大。从区域上看，山东基地以销售精煤为主，煤炭售价较高；新疆地区煤炭售价一般较低。
- **吨煤成本**：近年来公司吨煤成本保持相对稳定。分地区看，山东地区由于开采深度较深，吨煤成本普遍较高；澳洲煤矿受当地政策影响，人工、环保等费用较高，拉高吨煤成本；新疆、陕西煤矿吨煤成本较低。
- **吨煤毛利**：主要与售价挂钩。分地区看，山东地区毛利最高；陕西基地的未来能源旗下的金鸡滩煤矿生产优质的化工煤，是100万吨/年煤间接液化综合利用项目的配套矿井，毛利次之；新疆基地的毛利最低。
- 从成本明细看，工资及雇员福利、其他、材料、折旧、运输占比较高、超过10%，2024年占比分别为25.3%、17%、13%、12.1%、10.5%。

图：公司吨煤售价、成本与毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：按经营主体分类下吨煤售价、成本与毛利（元/吨）

	吨煤售价					吨煤成本					吨煤毛利				
	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3	2021	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
公司	865	1134	909	775	587	355	329	317	360	374	510	806	592	415	213
菏泽能化	1537	1958	1394	1364	929	549	766	634	784	608	988	1191	760	580	321
鲁西矿业	-	1466	1207	1075	764	-	615	604	551	470	-	851	603	525	294
天池能源	467	657	559	533	378	361	387	337	356	348	106	271	222	177	30
西北矿业	-	-	-	-	408	-	-	-	-	279	-	-	-	-	129
未来能源	701	796	598	555	463	164	146	133	136	122	536	651	465	419	342
鄂尔多斯公司	537	603	398	420	368	230	175	196	183	144	307	428	203	237	224
昊盛煤业	627	772	562	540	402	584	422	359	329	216	43	350	204	211	185
内蒙古矿业	491	634	521	516	377	678	293	331	271	235	-187	341	190	246	143
新疆能化	-	194	163	150	123	-	85	102	99	79	-	109	61	50	44
兖煤澳洲	674	1647	1064	814	671	399	548	574	510	517	276	1099	490	304	154
兖煤国际	524	1128	830	679	576	374	461	475	516	518	150	667	355	164	57

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 兖煤澳洲、本部、鲁西矿业、未来能源、西部矿业毛利占比超10%



- ✓ 从经营主体看：销售收入占比方面，兖矿澳洲、西北矿业、公司本部、鲁西矿业占比超过10%；销售毛利占比方面，兖矿澳洲、公司本部、鲁西矿业、未来能源、西北矿业占比超10%。
- ✓ 澳洲基地毛利水平较高，但较高的费用拖累盈利，澳洲基地归母净利润在总利润中占比仅10%左右。
- ✓ 未来能源的盈利能力较好，主要系公司所属的金鸡滩煤矿是现代化矿井，经济效益、人均工效、煤炭产量均走在全集团前列。
- ✓ 公司本部、鲁西矿业产能较大、精煤销售占比较高，盈利水平也较好。

表：煤炭各经营主体营收、毛利占比

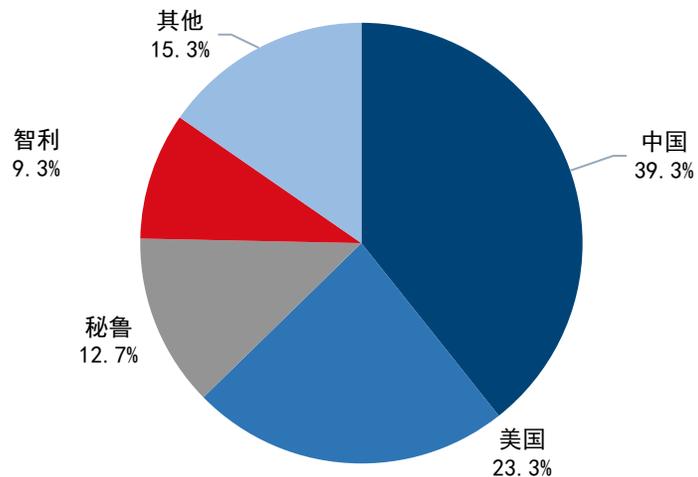
	2025Q1-Q3		2024		2023	
	营收占比	毛利占比	营收占比	毛利占比	营收占比	毛利占比
兖煤澳洲	28.5%	20.8%	33.5%	30.4%	34.5%	33.3%
西北矿业	15.5%	15.6%	-	-	-	-
鲁西矿业	12.1%	14.9%	13.7%	16.3%	13.5%	14.1%
未来能源	6.3%	13.4%	7.8%	13.6%	6.6%	10.0%
公司	13.1%	13.1%	18.3%	22.1%	20.5%	26.9%
鄂尔多斯公司	3.5%	6.7%	4.0%	5.1%	2.3%	1.8%
菏泽能化	4.1%	3.9%	1.9%	1.3%	3.2%	3.6%
新疆能化	2.6%	2.9%	3.1%	2.5%	3.0%	2.4%
内蒙古矿业	3.1%	2.9%	3.1%	2.8%	2.0%	1.5%
昊盛煤业	2.9%	2.8%	2.9%	1.6%	2.5%	1.9%
贸易煤	3.9%	1.7%	7.1%	1.3%	6.9%	-0.1%
兖煤国际	3.6%	1.2%	4.0%	2.3%	4.3%	3.9%
天池能源	0.6%	0.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 钼矿业未来有望成为新的利润增长点

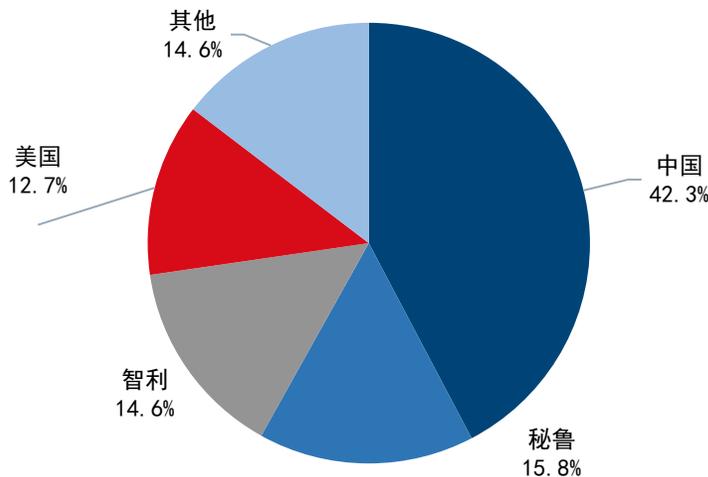
- 钼金属具银白色金属光泽，是一种具有高强度、高熔点、优异导热导电性与抗腐蚀性能的战略金属，是制造合金钢、不锈钢以及部分化工、合金产品等的重要原材料，广泛应用于汽车、船舶、能源、化工、军工、高端装备制造业、电子电器等领域。近年来我国先后出台多项政策文件，将钼等矿产列为重要战略性矿产。
- 全球钼供给：产能集中，增量有限
- ✓ 中国钼资源的储量、产量全球第一。储量方面，2024年全球钼储量合计约1500万吨，其中中国、美国、秘鲁、智利占比分别约40%、23%、13%、9%。产量方面，2024年全球钼产量约29万吨，其中中国、南美、美国占比分别约46%、27%、18%。
- ✓ 短期增量有限。海外，60%以上的钼矿来自铜的副产品，受铜矿开采扰动影响较大、部分矿井还受限于铜钼伴生矿石品位下降；短期增量主要来自泰克资源 Quebrada Blanca二期项目的产能爬坡，其2026年钼产量指引为2800-3400吨，预计2027年提升至3500-4000吨左右。国内，钼矿主要增量项目为巨龙铜矿二期&三期扩产项目、金寨沙坪沟钼矿等。其中，巨龙铜矿在2025年12月29日投产投产，钼年产量从0.7万吨左右提高到1.5万吨；沙坪沟钼矿2022年10月被紫金矿业收购，预计2028年投产，年产能2.72万吨/年；巨龙铜矿三期项目若2026年能够完成审批手续，2029年有望投产。整体看国内供应短期增量有限，且长期看供应增长存在不确定性。此外，部分成熟矿山面临资源品位下降、环保及运营成本上升等问题，进一步制约供给释放。

图：截至2024年末全球钼金属储量分布情况



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：2024年全球钼金属产量分布情况



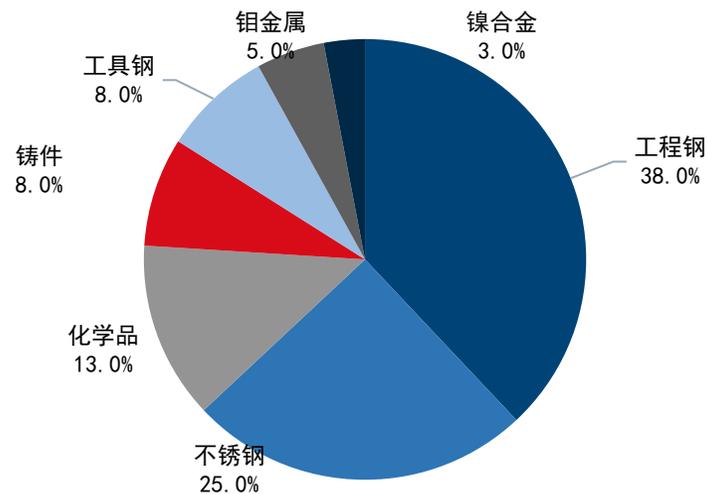
资料来源：IMO A，国信证券经济研究所整理

# 钼矿业未来有望成为新的利润增长点

## ■ 全球钼需求：传统需求保持稳健、新兴产业需求高速发展带动消费量持续增长

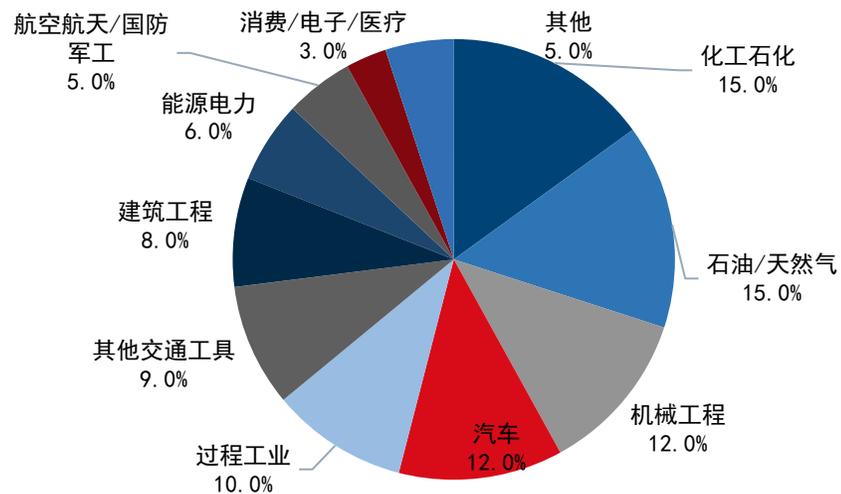
- ✓ **钢铁仍是核心需求来源，在钼的初级消费结构中占比超70%。**钼主要用于不锈钢、合金钢和特钢，以提升材料的耐腐蚀性、耐高温性和机械强度。钢铁行业在“反内卷”的推动下向高性能、高附加值方向转型。钼是特钢生产的必备原材料，而粗钢生产则与钼无关，这将推动高端钢材（如高性能轴承钢、齿轮钢、工模具钢等）占比提升，从而增加单位钢耗钼量。2025年，在全球制造业复苏和基础设施投资维持韧性的背景下，钼在传统钢铁领域的需求保持稳定增长。据钨钼云商数据，25年上半年国内钼铁钢招量同比增加3%。
- ✓ **新兴应用领域对钼需求的拉动逐步显现。**钼金属具备耐腐蚀、耐高温等优异性能，随着能源结构转型和高端制造升级，钼在风电、核电、石化装备、高温合金、新能源及部分电子材料领域的应用持续拓展。尽管新兴需求在总消费中的占比仍相对有限，但其增长快速对钼需求形成中长期支撑。
- ✓ **从区域分布看，中国一直是全球钼消费量，最大的国家，占比保持在40%以上。**根据国际钼协会（IMOA）统计，2024年全球钼消费量29.41万吨，主要消费地区中国、欧洲、美国、日本消费量占比分别为47%、19%、10%、7%。

图：2023年全球钼初级消费结构分布情况



资料来源：IMOA，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球钼终端应用领域分布情况



资料来源：IMOA，国信证券经济研究所整理

# 铝矿业未来有望成为新的利润增长点

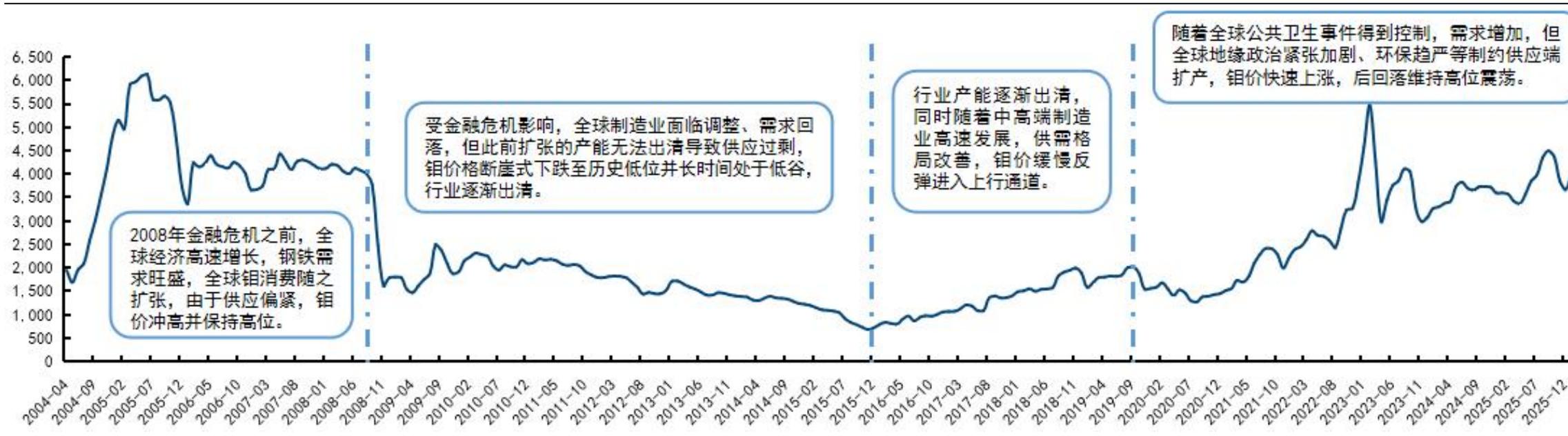
■ 综合上文分析，在供给短期增量有限、需求维持增长的情况下，未来铝供需缺口或进一步扩大，预计铝价格维持高位。

表：铝的全球供需情况（百万磅）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全球铝产量	385.70	534.60	529.80	539.20	583.70	515.00	503.20	568.20	571.00	575.40	602.40	575.80	577.80	627.40	643.00
全球铝消费量	474.00	537.10	520.90	537.70	559.00	506.50	512.60	558.00	582.80	545.90	576.30	602.90	625.10	630.00	649.40

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国铝精矿(Mo:45%)价格历史走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 控股子公司兖煤澳洲：先进技术支撑&大胆资本运作，曲折中走向光明

# 澳大利亚煤炭资源世界第三

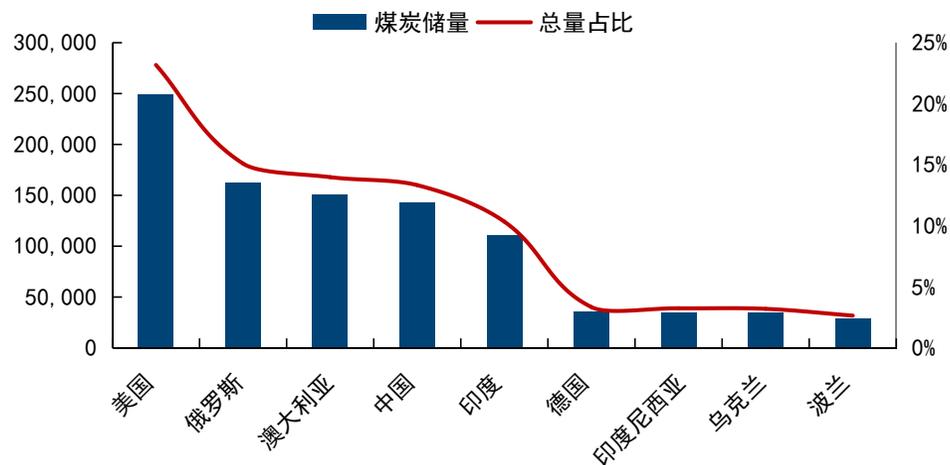
根据BP数据，澳大利亚煤炭总储量世界排名第三。截至2020年底，澳大利亚煤炭储量为1622亿吨，在全球煤炭储量中占比14%，仅次于美国和俄罗斯。

✓ 分煤种看，澳大利亚无烟煤和烟煤储量737亿吨，在全球中占比9.8%，世界排名第四。澳大利亚大部分黑煤储量集中在新南威尔士州和西澳大利亚州，南澳大利亚州、西澳大利亚州和塔斯马尼亚州的储量相对较少。

注：黑煤主要分为冶金煤和动力煤两大类：冶金煤（又称炼焦煤）主要用于钢铁制造等工业生产；动力煤（俗称蒸汽煤）则用于发电领域。

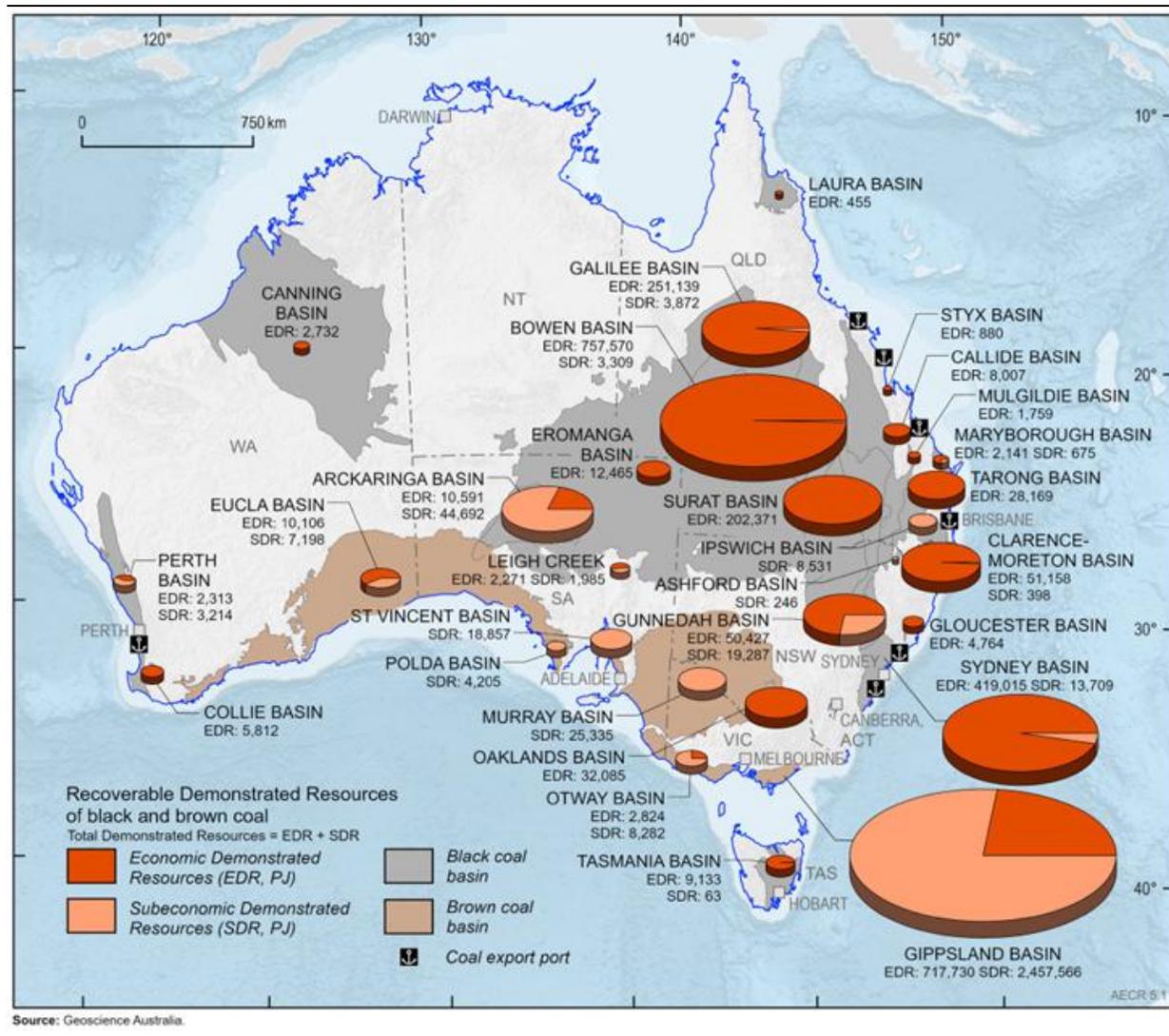
✓ 次烟煤和褐煤储量765亿吨，在全球中占比23.9%，世界排名第二。澳大利亚可采褐煤资源几乎全部位于维多利亚州，其中超过90%集中在吉普斯兰盆地（拉特罗布谷）。

图：各国煤炭储量及排名（百万吨）



资料来源：BP，国信证券经济研究所整理

图：澳大利亚煤炭储量情况（PJ）

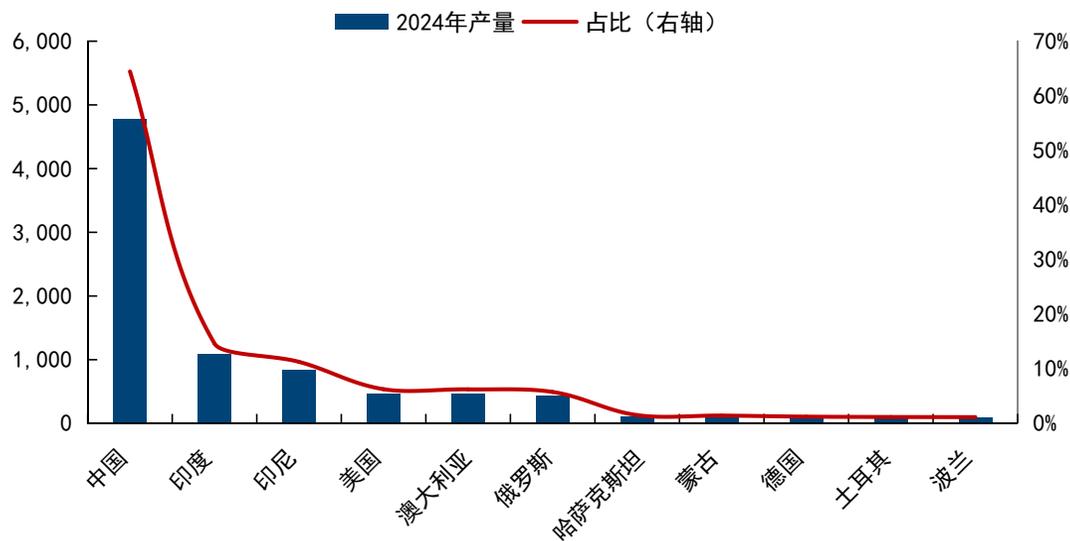


资料来源：澳大利亚地球科学局，国信证券经济研究所整理

# 澳大利亚是第五大煤炭生产国

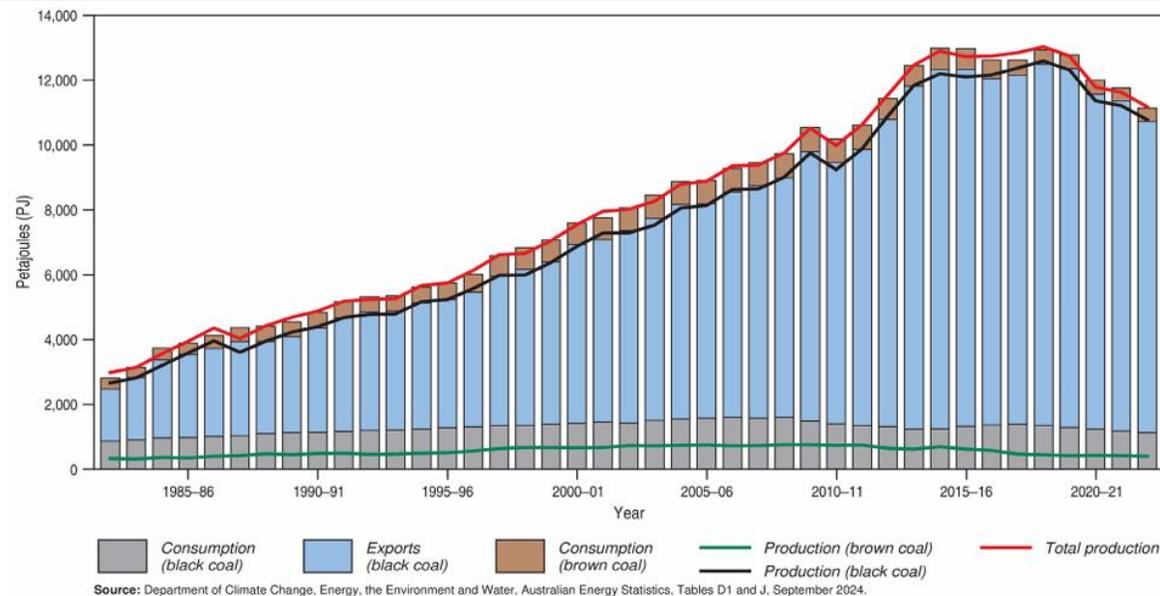
- 澳大利亚埋藏较浅的煤炭资源非常丰富，资源赋存条件较好，煤质稳定优良，80%以上的煤矿为露天煤矿。
- 澳大利亚是第五大煤炭生产国，煤炭产量在全球中占比约6.2%，生产以黑煤（区别于褐煤）为主。从供需关系看，澳大利亚生产的煤炭大多数用于出口。
- 受国际市场煤炭供需变化、极端天气影响、能源转型等政策影响，近年来澳大利亚煤炭产量逐年下滑。

图：澳大利亚是第五大煤炭生产国（百万吨）



资料来源：EI，国信证券经济研究所整理

图：澳大利亚煤炭生产、消费和出口情况（PJ）



资料来源：澳大利亚地球科学局，国信证券经济研究所整理

# 澳大利亚是全球第二大煤炭出口国

澳大利亚生产的95%以上的冶金煤都用来出口，是全球第一大冶金煤出口国，出口量在全球冶金煤贸易中占比约45%；前三大出口目的地分别为印度、日本、韩国，出口占比分别为26%、22%、14%。

澳大利亚是全球第二大动力煤出口国，出口量在全球动力煤贸易中占比约18%，仅次于印度尼西亚；前两大出口目的地是日本、中国，占比分别为44%、26%。

图：全球动力煤贸易地图



资料来源：澳大利亚地球科学局，国信证券经济研究所整理

图：全球冶金煤贸易地图



资料来源：澳大利亚地球科学局，国信证券经济研究所整理

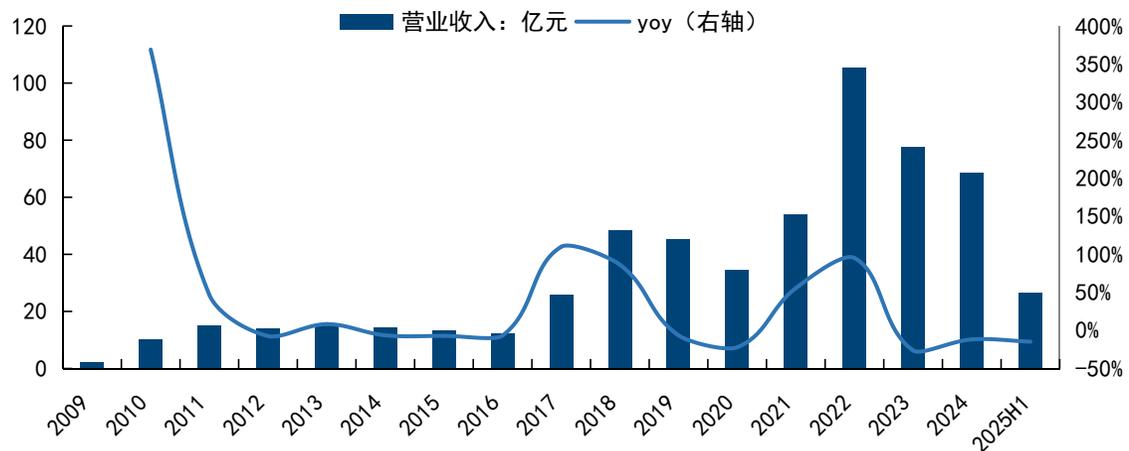
# 先进技术支撑&大胆资本运作，曲折中走向光明



- **以技术优势打开境外收购煤矿资产的大门。**2004年12月兖矿能源的前身兖州煤业以3200万澳元低价收购位于澳大利亚新南威尔士州猎人谷地区的一处破产煤矿，后改名为“澳思达”。
- ✓ “澳思达”由于事故频发（每当开采至500米以下煤层就会自燃起火）导致经营困难而低价出售。但兖州煤业拥有“综采放顶煤”技术和先进的生产工艺，凭借在研究综采放顶煤技术过程中掌握的防治火经验，消灭了澳思达煤矿的自燃隐患；兖煤接手后该矿煤炭回收率提高了45%，全员工效提高43.82%。之后澳思达煤矿连续四年被评为澳大利亚新南威尔士州北区煤矿安全最好矿井。
- **持续收购境外优质资产、扩大经营规模。**2009年收购 Felix Resources（资产包括在莫拉本，雅若碧和艾诗顿的煤矿）；2011年收购艾诗顿30%的股份；2012年兖州煤业澳大利亚有限公司换股合并格罗斯特煤炭有限公司全部股份（资产包括中山矿，斯特拉特福德和达若里尔，唐纳森矿和莫纳斯）。2014年收购艾诗顿剩余的10%的股份。
- **通过一系列资本运作，扭转经营困局，重回发展快车道。**原兖矿集团进军澳大利亚伊始，实施的是高负债运营的策略，资产负债率一直维持在65%以上的较高水平，叠加煤价处于下行周期以及持有的煤矿资源禀赋欠佳，兖煤澳洲经营压力一直较大，2013年受全球煤价暴跌影响，兖煤澳洲公司出现了历史性巨亏，资产负债率高达80%以上。面对困境，兖矿果断展开一系列资本运作，重回发展快车道。
- ✓ 2014年“金帆”项目：发行18亿零51万美元永续可转债，资产负债率从2013年的87.23%降至66.74%。
- ✓ 2016年“凤凰”资产证券化项目：兖煤澳洲将其旗下的艾诗顿、澳思达及唐纳森3个亏损比较严重的煤矿资产打包装进全资壳公司中，在其所有权不发生变化前提下，通过让渡其经营权实施资产证券化，实现融资9.5亿美元。本次融资方案在澳大利亚属于首创，也是中资企业在澳大利亚资本市场上的首次。
- ✓ 2017年“大圣”项目：收购全球矿业巨头力拓公司在澳洲最大的煤炭业务——联合煤炭公司（资产包括猎人谷、沃克山两座澳洲优质的动力煤资产等），成为澳大利亚最大的独立煤炭运营商。
- ✓ 2018年“猎鹰”项目：完成港交所IPO，兖煤澳洲成为首家在澳交所与港交所两地上市中资国有企业。
- **2022年提前偿还债务，成为净现金公司。**2022年上半年，兖煤澳洲公司营业收入完成48亿澳元，比去年同期增长30亿澳元；完成税后利润17.4亿澳元，较去年同期增长18.7亿澳元；2021年10月至2022年10月期间，兖煤澳洲分三次提前偿还23亿美元债务，自2022年7月以来持有净现金头寸。2022年9月9日，兖煤澳洲在联交所收盘价为39.55港元/股，市值首次突破500亿港元大关。

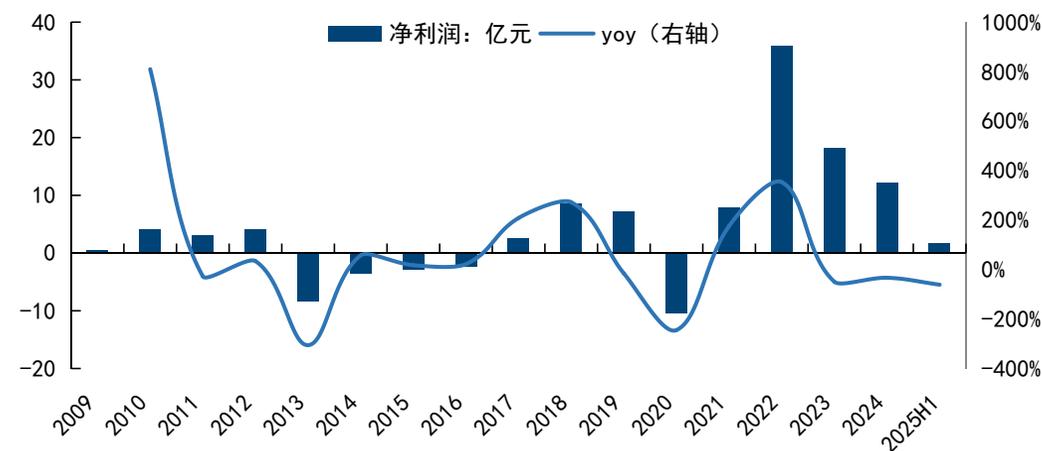
# 先进技术支撑&大胆资本运作，曲折中走向光明

图：兖煤澳洲营收变化



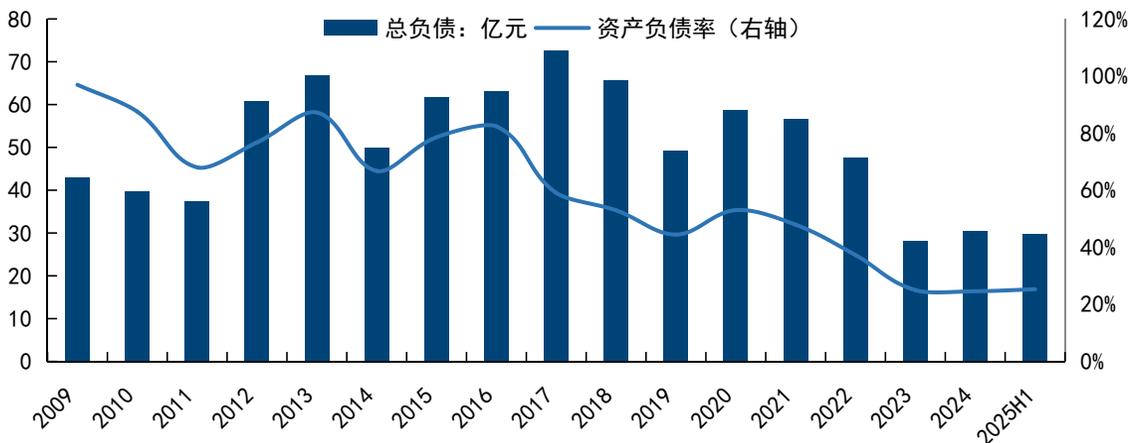
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲净利润变化



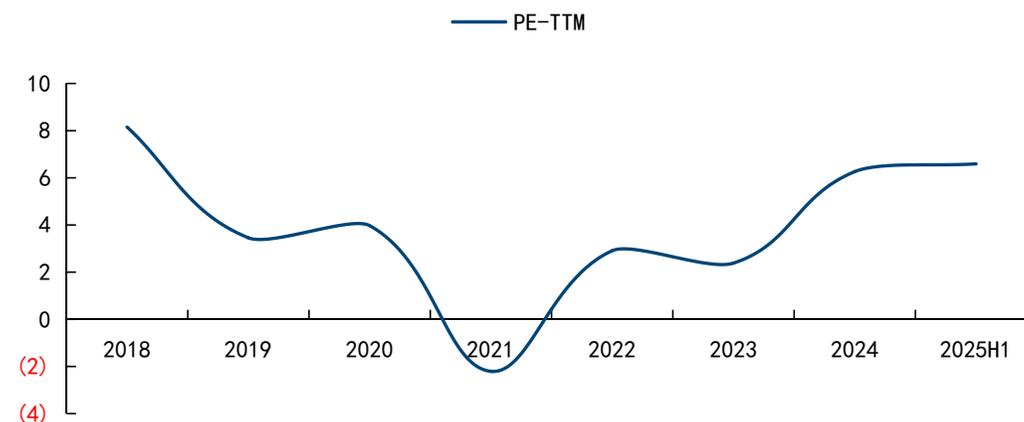
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲负债情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲市盈率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 澳大利亚最大的专营煤炭生产商

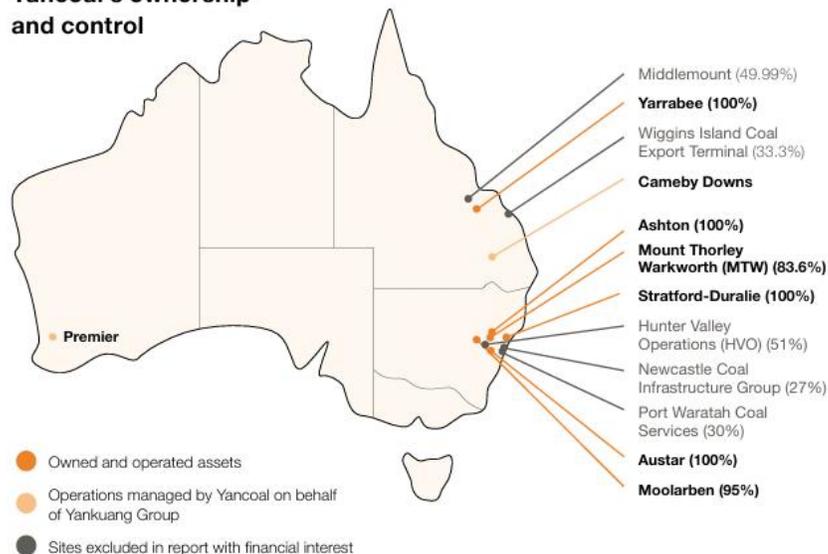
公司控股子公司兖煤澳洲于新南威尔士州、昆士兰州及西澳洲自有、经营或拥有合资股份煤矿共计8座，8座矿山每年可生产超过7000万吨原煤及约5500万吨商品煤，并通过位于纽卡斯尔、格拉德斯通及达尔林普尔湾的港口向亚太地区客户出口动力煤、半软焦煤和喷吹煤等产品。

✓ 公司在澳大利亚有五座煤矿群包括莫拉本、沃克山、亨特谷（共同拥有）、雅若碧及艾诗顿，唐纳森现时正在进行维护保养；澳思达及斯特拉福德/杜拉里正在逐步关闭矿山。兖煤澳洲还联合拥有中山矿并为大股东兖矿能源经营凯贝唐和普瑞马矿场。

公司销售收入主要来自资产煤销售，占比98%；客户遍及亚太地区，2024年来自中国、日本、中国台湾及韩国的收入约占煤炭销售收入的86%。

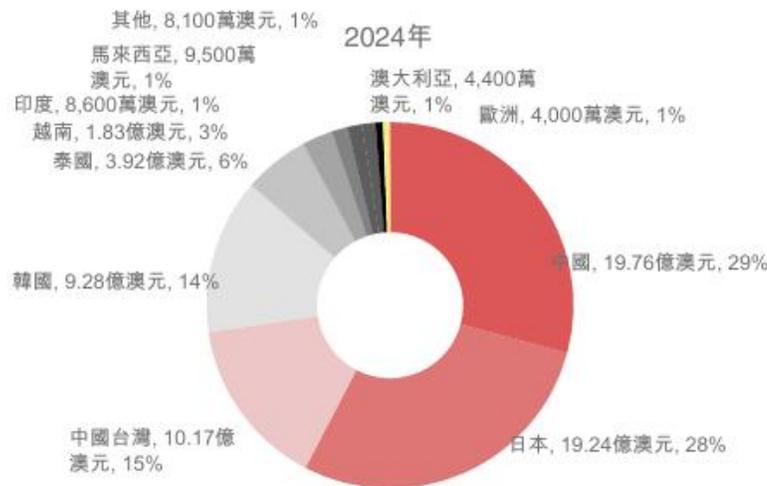
图：兖煤澳洲煤矿分布

## Yancoal's ownership and control



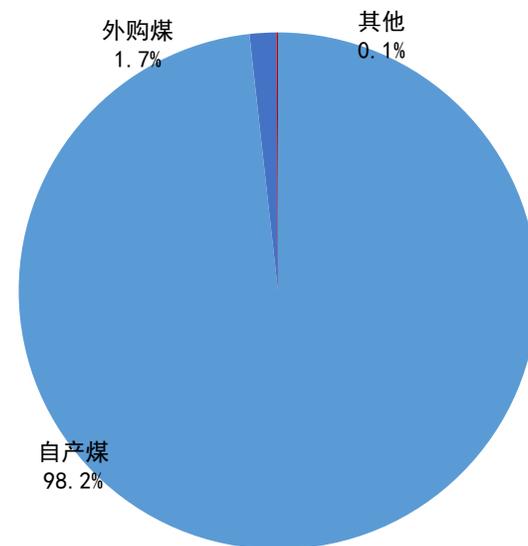
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲煤炭销量地区分部



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲分业务销售收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 煤炭储量丰富

截至2024年底，公司拥有煤炭资源总量65.7亿吨，权益资源总量4400亿吨；拥有煤炭可采储量13.9亿吨，权益可采储量9.2亿吨；拥有可销售煤炭储量10.3亿吨，权益可销售煤炭储量6.8亿吨。

公司也在积极推进煤炭资源的接续工作：

- ✓ 沃克山井工矿项目研究待进一步评估，包括与露天矿的协同效应，预计于2026年开始进行可行性研究。该项目可在不增加年产量限额的情况下改善未来矿山的生产状况。
- ✓ 亨特谷，合资企业建议在现有采矿租约范围内大幅延长矿山寿命，项目报告已根据改进后的矿山计划修订，于2025年8月提交新南威尔士州规划、住房及基础设施部。在此期间，兖煤澳洲向DPHI申请18个月的延长期至2026年12月31日，已获批。
- ✓ 同时公司也考虑收购额外煤炭资产，拓展其他矿产、能源或可再生能源项目。

表：截至2024年底煤炭资源量（百万吨）

项目	持股比例	煤炭类型	探测量	标示量	推断量	总量
莫拉本(露天及井工)	95%	动力煤	590	155	200	945
索利山(露天及井工)	80%	半软焦煤动力煤	200	150	75	425
沃克沃斯(露天及井工)	84.47%	半软焦煤/动力煤	490	230	165	885
亨特谷(露天)	51%	半软焦煤动力煤	650	1,400	1,700	3,750
雅若碧(露天)	100%	喷吹煤动力煤	50	60	13	123
格羅斯特(露天) <sup>2</sup>	100%	冶金煤/动力煤	0	0	0	0
中山(露天)	50%	冶金煤/动力煤	72	55	21	148
艾顿(露天及井工)	100%	半软焦煤/动力煤	81	94	90	265
AshtonRUMEx(井工) <sup>3</sup>	100%	半软焦煤/动力煤	5	25	0	30
<b>煤炭资源总量(按100%基准计)</b>			<b>2,140</b>	<b>2,170</b>	<b>2,260</b>	<b>6,570</b>
<b>充煤澳洲权益份额</b>						<b>4,400</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：截至2024年底煤炭储量（百万吨）

项目	持股比例	煤炭类型	可采储量			可销售煤炭储量		
			证实储量	可能储量	储量	证实储量	可能储量	储量
莫拉本(露天)	95%	动力煤	156	3	159	127	3	130
莫拉本(井工)	95%	动力煤	16	13	29	17	13	30
索利山(露天)	80.0%	半软焦煤/动力煤	2.8	17	20	1.8	12	14
沃克沃斯(露天)	84.47%	半软焦煤动力煤	137	72	209	95	48	143
亨特谷(露天)	51.0%	半软焦煤/动力煤	231	541	772	172	398	570
雅若碧(露天)	100%	喷吹煤动力煤	31	42	73	23	32	55
格羅斯特(露天)	100%	冶金煤/动力煤	0	0.0	0.0	0	0	0
中山(露天)	~50%	冶金煤动力煤	62	19	81	45	18	62
AshtonRUMEx(井工)	100%	半软焦煤/动力煤	1	21	21	0	12	13
艾詩頓(井工)	100%	半软焦煤/动力煤	11	8	18	6	4	10
<b>煤炭储量(按100%基准计)-四捨五入後的數值</b>			<b>650</b>	<b>740</b>	<b>1,390</b>	<b>490</b>	<b>540</b>	<b>1,030</b>
<b>充煤澳洲权益份额</b>					<b>920</b>			<b>680</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 动力煤销量占比83%，定价机制复杂

公司销售煤种中动力煤占比约83%（2025H1）。公司在新南威尔士州煤矿（莫拉本、沃克山、亨特谷及艾诗顿）91%为动力煤，9%为冶金煤，雅若碧及中山则均为冶金煤矿。

兖煤澳洲的煤炭定价机制较为复杂，主要根据煤炭类型、销售合同类型及市场指数等因素确定，以下是其主要定价方式：

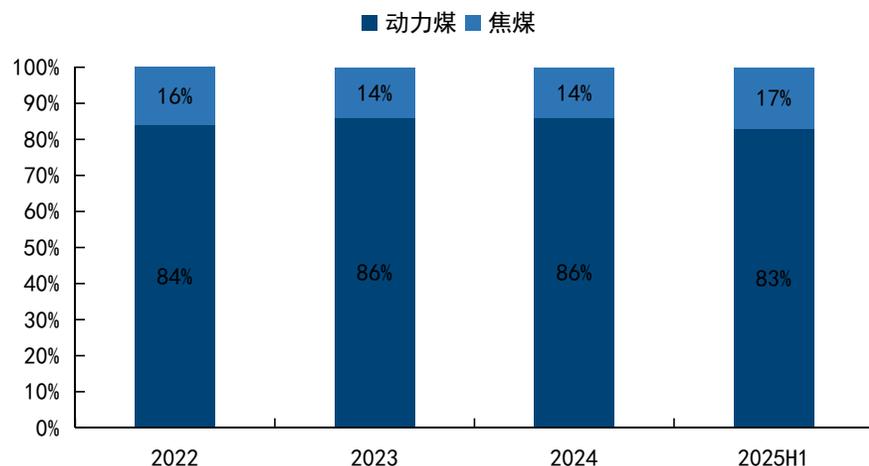
## ■ 出口动力煤一般按指数价格或年度固定价格定价：

- ✓ 指数定价：较低灰分动力煤参考纽卡斯尔指数（GCNEWC），较高灰分动力煤参考API5指数，价格通常滞后市场指数约一个季度。
- ✓ 年度固定价格：年度固定价格合约主要根据日本电厂基准价格定价，该参考价格为澳大利亚主要供货商与日本电力公司的合约价格。
- ✓ 其他：现货销售，价格基于交易当日市场价确定，且大多为固定价格。在此期间，延迟的合约交付会导致实际价格较基准现货价格出现“滞后效应”。

## ■ 冶金煤定价按基准价或现货价格基准定价：

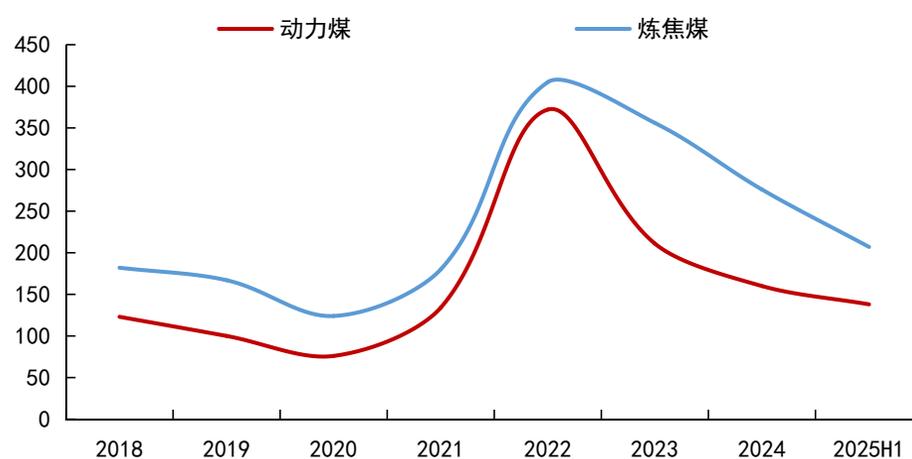
- ✓ 基准价定价：大部分定期合约按照澳大利亚主要供货商与日本钢铁厂按季度协商的基准价格定价。
- ✓ 现货价格：现货销售按普氏指数（Platts）定价，或按于交易日期市场的固定价格定价。

图：兖煤澳洲煤种占比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：兖煤澳洲煤炭售价变化（澳元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 恶劣天气影响逐渐消退，产量修复至高位



2023年以来随着澳洲天气转好以及公司复产计划的推进，商品煤产量持续修复，至2025年已修复至较好水平，上半年商品煤产量同比+15%。

- ✓ 2021年，商品煤权益产量减少至3670万吨，主要系莫拉本井工矿遇到岩脉侵入、恶劣及持续的降雨天气以及新冠病毒对矿场停工及劳动力供应产生影响。
- ✓ 2022年，商品煤权益产量进一步减少至2940万吨，主要是由于新南威尔士州及昆士兰州继续遭遇恶劣及持续的降雨天气，以及上半年劳动力供应（包括新冠病毒升级）的进一步影响。
- ✓ 2023年，权益商品煤产量增加至3340万吨，煤炭产量实现逐季增长，主要是由于天气转好、气候干燥以及矿区复产计划的推进。
- ✓ 2024年，复产计划基本完成、矿区恢复至稳产状态，公司的权益商品煤产量增加至3690万吨。
- ✓ 2025年，兖煤澳洲权益商品煤产量指导范围为3500万吨至3900万吨。2025H1权益商品煤产量为1890万吨，同比+15%。

表：兖煤澳洲煤炭生产情况（百万吨）

矿山名称	持股比例	商品煤产量				权益产量			
		2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
莫拉本	95%	14.9	16.7	19	9.8	14.2	15.9	18.1	9.3
沃克山	83.60%	8.1	11.3	11.2	5.5	6.8	9.4	9.4	4.6
亨特谷	51%	9.6	10.5	11.7	6.6	4.9	5.4	6.0	3.4
雅若碧	100%	2.1	1.9	2.2	1.3	2.1	1.9	2.2	1.3
艾诗顿	100%	0.9	0.4	1.3	0.4	0.9	0.4	1.3	0.4
斯特拉福德/杜拉里	100%	0.7	0.6	0.1	-	0.7	0.6	0.1	-
中山（权益入账）	~50%	2.6	2.2	2.3	1.3	1.3	1.1	1.1	0.6
合计		38.9	43.6	47.8	24.9	30.82	34.7	38.1	19.6

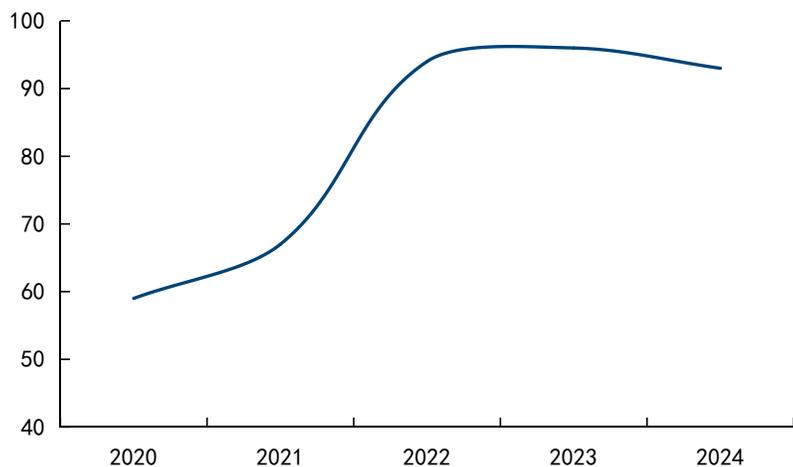
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：①2024年第二季度，斯特拉福德/杜拉里的煤炭开采已停止，该矿场现正关停。  
②2025年8月5日，公司与私营公司The Bloomfield Group 签订协议，退出其非生产及非核心的唐纳森煤矿联合企业。此次交易无须支付现金对价。交易预计将于年底前完成。  
③2025年7月18日，公司宣布一间全资附属公司已签订具约束力的协议，购买于莫拉本合资企业额外3.75%的权益，使公司的权益增至98.75%，预期交易将于2025年第三季度完成。

# 天气影响消退、煤炭产量增加，吨煤现金成本逐渐优化

- ✓ 2021年，现金经营成本增加至67澳元/吨，主要系解除了2020年为应对新冠病毒初次爆发而推出的短期现金节流措施，叠加因恶劣的降雨天气及新冠病毒的影响而导致产量下降。
- ✓ 2022年，现金经营成本大幅增加至94澳元/吨，主要系①受恶劣及持续降雨天气及劳工短缺（包括新冠病毒）的主要影响导致产量下降20%；②产生与水管理有关的额外预防及补救成本，包括抽水及矿坑设计；③通胀成本增加，包括劳工、柴油、爆炸物、设备零件及电力；及④自2022年7月1日起实行与煤炭价格挂钩的额外通行费后，NCIG港口成本增加。
- ✓ 2023年，现金经营成本增至96澳元/吨，其中上半年的成本为109澳元/吨，主要系实施矿区复产计划以扭转2021年及2022年的不利局面，下半年产量提升，使下半年的成本降至86澳元/吨。
- ✓ 2024年，现金经营成本降至93澳元/吨，主要是由于商品煤产量增加10%，部分被持续性通胀成本影响所抵销。
- ✓ 公司2025年全年的现金经营成本指引范围为89-97澳元/吨。今年上半年现金营运成本为93澳元/吨，同比下降8澳元/吨。

图：兖煤澳洲吨煤现金成本（澳元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：商品煤生产成本明细及（澳元/吨）

	2023	2024	2025H1
所用原材料及易耗品	33	31	32
员工福利	22	21	22
运输	21	20	19
外包服务及厂房租赁	16	16	15
其他经营开支	4	5	5
现金经营成本（不包括特许权使用费）	96	93	93
折旧及摊销	26	20	20
生产成本总额（不包括特许权使用费）	122	113	113

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：生产成本总额（包括现金及非现金经营成本）指直接由公司自营矿区生产、运输及销售煤炭产生的成本，其中，现金经营成本包括所用原材料及易耗品、员工福利、外包服务及厂房租赁、运输成本及其他经营开支。非现金经营成本包括折旧及摊销。但不包括保养及维护成本、闭矿成本（包括裁员准备金）以及复垦准备金的非现金变动。

# 经营向好，资本结构优化

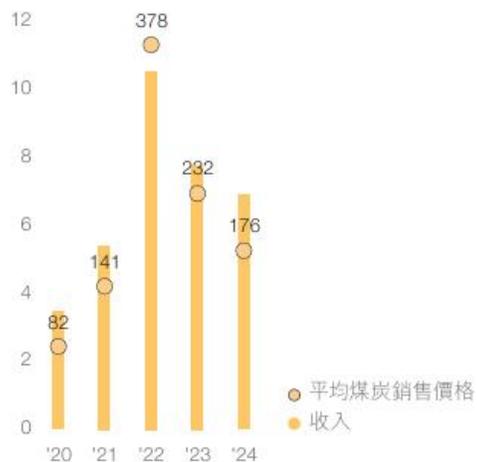
2021年以来随着煤价中枢上行，公司经营改善，资本结构显著优化。

- ✓ 收入、利润、经营性现金流显著改善，与煤价关联密切。
- ✓ 负债从2020年的272亿元下降至2025H1的138亿元，资产负债率从2020年的53%降至2025H1的25.3%。2021年10月至2022年10月期间，兖煤澳洲分三次提前偿还23亿美元债务，自2022年7月以来持有净现金头寸。
- ✓ 2022-2024年兖煤澳洲派息率逐年提高。

图：兖煤澳洲经营数据

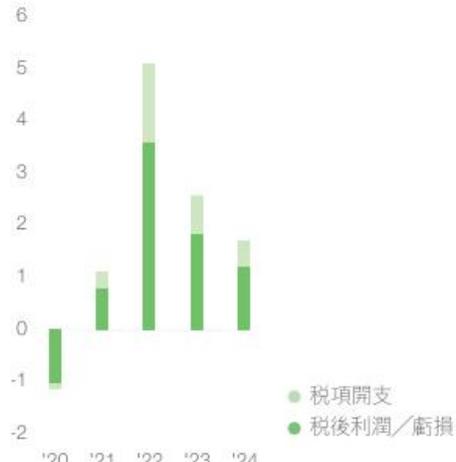
## 销售收入

十亿澳元·澳元/吨



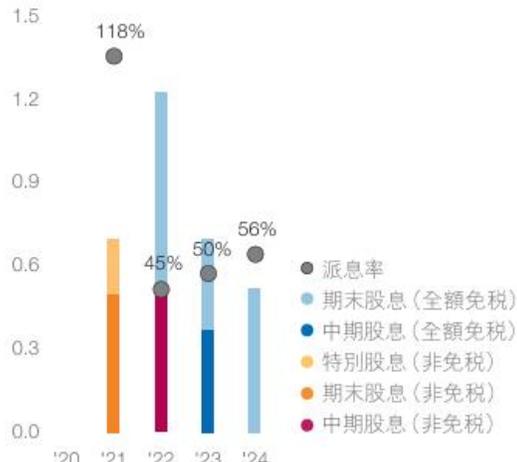
## 税后净利润/亏损

十亿澳元



## 股息总额及派息率

澳元/股·%



图：兖煤澳洲负债金额及净资产负债率

## 负债净额及净资产负债率



资料来源：公司公告，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

# 煤化工业务：技术领先，成长可期

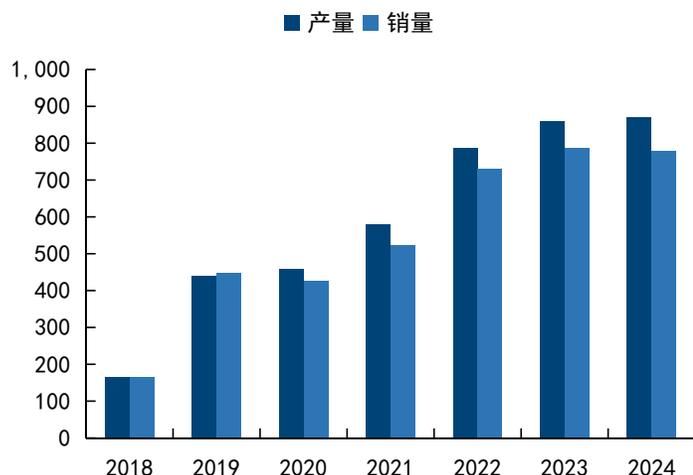
# 资产注入&新项目投产，产销量显著增加

公司煤化工业务主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区和新疆维吾尔自治区；产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、尿素、乙二醇、石脑油、粗液体蜡等；产品主要销往中国的华北、华东、西北等地区。

随着资产注入的推进和新建产能投产，近年来公司煤化工产品产销量逐年增加。

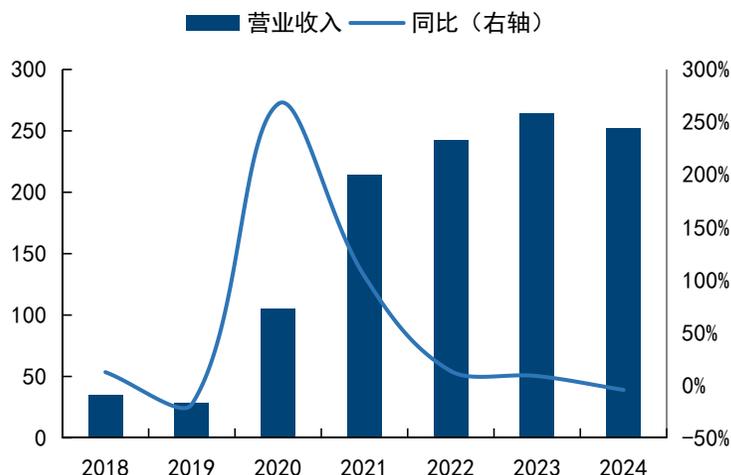
- ✓ 2020年煤化工产业完成控股股东优质资产收购整合，形成四个高端煤化工产业园区；2023年收购新疆能化。
- ✓ 2021年初鄂尔多斯能化煤化工二期项目投产，甲醇、乙二醇产量增加；鲁南化工30万吨/年己内酰胺项目建成投产（2022年开始放量）。
- ✓ 2022年鲁南化工高品质醋酐、尼龙6项目建成投产；榆林能化煤化工二期项目甲醇装置于年初正式生产，甲醇产量增加；10万吨/年DMMn项目进入试生产阶段。
- ✓ 2024年新疆煤化工6万吨三聚氰胺项目建成投产；鲁南化工年产40万吨尿素于2024年第二季度开始投产。

图：公司煤化工产销量（万吨）



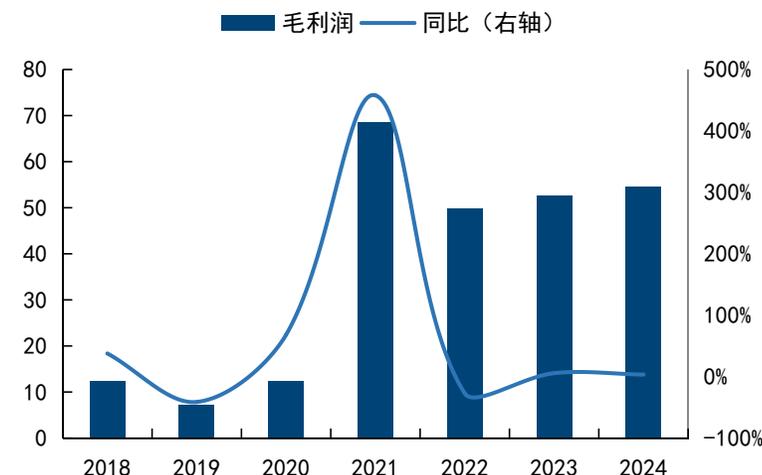
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：煤化工业务营收及变化（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：煤化工业务毛利及变化（亿元）

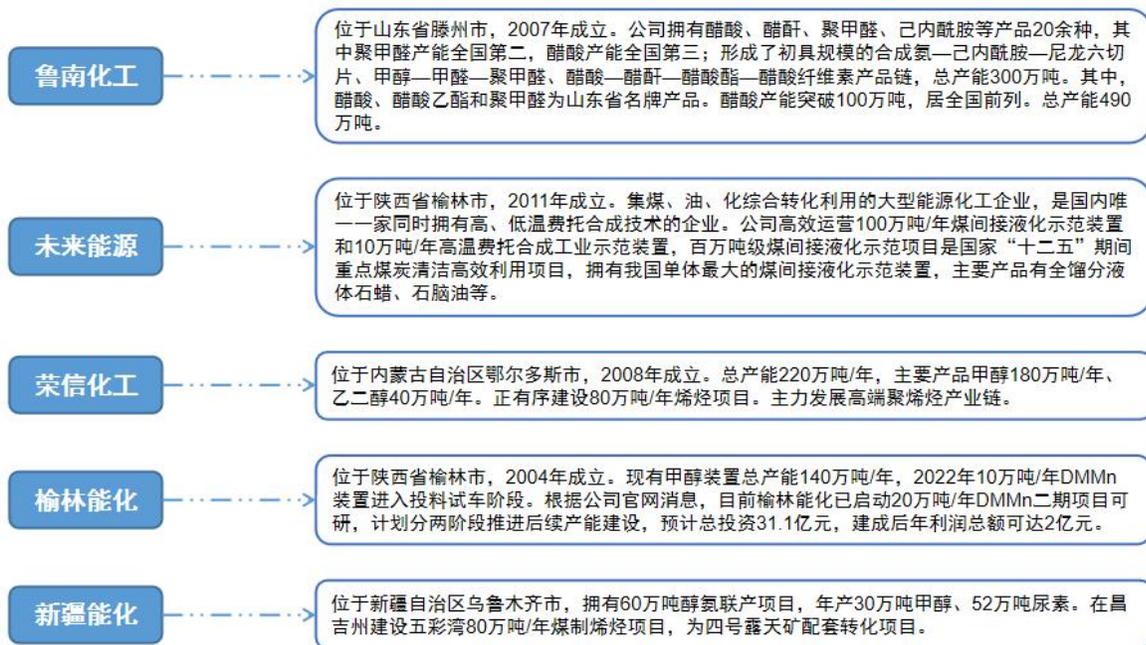


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司高质量建设鲁南化工、未来能源、荣信化工、榆林能化、新疆能化等5个高端精细化工园区，巩固延伸醇基、氨基新材料产业链；通过先进的技术，带动煤化工高端化、多元化发展。

- ✓ 建成国内首套百万吨级煤间接液化示范装置
- ✓ 2020年公司成为国内唯一一家掌握高温、低温费托合成技术的企业，10万吨/年费托蜡精加工项目打破国外垄断。
- ✓ 2021年荣信化工4000吨水煤浆气化技术达到国际领先水平
- ✓ 山东鲁南化工是煤基精细化工产品产业链“链主”企业
- ✓ 己内酰胺进入聚酯行业高速纺领域
- ✓ 聚甲醛产品跻身国内一流产品序列

图：公司高质量建设鲁南化工、未来能源、荣信化工、榆林能化、新疆能化等5个高端精细化工园区



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：国内首套百万吨级煤间接液化示范装置



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

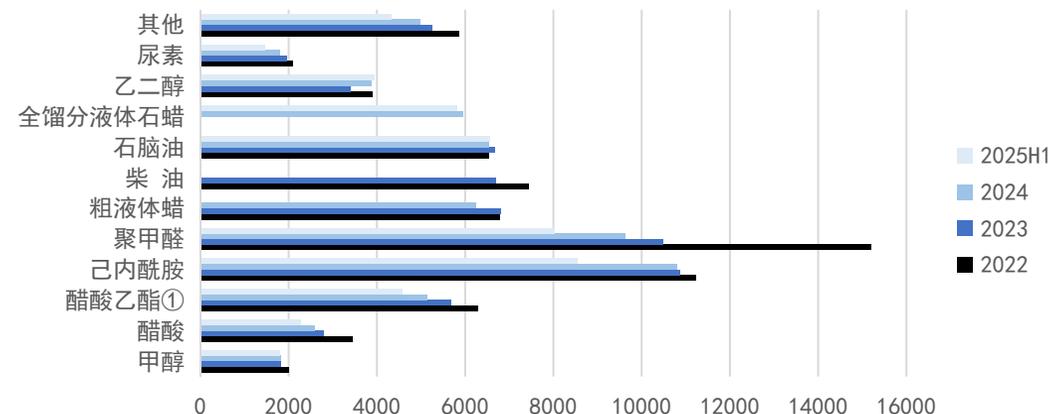
# 未来能源油品盈利能力较高，甲醇盈利能力提高

甲醇销量占比近半，2024年以来随着供需格局改善、成本下行，盈利能力增强。甲醇销量占比50%以上，营收占比27%-29%，2024年以来毛利显著提高，主要系成本（煤价）下降，以及市场甲醇下游装置投产、需求增加。

未来能源所产油品盈利普遍较好。未来能源积极应对市场环境变化，坚持柔性生产，根据市场情况优化产品结构，其产品包括粗液体钠、柴油、全馏分液体石蜡、石脑油、稳定轻烃等，盈利水平普遍高于板块均值。

近年来，受价格下行的影响，醋酸、醋酸乙酯、聚甲醛、尿素等毛利呈下滑趋势。

图：公司主要煤化工产品售价变化（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：主要煤化工产品销量情况

销量：千吨	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
甲醇	3,789	3,955	3,938	3,214
醋酸	712	738	743	574
醋酸乙酯	364	426	284	188
己内酰胺	273	297	336	264
聚甲醛	74	74	65	50
粗液体蜡	252	146	300	-
柴油	154	269	-	-
石脑油	81	254	235	188
全馏分液体石蜡	-	-	111	341
乙二醇	321	391	394	306
尿素	633	615	664	671
其他	652	697	731	643

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：主要煤化工产品营收情况

营收：百万元	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
甲醇	7,619	7,235	7,163	5,788
醋酸	2,453	2,057	1,928	1,240
醋酸乙酯	2,292	2,421	1,457	856
己内酰胺	3,067	3,224	3,626	2,176
聚甲醛	1,124	776	626	375
粗液体蜡	1,710	995	1,874	-
柴油	1,144	1,800	-	-
石脑油	530	1,697	1,537	1,220
全馏分液体石蜡	-	-	660	1,975
乙二醇	1,252	1,332	1,524	1,188
尿素	1,330	1,208	1,192	982
其他	3,815	3,654	3,637	2,725

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：主要煤化工产品毛利情况

毛利：百万元	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
甲醇	454	453	1345	1711
醋酸	592	331	272	131
醋酸乙酯	263	134	91	-6
己内酰胺	272	144	302	-21
聚甲醛	478	163	61	-53
粗液体蜡	1123	658	975	-
柴油	680	1205	-	-
石脑油	314	1111	844	806
全馏分液体石蜡	-	-	347	1227
乙二醇	117	225	446	655
尿素	467	335	300	133
其他	819	509	466	295

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 聚焦高端化、多元化，产能增长可期

公司高端化工新材料产业坚持“延链强链”与“集群发展”并重，计划2026年建成投产荣信化工80万吨烯烃及鲁南化工6万吨聚甲醛项目，使聚甲醛产能跃升国内第一；同时，推进新疆能化80万吨烯烃、未来能源50万吨高温费托项目建设，实现产业链向高端化、多元化延伸。

表：在建主要煤化工项目详情

项目名称	投资金额	项目概述	建设产能
内蒙古荣信化工80万吨烯烃项目	95.74亿元	项目以甲醇为原料，采用MTO技术生产聚合级乙烯和丙烯，再经聚合生产高密度聚乙烯、聚丙烯，同时副产混合C4、C5+、丙烷等产品。	40万吨/年高密度聚乙烯和40万吨/年聚丙烯
新疆准东80万吨烯烃项目	208.58亿元	以五彩湾四号露天矿煤为原料，经粉煤加压气化、变换及热回收、低温甲醇洗、甲醇合成生产MTO级甲醇（中间产品）；MTO级甲醇再经MTO、烯烃分离得到聚合级乙烯和聚合级丙烯单体；乙烯聚合生产聚乙烯产品；丙烯聚合生产聚丙烯产品。	80万吨/年煤制烯烃工程
未来能源50万吨高温费托项目	79.6亿元	以兖矿榆林100万吨/年煤间接液化制油工业示范项目（现有工程）净化后合成气为主要原料生产化学品，主要装置包括一套50万吨/年高温费托合成装置以及烷烯烃处理装置、聚合物装置、C4联合装置、高碳酯装置等下游加工装置及公辅设施。	包括乙酸仲戊酯、乙酸仲己酯、乙酸仲庚酯、高抗冲丙烯聚合物、全密度乙烯聚合物、LNG、1-丁烯、丁二烯、BTX，同时副产煤基费托含氧化合物、燃料油、MTBE等。
鲁南化工低碳高效新能源材料一体化项目	103亿元	鲁南化工计划2026年之前，聚焦“大型化、园区化、高端化、终端化”目标，投资297亿元建设低碳高效新能源材料一体化、高端尼龙新材料一体化、10万吨/年POE和2万吨/年超高分子量聚乙烯等项目，打造氨基、醇基产业链。	60万吨/年烯烃、30万吨/年醋酸乙烯（VA）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

其他业务：向产业链多点延伸，全方位布局

# 打造智慧物流，聚焦全产业链整合与降本



智慧物流方面，公司推进“运、储、配、供”一体化建设，构建铁路、公路、港航、园区、平台“五位一体”的现代物流服务体系。截至2025年上半年，公司自营及参股铁路运营里程突破4000公里，拥有公、铁、水物流园区12个，年发运能力达到7亿吨；实现物泊科技“实体物流+平台”深度融合，实现运量1.1亿吨。

未来，公司将通过设点布局控渠道，构建通江达海连运河的“西煤东运”“北煤南运”通道网络，打造集运端到疏运端全程物流服务体系。

■ **兖矿物流科技有限公司**（“兖矿物流”）是兖矿能源2022年4月整合成立的大型综合物流服务企业，具备铁路1.5亿吨、公路1亿吨、港航5000万吨，整体3亿吨/年的发运能力，拥有铁路、公路、港航物流园区13处、储配煤能力2000万吨/年。主营煤炭、普货、危化品等大宗物资运输及煤炭储配业务，形成覆盖山东、内蒙、陕西、山西、甘肃、新疆、贵州及运河、长江沿岸等全国主要经济区域物流服务网络。根据公司公告，兖矿物流力争“十四五”末运能达到5亿吨，成为国家5A级大型物流企业；到2028年，物流板块整体上市，成为国内同行业龙头企业；到“十五五”末，建成引领行业发展的智慧物流生态体系，成为具有核心竞争力的大宗商品供应链综合服务商。

✓ 2014年起，为响应兖矿能源“四基地两新区”建设，兖矿物流把陕蒙基地作为铁路物流第二战略要地，布局建设查汗淖集运站、营盘壕集运站、三垵梁集运站、金鸡滩煤矿铁路专用线、未来能源煤制油铁路专用线等，解决陕蒙基地矿井“铁路运输前后一公里”问题。

✓ 2017年，兖矿能源开始实施“产融协同、双轮驱动”战略，初步构建起“实体产业、物流贸易、金融投资”三边支撑的战略产业布局，将物流贸易培育为新的经济增长极，兖矿能源物流产业迎来快速发展的新机遇。

✓ 2024年12月，兖矿泰安港公铁水联运物流园项目顺利通过竣工验收，大幅提高汽运、火运与船运的装卸效率。物流园占地面积1800亩，功能布局完善，依托瓦日铁路、京杭大运河及多条高速公路，形成“直达沿海、覆盖全国”的交通网络。作为山东省内智慧化程度最高的综合性单体港口，其年货物吞吐量6000多万吨，静态储煤能力达200万吨。

■ **物泊科技有限公司**成立于2018年4月，主营业务涵盖物联网技术服务、网络货运经营、无船承运、国际货物运输代理、供应链管理及大宗商品销售等领域。是国内头部物流企业，拥有丰富的数字化平台迭代开发能力，搭建“实体物流+平台”数智物流供应链服务体系，形成“产销储配送”物流体系，已逐步发展成线上交易和线下服务为一体，运营网络覆盖全国主要城市和全球主要经济区域，业务涵盖大宗商品供应链，互联网+物流，金融物流等领域的大型科技创新型综合物流服务商。物泊科技公司是兖矿能源物流产业的“智慧内核”，并购完成后，兖矿能源物流公司与该公司实现了相互赋能，延伸兖矿能源“实体物流+平台”发展模式，完善了“产销储配送”物流体系，加速了物流产业数字化转型脚步。

# 综采技术领先，通过收购持续拓展装备制造版图

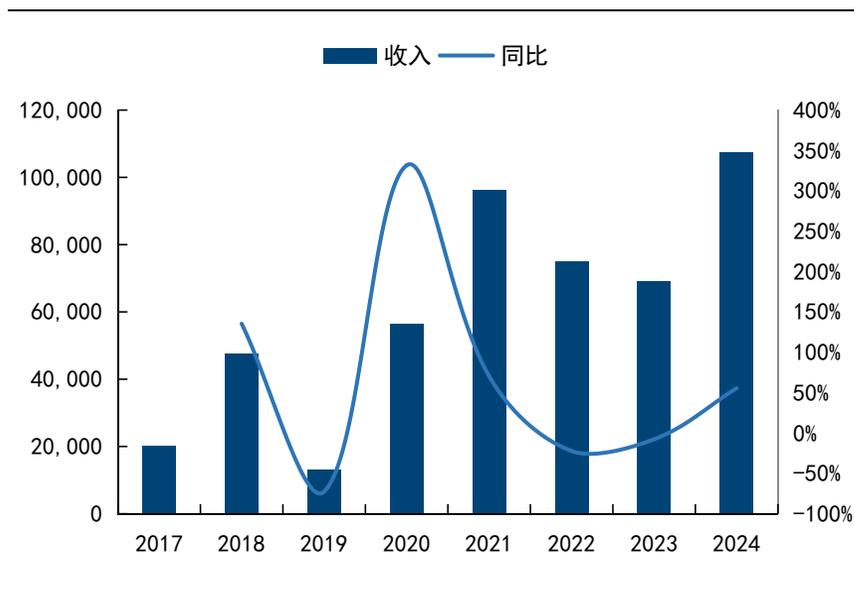
公司着力发展高端煤机制造等传统优势产业，拓展智能装备产业链条，加快建设智慧矿山综合方案供应商。

公司掌握先进的深部矿井开采、智能化综采等先进技术，生产效率与安全水平位居行业前沿。其中，“深部煤炭数智化高效开采成套技术与工程应用”项目荣获国家科技进步二等奖；成功研制并应用世界首套应用世界首套8.2米超大采高综采装备，可大幅提升资源开采效率；成功研发制造国内功能最全、加载能力最大的50000千牛液压支架综合性能试验台；10米超大采高液压支架样机工作阻力和采高参数世界领先。

公司整合内部资源的同时大力拓展国内、国外市场：2015年兖州煤业收购东华重工，2024年兖矿能源收购德国沙尔夫公司，2025年上半年收购德国CFH集团；2025年11月，公司公告拟收购山东能源集团重型装备制造（集团）有限公司持有的山东能源装备集团高端支架制造有限公司100%股权。

- ✓ **兖矿东华重工公司**位于山东省邹城市，2013年成立，是集煤矿成套装备研发设计、制造、维修及技术服务为一体的大型现代化煤机装备制造企业。公司主导产品涉及支护、掘进等五大系列，包括支护产品系列（以液压支架、单体支护为主）、采掘产品系列（以掘进机、采煤机为主）、输送产品系列（以刮板输送机、带式输送机为主）、电器产品系列（以开关柜、防爆电器为主）和橡塑产品系列（以电缆、高压胶管为主）等。自主研发的ZY21000型液压支架是世界首套应用的最大采高、最大工作阻力液压支架；自主研发了目前国内最大带宽1.8米的矿用顺槽可移动式带式输送机。产品销往全国各主要产煤省份及俄罗斯、秘鲁、越南、印度等国家。
- ✓ **沙尔夫股份有限公司**位于德国，成立于1941年，主要从事地下采矿和隧道施工现场的运输和基础设施设备的制造。于2024年9月24日在德国法兰克福证券交易所转板上市。核心产品包括地下采矿的铁路系统、吊椅索道、橡胶轮胎车辆（包括电池电动轻型车辆）以及相关的地下物流服务产品。目前德国沙尔夫在六个国家设有子公司，并拥有全球分销商网络，中国和南非、波兰等不断增长的海外市场是其销量最大的市场，建立了较广阔的销售渠道。
- ✓ **CFH集团**位于德国，是一家创立于1999年的德国企业，致力于提供世界领先的空气清洁和环境工程解决方案，在井下和地面除尘解决方案、工业除尘、通风、空气冷却、热交换等技术领域具有行业领先优势。

图：矿用设备制造营收变化（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 盈利预测与估值

# 假设前提与盈利预测

业务假设：公司主要业务包括煤炭、煤化工等，分板块来看

- 煤炭业务：价格方面，假设2025年秦皇岛港口5500K煤价中枢为690元/吨，2026、2027年煤价中枢740元/吨，对应公司2025-2027年自产煤售价为518元/吨、539元/吨，535元/吨；产销方面，随着万福煤矿和五彩湾一号煤矿投产、营盘壕煤矿和石拉乌素煤矿利用率提高，假设2025-2027年公司自产煤销量分别为1.66亿吨、1.73亿吨、1.76亿吨。
- 煤化工业务：荣信化工烯烃项目有望于2026年底投产，届时产业链延长，附加值有望增加，预计2025-2027年公司煤化工销量分别为858万吨、869万吨、881万吨，销售均价分别为2877元/吨、2871元/吨、2866元/吨。
- 其他业务：主要包括非煤贸易、装备制造、电力、铁路运输等，
  - ✓ 装备制造：2023年鲁西智慧制造园区投入运营，液压支架电液控系统、高性能输送带、智能输送机等项目率先投产。收购德国沙尔夫公司，延伸井下采矿及辅助运输设备产业链，成功搭建起欧洲高端装备制造研发平台。2025年规划高端装备制造产业建设鲁西智慧制造园区二期。未来公司高端装备有望持续向国外输出。
  - ✓ 电力：公司新能源业务于2023年起步，2025年规划新能源产业推进自建和并购双轮驱动，拓展布局内蒙古、新疆等优势资源区域。
  - ✓ 铁路运输：2022年智慧物流产业“整合发展”2023年物流货运能力达到3亿吨/年；2024年并购头部物流企业物泊科技。未来公司将持续推进“产、销、储、配、送”一体化物流体系建设。
- 综上所述，预计公司2025-2027年营收为1358/1457/1474亿元，分别同比-2.4%/+7.3%/+1.2%；归属母公司净利润分别为106/133/134亿元，分别同比-26.8%/+26%/+0.8%。

表：公司营收拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>煤炭业务</b>						
收入	1460	1020	916	880	970	981
毛利	870	527	418	326	399	401
毛利率	60%	52%	46%	37%	41%	41%
<b>煤化工业务</b>						
收入	263	264	252	247	250	252
毛利	56	53	54	65	67	70
毛利率	21%	20%	22%	26%	27%	28%
<b>其他业务</b>						
收入	285	216	223	231	237	241
毛利	-103	30	25	26	27	28
毛利率	-36%	14%	11%	11%	11%	11%
<b>总营收</b>	<b>2008</b>	<b>1500</b>	<b>1391</b>	<b>1358</b>	<b>1457</b>	<b>1474</b>
<b>毛利</b>	<b>822</b>	<b>610</b>	<b>498</b>	<b>418</b>	<b>493</b>	<b>498</b>
<b>毛利率</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>36%</b>	<b>31%</b>	<b>34%</b>	<b>34%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

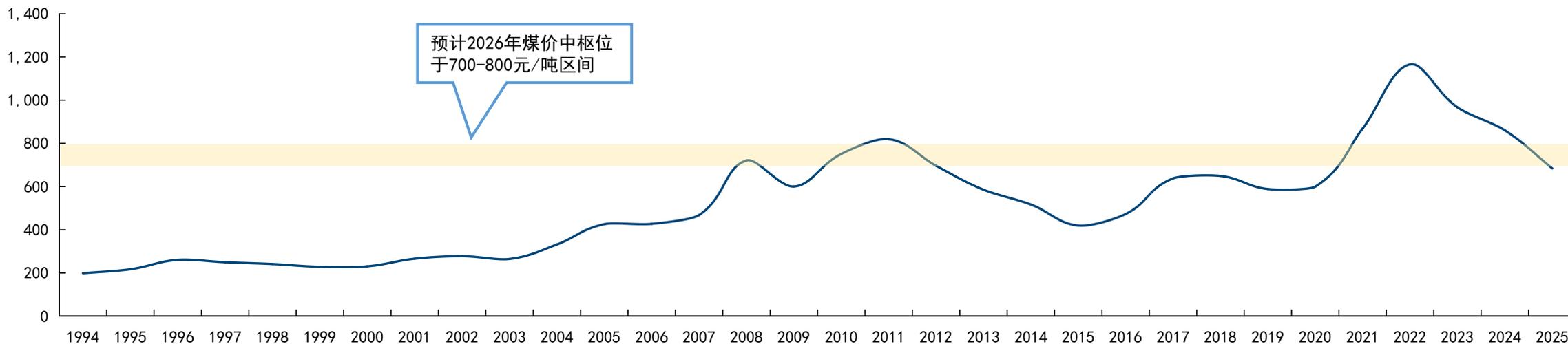
# 看好2026年煤价中枢上移，利好公司业绩弹性释放

关于煤价的假设：预计2026年煤价中枢位于700-800元/吨区间

■ 公司业绩受煤价波动影响较大，因此对煤价走势的研判对于公司的推荐也显得更加重要。通过前文的分析，可以看到，由于市场煤占比较高，2021年以来公司的业绩波动往往是煤价波动的2倍。这导致公司在煤价中枢下行的时期往往承受更大的业绩压力，但是在煤价中枢上行的时期，公司的业绩弹性也相应更大。后文的敏感性分析中，也进一步测算了公司业绩与煤价的关系。

■ 预计2026年煤价中枢相比2025年温和上移。结合近期发布的报告《煤炭行业2026年度策略：改善可期，价值重塑》中提到的观点：**动力煤方面**，供应端，从2025年经验可以看出，随着新能源发电占比的提升，需求表现“平淡”越来越常态化，政策对供应的管控显得尤为重要。安检/查超产力度、对未完成手续的核增产能的处理方式等均将影响未来供应变化。考虑政策聚焦行业安全生产&煤价稳定、在建产能有限、老旧煤矿即将面临退出问题，预计48亿吨左右是国内煤炭年产量的峰值。需求端，新能源发电量增速边际放缓，挤出效应减弱；水力发电量位于近两年高位，在装机量增长较小的情况下增长空间有限；2026年火力发电有望恢复正增长，同时峰值期维持5年左右，支撑煤炭需求维持高位。非电需求方面，化工煤需求有望维持增长，钢铁、水泥预计下滑幅度收窄。综上，2026年行业供需基本面有望改善，预计动力煤价中枢相比2025年提高50元/吨左右，在750元/吨左右。**炼焦煤方面**，国内资源稀缺、产量增长空间相比动力煤更加有限，但性价比更高的蒙古煤进口量仍有增长空间，且用煤需求呈下滑趋势。因此，预计炼焦煤供应仍偏宽。但考虑一方面2025年炼焦煤价格探底时间较久且底部较低，另一方面政策调控生产对炼焦煤影响更大，同时若2026年行业整体基本面向好，利好炼焦煤价格中枢回升。因此预计2026年炼焦煤价格中枢提高100元/吨左右。

图：秦皇岛Q5500动力煤平仓价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 相对估值与投资建议

考虑公司的业务特点，以及公司所处行业属于周期行业，故采用相对估值来估算公司合理价值区间。

我们预计淮北矿业2025-2027年EPS分别为1.05/1.33/1.34元，重点选取与公司同行业且与公司业务接近的上市公司进行比较，分别为中国神华、陕西煤业、中煤能源、晋控煤业、山煤国际。

1. 中国神华：公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进。公司煤电路港航一体化运营，长协煤占比高，业绩稳定性较强；公司资产负债率较低，现金分红比例高。
2. 中煤能源：公司煤炭资源储备丰富，产量增长可期。公司商业模式为以煤为基础的煤化一体运营，长协煤占比较高，业绩相对稳健；现金分红比例较低。
3. 陕西煤业：公司是西部煤炭龙头，拥有优质的动力煤资源。公司商业模式为以煤为基础的煤电一体运营，长协煤占比较低；现金分红比例较高。
4. 晋控煤业：公司拥有优质的煤炭资源，经营稳健，资产质量好；资产注入正在推进、产能增长可期；且背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大。
5. 山煤国际：公司生产优质的配焦用煤和动力用煤，其中动力煤基本为长协煤；分红比例较高。

根据Wind一致性预期，上述可比公司2026年PE平均值为12.9。我们认为兖矿能源煤矿储量丰富，煤炭产能有较大增长空间，且公司持续推进高端煤化工、高端装备制造、物流等产业，成长潜力较大。同时当前煤价由2025年第二季度的底部明显修复，2026年煤价中枢有望位于700-800元/吨，公司市场煤占比较高，业绩弹性更大。预计公司2026年合理PE水平为12-13，对应公司股票合理估值区间为15.9-17.2元。

表：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		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601898.SH	中煤能源	优于大市	12.81	1,698	1.28	1.37	1.44	9.97	9.35	8.89
601088.SH	中国神华	优于大市	41.00	8,146	2.65	2.74	2.79	15.46	14.97	14.72
601225.SH	陕西煤业	优于大市	21.95	2,128	1.81	2.05	2.10	12.13	10.71	10.45
601001.SH	晋控煤业	优于大市	14.10	236	1.04	1.35	1.35	13.56	10.44	10.44
600546.SH	山煤国际	无评级	10.23	203	0.78	0.93	1.04	13.14	10.97	9.83
	平均值		-	-	-	-	-	12.85	11.29	10.87
600188.SH	兖矿能源	优于大市	13.71	1,376	1.05	1.33	1.34	13.03	10.34	10.25

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：山煤国际盈利预测来自Wind一致预期

# 相对估值与投资建议

## 投资建议

预计公司2025-2027年营收为1358/1457/1474亿元，归属母公司净利润分别为106/133/134亿元，每股收益分别为1.05/1.33/1.34元。我们认为公司股票合理估值区间在15.9-17.2元之间，相对于公司2026年1月19日收盘价有15%-24%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表：可比公司对比

	中国神华	中煤能源	陕西煤业	晋控煤业	山煤国际
业务模式	煤电陆港航一体	以煤为主，煤化一体	以煤为主，煤电一体	以煤为主	以煤为主
煤矿资源	拥有优质、丰富的煤炭资源，适宜建设现代化高产高效煤矿，煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列。	煤炭主业规模居于全国前列，生产开发布局向国家规划的能源基地和中西部资源富集省区集中，优质产能占比、煤炭资源储备、煤炭开采、洗选和混配技术行业领先，煤矿规模化、低成本竞争优势突出	产煤区90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤。	公司主采低灰、低硫、挥发分适中、高发热量煤种，适用于发电、水泥、建材等多领域需求	下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等煤炭主产区，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤
2024年长协煤占比	85%+	约80%	60%左右	50%左右	60%-70%
2024年营业收入：亿元	3,383.75	1,893.99	1,841.45	150.33	295.61
2024年归母净利润：亿元	586.71	193.23	223.60	28.08	22.68
2024年分红率：%	76.53	32.87	58.45	45.00	60.30
2025年三季度末资产负债率：%	24.36	45.82	42.17	21.17	49.71

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表：敏感性分析

2026年国内煤价中枢：元/吨	660	680	700	720	740	760	780	800
2026年归母净利润：亿元	96	107	117	128	138	149	160	170
PE	13.5	12.1	11.0	10.1	9.4	8.7	8.1	7.6
股息率	4.0%	4.4%	4.9%	5.3%	5.7%	6.2%	6.6%	7.1%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

# 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	37597	38345	40234	39116	39507	营业收入	150025	139124	135806	145670	147446
应收款项	11561	13646	13321	14288	14463	营业成本	89061	89312	94035	96384	97663
存货净额	7742	7625	8412	8559	8591	营业税金及附加	6432	5944	5802	6224	6300
其他流动资产	36975	32953	32167	34503	34923	销售费用	5002	4713	4600	4934	4995
<b>流动资产合计</b>	<b>96169</b>	<b>97355</b>	<b>98919</b>	<b>101252</b>	<b>102269</b>	管理费用	8482	8575	8370	8978	9087
固定资产	132681	135236	145460	153544	160718	研发费用	2907	2735	2669	2863	2898
无形资产及其他	67156	64019	61885	59751	57617	财务费用	3904	2792	3780	3831	3936
投资性房地产	34280	36301	36301	36301	36301	投资收益	2259	2626	2300	2600	2600
长期股权投资	23993	25643	27293	28944	30594	资产减值及公允价值变动	55	(68)	389	(611)	(511)
<b>资产总计</b>	<b>354278</b>	<b>358554</b>	<b>369860</b>	<b>379793</b>	<b>387500</b>	其他收入	(2495)	(3490)	(2354)	(2548)	(2583)
短期借款及交易性金融负债	24889	39531	39531	42779	45232	营业利润	36963	26857	19554	24759	24971
应付款项	31430	32322	35659	36283	36416	营业外净收支	45	435	435	435	435
其他流动负债	66790	45349	49485	50714	50962	<b>利润总额</b>	<b>37009</b>	<b>27292</b>	<b>19988</b>	<b>25194</b>	<b>25406</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>123109</b>	<b>117202</b>	<b>124675</b>	<b>129776</b>	<b>132610</b>	所得税费用	9857	6359	4658	5871	5920
长期借款及应付债券	73528	71673	71673	71673	71673	少数股东损益	6567	5875	4766	6007	6058
其他长期负债	39307	36669	36669	36670	36672	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20140</b>	<b>14425</b>	<b>10565</b>	<b>13316</b>	<b>13428</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>112835</b>	<b>108342</b>	<b>108342</b>	<b>108343</b>	<b>108345</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>235944</b>	<b>225544</b>	<b>233017</b>	<b>238119</b>	<b>240955</b>	净利润	20140	14425	10565	13316	13428
少数股东权益	45640	50416	51607	53109	54623	资产减值准备	(2373)	(24)	2	1	1
股东权益	72694	82594	85236	88565	91922	折旧摊销	14536	14578	10272	11438	12449
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>354278</b>	<b>358554</b>	<b>369860</b>	<b>379793</b>	<b>387500</b>	公允价值变动损失	(55)	68	(389)	611	511
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	3904	2792	3780	3831	3936
每股收益	2.71	1.44	1.05	1.33	1.34	营运资本变动	16358	(23197)	7825	(1596)	(242)
每股红利	4.02	2.22	0.79	0.99	1.00	其它	(803)	1481	1190	1501	1514
每股净资产	9.77	8.23	8.49	8.82	9.16	<b>经营活动现金流</b>	<b>47804</b>	<b>7331</b>	<b>29463</b>	<b>25271</b>	<b>27660</b>
ROIC	14.90%	10.43%	7%	9%	8%	资本开支	0	(14580)	(18000)	(18000)	(18000)
ROE	27.70%	17.46%	12%	15%	15%	其它投资现金流	2319	(2492)	0	0	0
毛利率	41%	36%	31%	34%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>656</b>	<b>(18723)</b>	<b>(19650)</b>	<b>(19650)</b>	<b>(19650)</b>
EBIT Margin	25%	20%	15%	18%	18%	权益性融资	504	17489	0	0	0
EBITDA Margin	35%	30%	23%	26%	26%	负债净变化	23131	(5655)	0	0	0
收入增长	-25%	-7%	-2%	7%	1%	支付股利、利息	(29879)	(22329)	(7924)	(9987)	(10071)
净利润增长率	-35%	-28%	-27%	26%	1%	其它融资现金流	(43050)	50620	0	3248	2453
资产负债率	79%	77%	77%	77%	76%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(56041)</b>	<b>12140</b>	<b>(7924)</b>	<b>(6739)</b>	<b>(7618)</b>
股息率	19.8%	14.8%	5.3%	6.6%	6.7%	现金净变动	(7581)	748	1889	(1118)	391
P/E	5.5	10.4	14.3	11.3	11.2	货币资金的期初余额	45178	37597	38345	40234	39116
P/B	1.5	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	37597	38345	40234	39116	39507
EV/EBITDA	6.6	8.9	12.5	10.3	10.1	企业自由现金流	0	(1842)	15688	12003	14534
						权益自由现金流	0	43123	12789	12313	13968

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 一、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15.9-17.2元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、陕西煤业、中煤能源、晋控煤业、山煤国际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1月19日收盘价给予15%-24%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。

## 二、盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入同比-2.4%/+7.3%/+1.2%，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年归母净利润分别同比-26.8%/+26%/+0.8%，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。

## 三、经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

## 四、水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

## 五、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。

## 六、公司产能释放不及预期

公司可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

## 七、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。

## 八、国际政治风险

公司澳大利亚基地的煤矿经营以及煤炭出口可能受到国际政治形势的影响，从而影响公司业绩。

## 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.GSI）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±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±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

### 分析师承诺

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。

### 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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

GUOSEN SECURITIES

## 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楼

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