



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月11日

基础数据

05月08日收盘价(元)	21.44
总市值(亿元)	2,152.04
总股本(亿股)	100.37

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】兖矿能源 2025 年三季报点评: 降本缓冲煤价下行, 多元布局成果已现-2025.11.01

【兴证煤炭】兖矿能源 2025 年中报点评: 成本管控对冲波动, 储备丰厚成长可期-2025.09.04

分析师: 张樾樾

S0190526040002
zhangxixi@xyzq.com.cn

分析师: 李冉冉

S0190525010002
liranran@xyzq.com.cn

兖矿能源(600188.SH)

煤价上行化工修复, 海外并购擘画长期价值

投资要点:

事件: 兖矿能源发布 2025 年度报告和 2026 年一季报。1) 2025 全年: 实现营业收入 1,449.33 亿元, 同比-7.5%; 归母净利润 83.81 亿元, 同比-43.6%; 2025 年中期+末期合计现金分红 50.2 亿元, 每股派 0.50 元, 分红率 59.88%, 对应 5 月 8 日收盘价股息率为 2.3%。2) 2026Q1: 营业收入 345.89 亿元, 同比+1.8%; 归母净利润 39.55 亿元, 同比+42.1%; 其中, 2026Q1 挂牌转让内蒙古鑫泰煤炭 100% 股权, 作价 30.5 亿元, 贡献归母净利润同比+28.43 亿元; 扣非归母净利润 10.60 亿元, 同比-61.1%。对此, 我们点评如下:

煤炭业务: 2025 年毛利率下滑, 2026Q1 成本上行压缩吨毛利。

1) 2025 年看: ①量增: 自产商品煤产量 1.824 亿吨, 同比+6.3%, 主要受陕蒙基地达产、澳洲基地高产、菏泽万福矿投产拉动; 自产煤销量 1.654 亿吨, 同比+4.3%。②价跌: 自产煤吨售价 512.5 元/吨, 同比-19.3%/-122.5 元/吨; 其中兖煤澳洲 674.7 元/吨, 同比-17.1%; 鲁西矿业 787.1 元/吨, 同比-26.8%; 公司本部 595.0 元/吨, 同比-23.2%。③成本同步下降但难抵价跌: 自产煤吨销售成本 321.1 元, 同比-4.3%, 西北矿业、昊盛煤业、新疆能化同比降幅明显, 但兖煤澳洲吨煤成本 500.7 元, 同比-1.8%, 成本刚性降幅有限; ④毛利率下行: 自产煤毛利率 37.4%/同比-9.8pct; 煤炭业务整体收入 886.66 亿元/-17.2%, 毛利同比-65.0 亿元/-17.0%。

2) 2026Q1 自产煤量微增但澳洲成本上行, 吨毛利收缩。2026Q1, 产量 4,155 万吨/同比-6.3%。新疆能化(同比-45%, 为主动调整生产计划)、兖煤国际(同比-37%)、昊盛煤业(同比-11%)、鄂尔多斯(同比-9%)是主要拖累; 西北矿业(同比+16%)内蒙古矿业(同比+28%)、菏泽能化(同比+12%)为主要增量; 自产煤销量 3,797 万吨/同比+1.5%; 自产煤吨售价 517.4 元/同比-2.2%, 澳洲煤 686 元/同比-2.7%; 自产煤吨成本 342.9 元, 同比+9.4%, 其中兖煤澳洲 591 元, 同比+22.5%, 兖煤国际 636 元, 同比+27.9%; 自产煤吨毛利 175 元, 同比-19%, 煤炭板块毛利同比-13.7 亿元/同比-16.8%。

煤化工业务: 毛利率改善, 原料煤成本下行驱动盈利修复。1) 2025 年: 产量 977.5 万吨/同比+8.5%, 销量 857.4 万吨/同比+5.7%; 收入 242.93 亿元/同比-5.8%, 成本 179.07 亿元/同比-12.0%, 毛利率 26.3%/同比+5.2pct。其中甲醇产量 454 万吨、煤制油 100 万吨。2) 2026Q1: 产量 260.8 万吨, 同比+4.2%, 销量 223.0 万吨, 同比+1.4%; 收入 62.08 亿元, 同比-4.0%, 毛利率 25.8%/同比+2.9pct。

电力业务: 体量较小但毛利率改善。2025 年: 发电量 74.88 亿千瓦时/同比-7.8% (济三电力关停影响), 售电量 60.43 亿千瓦时/同比-11.1%; 收入 23.10 亿元/同比-9.0%, 毛利率 19.4%/同比+6.4pct(燃料成本下行驱动)。2026Q1: 发电量 17.50 亿千瓦时/同比-2.4%, 收入 4.89 亿元/同比-8.3%。

2026Q1 其他影响因素分析: 1) 投资收益同比+730%/+29.83 亿元: 核心是挂牌转让鑫泰公司 100% 股权, 作价 30.5 亿元, 影响投资收益同比+28.43 亿元。2) 财务费用 11.01 亿元, 同比+28.3%/+2.43 亿元: 其中汇兑损失 4.37 亿元(上年同期无), 主要受人民币兑美元波动影响; 利息费用基本持平。

资本动作密集落地, 海外焦煤+资源多元化布局加速。①24 亿美元竞价收购红隼集团 100% 权益。红隼集团为澳洲焦煤资产, 交易总对价上限 24 亿美元, 其中包括 18.5 亿美元首付现金对价和最高 5.5 亿美元或有现金对价, 延续国际化与焦煤布局思路。集团所属红隼煤矿 JORC 规范可销售储量和资源量分别为 1.64 亿吨和 4.06 亿吨, 矿山服务年限约 25 年, 近年原煤产量 600 万-810 万吨/年, 2025 年原煤产量约 810 万吨、商品煤约 590 万吨,

2026 年潜在商品煤产量约 600 万吨。②曹四夭钼矿采矿许可证落地：年产钼精矿 3.08 万吨/年（达产），2028 年建成投产，资源量 10.4 亿吨，金属量 108.9 万吨，打开多矿种第二增长曲线；③兖煤澳洲收购莫拉本煤矿 3.75% 股权至 98.75%；终止收购西班牙高地资源，重新评估加拿大钾矿（17 亿吨 KCl 资源量）合作开发路径。

投资建议与盈利预测：公司作为国际化大型能源央企龙头，资源储备丰富。伴随油价中枢上行，煤化工产品价格差有望扩大，公司化工板块业绩有望持续改善。叠加并购打开多矿种第二增长曲线以及持续维持较高分红比例，公司中长期配置价值凸显，建议关注煤价右侧拐点带来的配置机会。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 164.62/174.12/176.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.64/1.73/1.76 元，对应 5 月 8 日收盘价 PE 分别为 13.1/12.4/12.2 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济需求大幅波动、煤炭价格超预期下跌、油价大幅下行、安全环保政策加码、海外供应政策变化等

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	144933	177575	182954	185590
同比增长	-7.5%	22.5%	3.0%	1.4%
归母净利润（百万元）	8381	16462	17412	17641
同比增长	-43.6%	96.4%	5.8%	1.3%
毛利率	29.3%	33.9%	34.7%	34.7%
ROE	8.3%	15.2%	15.1%	14.4%
每股收益（元）	0.83	1.64	1.73	1.76
市盈率	25.7	13.1	12.4	12.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	125505	146557	164789	182675
货币资金	37428	58372	72153	89938
交易性金融资产	257	257	257	257
应收票据及应收账款	10590	12690	13146	13285
预付款项	7319	7460	7909	7912
存货	7565	8550	8347	8292
其他	62347	59228	62978	62992
非流动资产	327439	337847	343941	347799
长期股权投资	26883	26883	26883	26883
固定资产	142120	145174	146485	145671
在建工程	23147	24209	25164	26424
无形资产	103244	109571	113498	117025
商誉	895	895	895	895
其他	31150	31115	31016	30901
资产总计	452944	484404	508730	530475
流动负债	148937	159608	161864	163315
短期借款	20958	20958	20958	20958
应付票据及应付账款	43277	48445	49702	50262
其他	84702	90204	91204	92095
非流动负债	132911	136079	141079	144079
长期借款	57100	60100	65100	68100
其他	75811	75979	75979	75979
负债合计	281847	295687	302943	307394
股本	10037	10037	10037	10037
未分配利润	48299	52819	57193	61624
少数股东权益	70617	80400	90484	100701
股东权益合计	171097	188717	205787	223080
负债及权益合计	452944	484404	508730	530475

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	8381	16462	17412	17641
折旧和摊销	17270	15832	17637	19364
营运资金的变动	-12938	11504	-2515	1129
经营活动产生现金流量	19485	50021	41728	47427
资本支出	-17824	-25199	-22649	-22152
长期投资	1002	0	0	0
投资活动产生现金流量	-16951	-17943	-19794	-19252
债权融资	12262	-330	5000	3000
股权融资	18774	0	0	0
融资活动产生现金流量	-7662	-11519	-8153	-10390
现金净变动	-4809	20944	13781	17785

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	144933	177575	182954	185590
营业成本	102409	117410	119494	121162
税金及附加	7095	9944	9514	9898
销售费用	2886	4216	4025	4191
管理费用	9829	11995	12375	12548
研发费用	3398	4097	4244	4298
财务费用	4148	1952	1675	1527
投资收益	2245	5480	2855	2899
公允价值变动收益	-4	0	0	0
信用减值损失	3	-20	-20	-20
资产减值损失	-73	-300	-300	-200
营业利润	18435	33964	35601	36066
营业外收支	-10	126	81	96
利润总额	18425	34090	35682	36162
所得税	4199	7845	8185	8304
净利润	14226	26245	27497	27858
少数股东损益	5217	9625	10084	10217
归属母公司净利润	8381	16462	17412	17641
EPS(元)	0.83	1.64	1.73	1.76

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-7.5%	22.5%	3.0%	1.4%
营业利润增长率	-35.2%	84.2%	4.8%	1.3%
归母净利润增长率	-43.6%	96.4%	5.8%	1.3%
盈利能力				
毛利率	29.3%	33.9%	34.7%	34.7%
归母净利率	5.8%	9.3%	9.5%	9.5%
ROE	8.3%	15.2%	15.1%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	62.2%	61.0%	59.5%	57.9%
流动比率	0.84	0.92	1.02	1.12
速动比率	0.49	0.59	0.69	0.79
营运能力				
资产周转率	33.5%	37.9%	36.8%	35.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.83	1.64	1.73	1.76
每股经营现金	1.94	4.98	4.16	4.72
估值比率(倍)				
PE	25.7	13.1	12.4	12.2
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn