



国际化龙头煤企，兼具高弹性与高分红

2026年5月18日

核心观点

- **山东能源集团旗下国际化能源企业，涵盖煤炭等五大产业。**公司是山东能源集团旗下以煤炭产业为主导的综合能源企业，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。2025年公司实现商品煤产量1.82亿吨，煤化工品产量977.5万吨，发电量74.88亿千瓦时，总物流货物运量3.1亿吨，并推动自营及参股铁路运营里程突破4000公里。2025年煤炭、煤化工、电力和其他板块的毛利分别为320.7亿元、63.9亿元、4.5亿元、36.2亿元，占比分别为75.4%、15.0%、1.1%和8.5%。
- **煤炭产能增量，自产煤售价弹性高。**截至2025年末，公司境内和境外煤炭可采储量（均为JORC规范）分别为81.36亿吨和13.80亿吨，煤炭产量为1.82亿吨，其中国内基地贡献1.38亿吨，澳洲基地贡献0.44亿吨，分别对应JORC规范下可采年限59年和31年。此外，2025年公司在产产能达2.85亿吨/年，在建及规划产能合计0.62亿吨/年，预计2030年总产能将达3.47亿吨/年，较2025年增长约21.8%，届时有望实现公司“原煤产量突破3亿吨/年”的目标。公司自产煤售价弹性高，2023、2024、2025年自产煤平均售价分别为785元/吨、635元/吨、513元/吨，降幅分别为24.0%、19.1%、19.3%，同期秦皇岛5500大卡动力煤年均价分别为966元/吨、856元/吨、697元/吨，降幅分别为23.8%、11.4%、18.6%，近三年自产煤售价降幅超过市场煤价降幅。2026年以来市场煤价强势反弹，公司自产煤售价与业绩有望大幅回升。
- **政策驱动供需重构，煤价中枢有望抬升。**供应端来看，“反内卷”政策强力约束产量，2026年预计以国内煤炭产量以稳为主，维持在48亿吨左右，进口煤受到印尼出口政策收紧等影响，预计2026年下滑8%左右至4.9亿吨；需求端来看，预计2026年呈现“电力稳、化工增”格局，全年动力煤消费量小幅增加1%至42亿吨左右。预计2026年市场供需将从宽松转向“平衡偏紧”，煤价中枢有望持续抬升，全年秦皇岛5500大卡动力煤市场价中枢在750-850元/吨，高于2025年年均价（697元/吨）。
- **投资建议：**预计公司26-28年归母净利润分别为158.55、181.33、196.92亿元，对应当前PE分别为12.9x、11.3x、10.4x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭价格下降的风险；煤炭需求不及预期的风险；煤矿安全事故风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	144,933	148,510	157,940	165,870
收入增长率%	-7.49	2.47	6.35	5.02
归母净利润(百万元)	9,008	15,855	18,133	19,692
利润增速%	-41.86	76.01	14.36	8.60
毛利率%	29.34	38.02	39.25	39.86
摊薄EPS(元)	0.90	1.58	1.81	1.96
PE	22.64	12.86	11.25	10.36
PB	2.03	1.86	1.72	1.60
PS	1.41	1.37	1.29	1.23

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

兖矿能源 (600188.SH)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

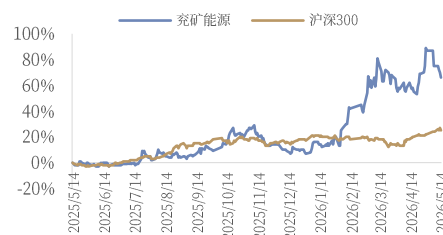
市场数据

2026年05月14日

股票代码	600188
A股收盘价(元)	20.32
上证指数	4,177.92
总股本(万股)	1,003,685
实际流通A股(万股)	596,135
流通A股市值(亿元)	1,211

相对沪深300表现图

2026年05月14日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 国际化龙头煤企，兼具高弹性与高分红.....	3
(一) 山东能源集团旗下国际化能源企业，涵盖煤炭等五大产业.....	3
(二) 经营业绩弹性大，分红率维持高位.....	3
二、 煤炭产能增量，自产煤售价弹性高.....	7
三、 盈利预测与估值.....	12
(一) 盈利预测.....	12
(二) 估值分析.....	12
四、 风险提示.....	14

一、国际化龙头煤企，兼具高弹性与高分红

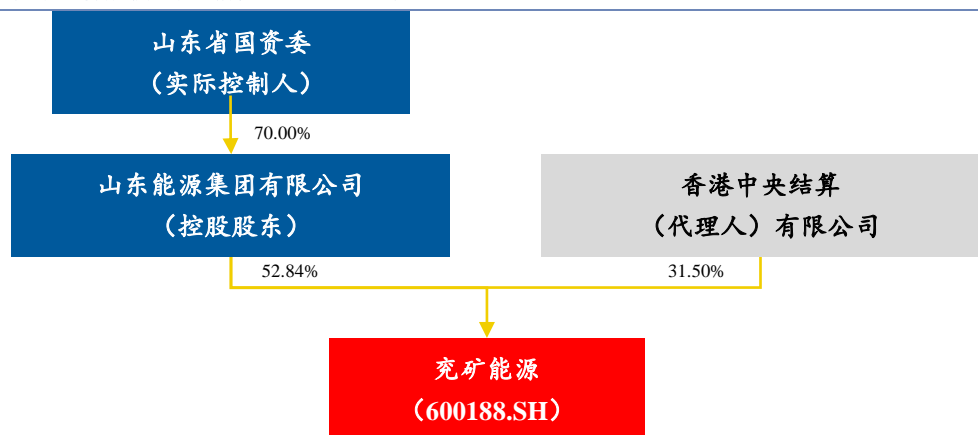
（一）山东能源集团旗下国际化能源企业，涵盖煤炭等五大产业

兖矿能源系山东能源集团旗下以煤炭产业为主导的综合能源企业，煤炭资产遍布中国、澳大利亚等境内外国家。兖矿能源集团股份有限公司（简称“兖矿能源”）成立于1997年，是山东能源集团有限公司旗下的A+H股上市公司，H股和A股股票分别于1998年4月1日、1998年7月1日在香港联交所和上海证交所上市交易。公司产业涵盖矿业、高端化工新材料、高端装备制造、智慧物流、新能源等领域，资产遍布山东、陕蒙、新疆、甘肃以及澳大利亚、北美、欧洲等国家和地区，是中国唯一拥有上海、香港、纽约、澳大利亚、法兰克福、慕尼黑等境内外六地上市平台的大型能源企业。

2026年宣布收购红隼煤矿80%股权，进一步扩大业务规模，强化多元化布局。2026年4月，公司发布《兖矿能源集团股份有限公司购买资产公告》，控股子公司兖煤澳洲与包括EMR Capital Advisors Pty Ltd在内的卖方签署具有约束力的交易文件，拟收购红隼煤炭集团有限公司（简称“红隼集团”）100%权益，间接取得红隼煤矿80%权益，交易对价上限为24亿美元，包括18.5亿美元首付现金对价及最高不超过5.5亿美元的或有现金对价。红隼煤矿位于昆士兰州鲍文盆地，主产优质硬焦煤（约占80%），辅以半软焦煤与动力煤，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。未来交易完成后，兖煤澳洲煤炭产量有望较2025年提升约15.6%，同时丰富公司煤矿布局、煤种及客户结构，持续提升公司价值。

山东能源集团是公司控股股东，持股比例超50%。截至2026年4月，山东能源集团持有公司52.48%的股份，是公司控股股东；山东省国资委是公司实际控制人。山东能源集团是山东省委、省政府于2020年7月联合重组原兖矿集团、原山东能源集团，组建成立的大型能源企业集团。集团业务覆盖矿业、电力、新能源、高端化工及新材料、高端装备制造和现代物流贸易等领域，拥有境内外7家主板上市公司、1家科创板上市公司及5家新三板挂牌公司，权属企业577家，是国际化程度最高的大型煤炭企业。

图1：兖矿能源股权结构（截至2026年4月）



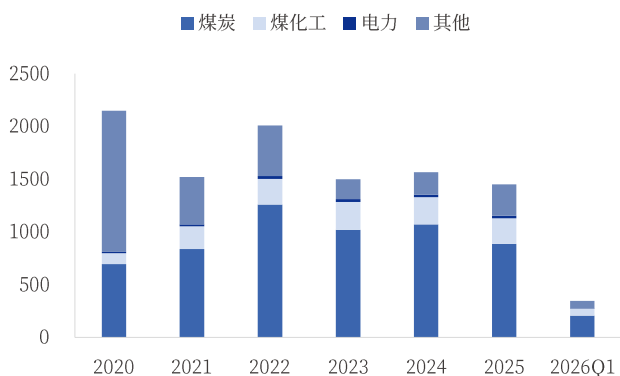
资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

（二）经营业绩弹性大，分红率维持高位

业务涵盖煤炭产业全链条，其中煤炭业务营收占比超60%。公司业务覆盖矿业、高端化工新材料、高端装备制造、智慧物流、新能源，通过发挥从煤炭开采到运输、销售及下游转化的全产

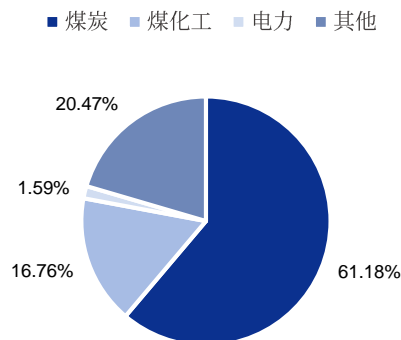
业链协同优势，实现了资源高效配置和成本有效控制，形成了强大的抗市场风险能力。2025年公司实现商品煤产量 1.82 亿吨，甲醇项目年产能 454 万吨，发电量 74.88 亿千瓦时，总物流货物运量 3.1 亿吨；推动自营及参股铁路运营里程突破 4000 公里，并出口整架型批量液压支架实现高端煤机装备海外市场输出零突破。从营收结构来看，煤炭、煤化工板块占比较大，其中 2025 年煤炭板块营收占比超 60%，煤化工营收占比接近 17%。

图2: 公司 2020-2026Q1 营业收入构成 (亿元)



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

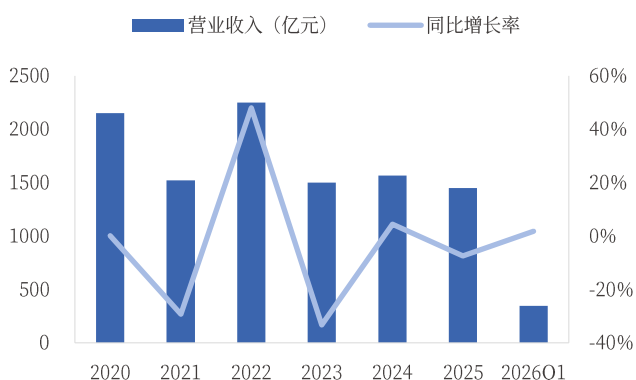
图3: 公司 2025 年营业收入占比



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

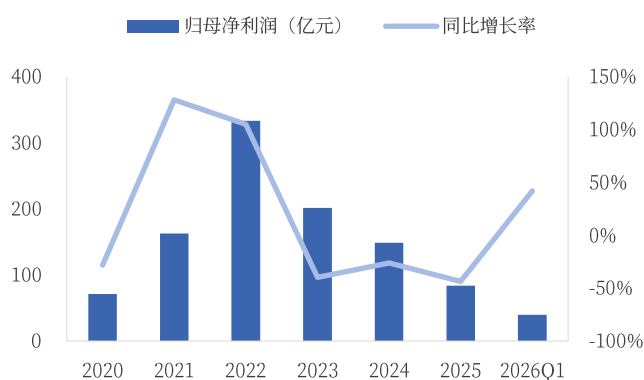
近年来公司业绩联动市场煤价，周期特征波动显著。回顾十四五以来公司业绩表现，2021-2022 年全球能源紧张推动煤价大涨，2022 年归母净利润达到近五年峰值 307.74 亿元，同比增长 89.3%，利润增幅远超营收；2023 年以来煤价进入下行周期，公司营收大幅下降后趋稳，归母净利润则连年下降，其中 2025 年公司营收为 1449.33 亿元，同比增长 4.2%，归母净利润为 83.81 亿元，同比下降 41.9%。2026Q1，公司营收和归母净利润分别为 345.89 亿元和 39.55 亿元，分别同比增长 1.8% 和 42.1%，主要系公司出售子公司鑫泰公司取得投资收益所致。2020-2025 年，公司营收累计下降 32.6%，但归母净利润逆势增长 17.7%，主要得益于煤炭业务占比持续提升，利润端核心地位凸显。在 2026 年煤价中枢上移的背景下，由于公司市场煤销售占比较高，公司利润具备较大弹性增长空间。

图4: 公司 2020-2026Q1 年营业收入及同比增长率 (右)



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

图5: 公司 2020-2026Q1 年归母净利润及同比增长率 (右)

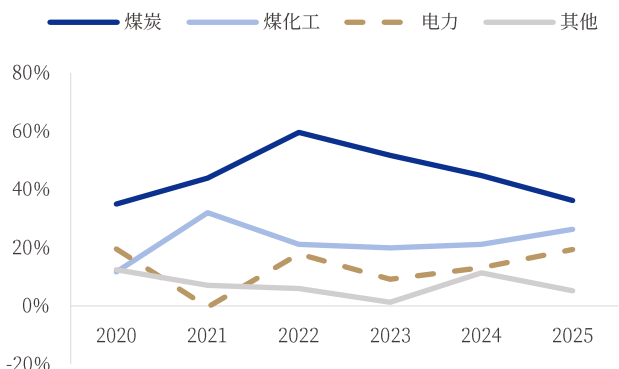


资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

煤炭业务毛利率虽有所回落，但仍构成利润端的核心贡献。与公司业绩走势类似，公司煤炭业务毛利率与市场煤价高度相关，呈现周期性特征。2022 年煤价处于历史高位，推动公司煤炭毛利率升至 60.0%，2023 年以来煤价虽大幅回落，但公司依靠优质资源禀赋以及物流运输产业协同带来的成本优势，始终维持煤炭毛利率在 35% 以上。2025 年公司煤炭业务毛利 320.71 亿元，占比达 75.4%，

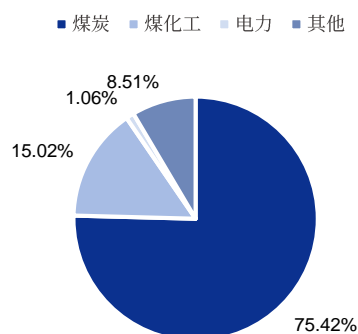
是公司毛利的来源。此外，**煤化工和电力板块发挥了平抑煤价周期波动的关键作用**，煤价高时化工原材料和煤电成本承压，煤价低时煤化工和煤电利润增厚，随着市场煤价回落，煤化工和电力板块毛利率分别由 2022 年 20.5%和 17.8%提升至 2025 年 26.3%和 19.4%。

图6：公司 2020-2025 年分板块毛利率



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

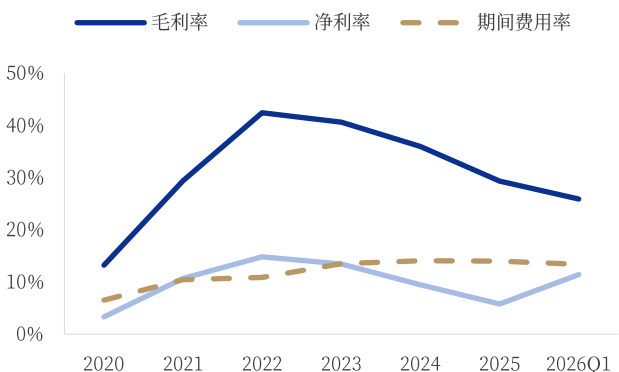
图7：公司 2025 年毛利结构



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

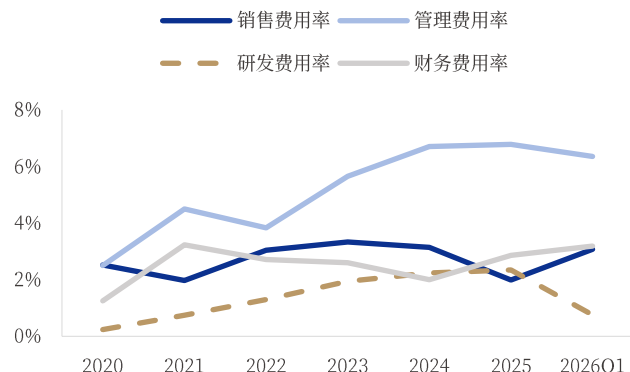
毛利率、净利率随市场煤价先增后降，但整体仍处于历史中位。2022 年煤价处于历史高位，公司整体毛利率、净利率分别达到 41.0%、19.6% 的高位；2023 年以来煤价虽大幅回落，但公司依靠优质资源禀赋以及物流运输产业协同带来的成本优势，始终保持煤炭业务的盈利韧性，因此 2025 年公司整体毛利率、净利率仍分别为 29.34%和 5.78%，处于历史中位水平。**公司期间费用率整体稳中有升，结构上管理费用占主导地位。**其中 2025 年管理费用率为 6.8%，较 2022 年上升约 3%，主要系公司合并报表所致。此外，公司销售和财务费用率维持震荡，研发费用率则由 2020 年 0.2% 上升至 2025 年 2.3%，折射出公司持续加码研发的战略定力。

图8：公司 2020-2026Q1 年毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

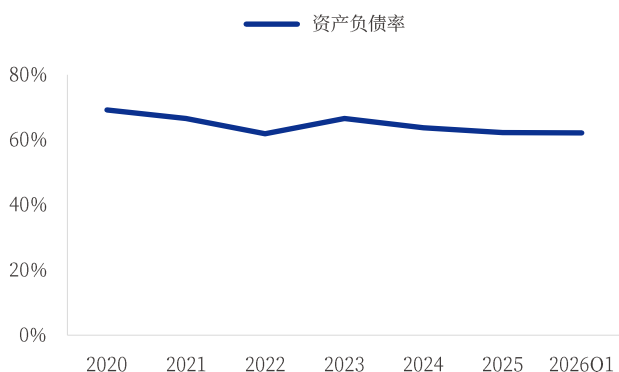
图9：公司 2020-2026Q1 年期间费用率



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

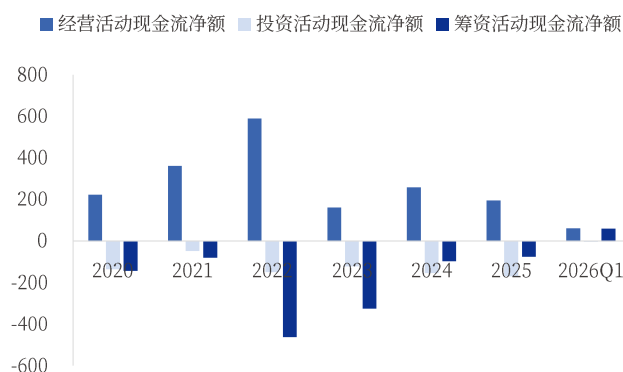
资产负债率波动下降，经营性现金流与业绩相关性高。2020-2026Q1，公司资产负债率呈波动下降趋势，2026Q1 资产负债率为 62.10%，为 2023 年以来最低水平。2020-2025 年，公司经营性净现金流与业绩相关性高，2022 年归母净利润处于历史高位时，经营性净现金流也相应增至近五年峰值 589.2 亿元，2023-2025 年业绩回落时，经营性净现金流随之回落，2025 年经营性净现金流为 194.9 亿元，较 2022 年下降 66.9%。

图10: 公司 2020-2026Q1 资产负债率



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

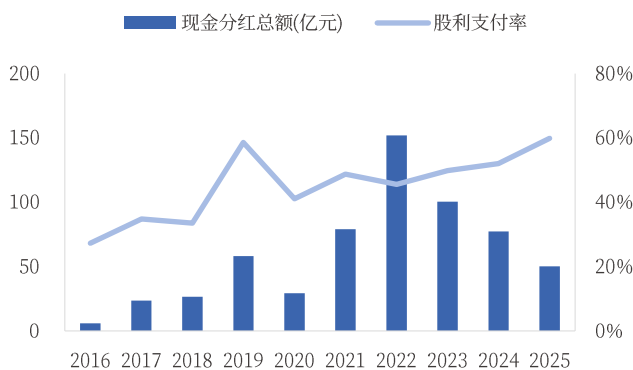
图11: 公司 2020-2026Q1 现金流情况 (亿元)



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

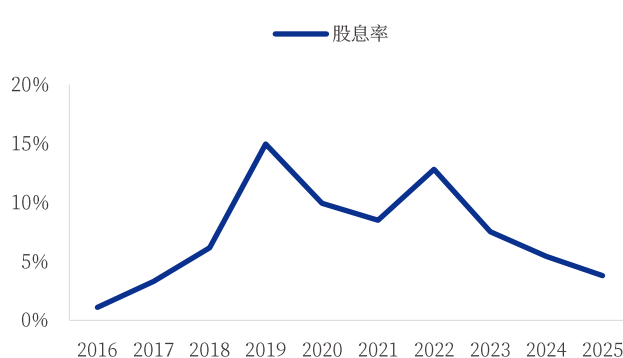
近年来股利支付率持续增长, 未来有望维持较高水平。2016年以来公司股利支付率呈波动增长趋势, 2025年达到近十年峰值59.88%。根据公司发布的2026-2028年度股东回报规划, 在符合公司规定的条件下, 2026-2028年每年分配的现金股利总额应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约50%。展望未来, 依托煤炭板块稳健的业绩支撑, 公司高股息价值有望持续凸显。此外, 2025年8月以来公司陆续发布了A股和H股回购议案及调整方案, 提出将结合自有资金与自筹资金, 通过集中竞价方式回购部分A股和H股股份, 金额分别为0.5-1亿元和1.5-4亿元(均为人民币)。其中, A股股份回购价格上限不超过人民币16.90元/股, H股价格不高于回购前5个交易日公司H股股票平均收市价的105%。**公司通过分红和回购等方式分享收益, 彰显回报股东的坚定决心。**

图12: 公司 2016-2025 年现金分红总额 (亿元) 及股利支付率 (右)



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

图13: 公司 2016-2025 年股息率



资料来源: IFIND、中国银河证券研究院

二、煤炭产能增量，自产煤售价弹性高

公司矿区主要分布在山东、内蒙古、新疆和澳大利亚，资源储备形成“国内+海外”双重布局。截至 2025 年末，公司旗下集中分布在山东济宁和菏泽、内蒙古鄂尔多斯、新疆伊犁州、澳大利亚昆士兰州等地，覆盖国内外重要能源基地，形成规模化开发优势。储量方面，境内矿井原地资源量（JORC 规范）和可采储量（JORC 规范）分别为 423.09 亿吨和 81.36 亿吨，境外矿井原地资源量（JORC 规范）和可采储量（JORC 规范）分别为 80.80 亿吨和 13.80 亿吨。按照 2025 年国内基地 1.38 亿吨和澳洲基地 0.44 亿吨的产量进行测算，分别对应 JORC 规范下可采年限 59 年和 31 年。煤炭品种涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等，下游涵盖电力、冶金、化工等行业，满足市场多元化需求。此外，公司积极布局多矿种领域，拟建设内蒙古曹四夭钼矿，资源量 10.4 亿吨，同时在加拿大拥有 6 个钾盐采矿权，探明优质氯化钾资源量 17 亿吨。

表1：公司主要矿区资源储量情况

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 规范	
			资源量 (百万吨)	证实储量 (百万吨)	可信储量 (百万吨)	原地资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)
公司所属煤矿	山东省济宁市	动力煤	3,061	275	143	747	243
菏泽能化所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤	640	160	105	321	97
鲁西矿业所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤 动力煤	3,759	476	384	1,771	184
天池能源所属煤矿	山西省和顺县	动力煤	106	35	15	43	18
西北矿业所属煤矿	山西省朔州市、忻州市 陕西省西安市、延安市 内蒙古鄂尔多斯市 甘肃省庆阳市、平凉市	配焦煤 动力煤	7,251	1,209	2,384	4,499	1,339
未来能源所属煤矿	陕西省榆林市	动力煤	1,569	671	226	904	441
鄂尔多斯公司所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	525	205	44	282	186
昊盛煤业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	2,294	665	386	719	557
兖矿能源（霍林郭勒）有限公司所属煤矿	内蒙古通辽市	动力煤	1,041	-	-	1,028	-
内蒙古矿业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6,418	781	351	6,093	1,399
新疆能化所属煤矿	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	26,230	1,791	2,149	25,899	3,674

境内矿井煤炭储量小计	-	-	52,894	6,269	6,187	42,309	8,136
兖煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤	-	-	-	6,490	1,290
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	-	-	-	1,590	90
境外矿井煤炭储量小计	-	-	-	-	-	8,080	1,380
合计	-	-	52,894	6,269	6,187	50,389	9,516

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司海内外核定产能合计 2.85 亿吨/年，在建煤矿助力产能阶梯式爬升。公司在产煤矿位于山东、内蒙古、新疆、澳大利亚等重要煤炭生产基地，截至 2025 年末，公司国内基地核定产能 1.67 亿吨/年，权益产能 1.04 亿吨/年，澳洲基地核定产能 1.18 亿吨/年，权益产能 0.59 亿吨/年。此外，公司目前拥有在建煤矿 9 座，其中万福煤矿已竣工验收且取得安全生产许可证，剩余煤矿也陆续开工建设。若在建煤矿全部投产，预计可带来 6180 万吨/年的产能增量，届时公司核定产能将达 3.47 亿吨/年，实现公司 2021 年《发展战略纲要》提出的“煤炭原煤产能规模达到 3 亿吨/年”的目标。

表2：公司主要煤矿产能情况

所属公司	主要煤矿	权益占比	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）
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
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
境内煤矿产能合计			16720	10444
兖煤澳洲	雅若碧	62%	400	249
	中山矿	31%	570	177
	沃克山	52%	2800	1457
	艾诗顿	62%	860	535
	亨特谷	32%	4200	1334
	莫拉本	61%	2100	1291
兖煤国际	普力马	100%	500	500
	坎贝唐斯	100%	350	350
境外煤矿产能合计			11780	5893
合计			28500	16337

资料来源：公司公告、IFIND、中国银河证券研究院

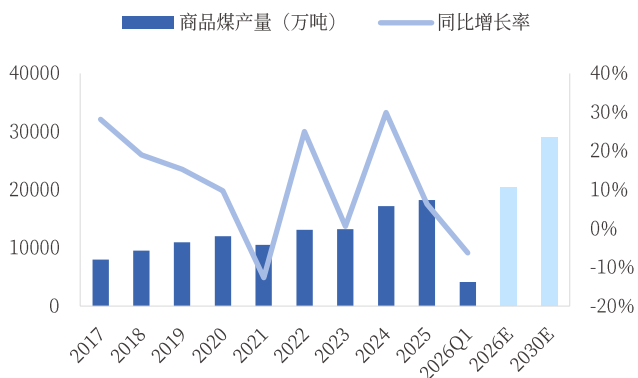
表3：公司在建煤矿布局

项目名称	设计产能（万吨/年）	建设进度
万福煤矿	180	已竣工验收，取得安全生产许可证
五彩湾四号煤矿一期项目	1,000	已开始联合试运转
刘三圪旦煤矿	1,000	已取得采矿许可证
霍林河一号煤矿	700	已取得采矿许可证
嘎鲁图煤矿	800	已获取地质报告批复
油房壕煤矿	500	已开工建设
杨家坪煤矿	500	已开工建设
毛家川煤矿	700	已取得采矿许可证
马福川煤矿	800	已取得采矿许可证
合计	6,180	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

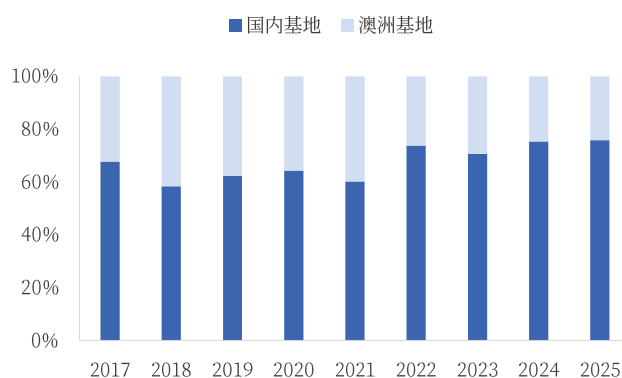
近年来公司煤炭产量持续提升，十四五期间年均复合增速达 8.7%。公司秉承“稳中提质”的发展战略，多次通过扩产收购提升煤炭核定产能增长，2021 年公司收购内蒙古矿业 51%股权，2023 年收购鲁西矿业和新疆能化 51%股权，2025 年收购西北矿业 51%股权。截至 2025 年末，公司煤炭产量达 1.82 亿吨，上述子公司分别贡献 806 万吨、1292 万吨、2038 万吨和 3381 万吨，合计贡献率达 41.3%。十四五以来，公司煤炭产量年复合增速为 8.7%，且国内基地的煤炭产量贡献占比有所提升。随着 9 座在建煤矿建设的不断推进，以及公司子公司兖煤澳洲逐步完成红隼煤矿 80% 股权收购，我们预计公司 2026 年商品煤产量有望达 2.04 亿吨，2030 年商品煤产量达 2.89 亿吨。

图 14: 公司 2017-2026Q1 商品煤产量及同比增长率 (右)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

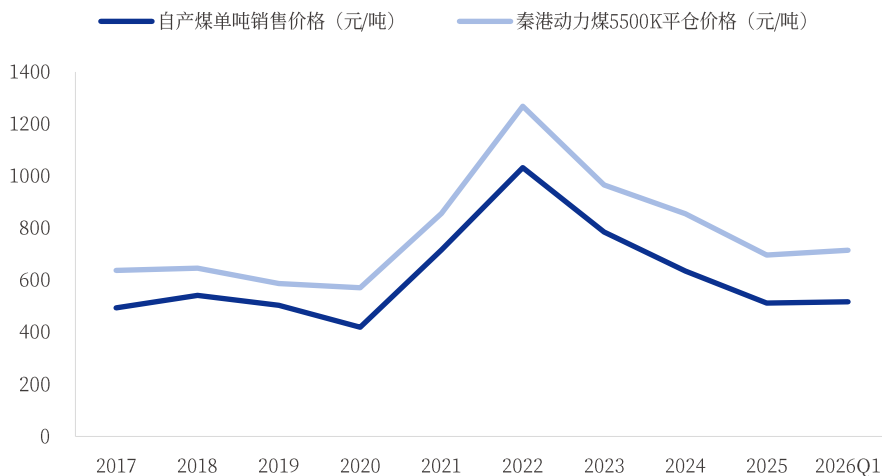
图 15: 公司 2017-2025 年商品煤产量贡献结构



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

公司自产煤销售价格先升后降，走势同步现货煤价凸显市场化销售属性。回顾近年以来公司自产煤销售价格，我们发现其与市场煤价走势有较强相关性。2017-2020 年，秦港动力煤平仓价格保持平稳，稳定在 550-650 元/吨的区间，同期公司自产煤销售价格为 400-550 元/吨，整体水平波动不大；2021-2022 年全球能源紧张推动市场煤价大涨，公司自产煤销售价格同步上涨，2022 年秦港动力煤平均价格为 1268 元/吨，对应公司吨煤售价为 1032 元/吨，创近年新高；2023 年以来市场煤价回落趋稳，公司自产煤销售价格相应走低，截至 2025 年末，公司自产煤单吨销售价格为 512 元/吨。随着 2026 年市场煤价中枢上移，公司自产煤售价有望充分受益，高比例市场煤将助力开拓利润增长空间。

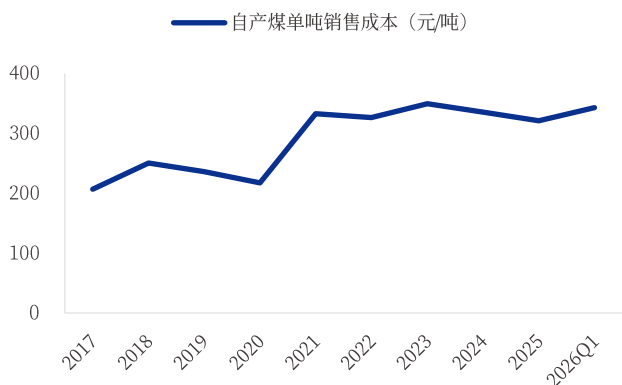
图 16: 公司 2017-2026Q1 自产煤单吨销售价格及同期秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价格



资料来源: 公司公告、IFIND、中国银河证券研究院

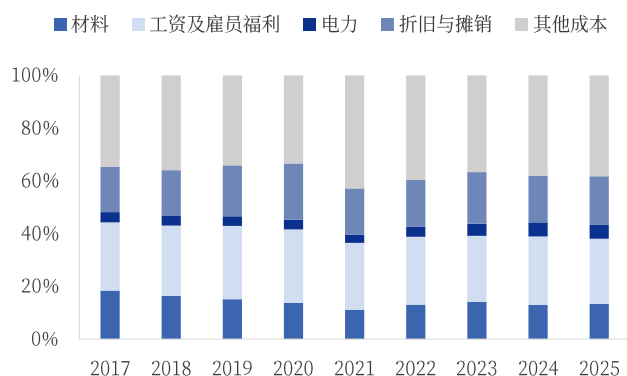
近年来公司煤炭销售成本中枢抬升，2025年自产煤单吨成本在320元/吨左右。复盘近年以来公司自产煤销售成本，2017-2020年成本维持在200-250元/吨的低水平且波动相对较小，主要得益于其资源禀赋突出、开采条件优渥；2021年成本提升至332.6元/吨，同比增加53%，主要源于地质环境影响和安监环保政策力度持续加强，境内矿井煤炭产量同比减少，以及运输成本的重分类导致单位成本增加；2022-2023年成本中枢进一步抬升，主要由于公司折旧与采矿权摊销计提增加带动成本上升；2024-2025年销售成本连续两年下降，主要系电力、运输和其他成本全面下降，公司降本增效措施初见成效。

图 17: 公司 2017-2026Q1 自产煤单吨销售成本



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

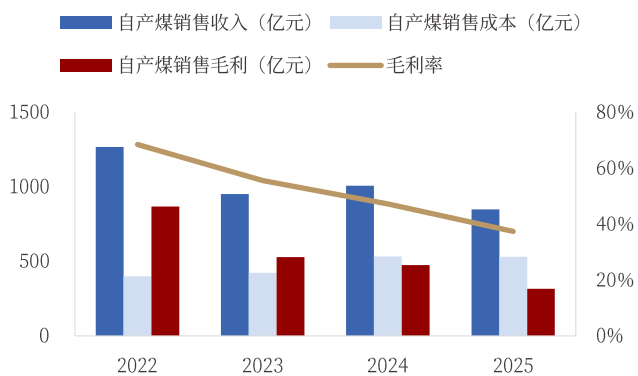
图 18: 公司 2017-2025 年自产煤销售成本结构



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

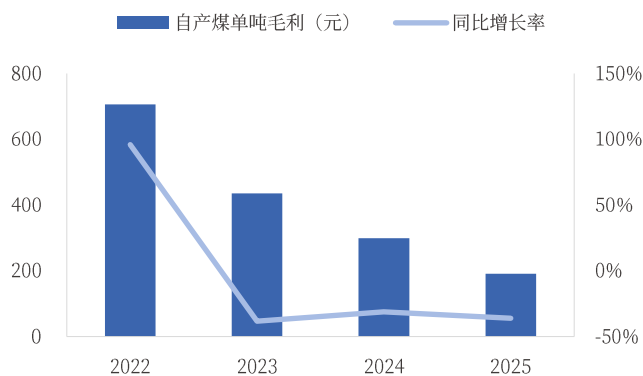
公司吨煤毛利与市场煤价高度联动，高比例市场煤赋予利润弹性。回顾近年来公司吨煤盈利水平，在2023年煤价进入下行周期后，公司吨煤毛利随之回落，由2022年706元下降至2025年191元。得益于资源禀赋深厚、自有物流网络完善等垂直一体化运营优势，加之持续优化生产流程、提高开采效率等，公司有效控制了自产煤单位成本，如2025年自产煤单位成本同比下降14元/吨，降幅达4.3%，在一定程度上对冲了煤价下跌的影响。考虑到公司市场煤占比较高，随着2026年煤价步入上行周期，其利润弹性有望得到充分释放。

图 19: 公司 2022-2025 年自产煤销售收入、成本、毛利与毛利率 (右)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图 20: 公司 2022-2025 年自产煤单吨毛利与同比增长率 (右)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

暂不考虑收购红隼集团带来的利润增厚，主要业务板块假设如下：

煤炭：预计 2026-2028 年自产煤销量分别为 1.7 亿吨、1.75 亿吨、1.8 亿吨，不含税销售价格分别为 580 元/吨、610 元/吨、630 元/吨，单吨销售成本分别为 320 元/吨、325 元/吨、330 元/吨。

发电：预计 2026-2028 年营收分别为 270 亿元、280 亿元、290 亿元，营业成本分别为 190 亿元、200 亿元、210 亿元。

基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1485.10、1579.40、1658.70 亿元，同比增长 2.5%、6.3%、5.0%；实现归母净利润 158.55、181.33、196.92 亿元，同比增长 76.0%、14.4%、8.6%；对应 EPS 分别为 1.58、1.81、1.96 元。

表4：兖矿能源营收拆分&预测

业务类型	项目	2025A	2026E	2027E	2028E
煤炭	收入 (亿元)	887	1044	1128	1198
	成本 (亿元)	566	597	625	654
	毛利 (亿元)	321	448	503	544
	毛利率	36.2%	42.9%	44.6%	45.4%
煤化工	收入 (亿元)	242.93	270.00	280.00	290.00
	成本 (亿元)	179.07	190.00	200.00	210.00
	毛利 (亿元)	63.86	80.00	80.00	80.00
	毛利率	26.3%	29.6%	28.6%	27.6%
电力	收入 (亿元)	23.10	25.00	25.00	25.00
	成本 (亿元)	18.61	20.00	20.00	20.00
	毛利 (亿元)	4.49	5.00	5.00	5.00
	毛利率	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
物流	收入 (亿元)	150.83	150.00	150.00	150.00
	成本 (亿元)	146.60	145.00	145.00	145.00
	毛利 (亿元)	4.23	5.00	5.00	5.00
	毛利率	2.8%	3.3%	3.3%	3.3%
其他	收入 (亿元)	145.81	146	146	146
	成本 (亿元)	113.86	114	114	114
合计	营业收入 (亿元)	1449.33	1485.10	1579.40	1658.70
	营业成本 (亿元)	1024.09	920.50	959.45	997.50
	毛利 (亿元)	425.24	564.60	619.95	661.20
	毛利率	29.3%	38.0%	39.3%	39.9%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

(二) 估值分析

选取中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业作为可比公司，兖矿能源 PE 水平和可比公司接近。但考虑到兖矿能源市场煤占比高，进入煤价上行周期业绩弹性大，我们认为公司估值仍有提

升空间。

表5: 可比公司估值水平 (截至 2026 年 5 月 14 日)

代码	简称	股价	EPS				PE				PB (最新)
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
601088.SH	中国神华	44.80	2.44	2.62	2.73	2.96	18.5	17.3	16.6	15.2	1.96
601898.SH	中煤能源	16.07	1.35	1.56	1.65	1.74	11.9	10.4	9.8	9.3	1.30
601225.SH	陕西煤业	23.45	1.73	2.09	2.26	2.37	13.5	11.2	10.3	9.8	2.22
601001.SH	晋控煤业	17.28	1.09	1.45	1.58	1.72	15.5	11.7	10.8	9.9	1.46
	平均数						14.9	12.6	11.9	11.1	1.96
600188.SH	兖矿能源	20.77	0.84	1.58	1.81	1.96	24.3	12.9	11.2	10.4	2.67

资料来源: Wind、中国银河证券研究院, 中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业 EPS 采用 wind 一致预期

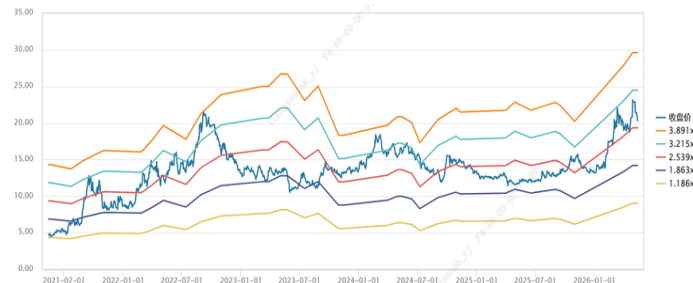
公司目前 PE (TTM) 为 21.19 倍, 高于 5 年均值 133.0%; 目前 PB 为 2.67 倍, 高于 5 年均值 5.2%。

图 21: 近 5 年公司 PE (TTM)



资料来源: wind、中国银河证券研究院

图 22: 近 5 年公司 PB



资料来源: wind、中国银河证券研究院

四、风险提示

煤炭价格下降的风险：公司煤炭业务主要收入与煤价高度相关，煤价下降将影响公司发电业务业绩。

煤炭需求不及预期的风险：如果十五五期间电煤或化工煤需求大幅下滑，煤炭需求不及预期，可能导致煤价大幅走低。

煤矿安全事故风险：如果发生煤矿安全事故，可能导致政府加强煤炭生产安全管控，公司煤炭产量可能受到较大影响。

图表目录

图 1: 兖矿能源股权结构 (截至 2026 年 4 月)	3
图 2: 公司 2020-2026Q1 营业收入构成 (亿元)	4
图 3: 公司 2025 年营业收入占比	4
图 4: 公司 2020-2026Q1 年营业收入及同比增长率 (右)	4
图 5: 公司 2020-2026Q1 年归母净利润及同比增长率 (右)	4
图 6: 公司 2020-2025 年分板块毛利率	5
图 7: 公司 2025 年毛利结构	5
图 8: 公司 2020-2026Q1 年毛利率、净利率、期间费用率	5
图 9: 公司 2020-2026Q1 年期间费用率	5
图 10: 公司 2020-2026Q1 资产负债率	6
图 11: 公司 2020-2026Q1 现金流情况 (亿元)	6
图 12: 公司 2016-2025 年现金分红总额 (亿元) 及股利支付率 (右)	6
图 13: 公司 2016-2025 年股息率	6
图 14: 公司 2017-2026Q1 商品煤产量及同比增长率 (右)	10
图 15: 公司 2017-2025 年商品煤产量贡献结构	10
图 16: 公司 2017-2026Q1 自产煤单吨销售价格及同期秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价格	10
图 17: 公司 2017-2026Q1 自产煤单吨销售成本	11
图 18: 公司 2017-2025 年自产煤销售成本结构	11
图 19: 公司 2022-2025 年自产煤销售收入、成本、毛利与毛利率 (右)	11
图 20: 公司 2022-2025 年自产煤单吨毛利与同比增长率 (右)	11
图 21: 近 5 年公司 PE (TTM)	13
图 22: 近 5 年公司 PB	13
表 1: 公司主要矿区资源储量情况	7
表 2: 公司主要煤矿产能情况	8
表 3: 公司在建煤矿布局	9
表 4: 兖矿能源营收拆分&预测	12
表 5: 可比公司估值水平 (截至 2026 年 5 月 13 日)	13

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	125,505	133,297	153,814	179,071
现金	37,428	54,345	66,185	79,811
应收账款	8,612	8,268	9,277	9,611
其它应收款	23,016	10,510	13,429	17,395
预付账款	7,319	5,407	5,689	6,301
存货	7,565	7,339	7,420	7,678
其他	41,565	47,429	51,813	58,275
非流动资产	327,439	328,515	328,954	327,442
长期投资	28,799	29,911	31,344	32,580
固定资产	142,120	156,519	164,432	168,216
无形资产	103,244	98,805	94,366	89,928
其他	53,276	43,280	38,812	36,719
资产总计	452,944	461,812	482,768	506,513
流动负债	148,937	148,791	153,494	162,444
短期借款	20,958	24,958	28,958	32,958
应付账款	29,564	23,617	25,797	27,070
其他	98,415	100,216	98,739	102,416
非流动负债	132,911	126,202	125,435	122,890
长期借款	57,100	51,100	45,100	39,100
其他	75,811	75,103	80,335	83,791
负债合计	281,847	274,994	278,929	285,334
少数股东权益	70,617	77,412	85,183	93,622
归属母公司股东权益	100,480	109,407	118,656	127,557
负债和股东权益	452,944	461,812	482,768	506,513

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	19,485	47,531	38,703	43,058
净利润	14,226	22,651	25,904	28,131
折旧摊销	17,270	17,444	18,489	19,380
财务费用	4,344	4,811	4,786	4,840
投资损失	-2,245	-2,302	-2,448	-2,571
营运资金变动	-13,230	-5,677	1,750	1,139
其它	-879	10,605	-9,778	-7,861
投资活动现金流	-16,951	-16,075	-16,332	-15,136
资本支出	-17,824	-16,634	-16,500	-15,366
长期投资	1,002	-1,495	-2,003	-2,074
其他	-129	2,054	2,171	2,304
筹资活动现金流	-7,662	-13,016	-11,161	-14,385
短期借款	12,065	4,000	4,000	4,000
长期借款	-6,560	-6,000	-6,000	-6,000
其他	-13,168	-11,016	-9,161	-12,385
现金净增加额	-4,809	18,441	11,211	13,537

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	144,933	148,510	157,940	165,870
营业成本	102,409	92,050	95,945	99,750
营业税金及附加	7,095	7,426	7,897	8,294
销售费用	2,886	3,267	3,475	3,649
管理费用	9,829	10,396	11,056	11,611
财务费用	4,148	4,595	4,373	4,484
资产减值损失	-73	-100	-100	-100
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	3,344	2,691	2,780	3,013
营业利润	18,435	29,803	34,084	37,015
营业外收入	469	500	500	500
营业外支出	478	500	500	500
利润总额	18,425	29,803	34,084	37,015
所得税	4,199	7,153	8,180	8,884
净利润	14,226	22,651	25,904	28,131
少数股东损益	5,217	6,795	7,771	8,439
归属母公司净利润	9,008	15,855	18,133	19,692
EBITDA	39,843	51,842	56,947	60,879
EPS (元)	0.90	1.58	1.81	1.96

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	-7.5%	2.5%	6.3%	5.0%
营业利润	-35.2%	61.7%	14.4%	8.6%
归属母公司净利润	-41.9%	76.0%	14.4%	8.6%
毛利率	29.3%	38.0%	39.3%	39.9%
净利率	9.8%	15.3%	16.4%	17.0%
ROE	9.0%	14.5%	15.3%	15.4%
ROIC	5.7%	8.2%	8.6%	8.8%
资产负债率	62.2%	59.5%	57.8%	56.3%
净负债比率	164.7%	147.2%	136.8%	129.0%
流动比率	0.84	0.90	1.00	1.10
速动比率	0.49	0.52	0.61	0.69
总资产周转率	0.34	0.32	0.33	0.34
应收账款周转率	15.94	17.60	18.00	17.56
应付账款周转率	3.67	3.46	3.88	3.77
每股收益 (元)	0.90	1.58	1.81	1.96
每股经营现金 (元)	1.94	4.74	3.86	4.29
每股净资产 (元)	10.01	10.90	11.82	12.71
P/E	22.64	12.86	11.25	10.36
P/B	2.03	1.86	1.72	1.60
EV/EBITDA	7.53	5.44	4.77	4.27
P/S	1.41	1.37	1.29	1.23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn