

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖矿能源(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

兖煤澳洲：量增本降显韧性，价涨利增看弹性

2026年2月27日

事件：2026年2月25日晚，兖矿能源的海外核心子公司兖煤澳大利亚（3668.HK）发布2025年业绩。2025年，公司实现营业收入59.49亿澳元，同比下降14%；实现归母净利润4.40亿澳元，同比下降64%。

点评：

- **2025年国际煤炭价格回落，公司业绩承压。**2025年，公司煤炭综合平均售价为146澳元/吨，同比下降17%；其中动力煤销售均价136澳元/吨，同比下降15%；冶金煤销售均价203澳元/吨，同比下降26%。2026年以来，受益于煤炭供给端收缩，海外煤炭价格已呈现回升态势，API5指数由年初的70.8美元/吨上涨至2月26日的86.1美元/吨，涨幅达22%。
- **商品煤权益产量创历史新高，销量受港口扰动影响略低于产量。**2025年，公司实现商品煤权益产量3860万吨，同比增加5%，创历史新高，处于公司产量指引区间的上沿。全年实现商品煤销量3810万吨，同比增加1%；其中动力煤销量为3200万吨，同比下降1%；冶金煤销量为610万吨，同比增加17%。由于5月份新南威尔士州的极端强降雨事件对纽卡斯尔港造成严重干扰，导致港口船舶排队，影响了部分销量，全年销量小幅低于产量。
- **现金成本同比稳中有降，保持在指引区间中段。**2025年，公司实现现金经营成本92澳元/吨，同比下降1澳元/吨。该成本水平处于公司成本指引区间的中段。成本下降主要得益于商品煤产量的增加和生产率的提高，但部分被持续的通胀压力和因港口拥堵导致的滞期费增加所抵消。
- **在手现金充裕，维持高比例分红回馈股东。**截至2025年底，公司拥有现金21亿澳元，处于净现金状态。公司宣派2025年末期股息0.1220澳元/股，结合已派发的中期股息0.0620澳元/股，2025年全年累计派息0.1840澳元/股，总额2.43亿澳元，全年股息支付率约为55%。
- **2026年公司产量和成本指引区间小幅上升，2026年有望实现净利润5.4亿澳元，为兖矿能源带来盈利贡献约16.38亿元。**展望2026年，公司权益商品煤产量指引为3650-4050万吨，现金经营成本指引为90-98澳元/吨，资本开支指引为7.5-9.0亿澳元，整体经营目标保持稳健。我们预计，2026年公司商品煤产量有望实现在指引区间上沿；现金成本较2025年保持稳态；煤价方面，受益于煤炭供给端收缩，2026年煤炭中枢价格有望较2025年实现抬升。综上，我们预计兖煤澳洲2026年有望实现净利润5.4亿澳元，对应兖矿能源62.26%的持股比例，有望带来盈利贡献约3.36亿澳元（约合16.38亿元人民币）。
- **盈利预测及评级：**我们持续看好拥有海外优质煤炭资产，且具备持续成长能力和高成长空间的能源化工龙头兖矿能源，我们对兖矿能源2025-2027年归母净利润的预测分别为95/132/133亿元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济超预期

下滑；发生重大煤炭安全事故风险；公司资产注入进程受到不可抗力影响，汇率波动风险。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(亿元)	1,501	1,391	1,318	1,382	1,477
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-5.3%	4.9%	6.8%
归属母公司净利润(亿元)	201	144	95	132	133
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-34.5%	39.9%	0.2%
毛利率(%)	40.6%	35.8%	30.1%	33.0%	34.1%
ROE(%)	27.7%	17.5%	11.7%	15.7%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	2.01	1.44	0.94	1.32	1.32
P/E	8.47	11.82	18.04	12.90	12.87
P/B	2.34	2.06	2.10	2.02	1.99
EV/EBITDA	3.89	5.03	6.63	5.40	5.24

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至2026年2月26日收盘价。

资产负债表		单位: 亿元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	963	974	909	1,033	1,082	
货币资金	377	383	345	461	491	
应收票据	9	9	7	8	8	
应收账款	70	93	88	92	98	
预付账款	51	47	46	46	49	
存货	77	76	77	77	81	
其他	379	364	346	349	354	
非流动资产	2,582	2,612	3,114	3,218	3,313	
长期股权投资	240	256	256	256	256	
固定资产(合计)	1,125	1,127	1,238	1,335	1,413	
无形资产	672	640	938	936	934	
其他	545	588	681	690	709	
资产总计	3,545	3,586	4,023	4,251	4,394	
流动负债	1,231	1,172	1,378	1,405	1,467	
短期借款	41	77	277	297	317	
应付票据	119	119	128	129	135	
应付账款	196	204	205	206	216	
其他	876	772	768	774	799	
非流动负债	1,128	1,083	1,279	1,378	1,378	
长期借款	614	557	657	757	757	
其他	515	526	622	621	621	
负债合计	2,360	2,255	2,657	2,783	2,845	
少数股东权益	457	504	556	625	694	
归属母公司股东权益	728	826	811	843	855	
负债和股东权益	3,545	3,586	4,023	4,251	4,394	

重要财务指标		单位: 亿元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,501	1,391	1,318	1,382	1,477	
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-5.3%	4.9%	6.8%	
归属母公司净利润	201	144	95	132	133	
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-34.5%	39.9%	0.2%	
毛利率(%)	40.6%	35.8%	30.1%	33.0%	34.1%	
ROE%	27.7%	17.5%	11.7%	15.7%	15.5%	
EPS(摊薄)(元)	2.01	1.44	0.94	1.32	1.32	
P/E	8.47	11.82	18.04	12.90	12.87	
P/B	2.34	2.06	2.10	2.02	1.99	
EV/EBITDA	3.89	5.03	6.63	5.40	5.24	

利润表		单位: 亿元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,501	1,391	1,318	1,382	1,477	
营业成本	891	893	921	926	973	
营业税金及附加	64	59	57	59	63	
销售费用	50	47	40	41	44	
管理费用	85	86	72	76	81	
研发费用	29	27	26	28	30	
财务费用	39	28	34	42	43	
减值损失合计	0	0	-6	-6	-6	
投资净收益	23	26	26	56	26	
其他	5	-8	0	1	0	
营业利润	370	269	188	261	261	
营业外收支	0	4	4	4	4	
利润总额	370	273	192	265	265	
所得税	99	64	46	64	64	
净利润	272	209	146	201	202	
少数股东损益	66	59	47	64	65	
归属母公司净利润	201	144	95	132	133	
EBITDA	536	429	407	500	513	
EPS(当年)(元)	2.11	1.46	0.94	1.32	1.32	

现金流量表		单位: 亿元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	162	223	383	386	456	
净利润	272	209	146	201	202	
折旧摊销	151	153	181	193	204	
财务费用	44	33	40	47	50	
投资损失	-23	-26	-26	-56	-26	
营运资金变动	-283	-157	39	-1	24	
其它	0	11	3	2	2	
投资活动现金流	-122	-97	-629	-242	-275	
资本支出	-180	-170	-671	-301	-301	
长期投资	32	54	5	5	0	
其他	25	19	37	54	26	
筹资活动现金流	-325	-124	205	-28	-150	
吸收投资	51	175	-48	0	0	
借款	161	-20	300	120	20	
支付利息或股息	-299	-223	-135	-147	-170	
现金流净增加额	-281	1	-39	116	31	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，中国矿业大学（北京）校外专业学位研究生导师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、挂职下属煤矿副矿长，在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究，现为能源与双碳中心研究中心总经理、煤炭钢铁行业首席分析师。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。