

兖矿能源 (600188.SH)

收购新业务，产业链布局再进一步

兖矿能源发布公告，现金收购控股股东山东能源旗下新能源集团 100% 股权+山能售电 100% 股权，合计总对价 164 亿元（新能源集团 155.7 亿元、山能售电 8.5 亿元）。收购落地后兖矿新增 13252MW 总装机（包含在运、在建及拟建项目），实现煤电一体化、风光+售电全产业链闭环。

■ 新能源集团

- 标的由山东能源（93.88%）+兖矿香港（6.12%）合计持有 100% 股权，注册资本 98.10 亿元；实缴出资 65.88 亿元，剩余 32.22 亿元认缴资本收购完成后由兖矿能源履行实缴义务。交割后兖矿全资控股，纳入合并报表。
- 全产业链布局大容量煤电+陆上风电+山东渤海海上风电+集中/分布式光伏+新型储能，下设 32 家控股子公司，项目分布山东、内蒙古、甘肃等多省份，#全口径总装机 10686MW（1068.6 万千瓦）：
- ✓ 已商业运营 7052MW：火电 5200MW（盛鲁 2×1000MW、灵台 2×1000MW、鲁西 2×600MW 三大主力电厂）+风电 1401MW+光伏 452MW；其中渤海一号、二号山东海上风电为核心优质资产，享受山东、东营两级财政补贴（省补合计 2.52 亿计入估值、市补 3.6 亿未计入估值）；
- ✓ 已并网未投产 1750MW：西北甘肃、内蒙多地陆上风电、光伏电站；
- ✓ 在建未并网 1884MW：新泰 2×60 万 kW 煤电、冠县风电等在建项目；
- ✓ 已备案待建 1240MW：风 930MW+光伏 310MW 储备项目。
- 2025 年全口径发电量 229.03 亿 kWh，售电量 212.46 亿 kWh，火电依托长协煤、风光依托绿电+地方补贴构成稳定收入来源。
- 账面净资产 74.21 亿元：资产评估后总资产 241.51 亿元（资产增值 81.49 亿元，增值率 50.92%），评估净资产 155.70 亿元，#净资产增值 109.81%。
- 增值核心来源：盛鲁电力、灵台火电、鲁西发电三大高参数煤电、东营渤海海上风电四家子公司收益法大幅溢价，火电依托长协煤保收益、海上风电享有省级财政补贴、风光电站长周期现金流稳定。
- ✓ 财务情况：净利润 2023 年 10.84 亿元、2024 年 11.57 亿元、2025 年 11.73 亿元，盈利平稳上行，2025 年净利率 15.22%、ROE 约 10.12%；
- ✓ 静态 PB（对标账面净资产）2.1 倍；对标评估 PB1.0 倍（按评估值作价）；静态 PE（以 2025 年净利润 11.73 亿测算）13.27 倍。
- ✓ 业绩承诺细则：2026、2027、2028 三年累计扣非归母净利润≥30.5860 亿元（年均承诺净利约 10.19 亿元）。

■ 山能售电

- 山东能源 100% 全资持股，注册资本 7.9251 亿元，实缴 7.9251 亿元，仅剩余 100 元认缴未实缴（收购后兖矿承接），收购后 100% 并入兖矿。
- 业务与资产：① 市场化售电主业：绿电、常规电力购销、综合能源、电力辅助服务，依托山东能源全电源资源开展售电贸易，轻资产属性；② 控股 2 家发电子公司（各持股 51%）：聊城祥光 2×660MW 热电联产（在建未投产）、泰安 5.7MW 分布式光伏（已投产）。
- 账面净资产 8.30 亿元：收益法评估净资产 8.45 亿元，#增值率仅 1.83%，增值来自售电牌照、客户资源与未来综合能源增值业务溢价。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
06 月 04 日收盘价（元）	27.27
总市值（百万元）	273,704.95
总股本（百万股）	10,036.85
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	64.72

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号	S0680520070001
邮箱	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号	S0680524070012
邮箱	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号	S0680524100001
邮箱	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号	S0680525080006
邮箱	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号	S0680525080005
邮箱	zhangzhuoran@gszq.com
研究助理	张晓雅
执业证书编号	S0680125090013
邮箱	zhangxiaoya@gszq.com

相关研究

- 1、《兖矿能源（600188.SH）：兖煤澳洲业绩释放延迟，化工持续高涨 Q2 业绩弹性有望凸显》 2026-04-29
- 2、《兖矿能源（600188.SH）：扩张澳优质冶金煤资产，近三年 EBITDA 均值估值仅 6 倍》 2026-04-15

- 历史业绩：净利润 2023 年 0.0495 亿元、2024 年 0.1802 亿元、2025 年-0.1255 亿元。
- PB 1.02 倍，售电平台牌照稀缺+在建百万千瓦火电资产待落地，短期亏损但中长期成长性确定，PB 极低、侧重项目落地后远期收益，无单独三年业绩承诺。

3、《兖矿能源（600188.SH）：化工+煤价双轮驱动，业绩弹性值得期待》 2026-03-30

- **鲁西矿业、新疆能化 2023-2025 年度累计实现的经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润均未达到对应的累计承诺净利润数额，未完成业绩承诺。鲁西矿业股权转让方需向公司支付业绩补偿金额合计约为 120.10 亿元；新疆能化股权转让方需向公司支付业绩补偿金额合计约为 63.51 亿元。公司将收到 183.61 亿元的业绩补偿款。**

盈利预测、估值及投资评级：考虑当前煤价如期上涨，我们维持原盈利预测。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1786.74、1979.98、2070.18 亿元，实现归母净利润分别为 198.43、237.45、268.95 亿元，对应 PE 分别为 13.8X/11.5X/10.2X，维持“买入”评级。

风险提示：收购资产不及预期；煤炭价格不及预期；煤炭产量超预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	156,672	144,933	178,674	197,998	207,018
增长率 yoy（%）	4.4	-7.5	23.3	10.8	4.6
归母净利润（百万元）	14,863	8,381	19,843	23,745	26,895
增长率 yoy（%）	-26.2	-43.6	136.8	19.7	13.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.48	0.84	1.98	2.37	2.68
净资产收益率（%）	16.9	8.3	17.8	19.2	19.6
P/E（倍）	18.4	32.7	13.8	11.5	10.2
P/B（倍）	3.1	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 06 月 04 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	102289	125505	125591	127187	121500
现金	41079	37428	45666	40021	27503
应收票据及应收账款	10745	10590	11320	13037	13670
其他应收款	3997	23016	12645	16835	21710
预付账款	4786	7319	6612	7209	7820
存货	7869	7565	8975	9401	9530
其他流动资产	33815	39587	40372	40683	41268
非流动资产	309614	327439	361974	389296	426141
长期投资	25660	26883	27912	29218	30404
固定资产	132663	142120	160582	170137	184130
无形资产	86428	103244	116568	131189	151870
其他非流动资产	64864	55192	56912	58752	59737
资产总计	411903	452944	487565	516483	547641
流动负债	134728	148937	161390	165669	168973
短期借款	8893	20958	20858	20758	20658
应付票据及应付账款	39409	43277	43843	48819	50083
其他流动负债	86426	84702	96690	96092	98232
非流动负债	127554	132911	132929	132779	132629
长期借款	63659	57100	57000	56900	56800
其他非流动负债	63895	75811	75929	75879	75829
负债合计	262282	281847	294319	298448	301602
少数股东权益	61749	70617	81852	94627	109099
股本	10040	10037	10037	10037	10037
资本公积	7739	16360	16360	16360	16360
留存收益	51560	48854	58924	70943	84479
归属母公司股东权益	87872	100480	111394	123408	136939
负债和股东权益	411903	452944	487565	516483	547641

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	25852	19485	78928	66218	76280
净利润	22066	14226	31078	36520	41367
折旧摊销	17489	17270	28703	32126	37723
财务费用	3717	4344	2994	2987	2980
投资损失	-2505	-2245	-2680	-2772	-2691
营运资金变动	-16029	-12938	21881	-3049	-3236
其他经营现金流	1115	-1171	-3048	406	138
投资活动现金流	-15458	-16951	-55542	-56802	-72084
资本支出	-18517	-17824	-57693	-56569	-71675
长期投资	1154	1002	-1618	-2242	-2357
其他投资现金流	1905	-129	3769	2010	1948
筹资活动现金流	-9770	-7662	-15297	-15208	-16803
短期借款	4808	12065	-100	-100	-100
长期借款	2304	-6560	-100	-100	-100
普通股增加	2600	-2	0	0	0
资本公积增加	7772	8621	0	0	0
其他筹资现金流	-27255	-21786	-15097	-15008	-16603
现金净增加额	537	-4809	8238	-5645	-12518

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	156672	144933	178674	197998	207018
营业成本	100361	102409	112573	121569	123803
营业税金及附加	7483	7095	8934	8910	9316
营业费用	4919	2886	3573	3564	3726
管理费用	10499	9829	11614	12672	12835
研发费用	3499	3398	4189	4642	4853
财务费用	3137	4148	2245	2073	2179
资产减值损失	-131	-73	-162	-165	-282
其他收益	390	342	447	495	518
公允价值变动收益	-57	-4	0	0	0
投资净收益	2505	2245	2680	2772	2691
资产处置收益	118	989	3395	158	166
营业利润	28430	18435	41440	47480	53398
营业外收入	1008	469	469	469	469
营业外支出	611	478	471	520	490
利润总额	28827	18425	41437	47429	53376
所得税	6761	4199	10359	10909	12010
净利润	22066	14226	31078	36520	41367
少数股东损益	6571	5217	11078	12775	14472
归属母公司净利润	14863	8381	19843	23745	26895
EBITDA	47203	36872	72386	81627	93278
EPS (元/股)	1.48	0.84	1.98	2.37	2.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	-7.5	23.3	10.8	4.6
营业利润(%)	-23.1	-35.2	124.8	14.6	12.5
归属母公司净利润(%)	-26.2	-43.6	136.8	19.7	13.3
获利能力					
毛利率(%)	35.9	29.3	37.0	38.6	40.2
净利率(%)	9.5	5.8	11.1	12.0	13.0
ROE(%)	16.9	8.3	17.8	19.2	19.6
ROIC(%)	8.4	5.0	10.1	11.0	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	62.2	60.4	57.8	55.1
净负债比率(%)	54.4	56.2	43.8	41.3	41.6
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	18.9	15.9	19.5	19.1	18.4
应付账款周转率	4.4	3.7	3.9	3.9	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	0.84	1.98	2.37	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.58	1.94	7.86	6.60	7.60
每股净资产(最新摊薄)	8.75	10.01	11.10	12.30	13.64
估值比率					
P/E	18.4	32.7	13.8	11.5	10.2
P/B	3.1	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	4.7	6.2	4.9	4.5	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 06 月 04 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 jsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com