兖矿能源 20260903

兖矿能源：产能扩张与低长协驱动，多极业务共振支撑市值跃升

摘要

- 业绩逐季加速增长，2026H1 归母净利 71 亿元，Q1/Q2 同比增 42%/55%；随 Q3 煤价走高，全年净利预期上调至 210 亿元。
- 煤炭产能扩张路径清晰，现有产能 2.4 亿吨，计划 2030 年超 3 亿吨；2028-2030 年进入集中放量期，年增量约 2000 万吨。
- 具备显著业绩弹性，2026 年长协比例预计降至 26%，远低于同业 60%水平，在煤价上行周期中利润释放速度更快。
- 煤化工与电力业务贡献新增长极，80 万吨烯烃项目 2026 年底试车；新购 1.2 万兆瓦电力资产，2026H1 贡献利润 8.4 亿元。
- 非煤矿山布局钼矿资源，储量占全国 14%，预计 2028 年投产，按 4,000 元/吨度保守价测算，年贡献净利约 24 亿元。
- 远期盈利与估值空间广阔，预计 2028 年归母净利达 280 亿元，若给予 10 倍 PE，市值有望冲击 3,000 亿元目标。

Q&A

请概述兖矿能源的整体业务布局、发展历程及股权结构？

兖矿能源最初总部位于山东，前身为兖州煤业，于 1997 年通过兖矿集团资产注入实现上市。目前，公司已发展成为一家综合性能源供应商，业务范围覆盖煤炭、煤化工、电力，并涉足新能源及高端设备制造等领域。在地域布局上，公司不仅在山东拥有业务，还在陕西、内蒙古、新疆以及澳大利亚、北美和欧洲等地开展业务。截至 2025 年末，公司境内外合计的煤炭可采储量达到 95 亿吨。从股权结构来看，公司的实际控制人为山东省国资委，控股股东为山东能源集团。山东能源集团在 2025 年的原煤产量约为 2.8 亿吨，位居全国前三，并持续为兖矿能源提供支持，包括注入集团内部的优质资产以及在省外和境外开拓新资源时提供助力。

2026 年上半年兖矿能源的业绩表现如何，其营收和毛利结构是怎样的？

2026 年上半年，公司实现归母净利润 71 亿元。业绩呈现逐季增长态势，第一季度归母净利润同比增长 42%，第二季度同比增幅扩大至 55%。当前进入第三季度，秦皇岛港动力煤价格已超过 900 元/吨，部分产地动力煤价格突破千元，预计将对三季度利润释放产生更为积极的影响。从业务结构来看，煤炭与煤化工是利润的核心来源，分别占毛利构成的 75%和 15%。2026 年上半年，公司整体毛利率呈上升趋势，同时期间费用率有所下降，但与其他公司相比仍有优化空间，这部分费用偏高可能与澳洲业务有关。

公司当前的财务状况，包括资金、负债及资本开支情况如何？

截至 2026 年上半年，公司账面货币资金增至 549 亿元，增幅超过 20%，显示资金较为充沛。资产负债率有所回落，但横向比较仍处于偏高水平，这与公司近年来持续的业务扩张（包括今年收购电力资产）有关。预计到 2026 年底，随着周期上行，资产负债率将得到进一步改善。在资本开支方面，2026 年全年计划资本开支为 198 亿元，同比有所下降，主要由于新煤矿建设开支减少。其中，煤化工业务是今年的重点发力方向，预计资本开支将从 2025 年的 34 亿元增至 53 亿元。

公司的资源禀赋、可采储量及产能有何特点？

公司核心业务为动力煤，生产基地遍布山东、陕西、内蒙古、新疆及澳大利亚。根据 2025 年的 JORC 标准体系，公司可采储量为 95 亿吨，按核定产能计算，对应可采年限约 40 年。若按照国内规范计算，可采储量可达 125 亿吨，对应可采年限延长至 52 年。公司的一个显著优势是核定产能高，这使得在市场周期上行阶段，其利润释放速度相比其他头部企业更快。

兖矿能源获取资源增量的主要途径有哪些？

公司资源增长的途径主要分为三个部分：山东能源集团的内部资产注入、外延并购以及直接竞拍煤矿。其中，集团资产注入是最重要的途径，自 2019 年以来，未来能源、鲁西化工、新疆能化等资产的注入是可采储量提升的核心贡献因素。截至 2025 年，上市公司原煤产量已占山东能源集团总产量的 79%，未来新矿集团、枣矿集团及贵州矿业等仍有注入上市公司的空间，预计可带来数千万吨的年核定产能增量。同时，公司也积极进行外延扩张，例如在内蒙古设立公司收购矿产、竞拍转龙湾煤矿探矿权、收购浩盛煤业 51%股权（对应 185 所的煤矿）等，这些扩张活动中也得到了山东能源集团的资源倾斜与合作支持。

公司海外业务，特别是兖煤澳大利亚的近期发展和未来产能规划是怎样的？

海外业务主体为兖煤澳大利亚。该公司一方面在内部持续进行勘探，以增加矿井的开采年限；另一方面，在 2026 年收购了红隼焦煤矿。该矿为优质焦煤资源，年产量约 600 万吨，在当前焦煤供给紧张的背景下，预计将为公司带来可观的利润贡献。关于未来产能，兖煤澳大利亚的产能上限可能达到每年 0.7 亿吨，此数据不包含新收购的红隼煤矿。

公司未来的产能增长规划和确定性如何？

公司未来产能增长的确定性非常高。截至 2025 年底，公司国内矿井的年核定产能约为 1.7 亿吨，国外矿井年产量约为 0.74 亿吨，合计现有年产能 2.4 亿吨。公司计划到 2030 年，年产能超过 3 亿吨。这一增量路径清晰，主要来自在建工程。除万福和五彩湾项目已定标外，2025 年报表中其余在建项目预计将贡献约 0.5 亿吨的核定产能增量。此外，五彩湾二期项目预计在 2028 年核增产能约 0.13 亿吨。

请详细阐述公司在煤炭业务方面的产量增长路径、未来几年的产量预期以及当前产量的具体情况？

公司煤炭产量的增长路径清晰。若将红隼项目并表，其 800 万吨的原煤年产量将使公司合计产能超过 3 亿吨。具体来看，硫酸煤矿的产能在获得批复后，已从 800 万吨增至 1,000 万吨；霍林河一号煤矿也获得了产能置换承诺的批复，将从 700 万吨增至 1,000 万吨。此外，包括五彩湾 4 号煤矿在内的其他煤矿核增工作亦在推进中。产量增长节奏预计为：2026 至 2027 年，每年增加约 1,000 万吨；从 2028 年开始进入集中放量期，预计 2028 至 2030 年间每年增加约 2000 万吨。作为大型集团，公司在安全监察方面标准较高，受相关审查的影响较小，保障了 2026 年产量释放的确定性。 2026 年上半年，公司商品煤产量为 8,802 万吨，同比减少约 180 多万吨。这主要是由于新疆五彩湾矿的手续办理进度影响，在取得安全生产许可前，其产量只能计为工程煤，未能纳入商品煤统计。预计下半年商品煤产量可达约 1 亿吨，全年有望实现接近 1.9 亿吨的目标。

公司煤炭业务的销售结构、定价机制以及盈利能力表现如何？

在销售结构方面，公司国内销量占比约为 84%，部分产自兖煤澳洲的煤炭也供应国内市场。关于定价机制，兖煤澳洲的销售合同定价存在一定滞后性。尽管其产品价格自 2026 年第二季度起表现良好，但这部分业绩预计将从第三季度开始在财务报表中体现并释放利润。 公司的一个显著优势是长协合同比例相对较低，这在周期上行阶段能带来更好的业绩弹性。2025 年，公司的煤炭长协比例为 29%，远低于中煤、神华等同业公司 60%以上的水平。2026 年，该比例预计将进一步降至 26%，有助于提升当年的利润释放。 海外海运煤业务展现了较强的供给韧性。2026 年第二季度以来，尤其是在 6 月中旬，尽管布伦特原油价格因美伊和解进

程加快而阶段性下跌（从 4 月末高点下跌近 40%，至 7 月 10 日一度跌至 72 美元），但国际动力煤价格仅从高点回落约 8%。当前布伦特原油价格已回升至 90 美元以上，预计将带动国际煤价进一步上行，形成国内外市场价格的共振。海外煤炭业务约占公司煤炭总销量的 16%，对业绩弹性有不小的贡献。 从吨煤利润来看，自 2026 年第二季度起，吨煤利润呈上升趋势，预计第三季度将进一步提升。2026 年第一季度的吨煤毛利为 174 元，上半年平均已超过 200 元。成本方面，尽管第二季度因兖煤澳洲柴油成本上升及产量同比下降导致成本略有抬升，但下半年产量的同比增长将有助于摊薄成本。公司 2026 年国内吨煤成本同比下降 3%的目标预计能够实现。海外成本虽受国际油价影响存在一定压力，但仍在可控范围内。

公司煤化工业务的产品结构、市场地位、未来增长点以及盈利预期是怎样的？

公司煤化工业务产品种类丰富，在多个细分领域处于龙头地位，主要产品包括甲醇、煤制油、醋酸及聚甲醇等。2025 年，公司甲醇销量位居全国第一，煤制油产能、醋酸及聚甲醇产量均处于全国前列。 未来的增长主要由新增项目驱动。荣信化工的 80 万吨烯烃项目计划于 2026 年年底投料试车，新疆能化的 80 万吨烯烃项目计划于 2028 年投料试车。此外，公司还在推动更多高端煤化工新材料项目，以实现量价齐升。 盈利方面，自 2026 年 7 月以来，受美伊冲突可能长期化的影响，公司的核心煤化工产品如甲醇、乙二醇、石脑油等价格持续创下近年新高。2026 年上半年，煤化工板块实现归母净利润约 11 亿元。鉴于下半年产品价格走强，预计利润释放将更为集中，全年归母净利润有望达到 30 多亿元。公司通过煤炭自给自足有效控制成本，半年报显示甲醇、醋酸等核心产品的成本同比下降，保障了业务的盈利能力。

公司新收购的电力资产构成如何，对公司业务布局有何战略意义，以及其盈利能力和未来增长前景如何？

公司于 2026 年 6 月收购了新能源集团和山东售电公司的电力资产，实现了电力业务的跨越式发展。此次收购的资产涵盖风、光、火、储、售等多个环节，是山东集团内部盈利性高、成长性好且较为成熟的电力资产，帮助上市公司迅速完成了电力业务的全面布局，推动公司从单一煤炭供应商向综合能源服务商转型。体量上，此次收购为公司带来每年 1.2 万兆瓦的发电装机增量。盈利方面，该电力资产在 2025 年的归母净利润为 9.96 亿元，占公司当年归母净利润的 11%。2026 年上半年，其归母净利润已达到 8.4 亿元，表现超出预期，主要得益于成本控制以及 2025 年第四季度大型火电和风电项目的陆续投产。 具体资产构成上，火电是核心，发电量占所收购资产比重超过 80%。位于内蒙古的盛鲁电厂和甘肃的灵台电厂均配套特高压跨区输电项目，具备消纳和电价保障。新能源资产以风电为主，其在运风场的等效利用小时数高于全国平均水平，且同样配套特高压项目，保障了电价和消纳。收购的山东售电资产则打通了电力全产业链经营，增强了资源统筹优势。未来，电力资产仍有持续的增量项目规划。

公司在非煤矿山业务，特别是钼矿和钾盐项目上有何布局和进展？其未来的盈利贡献预期如何？

在非煤矿山业务中，钼矿是当前最重要的布局。当前钼市场景气度较高，2026年7月钼价已达到5,300元/吨度，创下近年新高。根据钼业协会数据，2026年第一季度全球钼产量同比增长3%，而消费量增长5%，供需缺口进一步扩大。预计到2034年，钼需求将保持强劲增长，为价格提供支撑。 公司拥有的钼矿位于内蒙古，是当地最大的钼矿，金属储量达109万吨，占全国总储量的14%。该矿为露天开采，成本较低，盈利性较好。项目预计于2028年建成投产，根据测算，届时每年可贡献净利润约24亿元。此测算基于4,000元/吨度的钼价假设，该价格低于当前水平，主要是考虑到2028年左右，包括紫金矿业在内的其他钼矿项目也可能投产，增加国内供给。尽管届时价格中枢可能有所回落，但预计仍将维持在较高区间运行。 除钼矿外，公司还在加拿大拥有钾盐的采矿权，资源储量丰富，进一步拓展了非煤矿产的布局。

综合考虑各项业务的发展，公司对2026年及远期（如2028年）的整体盈利预期如何？基于此，公司的市值空间有多大？

基于近期煤炭价格和煤化工产品价格的超预期上涨，公司2026年下半年的利润释放预计将更为可观。此前对2026年归母净利润的预测低于200亿元，现已上调至200亿元以上，可能接近210亿元。 展望远期至2028年，届时公司将迎来多个增长点的集中兑现。煤炭业务方面，产量增长将增厚利润，即使煤价中枢平稳或微降也能保障业绩。煤化工业务方面，新的烯烃等项目将投产贡献增量。非煤矿山业务方面，钼矿项目将开始贡献利润。综合来看，预计到2028年，公司的归母净利润可能达到280亿元左右。 基于公司兼具业绩体量和增长弹性的特点，若以2028年280亿元的归母净利润预期为基础，并给予10倍以上的市盈率估值，其市值达到3,000亿元是完全可能的。当前，尽管市场风格变化和对政策调控的担忧可能导致煤炭板块短期回调，但供给收缩仍是主导因素。若港口煤价能稳定在900元以上，将进一步提升公司业绩兑现的确定性，届时有望吸引更多资金配置。

