仅供内部参考，请勿外传！

兖矿能源（600188.SH）

买入（维持评级）

高现货占比放大利润弹性，高分红比例凸显红利价值

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	156,672	144,933	173,116	187,960	199,034
增长率 yoy（%）	4.4%	-7.5%	19.4%	8.6%	5.9%
归母净利润（百万元）	14,863	8,381	17,481	18,714	20,193
增长率 yoy（%）	-27.8%	-43.6%	108.6%	7.1%	7.9%
ROE（%）	14.7%	8.3%	13.9%	13.1%	12.5%
EPS 最新摊薄（元）	1.48	0.83	1.74	1.86	2.01
P/E（倍）	12.4	21.9	10.5	9.8	9.1
P/B（倍）	2.8	2.6	2.1	1.7	1.5

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

全球布局的煤炭龙头，煤价回升推动业绩改善。兖矿能源是山东省属国有重点煤企、华东地区动力煤龙头及中国最大的煤炭出口企业之一，目前已形成山东、陕蒙、新疆和澳大利亚四大煤炭生产布局，山东省国资委为实际控制人。2026H1 公司实现归母净利润 71.5 亿元，同比+47.8%；扣非归母净利润 46.1 亿元，同比+4.0%，业绩改善主要受益于煤炭及煤化工产品价格上涨；公司挂牌转让内蒙古鑫泰煤炭 100%股权，Q1 确认投资收益 28.4 亿元。分季度看，2026Q2 实现归母净利润 31.9 亿元，环比-19.2%；扣非归母净利润 35.5 亿元，环比+234.5%。

资源与产能基础扎实，低长协与海外煤放大煤价上行弹性。截至 2025 年末，公司煤炭可采储量为 95.2 亿吨，产能合计 2.59 亿吨/年、权益产能 1.53 亿吨/年。2026H1 公司境内自产煤吨煤售价、吨煤成本和吨煤毛利分别为 496 元、263 元和 233 元。海外方面，2026H1 兖煤澳洲吨煤售价为 154 澳元，同比+3.0%；2026Q2 吨煤售价为 160 澳元，环比+9.0%。截至 2026 年 10 月 23 日，秦港 Q5500 山西产现货平仓价年初以来均价较上年同期上涨 21.0%；截至 2026 年 10 月 23 日，纽卡斯尔港 6000 大卡、5500 大卡动力煤 FOB 年初以来均价较上年同期分别上涨 25.1%、31.0%。公司现货煤占比高叠加澳洲煤市场化定价，煤价上行有望释放较强利润弹性。

煤化工构成第二盈利支柱，核心产品贡献主要毛利。2026H1 公司煤化工业务实现收入 137.5 亿元、毛利 40.7 亿元，同比分别+9.5%、+30.7%；毛利率为 29.6%，同比提升 4.8 个百分点。其中，甲醇、石脑油、全馏分液体石蜡和乙二醇合计贡献毛利 34.4 亿元，占煤化工业务毛利的 84.4%。截至 2026 年 10 月 23 日，甲醇和液蜡现货年初以来均价较上年同期分别上涨 22.9%、17.7%。

拟收购优质电力资产，装机规模与盈利有望显著提升。2026 年 6 月公司拟以 164.15 亿元收购新能源集团和山能售电 100%股权，收购完成后电力装机规模将由 155 万千瓦提升至 1356 万千瓦。两家标的公司 2025 年合计实现归母净利润 9.58 亿元，相当于公司同期归母净利润的 11.43%。

曹四夭钼矿进入实质开发阶段，2028 年有望建成投产。曹四夭钼矿项目已于 2026

股票信息

行业	煤炭
2026 年 10 月 26 日收盘价(元)	18.32
总市值（百万元）	183,875.13
流通市值（百万元）	109,211.97
总股本（百万股）	10,036.85
流通股本（百万股）	5,961.35
近 3 月日均成交额(百万元)	939.15

作者



分析师 张绪成
SAC：S1070526010005
邮箱：zhangxucheng@cgws.com

相关研究

1、《煤价上涨致业绩高增，澳洲红隼煤矿完成交割》2026-10-23
2、《业绩同比高增，关注煤电化钼成长性》2026-09-01

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

年 5 月取得采矿许可证，力争 2028 年建成。钼属于稀有难熔金属，下游八成用于钢铁冶金，并广泛应用于航空航天、军工及新能源等高端领域，项目投产后有望成为公司新的利润来源。

高比例分红延续，资金充足与资本开支回落支撑股东回报。公司 2019-2025 年现金分红比例均超过 50%。2025 年现金分红 50.2 亿元，分红比例为 60%；2026 年中期拟分红 20.1 亿元，占 H1 归母净利润的 28.1%。假设公司 2026 年分红比例为 50%（公司规定 2026-2028 年度分红比例为当年扣除法定储备后净利润的 50%），其余可比公司延续 2025 年实际比例。以 2026 年 10 月 23 日市值及 ifind 一致预期归母净利润测算，公司 2026 年预期股息率约 5.90%，居可比公司首位。截至 2026H1，公司货币资金和未分配利润分别为 548.9 亿元、522.3 亿元；同期经营活动现金流净额为 138.4 亿元，同比-1.2%；2026 年资本开支预算同比下降 10.1%至 198.3 亿元。较充足的账面资金、稳定的经营现金流及全年资本开支预算回落有望支撑分红。

投资建议：考虑公司煤炭资源储备丰富，产能规模较大；境内长协煤占比较低、澳洲煤炭采用市场化定价，煤价上行有望释放利润弹性；煤化工业务盈利改善，优质电力资产注入有望显著提升业务规模。预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 1731.2 亿元、1879.6 亿元和 1990.3 亿元，同比增长 19.4%、8.6%和 5.9%；归母净利润分别为 174.8 亿元、187.1 亿元和 201.9 亿元，同比分别+108.6%、+7.1%和+7.9%；EPS 分别为 1.74 元、1.86 元和 2.01 元，截至 2026 年 10 月 23 日股价，对应 PE 分别为 10.5 倍、9.8 倍和 9.1 倍。相对估值方面，中国神华为动力煤行业龙头，中煤能源业务涵盖动力煤、电力及化工，陕西煤业和晋控煤业以动力煤开采销售为主业。因此，我们选取中国神华、中煤能源、陕西煤业和晋控煤业作为可比公司。公司 2026 年预测业绩对应 PE 为 10.5 倍，低于可比公司 13.0 倍的平均 PE。维持"买入"评级。

风险提示：煤价上涨不及预期、资产收购及项目推进不及预期、生产安全事故、汇率波动、地缘政治与海外经营、环保政策趋严。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1、全球布局的煤炭龙头，煤价回升推动业绩改善 6
1.1、深耕煤炭主业并全球布局，山东省国资委为实际控制人 6
1.2、煤炭构成盈利核心，产品涨价推动 2026 上半年业绩同比改善 8
2、资源与产能基础扎实，低长协与海外煤放大煤价上行弹性 10
2.1、可采储量达 95.2 亿吨，在建项目与扩产计划持续推进 10
2.2、现货煤占比较高，煤价上涨时放大利润弹性 15
2.3、国际煤价回升带动售价改善，兖煤澳洲有望释放利润弹性 17
3、煤化工构成第二盈利支柱，核心产品贡献主要毛利 19
3.1、煤化工产销量稳步增长，盈利能力同比改善 19
3.2、甲醇与液蜡价格上涨，为煤化工业务盈利提供支撑 22
4、拟收购优质电力资产，装机规模与盈利有望显著提升 24
5、曹四夭钼矿进入实质开发阶段，2028 年有望建成投产 27
6、高比例分红延续，资金充足与资本开支回落支撑股东回报 29
7、盈利预测与投资建议 31
7.1、盈利预测 31
7.2、投资建议 32
风险提示 33

图表目录

图表 1：内生发展与外延并购推动境内业务扩张 6
图表 2：并购整合推动澳洲煤炭业务扩张 7
图表 3：山东能源集团为控股股东，山东省国资委为实际控制人（截至 2026 年 7 月 20 日） 8
图表 4：2026H1 煤炭和煤化工构成公司收入主体 9
图表 5：2026H1 煤炭和煤化工构成公司毛利主体 9
图表 6：2025 年煤炭业务毛利率居各业务首位 9
图表 7：2026H1 营业收入恢复同比增长（亿元） 10
图表 8：2026H1 归母净利润同比增长（亿元） 10
图表 9：2026H1 盈利能力底部回升 10
图表 10：2026H1 期间费用率回落 10
图表 11：截至 2025 年末，可采储量为 95.2 亿吨（亿吨） 11
图表 12：公司煤炭产能分布广泛（万吨/年） 11
图表 13：矿井建设、产能核增及外延并购支撑煤炭产能增长 13
图表 14：集团资产注入推动公司煤炭产能扩张 14
图表 15：集团体内优质煤炭资产具备潜在注入可能 14
图表 16：2026H1 商品煤产量整体稳定（万吨） 15
图表 17：2026H1 自产商品煤销量同比增长（万吨） 15
图表 18：2026H1 澳洲基地产销量均超 2100 万吨（万吨） 15

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 19： 2026H1 澳洲基地煤炭销售以动力煤为主 15
图表 20： 2026H1 公司自产煤吨煤售价处于可比公司中游（元/吨） 16
图表 21： 2026H1 公司自产煤吨煤成本处可比公司较低水平（元/吨） 16
图表 22： 2026H1 公司自产煤吨煤毛利处于可比公司中游（元/吨） 16
图表 23： 2026H1 公司自产煤吨煤毛利率处于较高水平 16
图表 24： 2026 年以来布伦特原油价格上行（美元/桶） 17
图表 25： 2026 年以来秦港动力煤价格上行（元/吨） 17
图表 26： 2026Q2 兖煤澳洲动力煤售价环比上涨（澳元/吨） 18
图表 27： 2026Q2 兖煤澳洲冶金煤售价环比上涨（澳元/吨） 18
图表 28： 2026H1 兖煤澳洲吨煤生产成本保持稳定（澳元/吨） 19
图表 29： 2026H1 兖煤澳洲吨煤经营利润同比增长（澳元/吨） 19
图表 30： 2026 年以来纽卡斯尔动力煤价格上涨（美元/吨） 19
图表 31： 2026 年以来澳洲冶金煤价格上涨（美元/吨） 19
图表 32： 2026H1 甲醇毛利居公司煤化工产品首位（亿元） 20
图表 33： 2026H1 甲醇为煤化工第一大收入来源 20
图表 34： 2026H1 四项核心产品构成煤化工毛利主体 20
图表 35： 2026H1 甲醇产销量居公司化工产品首位（万吨） 20
图表 36： 2026H1 甲醇为公司产量最大的化工品 21
图表 37： 2026H1 甲醇为公司销量最大的化工品 21
图表 38： 在建项目推动煤化工产业链向高端延伸 21
图表 39： 2026H1 甲醇吨毛利增长（元/吨） 22
图表 40： 2026 年以来甲醇现货价格上涨（元/吨） 22
图表 41： 2026H1 石脑油吨毛利保持较高水平（元/吨） 23
图表 42： 2026 年以来石脑油现货均价同比上涨（元/吨） 23
图表 43： 2026H1 全馏分液蜡吨毛利上涨（元/吨） 23
图表 44： 2026 年以来粗液蜡价格上涨（元/吨） 23
图表 45： 2026H1 乙二醇吨毛利上涨（元/吨） 24
图表 46： 2026 年以来乙二醇现货价格上涨（元/吨） 24
图表 47： 2026H1 电力业务贡献收入 9.5 亿元（亿元） 24
图表 48： 2026H1 电力业务贡献毛利 1.4 亿元（亿元） 24
图表 49： 2026H1 公司发售电量分别为 32.7、26.7 亿千瓦时（亿千瓦时） 25
图表 50： 收购电力资产加快公司新能源布局 25
图表 51： 新能源集团装机规模超千万千瓦（截至 2026 年 1 月 31 日） 26
图表 52： 山能售电装机规模超 130 万千瓦（截至 2026 年 1 月 31 日） 26
图表 53： 2025 年标的公司合计归母净利润可观 26
图表 54： 曹四夭钼矿资源禀赋优异，2028 年有望建成投产 27
图表 55： 2025 年全球钼初级消费以冶金领域为主（按钼金属量） 28
图表 56： 2024 年化工石化与油气为全球钼主要消费领域（按钼金属量） 28
图表 57： 全球钼产量增长（百万磅） 28
图表 58： 全球钼消费量增长（百万磅） 28

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 59： 2026 年钼精矿价格升至近年高位（元/吨度）.....29
图表 60： 公司现金分红比例保持较高水平（亿元）.....29
图表 61： 公司 2026 年预期股息率居可比公司前列.....29
图表 62： 2026H1 末公司货币资金较 2025 年末回升（亿元）.....30
图表 63： 2026H1 末公司资产负债率较 2025 年末下降（亿元）.....30
图表 64： 2026H1 公司经营活动现金流净额保持稳定（亿元）.....30
图表 65： 公司资本开支保持较高强度（亿元）.....30
图表 66： 公司 2026 年 PE 低于可比公司均值（截至 2026 年 10 月 23 日）.....32

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

1、全球布局的煤炭龙头，煤价回升推动业绩改善

1.1、深耕煤炭主业并全球布局，山东省国资委为实际控制人

深耕煤炭主业，全球布局的国际化煤炭龙头。兖矿能源作为山东省属国有重点煤企，是华东地区动力煤龙头、中国最大的煤炭出口企业之一，以及中国国际化程度最高的煤炭公司，主要从事煤炭生产与销售、煤化工、电力及热力、机电装备制造、铁路运输和金融等业务。公司前身为兖州矿务局，1997 年由控股公司兖矿集团独家发起设立股份公司，1998 年先后在纽约、香港和上海三地上市。2020 年兖矿集团与原山东能源集团实施联合重组，兖矿集团作为存续主体更名为山东能源集团，此次重组扩大了控股股东的资源储备和产业规模，也为兖矿能源后续承接集团优质资产提供了更大空间。公司坚持内生发展与外延扩张并举，持续扩充资源储备和产业规模，目前已形成覆盖山东、陕蒙、新疆及澳大利亚的煤炭生产布局。截至 2025 年末，在 JORC 规范下，公司全球煤炭储量为 95.2 亿吨，产能为 2.59 亿吨/年(公司官网口径)。

图表1：内生发展与外延并购推动境内业务扩张

时间	历史节点
1976 年	兖矿集团前身兖州矿务局成立。
1997-1998 年	1997 年兖州煤业成立；1998 年先后在香港、纽约和上海三地上市。
2004 年	控股设立榆林能化，布局陕西煤化工业务。
2005 年	收购菏泽能化 95.67%股权。
2006-2007 年	2006 年收购山西能化 98%股权，2007 年取得剩余 2%，实现全资控股并拓展山西煤炭资源。
2009 年	收购华聚能源并设立鄂尔多斯能化，业务向电力及内蒙古煤炭煤化工领域延伸。
2010-2013 年	先后整合荣信化工、安源煤矿、鑫泰煤炭等资产；2013 年取得昊盛煤业 74.82%股权并表。
2015 年	收购东华重工 100%股权，装备制造业务进入公司体系。
2020 年	控股股东兖矿集团与原山东能源集团联合重组，兖矿集团作为存续主体更名为山东能源集团。公司实施"厚朴项目"，收购未来能源 49.315%、鲁南化工等煤炭煤化工资产；增资取得内蒙古矿业 51%股权。
2021 年	公司更名为"兖矿能源"，开启聚焦矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造和智慧物流五大产业方向的战略转型。
2023 年	收购鲁西矿业、新疆能化各 51%股权，山东及新疆煤炭、煤化工资产大规模注入公司。
2024 年	增资取得物泊科技 45%股权，合计享有 51.32%表决权，拓展数字化物流业务。
2025 年	收购及增资取得西北矿业 51%股权，并取得霍煤锦联 65%股权。
2026 年	拟收购新能源集团、山能售电 100%股权。

资料来源：公司官网，山东能源集团官网，公司港股 2007 年报，公司港股 2011 年报，公司港股 2013 中报，公司 2020 年报，公司 2021 年报，公司 2024 年报，公司 2025 年报，公司 2026 年第一次临时股东会会议材料，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

持续并购整合煤炭资产，兖煤澳洲成长为澳大利亚最大专营煤炭商。2004 年公司设立兖煤澳洲，并由其收购南田煤矿、更名为澳思达煤矿，正式开启澳洲布局。2009-2011 年公司以兖煤澳洲为资产整合平台，先后收购 Felix Resources、新泰克及普力马等资产。2012 年兖煤澳洲与 Gloucester 换股合并并在澳交所上市。2017 年兖煤澳洲收购联合煤炭，将 MTW、HVO 等优质资产纳入旗下；2018 年在港交所上市。2020 年兖煤澳洲增持莫拉本 10%权益至 95%，并重新并表沃特岗。兖煤澳洲已于 2026 年 10 月 1 日完成收购红隼集团 100%权益，强化优质焦煤资源布局。

图表2：并购整合推动澳洲煤炭业务扩张

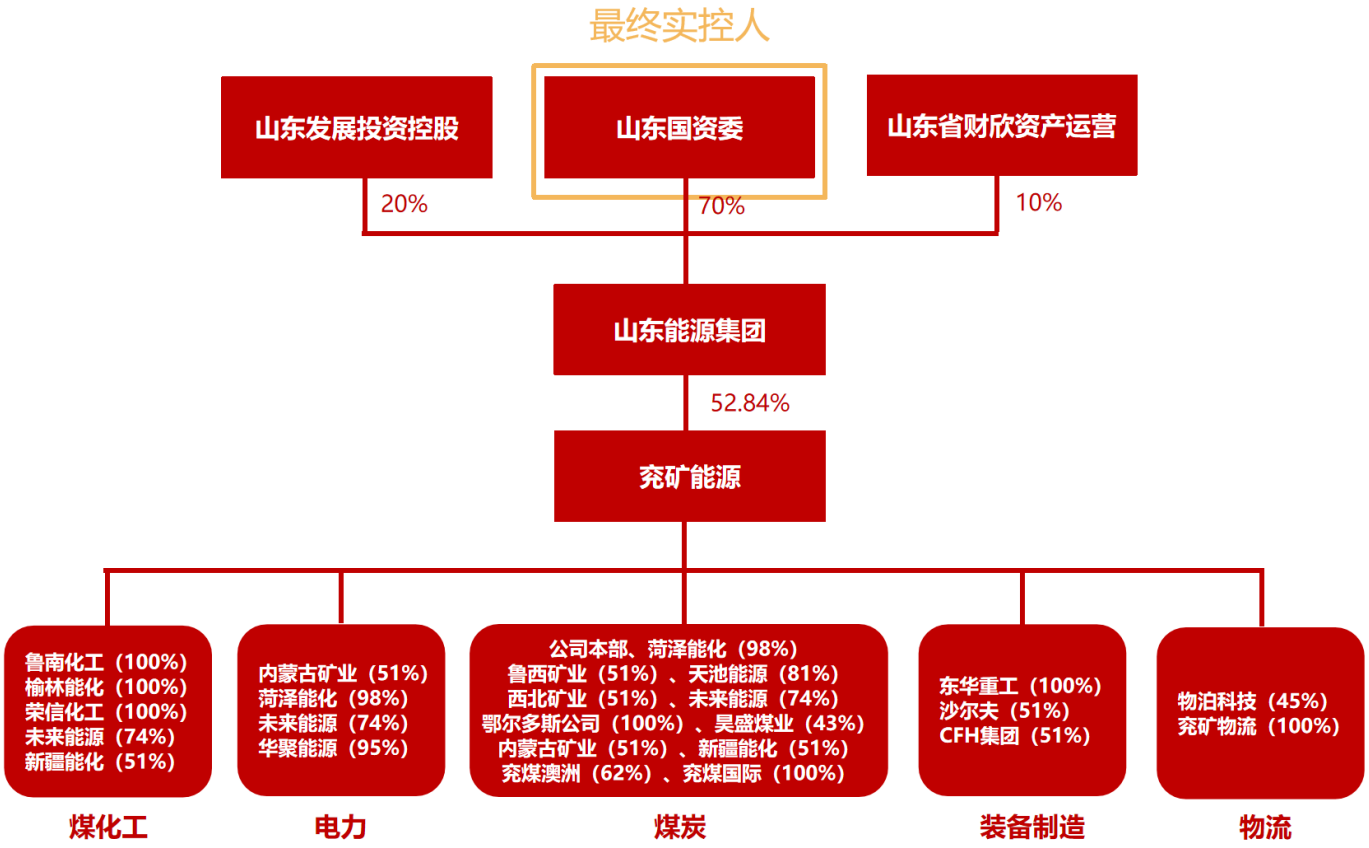
时间	历史节点
2004 年	设立兖煤澳洲并收购澳大利亚南田煤矿，后更名为澳思达煤矿，开启海外煤炭资源布局。
2009 年	收购 Felix Resources，取得莫拉本、雅若碧及艾诗顿等澳洲煤矿资产。
2011 年	收购新泰克、普力马等澳洲煤炭资产；设立兖煤国际。
2012 年	将新泰克、普力马等资产转由兖煤国际持有；随后兖煤澳洲与 Gloucester 完成合并并在澳交所上市。
2014 年	收购艾诗顿煤矿剩余 10%权益，实现全资控股。
2017 年	从力拓收购联合煤炭，取得 MTW、HVO 等优质煤矿权益，澳洲业务规模显著扩大。
2018 年	与嘉能可共同控制 HVO，增持莫拉本至 85%；兖煤澳洲在香港上市。
2020 年	增持莫拉本至 95%并取得控制权；重新取得沃特岗资产控制权并恢复并表。
2026 年	2026 年 10 月 1 日完成收购红隼集团 100%权益,间接取得 Kestrel 煤矿 80%权益。

资料来源：公司官网，公司 2012 年报，公司 2014 年报，公司 2017 年报，公司 2018 年报，公司 2020 年报，公司《关于购买资产事项完成交割的公告》（临 2026-076），长城证券产业金融研究院

控股股东山东能源集团持股 52.84%，山东省国资委为公司实际控制人。截至 2026 年 7 月 20 日，山东能源集团直接及间接持有兖矿能源 52.84%股份，公司实际控制人为山东省国资委，股权结构稳定。山东能源集团由原兖矿集团与原山东能源集团于 2020 年联合重组组建，是山东省属大型能源企业集团，业务覆盖矿业、电力、高端化工、高端装备制造、新能源新材料及现代物流贸易等领域。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表3：山东能源集团为控股股东，山东省国资委为实际控制人（截至 2026 年 7 月 20 日）



资料来源：ifind，公司 2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院
注：山东省国资委持有山东发展投资控股集团 97.88%的股权

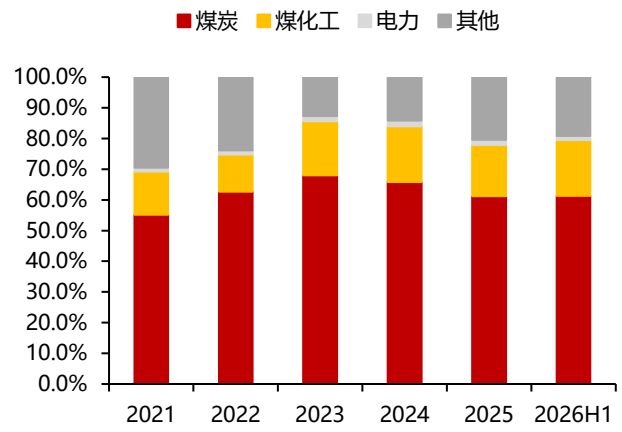
1.2、煤炭构成盈利核心，产品涨价推动 2026 上半年业绩同比改善

煤炭业务贡献超七成毛利，构成公司盈利核心支柱。2025 年公司煤炭、煤化工业务收入分别为 886.7 亿元、242.9 亿元，毛利分别为 320.7 亿元、63.9 亿元，毛利率分别为 36.2%、26.3%。2026H1 公司煤炭业务实现收入 464.1 亿元、毛利 167.9 亿元，占公司营业收入和总毛利的比重分别为 61.4%、72.5%；煤化工业务实现收入 137.5 亿元、毛利 40.7 亿元，占比分别为 18.2%、17.6%。煤炭煤化工合计收入和毛利占比分别为 79.5%、90.1%。2026H1 公司煤炭业务毛利率为 36.2%，同比-0.03pct；煤化工业务毛利率为 29.6%，同比+4.8pct。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

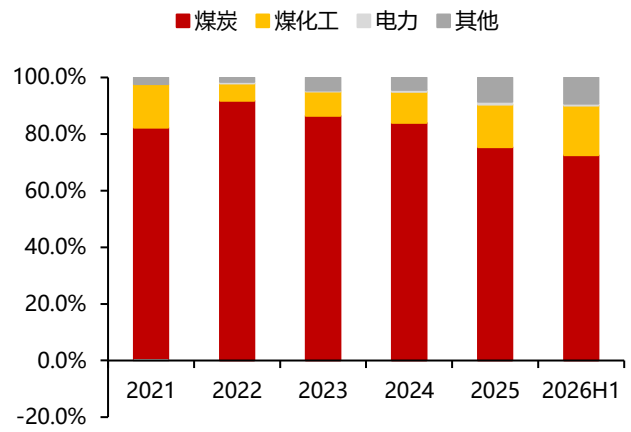
仅供内部参考，请勿外传！

图表4：2026H1 煤炭和煤化工构成公司收入主体



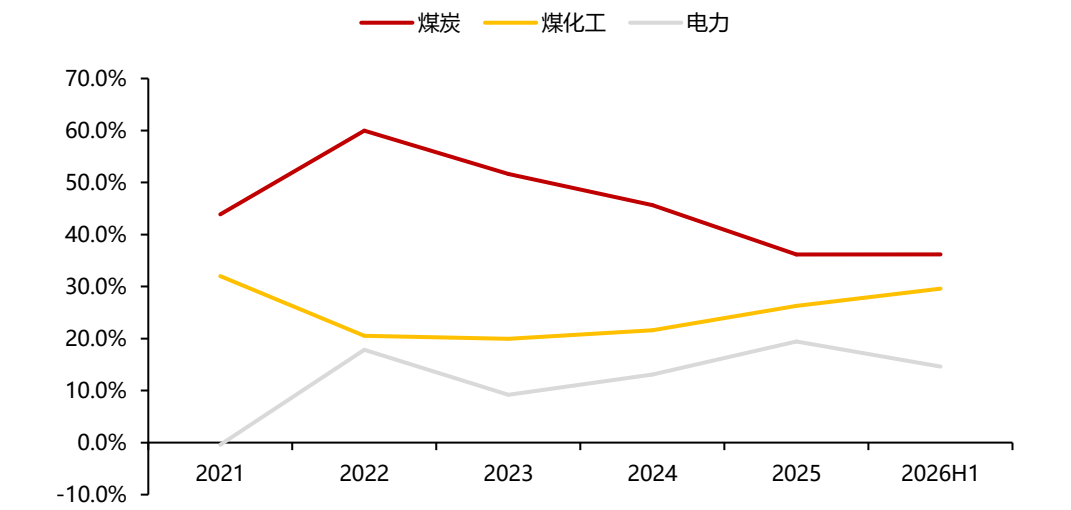
资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表5：2026H1 煤炭和煤化工构成公司毛利主体



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表6：2025 年煤炭业务毛利率居各业务首位

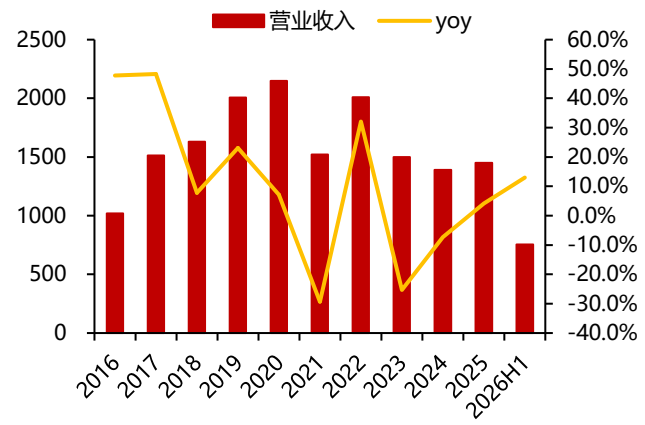


资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

煤炭及煤化工产品价格上涨，推动公司 2026 上半年业绩同比改善。2025 年公司营业收入 1449.3 亿元、归母净利润 83.8 亿元、扣非归母净利润 74.0 亿元，按年报追溯调整口径同比分别-7.5%、-43.6%、-46.7%。2026H1 公司实现营业收入 756.5 亿元，同比+13.0%；实现归母净利润 71.5 亿元，同比+47.8%；实现扣非归母净利润 46.1 亿元，同比+4.0%。单季度看，2026Q2 实现营业收入 410.6 亿元，环比+18.7%；实现归母净利润 31.9 亿元，环比-19.2%；实现扣非归母净利润 35.5 亿元，环比+234.5%。公司业绩改善主要受益于煤炭及煤化工产品价格上涨；同时，公司公开挂牌转让内蒙古鑫泰煤炭有限公司 100%股权，Q1 确认投资收益 28.4 亿元。

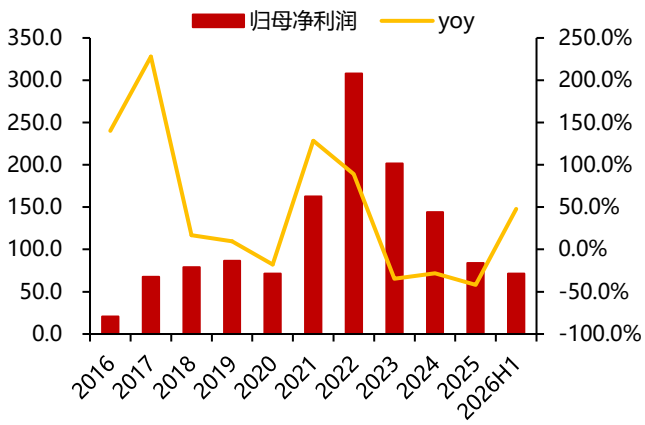
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表7：2026H1 营业收入恢复同比增长（亿元）



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

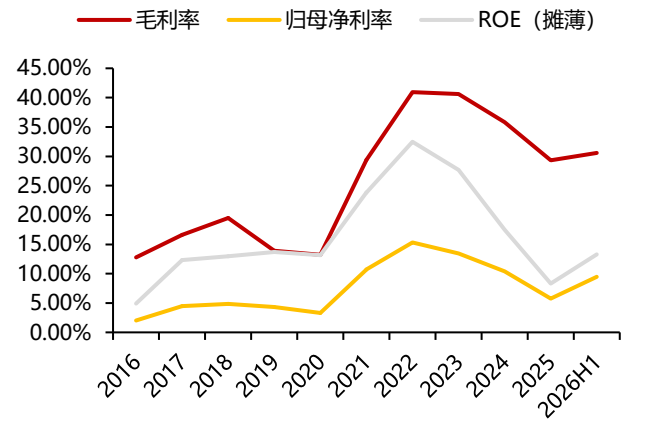
图表8：2026H1 归母净利润同比增长（亿元）



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

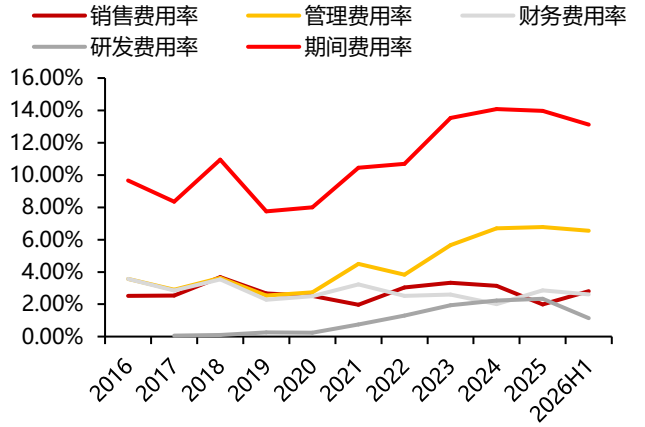
期间费用率下降，盈利能力同比回升。2026H1 公司销售、管理、财务及研发费用率分别为 2.8%、6.6%、2.6%和 1.1%，合计 13.1%，较 2025 年下降 0.9pct；其中，销售费用包含澳洲基地的开采权使用费。同期，公司毛利率、归母净利率和年化摊薄 ROE 分别为 30.6%、9.5%和 13.3%，同比分别+0.5pct、+2.2pct 和+2.1pct。

图表9：2026H1 盈利能力底部回升



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表10：2026H1 期间费用率回落



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

2、资源与产能基础扎实，低长协与海外煤放大煤价上行弹性

2.1、可采储量达 95.2 亿吨，在建项目与扩产计划持续推进

公司煤炭资源储备丰富，可采储量为 95.2 亿吨。公司拥有山东、内蒙古、新疆、澳大利亚等核心煤炭生产基地，覆盖国内外重要能源基地，形成规模化开发优势。截至 2025 年末，公司按 JORC 规范统计的原地资源量为 503.9 亿吨、可采储量为 95.2 亿吨，其中境内、境外可采储量分别为 81.4、13.8 亿吨，储量规模位居行业前列。公司煤炭品种涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等，能够满足市场多元化需求。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表11：截至 2025 年末，可采储量为 95.2 亿吨（亿吨）

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 规范	
			资源量	证实储量	可信储量	原地资源量	可采储量
公司本部	山东	动力煤	30.6	2.8	1.4	7.5	2.4
菏泽能化	山东	1/3 焦煤	6.4	1.6	1.1	3.2	1.0
鲁西矿业	山东	1/3 焦煤、动力煤	37.6	4.8	3.8	17.7	1.8
天池能源	晋陕蒙甘	动力煤	1.1	0.4	0.2	0.4	0.2
西北矿业	晋陕蒙甘	配焦煤、动力煤	72.5	12.1	23.8	45.0	13.4
未来能源	陕西	动力煤	15.7	6.7	2.3	9.0	4.4
鄂尔多斯公司	内蒙古	动力煤	5.3	2.1	0.4	2.8	1.9
昊盛煤业	内蒙古	动力煤	22.9	6.7	3.9	7.2	5.6
兖矿能源（霍林郭勒）	内蒙古	动力煤	10.4	-	-	10.3	-
内蒙古矿业	内蒙古	动力煤	64.2	7.8	3.5	60.9	14.0
新疆能化	新疆	动力煤	262.3	17.9	21.5	259.0	36.7
境内合计	**-**	**-**	**528.9**	**62.7**	**61.9**	**423.1**	**81.4**
兖煤澳洲	澳洲	喷吹煤、动力煤、半软焦煤	-	-	-	64.9	12.9
兖煤国际	澳洲	喷吹煤、动力煤	-	-	-	15.9	0.9
境外合计	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**80.8**	**13.8**
合计	**-**	**-**	**528.9**	**62.7**	**61.9**	**503.9**	**95.2**

资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

公司国内外煤炭产能合计 2.59 亿吨。截至 2025 年末，公司煤炭产能合计 2.59 亿吨/年（公司官网口径），其中境内核定产能 1.67 亿吨/年，澳洲基地产能 9195 万吨/年；若澳洲各矿按 2025 年最新申报和获批 ROM 原煤开采上限统计，境外产能合计约 9595 万吨/年，国内外产能合计约 2.63 亿吨/年，权益产能 1.56 亿吨。

图表12：公司煤炭产能分布广泛（万吨/年）

基地	煤矿	权益比例	核定产能/获批 ROM 上限	权益产能	状态
山东基地	**公司本部**	**100%**	**3325**	**3325**	**-**
	南屯煤矿	100%	270	270	正常
	兴隆庄煤矿	100%	600	600	正常
	鲍店煤矿	100%	600	600	正常
	东滩煤矿	100%	750	750	正常
	济宁二号煤矿	100%	390	390	正常
	济宁三号煤矿	100%	600	600	正常
	杨村煤矿	100%	115	115	正常
	菏泽能化	**95%**	**510**	**484**	**-**
	赵楼煤矿	98%	330	324	正常
	万福煤矿	88%	180	159	正常

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

	鲁西矿业	**41%**	**1780**	**733**	**-**
	新巨龙煤矿	31%	600	184	正常
	陈蛮庄煤矿	51%	70	36	正常
	李楼煤矿	51%	190	97	正常
	唐口煤矿	51%	270	138	正常
	梁宝寺煤矿	43%	330	143	正常
	郭屯煤矿	43%	240	102	正常
	彭庄煤矿	43%	80	34	正常
	西北矿业	**38%**	**3515**	**1321**	**-**
	高家堡煤矿	51%	450	230	正常
	邵寨煤矿	51%	240	122	正常
	五举煤矿	31%	300	92	正常
	亭南煤矿	51%	450	230	正常
西北矿业	永明煤矿	26%	45	12	2026 年拟转让
	杨家村煤矿	28%	600	168	正常
	大恒煤矿	41%	360	147	正常
	望田煤矿	28%	180	50	正常
	巴彦高勒煤矿	31%	800	245	正常
	刘园子煤矿	28%	90	25	正常
	未来能源	**74%**	**1700**	**1257**	**-**
	金鸡滩煤矿	74%	1700	1257	正常
	昊盛煤业	**43%**	**800**	**341**	**-**
	石拉乌素煤矿	43%	800	341	正常
	内蒙古矿业	**72%**	**800**	**574**	**-**
陕蒙基地	营盘壕煤矿	72%	800	574	正常
	鄂尔多斯公司	**100%**	**1120**	**1120**	**-**
	转龙湾煤矿	100%	1000	1000	正常
	文玉煤矿	100%	120	120	2026 年已出售
	天池能源	**81%**	**120**	**98**	**-**
	天池煤矿	81%	120	98	正常
	新疆能化	**39%**	**3050**	**1189**	**-**
	伊犁一矿	51%	1000	510	正常
新疆基地	伊犁四矿	28%	900	252	正常
	硫磺沟煤矿	26%	150	39	正常
	五彩湾四号露天矿一期	39%	1000	388	联合试运转
	境内合计	**62%**	**16720**	**10442**	**-**
	兖煤澳洲	**50%**	**8745**	**4347**	**-**
	莫拉本煤矿	61%	2400	1476	正常
澳洲基地	沃克山煤矿（MTW）	52%	2800	1457	正常
	亨特谷煤矿（HVO）	32%	2600	826	正常
	雅若碧煤矿	62%	400	249	正常

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

	艾诗顿煤矿	62%	545	339	正常
	兖煤国际	**100%**	**850**	**850**	**-**
	普力马煤矿	100%	500	500	正常
	凯贝唐煤矿	100%	350	350	正常
	境外合计	**54%**	**9595**	**5197**	**-**
	总计	**59%**	**26315**	**15638**	**-**

资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，公司 2023 年 6 月 9 日 H 股通函，公司《关联交易公告》(临 2025-021)，兖煤澳洲 2025 年报，公司官网，兖煤澳洲官网，HVO 官网，兖矿集团 2020 年公司债募集说明书，凯贝唐官网，澳大利亚新南威尔士州规划门户、昆士兰州环境许可公共登记系统、新南威尔士州环境保护署，《邹城市城资控股集团有限公司公司债券 2024 年跟踪评级报告》，经济导报，长城证券产业金融研究院

注：境内煤矿采用核定产能，澳洲煤矿采用监管部门批准的 ROM 原煤开采上限；HVO 采用 2025 年 9 月修订申请的 2600 万吨/年，尚待审批；2026 年 6 月，西北矿业拟转让永明煤矿 51%股权

矿井建设、产能核增及外延并购支撑煤炭产能增长。根据公司 2025 年报，在现有产能基础上，公司加快建设油房壕、霍林河一号、刘三圪旦等 7 座规划矿井，合计设计产能 5000 万吨/年，预计于 2027-2031 年左右陆续竣工。同时，公司推进五彩湾四号露天矿一期达产 1000 万吨/年，并攻坚二期产能核增至 2300 万吨/年的相关手续。并购方面，兖煤澳洲已于 2026 年 10 月 1 日完成红隼集团收购，间接取得红隼煤矿 80%权益，其原煤产能为 820 万吨/年。上述 7 座矿井、五彩湾二期扩产及红隼煤矿合计新增产能 7120 万吨/年。根据公司 2025 年报，公司力争“十五五”末新增商品煤产能约 7000 万吨，原煤产量突破 3 亿吨。

图表13：矿井建设、产能核增及外延并购支撑煤炭产能增长

项目	设计产能（万吨/年）	2026H1 情况
刘三圪旦煤矿	1000	推进开工建设
霍林河一号煤矿	700	推进开工建设
嘎鲁图煤矿	800	加快关键手续办理
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	办理矿区总规调整手续
马福川煤矿	800	办理矿区总规调整手续
五彩湾四号露天矿二期	1300	攻坚手续
红隼煤矿	820	H1 预计 Q3 完成收购；已于 2026 年 10 月 1 日完成交割
合计	7120	—

资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，公司《关于购买资产事项完成交割的公告》(2026 年 10 月 7 日)，长城证券产业金融研究院

集团优质煤炭资产持续注入，推动公司产能规模扩张。2020 年以来，山东能源集团先后向公司注入旗下控股企业股权，包括未来能源 49.315%股权，以及鲁西矿业、新疆能化和西北矿业各 51%股权，上述资产合计带来在产核定产能 9094 万吨/年；若进一步计入各资产交割完成前披露的在建产能，其中新疆能化五彩湾四号露天矿一期 1000 万吨/年，西北矿业在建产能（油房壕、杨家坪）1000 万吨/年，合计产能规模达约 1.11 亿吨/年。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表14：集团资产注入推动公司煤炭产能扩张

注入完成时间	注入标的及股权	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	在产核定产能（万吨/年）	在建核定产能（万吨/年）
2020 年 12 月 15 日	未来能源 49.315%股权，持股比例升至 73.97%	17.3	2.9	1500	-
2023 年 9 月 30 日	鲁西矿业 51%股权	25.9	12.3	1900	-
2023 年 9 月 30 日	新疆能化 51%股权	230.2	152.7	2089	1000
2025 年 7 月 11 日	西北矿业 51%股权	63.5	36.5	3605	1000
合计	-	336.9	204.4	9094	2000

资料来源：公司 2020 年报，公司 2023 年报，公司 2025 年报，《兖矿能源集团股份有限公司关联交易公告》(临 2025-021)，《关联交易公告》(临 2023-034)，未来能源资产评估报告，长城证券产业金融研究院

注：未来能源资源量及储量采用公司 2020 年报数据，产能采用 2020 年 6 月 30 日收购评估基准日数据；鲁西矿业、新疆能化采用公司 2023 年 4 月 28 日《关联交易公告》披露的截至 2022 年 12 月 31 日相关数据；西北矿业采用《关联交易公告》（临 2025-021）披露的截至 2024 年 11 月 30 日的相关数据

集团优质煤炭资产仍具注入空间，有望支撑公司产能增长。按新矿集团截至 2026 年 3 月末、枣矿集团及贵州矿业截至 2025 年末口径，山东能源集团体内尚有下表所列煤炭资产未注入上市公司，合计核定产能 5747 万吨/年、可采储量约 26.0 亿吨。根据公司 2026 中报，控股股东山能集团于 1997 年作出的避免同业竞争承诺长期有效，通过向上市公司注入煤炭资产推动落实，截至 2026 年 6 月末正常履行。公司 2025 年报提出，推动控股股东在有序完成优质煤炭资产注入的基础上，进一步有效化解同业竞争。

图表15：集团体内优质煤炭资产具备潜在注入可能

单位名称	主要煤种	开采条件	可采储量（亿吨）	产能（万吨/年）
新矿集团	气煤、气肥煤、肥煤、长焰煤等	井工	19.1	3115
枣矿集团	气煤、气肥煤、1/3 焦煤、长焰煤、褐煤等	井工及露天	3.9	2470
贵州矿业	无烟煤	井工	3.0	162
合计			26.0	5747

资料来源：《新矿集团 2026 年度跟踪评级报告》，《山东能源集团有限公司主体及相关债项 2026 年度跟踪评级报告》，《枣庄矿业 2026 年可续期公司债募集说明书》，长城证券产业金融研究院

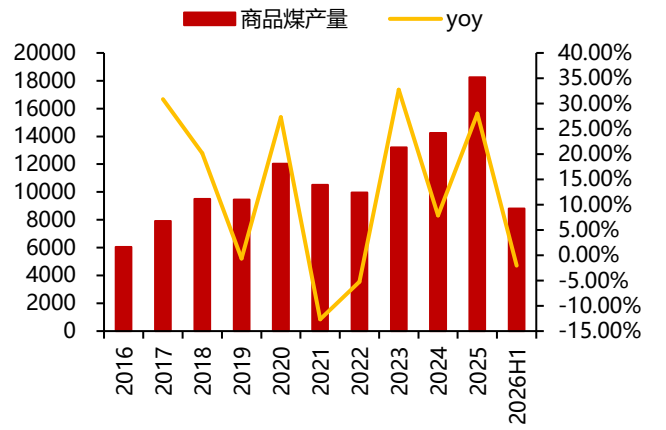
注：新矿集团数据截至 2026 年 3 月末，枣矿集团及贵州矿业数据截至 2025 年末

2026H1 公司煤炭产销保持平稳，2026 年商品煤产量预计小幅增长。2026H1 公司实现商品煤产量 8802 万吨、自产煤销量 8048 万吨，同比分别-2.0%、+3.4%；公司 2025 年报中计划 2026 年生产商品煤 1.86-1.90 亿吨，同比+2.0%至+4.2%。2026H1 澳洲基地(兖煤澳洲与兖煤国际合计)商品煤产量及自产煤销量分别为 2182 万吨和 2179 万吨，同比分别+0.2%和+13.0%；其中动力煤、半软焦煤和喷吹煤销量占比分别为 86.0%、8.3%和 5.7%。根据兖煤澳洲 2026 年上半年财务及生产业绩公告，兖煤澳洲预计 2026 年权益商品煤产量位于 3650-4050 万吨指引区间上半部，且不包含红隼煤矿收购影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

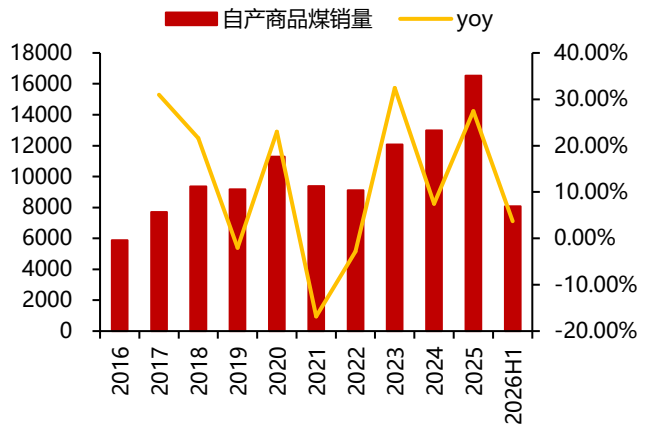
仅供内部参考，请勿外传！

图表16：2026H1 商品煤产量整体稳定（万吨）



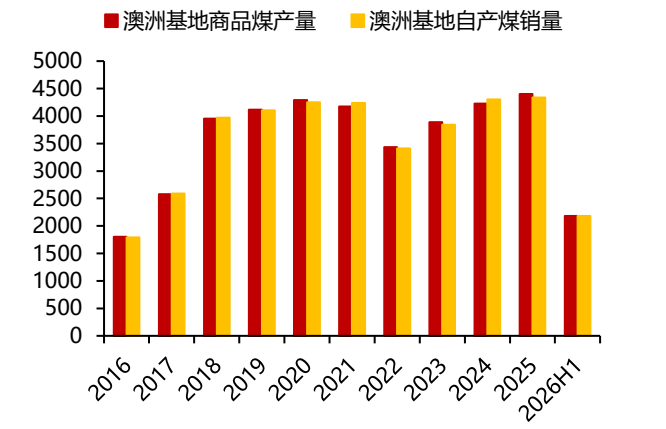
资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表17：2026H1 自产商品煤销量同比增长（万吨）



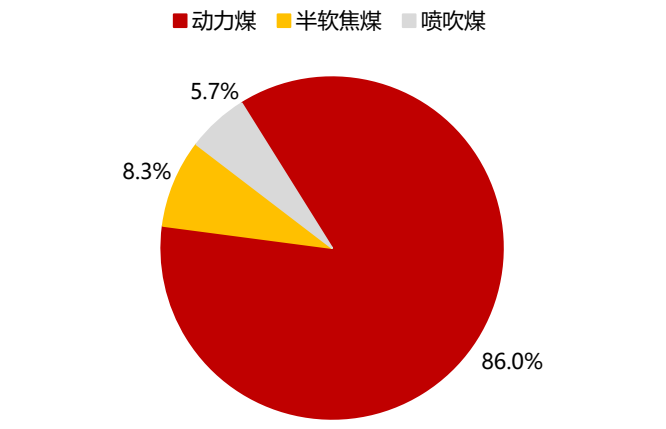
资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表18：2026H1 澳洲基地产销量均超 2100 万吨（万吨）



资料来源：公司 2016-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表19：2026H1 澳洲基地煤炭销售以动力煤为主



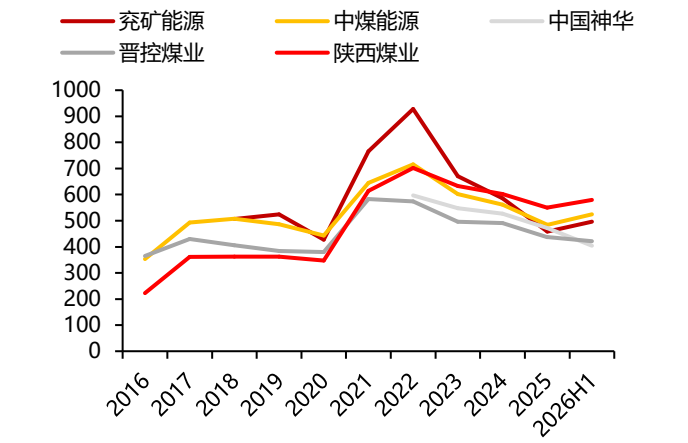
资料来源：公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

2.2、现货煤占比较高，煤价上涨时放大利润弹性

2026H1 公司吨煤售价同比增长，成本管控持续推进。按境内自产煤追溯后口径，2026H1 公司吨煤售价为 496 元，同比+9.9%；吨煤成本为 263 元，同比+5.1%。我们选取同样为动力煤企业的中国神华、中煤能源、陕西煤业和晋控煤业进行横向比较，公司吨煤售价同比增幅略低于中煤能源的+11.5%，高于中国神华的+0.9%和晋控煤业的-0.03%。成本方面，公司吨煤成本仅高于中国神华的 236 元，低于晋控煤业、陕西煤业和中煤能源的 271 元、285 元和 286 元，仍处于可比公司较低水平。公司 2025 年报提出 2026 年集团吨煤销售成本降低 3%的目标，成本管控持续推进。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

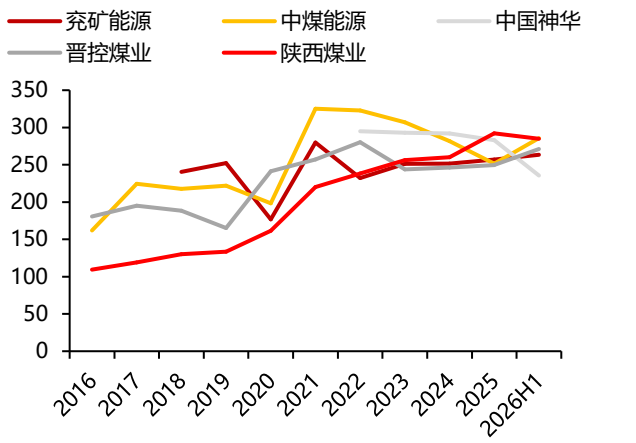
图表20：2026H1 公司自产煤吨煤售价处于可比公司中游（元/吨）



资料来源：ifind，各公司 2016-2025 年报，各公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

注：数据均为年报原始披露，兖矿能源数据不含兖煤澳洲和兖煤国际

图表21：2026H1 公司自产煤吨煤成本处可比公司较低水平（元/吨）

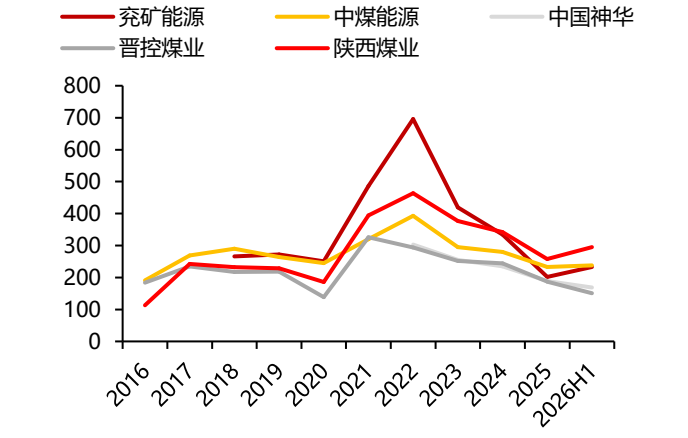


资料来源：ifind，各公司 2016-2025 年报，各公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

注：数据均为年报原始披露，兖矿能源数据不含兖煤澳洲和兖煤国际

煤价上行期吨煤盈利弹性突出，煤价低位时仍具备较强韧性。公司现货煤占比较高，煤价变化能够较为充分地传导至吨煤售价和盈利。按境内自产煤追溯后口径，2021-2022 年市场煤价处于高位，公司吨煤毛利分别达到 486 元和 696 元，均居可比公司首位，体现出煤价上涨阶段较强的盈利弹性。2025 年公司吨煤毛利为 202 元，同比下降 33.6%，主要受煤价下行带动吨煤售价下降影响；横向来看，同期公司吨煤毛利低于陕西煤业、中煤能源，高于中国神华、晋控煤业，位于可比公司中游。在煤价处于较低水平的情况下，公司吨煤毛利仍居可比公司中游，体现出较好的盈利韧性。2026H1 公司吨煤毛利回升至 233 元，同比增加 16.0%，仍位于可比公司中游；吨煤毛利同比增速仅低于陕西煤业，高于中煤能源、中国神华和晋控煤业。同期，公司与中煤能源的吨煤毛利差距由 2025 年的 31 元缩窄至 5 元，反映煤价回升阶段公司吨煤盈利修复较快。

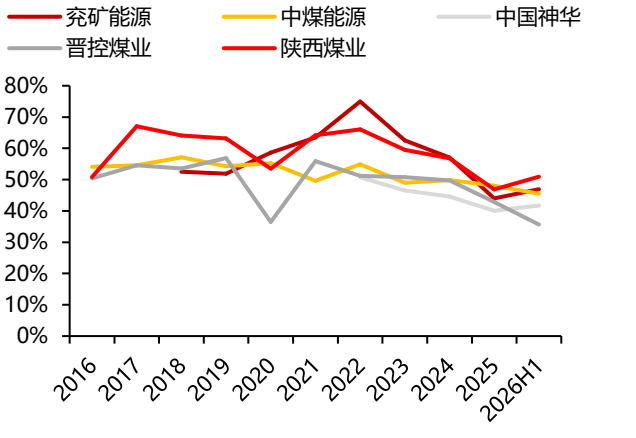
图表22：2026H1 公司自产煤吨煤毛利处于可比公司中游（元/吨）



资料来源：ifind，各公司 2016-2025 年报，各公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

注：数据均为年报原始披露，兖矿能源数据不含兖煤澳洲和兖煤国际

图表23：2026H1 公司自产煤吨煤毛利率处于较高水平



资料来源：ifind，各公司 2016-2025 年报，各公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

注：数据均为年报原始披露，兖矿能源数据不含兖煤澳洲和兖煤国际

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

国内动力煤价格上行，公司高现货占比与高毛利率有望释放较强利润弹性。美伊冲突持续反复，临时停火安排多次受挫，推动油煤价格联动上行。供给方面，2026H1 我国动力煤进口量同比-6.2%，进口供给同比收缩；煤炭行业"反内卷"政策延续；2026 年 5 月 22 日，山西留神峪煤矿发生瓦斯爆炸事故；晋陕蒙三省 442 家样本煤矿开工率呈现持续下行趋势，截至 2026 年 10 月 4 日为 79.14%。截至 2026 年 10 月 23 日，秦港山西产 Q5500 动力煤平仓价为 1035 元/吨，年初以来均价较上年同期上涨 21.0%；2026 年 1-10 月秦港 Q5500 长协均价为 694 元/吨，同比+2.4%。我们认为兖矿能源现货煤占比高，煤价传导较强，有望充分受益于 2026 年煤价上行，释放较强利润弹性。

图表24：2026 年以来布伦特原油价格上行（美元/桶）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

图表25：2026 年以来秦港动力煤价格上行（元/吨）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

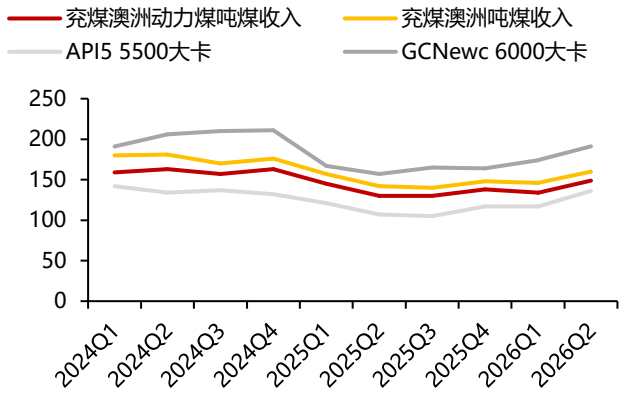
2.3、国际煤价回升带动售价改善，兖煤澳洲有望释放利润弹性

澳洲煤炭定价市场化，分煤种锚定不同价格指数。兖煤澳洲出口动力煤主要采用指数或固定价格定价，其中低灰、高热值煤主要参考 GCNewc 指数，高灰、较低热值煤主要参考 API5 指数。指数定价部分价格随相关指数变化，但受合同结构及交付节奏影响，实际价格较基准现货价格可能存在一定滞后；年度固定价合同主要参考日本电力企业基准价，合同期内价格相对稳定。兖煤澳洲冶金煤采用季度基准价或现货价定价，其中定期合同主要参考澳大利亚供应商与日本钢厂协商形成的季度基准价；现货销售按交易当日市场价格定价，主要参考普氏澳洲 FOB 低挥发分喷吹煤及半软焦煤指数，价格弹性强。

国际煤价改善，2026Q2 兖煤澳洲煤炭售价环比提升。2026H1 兖煤澳洲吨煤售价为 154 澳元/吨，同比+3.0%。2026Q2 兖煤澳洲吨煤售价为 160 澳元/吨，环比+9.0%。其中，动力煤吨煤售价为 149 澳元/吨，较 API5 指数高 13 澳元/吨、较 GCNewc 指数低 42 澳元/吨；冶金煤吨煤售价为 219 澳元/吨，较普氏低挥发分喷吹煤指数低 9 澳元/吨、较普氏半软焦煤指数高 16 澳元/吨。

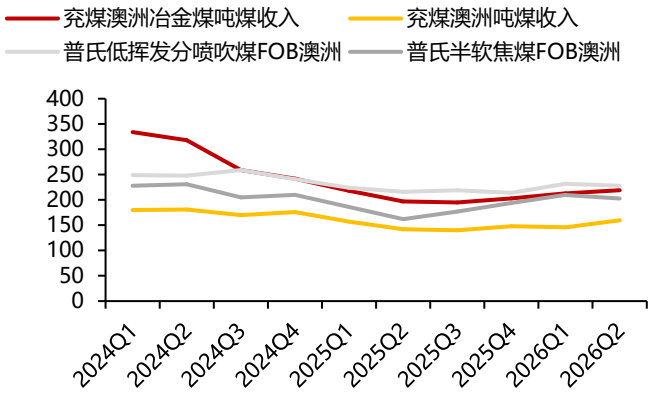
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表26：2026Q2 兖煤澳洲动力煤售价环比上涨（澳元/吨）



资料来源：兖煤澳洲 2025 年第一季度、2026 年第一季度及第二季度生产报告，长城证券产业金融研究院

图表27：2026Q2 兖煤澳洲冶金煤售价环比上涨（澳元/吨）



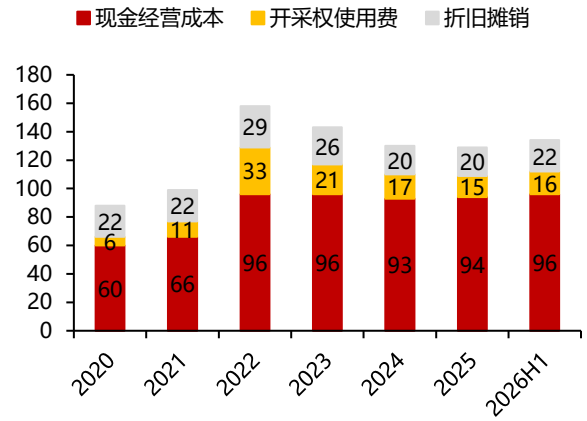
资料来源：兖煤澳洲 2025 年第一季度、2026 年第一季度及第二季度生产报告，长城证券产业金融研究院

2026H1 兖煤澳洲现金经营成本下降，2026 年成本预计在指引区间。2026H1 兖煤澳洲现金经营成本（不含开采权使用费，销量吨口径）为 96 澳元/吨，同比减少 9 澳元/吨；开采权使用费为 16 澳元/吨，同比持平；折旧摊销为 22 澳元/吨，同比增加 2 澳元/吨；根据兖煤澳洲 2026 年上半年财务及生产业绩公告，公司维持 2026 年现金经营成本 90-98 澳元/吨的指引（按商品煤产量吨口径、不含开采权使用费），预计全年成本位于指引区间上半部。

国际煤价中枢上移，2026 年兖煤澳洲盈利有望明显修复。2026H1 兖煤澳洲隐含经营利润（扣吨煤折旧摊销后）为 20 澳元/吨，同比+150.0%；隐含经营利润率为 13.0%，同比提升 7.6 个百分点。根据公司 2026 年第二季度投资者关系活动记录，地缘冲突加剧导致全球能源安全局势升级，推动国际油气价格大幅上涨，煤炭替代需求持续释放，供需格局改善带动国际煤价走强。供给端，主要产煤国煤炭增量有限，国际航运成本抬升，印尼恢复出口关税和削减产量配额政策尚不明朗，澳大利亚、俄罗斯煤炭产量预期下降，国际煤炭供给呈偏紧态势。需求端，国际能源署预计 2026 年全球煤炭需求将维持高位，电力需求持续高速增长，印度、东南亚等煤炭需求将持续提升，进一步强化价格支撑。截至 2026 年 10 月 23 日，澳洲半软焦煤、低挥发分喷吹煤 FOB 价格指数年初以来均价较上年同期分别上涨 30.1%、20.0%；纽卡斯尔港 6000 大卡、5500 大卡动力煤 FOB 年初以来均价较上年同期分别上涨 25.1%、31.0%。因此，我们认为 2026 年兖煤澳洲盈利有望明显修复。

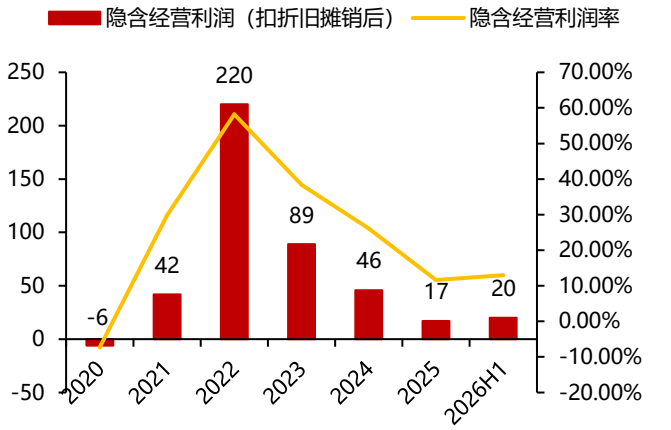
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表28：2026H1 兖煤澳洲吨煤生产成本保持稳定（澳元/吨）



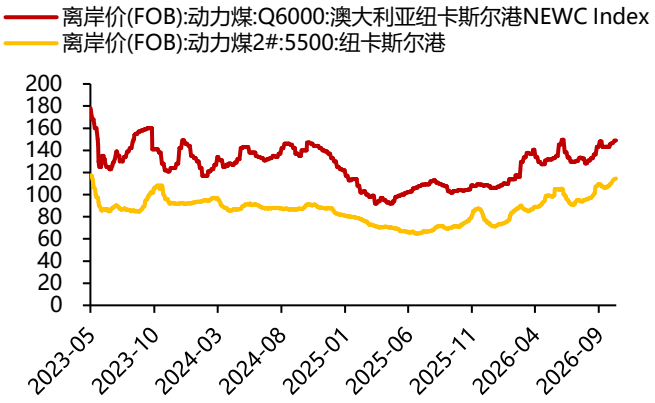
资料来源：兖煤澳洲 2020-2025 年报，兖煤澳洲 2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

图表29：2026H1 兖煤澳洲吨煤经营利润同比增长（澳元/吨）



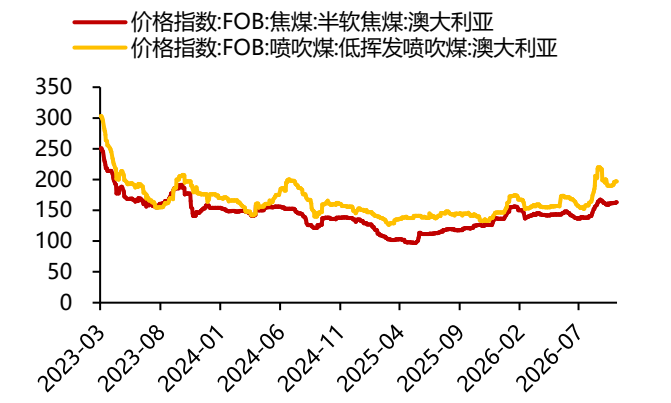
资料来源：兖煤澳洲 2020-2025 年报，兖煤澳洲 2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

图表30：2026 年以来纽卡斯尔动力煤价格上涨（美元/吨）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

图表31：2026 年以来澳洲冶金煤价格上涨（美元/吨）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

3、煤化工构成第二盈利支柱，核心产品贡献主要毛利

3.1、煤化工产销量稳步增长，盈利能力同比改善

煤化工产品盈利同比改善，核心产品构成主要毛利来源。2026H1 公司煤化工业务实现销售收入 137.5 亿元，同比增长 9.5%；同期实现毛利 40.7 亿元，同比增长 30.7%，毛利率为 29.6%，同比+4.8pct。分产品看，甲醇实现毛利 16.9 亿元，占煤化工业务毛利的 41.5%，毛利率为 37.6%；石脑油实现毛利 4.6 亿元，占比 11.3%，毛利率为 64.5%；全馏分液体石蜡实现毛利 9.1 亿元，占比 22.3%，毛利率为 65.0%；乙二醇实现毛利 3.8 亿元，占比 9.3%，毛利率为 44.0%。四项核心产品合计贡献毛利 34.36 亿元，占煤化工业务毛利的 84.4%，构成板块毛利的主要来源。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

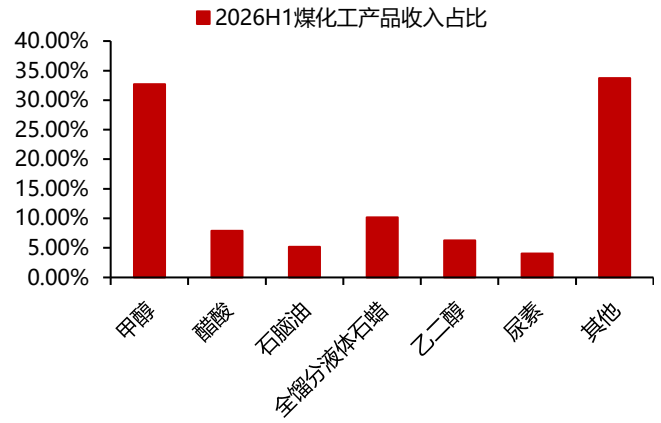
仅供内部参考，请勿外传！

图表32：2026H1 甲醇毛利居公司煤化工产品首位（亿元）

产品	2024 年（追溯后）		2025 年		2026H1	
	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
甲醇	77.41	13.52	77.02	24.27	44.95	16.88
醋酸	19.28	2.72	16.38	1.79	10.86	2.48
醋酸乙酯	14.57	0.91	10.84	0.02	—	—
己内酰胺	36.26	3.02	28.54	0.09	—	—
聚甲醛	6.26	0.61	5.14	-0.74	—	—
粗液体蜡	18.74	9.75	—	—	—	—
柴油	—	—	—	—	—	—
石脑油	15.37	8.44	16.13	10.53	7.15	4.61
全馏分液体石蜡	6.60	3.47	25.57	15.85	13.96	9.08
乙二醇	15.24	4.46	14.76	6.50	8.62	3.79
尿素	11.92	3.00	12.23	1.27	5.54	0.39
其他	36.37	4.66	36.33	4.30	46.39	3.46
合计	258.01	54.54	242.93	63.86	137.47	40.69

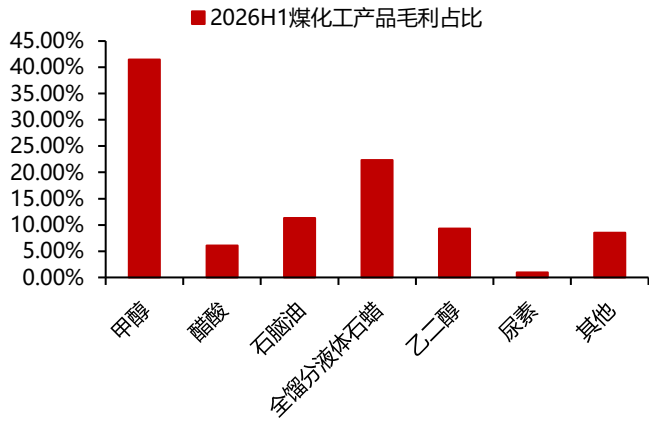
资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表33：2026H1 甲醇为煤化工第一大收入来源



资料来源：公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表34：2026H1 四项核心产品构成煤化工毛利主体



资料来源：公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

煤化工产品产销量稳步增长，甲醇为主要产量来源。2026H1 公司化工品产量、销量分别为 503.0 万吨和 446.2 万吨，同比分别增长 2.1%和 2.6%。根据公司 2025 年报，公司计划 2026 年生产化工品 950-1100 万吨，对应同比变动-2.8%至+12.5%。分产品看，2026H1 甲醇产量为 235.2 万吨，占煤化工产品总产量的 46.8%，为公司产量最大的化工品；石脑油、全馏分液体石蜡和乙二醇产量分别为 11.5 万吨、22.5 万吨和 21.0 万吨，合计仅占化工品总产量的 10.9%，但合计贡献煤化工业务 43.0%的毛利，毛利贡献明显高于产量占比，主要系三项产品毛利率较高。

图表35：2026H1 甲醇产销量居公司化工产品首位（万吨）

产品	2024 年（追溯后）	2025 年	2026H1

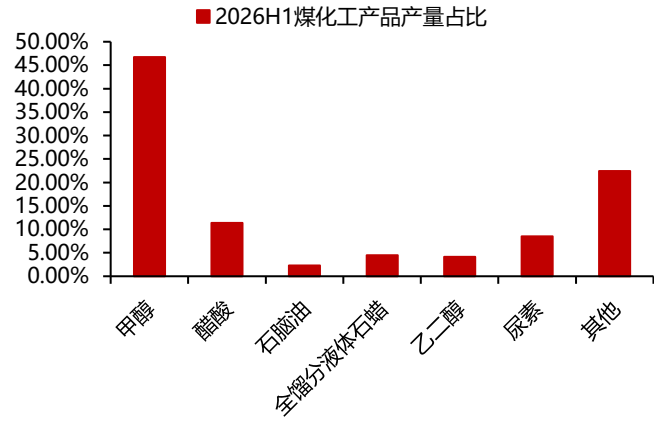
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

产品	2024 年（追溯后）		2025 年		2026H1	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
甲醇	441.6	425	454	432.7	235.2	228.7
醋酸	104	74.3	108.2	76.6	57.2	42
醋酸乙酯	28.5	28.4	23.8	23.9	—	—
己内酰胺	33.7	33.6	35.7	35.5	—	—
聚甲醛	6.5	6.5	7.1	7.1	—	—
粗液体蜡	28.8	30	—	—	—	—
柴油	—	—	—	—	—	—
石脑油	23.3	23.5	25.7	25.7	11.5	11.4
全馏分液体石蜡	11.6	11.1	44.7	44.6	22.5	21.9
乙二醇	40.1	39.4	39.5	39	21	22.4
尿素	71.6	66.4	91	84.6	42.7	38.2
其他	111.6	73.1	147.8	87.7	112.8	81.7
合计	901.2	811.3	977.5	857.4	503	446.2

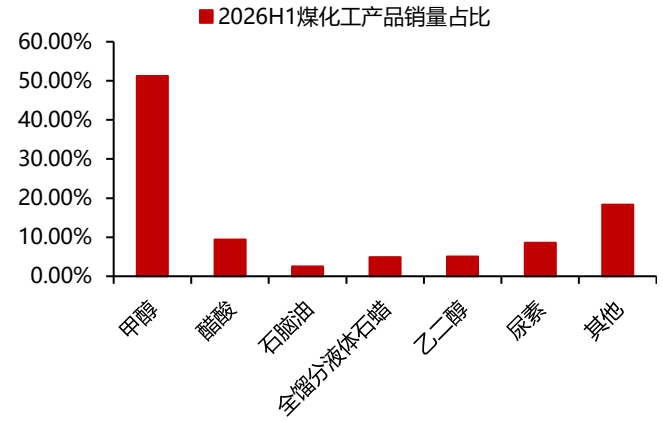
资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表36：2026H1 甲醇为公司产量最大的化工品



资料来源：公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表37：2026H1 甲醇为公司销量最大的化工品



资料来源：公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

煤化工新项目持续推进，高端化工产业链延伸。公司 2025 年报披露，鲁南化工"低碳高效动能转换一体化项目"正式启动，其中年产 100 万吨甲醇项目开工建设、年产 40 万吨辛醇项目取得环评批复；同时，公司"十五五"期间拟建成投产鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目。公司 2026 中报披露，荣信化工 80 万吨/年烯烃项目进入收官冲刺阶段，新疆能化 80 万吨/年煤制烯烃项目开工建设，未来能源 50 万吨高温费托项目有序推进。

图表38：在建项目推动煤化工产业链向高端延伸

基地	项目	截至 2026H1 的状态
山东	鲁南化工 6 万吨/年聚甲醛	在建，进入收官冲刺阶段
山东	低碳高效动能转换一体化项目：100 万吨/年甲醇＋40 万吨/年辛醇	加快推进甲醇老旧装置更新改造产能整合项目

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

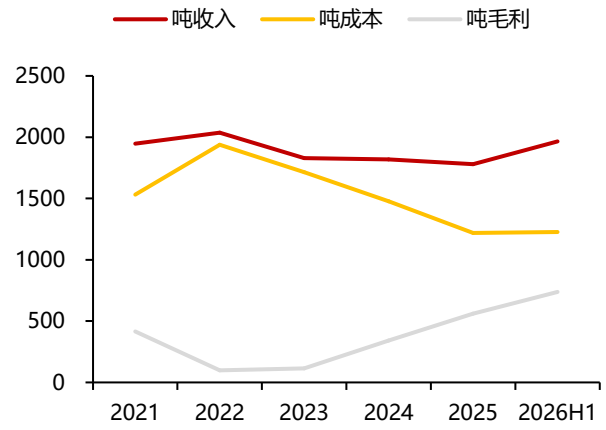
基地	项目	截至 2026H1 的状态
陕西	未来能源 50 万吨/年高温费托	推进中
内蒙古	荣信化工 80 万吨/年烯烃	在建，进入收官冲刺阶段
新疆	新疆能化 80 万吨/年煤制烯烃	在建，全面施工

资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

3.2、甲醇与液蜡价格上涨，为煤化工业务盈利提供支撑

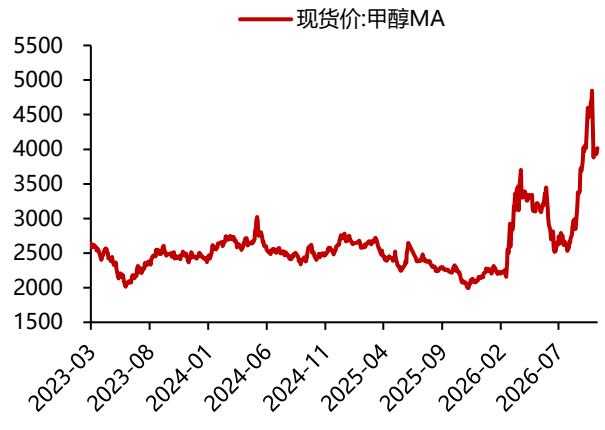
2026H1 公司甲醇吨毛利同比改善，2026 年盈利有望进一步提升。2026H1 公司甲醇吨收入、吨成本和吨毛利分别为 1965 元、1227 元和 738 元，同比分别+8.5%、-1.8%和+31.6%，收入增长、成本下降，共同推动吨毛利提升。根据公司 2025 年报，2026 年公司力争甲醇销售成本再降低 30 元/吨。展望后市，华闻期货半年报认为，下半年国内甲醇供需格局的核心变量仍为进口货源波动：三季度伊朗甲醇装置集中复产、国内进口量逐步修复，市场供需趋于宽松，甲醇价格预计承压；进入四季度，伊朗冬季民用保供带动甲醇装置季节性降负，进口量回落，叠加国内气头装置限气减产及新增 MTO 刚需逐步落地，供需压力有望边际缓解，价格存在低位修复机会。截至 2026 年 10 月 23 日，甲醇现货价为 4017 元/吨，年初以来均价较上年同期上涨 22.9%；考虑产品价格同比提升及成本进一步压降，我们认为公司 2026 年甲醇盈利有望进一步上行。

图表39：2026H1 甲醇吨毛利增长（元/吨）



资料来源：公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表40：2026 年以来甲醇现货价格上涨（元/吨）



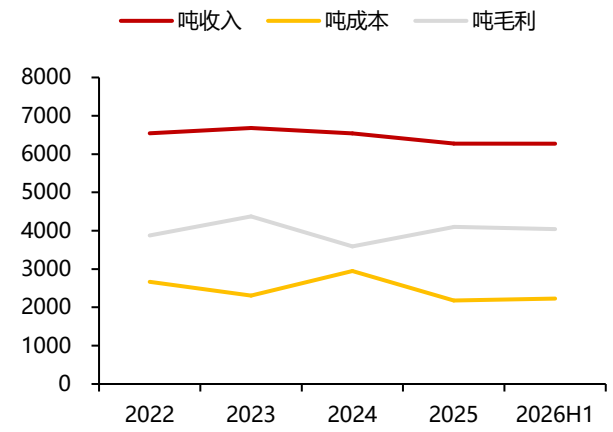
资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

2026H1 公司石脑油吨毛利保持较高水平，2026 年盈利或总体平稳。2026H1 公司石脑油吨收入、吨成本和吨毛利分别为 6272 元、2228 元和 4044 元，同比分别-4.3%、-3.7%和-4.7%，收入降幅略高于成本降幅，吨毛利同比下降。截至 2026 年 10 月 23 日，国内石脑油现货价为 9700 元/吨，年初以来均价较上年同期上涨 2.5%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表41：2026H1 石脑油吨毛利保持较高水平（元/吨）



资料来源：公司 2022-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

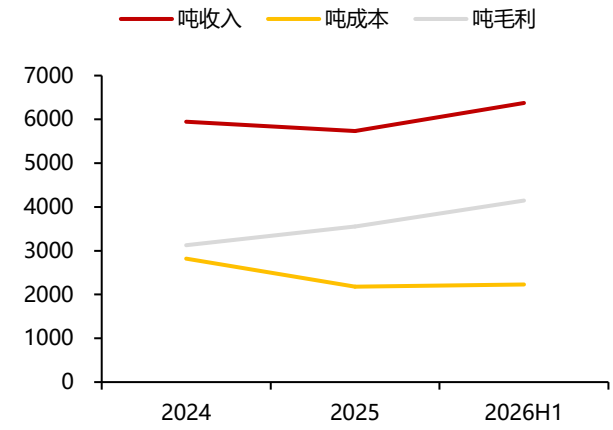
图表42：2026 年以来石脑油现货均价同比上涨（元/吨）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

2026H1 公司液蜡吨毛利同比提升，2026 年以来市场价格呈现上涨趋势。2026H1 公司全馏分液体石蜡吨收入、吨成本和吨毛利分别为 6374 元、2228 元和 4146 元，同比分别+9.6%、-3.9%和+18.6%，收入增长、成本下降，推动吨毛利提升。2026 年以来，内蒙古伊泰 2#粗液蜡出厂价整体呈上涨趋势；截至 2026 年 10 月 23 日，出厂价为 9930 元/吨，年初以来均价较上年同期上涨 17.7%。

图表43：2026H1 全馏分液蜡吨毛利上涨（元/吨）



资料来源：公司 2024-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表44：2026 年以来粗液蜡价格上涨（元/吨）

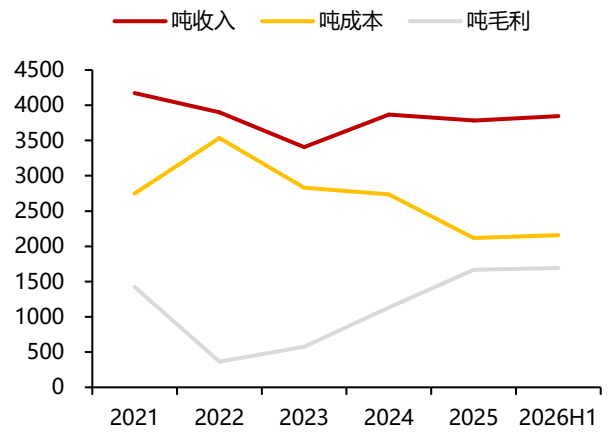


资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

2026H1 公司乙二醇吨毛利显著改善，2026 年盈利或与上年接近。2026H1 公司乙二醇吨收入、吨成本和吨毛利分别为 3848 元、2156 元和 1692 元，同比分别-2.5%、-12.2%和+13.4%，成本降幅明显高于收入降幅，推动吨毛利提升。卓创资讯指出，8 月后国内检修装置将集中重启，进口供应逐步回升，四季度华锦阿美、中沙古雷等乙二醇新装置投产也将释放较为集中的供应增量。截至 2026 年 10 月 23 日，国内乙二醇现货价为 5735 元/吨，年初以来均价较上年同期上涨 9.8%。综合考虑，我们认为公司 2026 年乙二醇盈利或与 2025 年水平接近。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表45：2026H1 乙二醇吨毛利上涨（元/吨）



资料来源：公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

图表46：2026 年以来乙二醇现货价格上涨（元/吨）

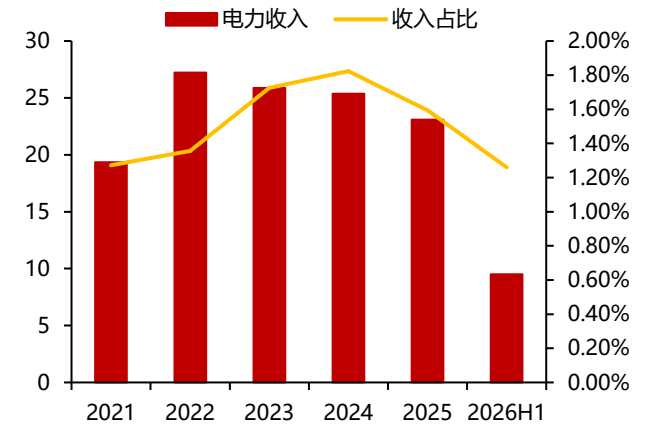


资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

4、拟收购优质电力资产，装机规模与盈利有望显著提升

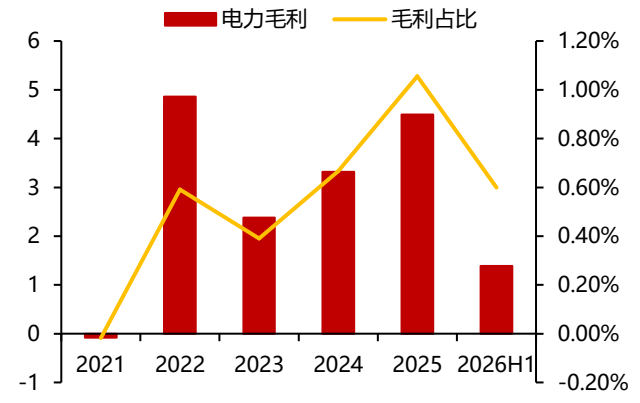
电力业务规模较小，毛利占比整体呈上升趋势。2026H1 公司发电量和售电量分别为 32.7 亿千瓦时和 26.7 亿千瓦时，实现电力业务收入 9.5 亿元、毛利 1.4 亿元，分别占公司营业收入和总毛利的 1.3%和 0.6%。2021 年至 2026H1，公司电力业务毛利占比由-0.02%提升至 0.60%。

图表47：2026H1 电力业务贡献收入 9.5 亿元（亿元）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

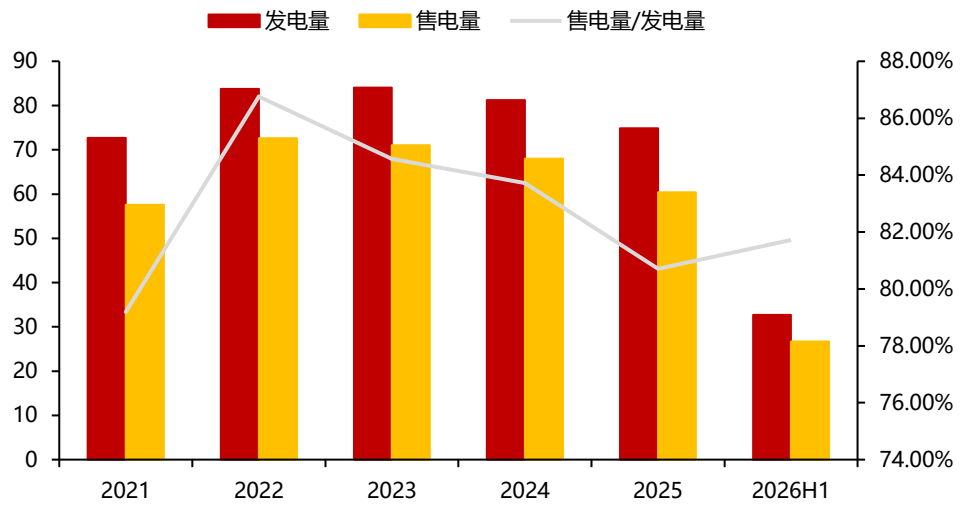
图表48：2026H1 电力业务贡献毛利 1.4 亿元（亿元）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表49：2026H1 公司发售电量分别为 32.7、26.7 亿千瓦时（亿千瓦时）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，公司 2026 中报，长城证券产业金融研究院

拟收购集团电力资产，加快新能源产业布局。为发展新能源产业，整合优质电力资产，并有效解决同业竞争，2026 年 6 月公司拟以现金约 164.2 亿元收购控股股东山能集团两家权属公司股权，即新能源集团 100%股权、山能售电 100%股权。以 2026 年 1 月 31 日为评估基准日，新能源集团和山能售电评估值分别为 155.7 亿元和 8.45 亿元，较合并归母净资产分别增值 59.1%和 11.6%；按两家标的公司 2025 年归母净利润合计值及 2026 年 1 月末归母净资产合计值计算，两项交易合计对价对应 PE 为 17.1 倍、PB 为 1.56 倍。

图表50：收购电力资产加快公司新能源布局

标的公司	评估值（亿元）	转让方	实缴出资比例	交易价格（亿元）
新能源集团	155.7	山能集团	90.89%	141.52
		兖矿香港	9.11%	14.18
山能售电	8.45	山能集团	100%	8.45
合计	—	—	—	164.15

资料来源：公司 2026 年第一次临时股东会会议材料，长城证券产业金融研究院

注：兖矿香港指兖矿集团（香港）有限公司，为山能集团全资子公司，其与山能集团共同持有新能源集团 100%股权，为本次交易的转让方之一

收购完成后，公司电力装机规模及发售电量将大幅提升。根据《兖矿能源集团股份有限公司关联交易公告》(临 2026-047)，通过此次整合，公司将一次性纳入火电、风电、光伏、储能及售电全链条资产，项目覆盖山东、内蒙古、甘肃等国家能源战略区域。两家标的公司已并网及在建装机合计约 1201 万千瓦，收购完成后，公司电力装机规模将由约 155 万千瓦增至约 1356 万千瓦。其中，标的公司已并网装机约 881 万千瓦，包括 520 万千瓦高效清洁火电和 361 万千瓦风光项目；在建装机约 320 万千瓦，据中国证券网报道，计划 2026 年末至 2027 年陆续投产；另有 124 万千瓦拟建项目已取得核准或备案，中长期增长动力充足。按 2025 年数据静态测算，收购完成后公司将新增发电量约 229.1 亿千瓦时、售电量约 212.5 亿千瓦时，增量分别相当于公司 2025 年发电量和售电量的

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

306%和 352%。

图表51：新能源集团装机规模超千万千瓦（截至 2026 年 1 月 31 日）

项目类型	装机规模（兆瓦）				2025 年发电量（亿千瓦时）	2025 年售电量（亿千瓦时）
	已商运	已并网未商运	在建未并网	合计		
火力发电	5200	—	1320	6520	187	172
风力发电	1401	1100	564	3065	39	38
光伏发电	452	650	—	1102	3	2
合计	7052	1750	1884	10686	229	212

资料来源：公司 2026 年第一次临时股东会会议材料，长城证券产业金融研究院
注：截至 2026 年 6 月 3 日，新能源集团另有已取得核准或备案的拟建发电项目装机规模合计 1240 兆瓦，其中风电 930 兆瓦、光伏 310 兆瓦

图表52：山能售电装机规模超 130 万千瓦（截至 2026 年 1 月 31 日）

项目类型	装机规模（兆瓦）			2025 年发电量（亿千瓦时）	2025 年售电量（亿千瓦时）
	已商运	在建未并网	合计		
火力发电	—	1320	1320	—	—
光伏发电	6	—	6	0.05	0.05
合计	6	1320	1326	0.05	0.05

资料来源：公司 2026 年第一次临时股东会会议材料，长城证券产业金融研究院

标的公司盈利规模可观，收购有望增厚公司业绩。2025 年两家标的公司合计实现营业收入 77.6 亿元、净利润 11.6 亿元、归母净利润 9.6 亿元，分别相当于公司同期营业收入、净利润和归母净利润的 5.4%、8.2%和 11.4%。同期公司归母净利率为 5.8%，两家标的公司合计归母净利率为 12.4%，高于公司 6.6 个百分点，交易完成并表后有望拉动公司归母净利率提升。

设置业绩与估值双重保障机制，保障公司利益。山能集团、兖矿香港承诺，2026-2028 年新能源集团累计经审计扣非归母净利润不低于 30.59 亿元。承诺期满后，若三年累计扣非归母净利润低于 30.59 亿元，或 2028 年末重新评估值低于本次交易评估值 155.7 亿元，转让方须进行现金补偿，补偿金额取以下两项中的较高者：一是 30.59 亿元减去三年累计实现的扣非归母净利润；二是 155.7 亿元减去 2028 年末评估值。

图表53：2025 年标的公司合计归母净利润可观

项目	2025 年度营业收入	2025 年度净利润	2025 年归母净利润
新能源集团	77.10	11.73	9.59
山能售电	0.48	-0.13	-0.01
标的公司合计	77.58	11.61	9.58
兖矿能源	1449.33	142.26	83.81
标的公司占兖矿能源相关财务数据的比例	5.35%	8.16%	11.43%

资料来源：公司 2026 年第一次临时股东会会议材料，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

5、曹四夭钼矿进入实质开发阶段，2028 年有望建成投产

曹四夭钼矿进入实质开发阶段，2028 年有望形成新增利润来源。公司于 2020 年通过公开摘牌增资 39.62 亿元取得内蒙古矿业 51%股权，曹四夭钼矿探矿权随之纳入公司。根据 2025 年 12 月编制的《曹四夭矿区钼矿采选工程可行性研究说明书》，该矿拥有钼矿石资源量 10.4 亿吨、钼金属量 108.9 万吨，平均品位 0.105%，设计原矿处理能力 1650 万吨/年，达产年钼精矿产量 3.08 万吨。项目于 2026 年 5 月取得采矿许可证，公司计划 2026 年下半年开工、建设周期 1.5-2 年，并力争于 2028 年建成。项目投产后有望成为公司新的利润增长点，推动公司由单一煤炭生产向多矿种资源开发延伸。

图表54：曹四夭钼矿资源禀赋优异，2028 年有望建成投产

指标	项目情况
所在地	内蒙古乌兰察布市兴和县
钼矿石资源量	10.4 亿吨
钼金属量	108.9 万吨
平均品位	0.105%
伴生资源	铅、锌、钨、金、银、硫等多种有价元素
设计原矿处理能力	1650 万吨/年
达产年钼精矿产量	3.08 万吨/年
开采方式	先露天、后地下
服务年限	81 年
截至 2026H1 的状态	处开工前准备阶段

资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 中报，乌兰察布日报，长城证券产业金融研究院

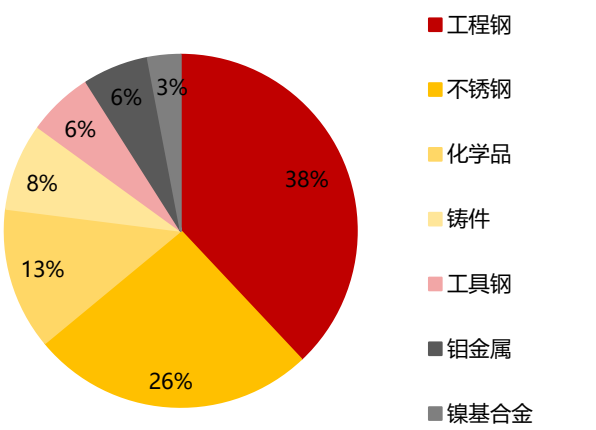
钼金属性能优异，钼矿经选矿加工形成钼精矿。钼是一种银白色难熔金属，具有熔点高、强度高、热膨胀系数低以及良好的导热导电和耐腐蚀性能。自然界中的钼主要赋存于辉钼矿中，具有商业价值的矿体中辉钼矿含量通常仅为 0.01%-0.25%；开采后的钼矿石经破碎、磨矿使辉钼矿与脉石解离，再经浮选、浓缩、过滤和干燥形成钼精矿。

钼下游以钢铁及合金领域为主，关键性能难以替代。根据 IMOA，2025 年全球钼金属消费中，主要用于工程钢、不锈钢、化学品、铸件、工具钢、钼金属和镍基合金，钢铁、铸造及合金等冶金领域合计占比约 81%；终端主要应用于化工石化、石油天然气、机械工程、汽车、能源电力、建筑及航空航天等领域。钼作为合金添加元素，少量加入即可显著提高钢材及合金的强度、韧性、淬透性、耐磨性、耐腐蚀性和高温性能，且其多数用途缺乏性能相当的替代材料，因而在高端装备、能源化工及国防军工等领域具有重要作用。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

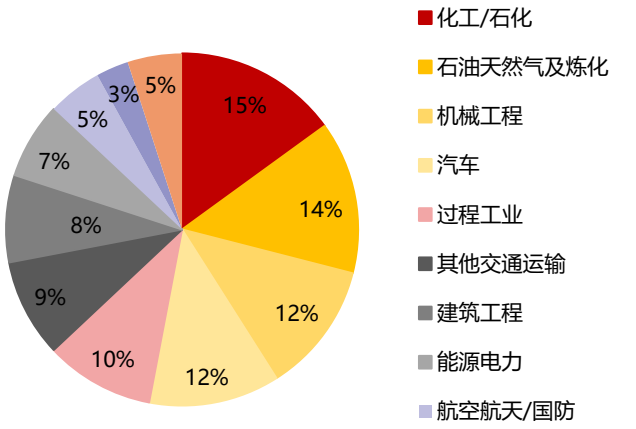
仅供内部参考，请勿外传！

图表55：2025 年全球钼初级消费以冶金领域为主（按钼金属量）



资料来源：IMOA 官网，长城证券产业金融研究院

图表56：2024 年化工石化与油气为全球钼主要消费领域（按钼金属量）

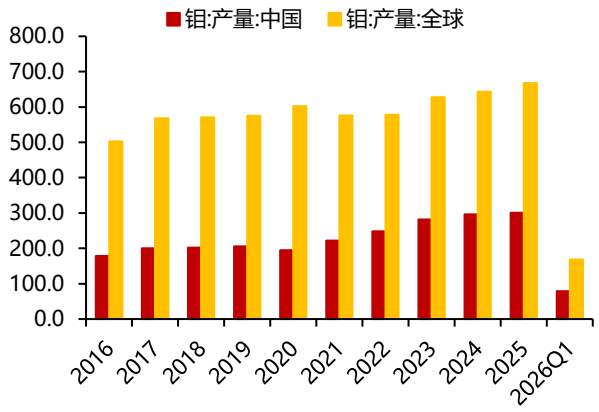


资料来源：IMOA Annual Review 2024/2025，长城证券产业金融研究院

中国钼资源储量及矿山产量均居全球首位。根据 USGS，截至 2025 年末全球钼储量约 1700 万吨，其中中国储量约 780 万吨、占全球 45.9%；2025 年全球钼矿山产量约 26.0 万吨，其中中国产量约 9.7 万吨、占全球 37.3%，资源储量及矿山产量均居世界第一。

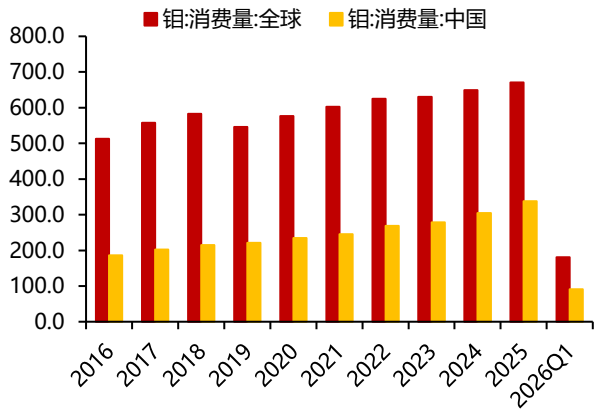
全球钼需求有望保持稳步增长。2025 年全球和中国钼金属量消费量分别为 30.4 万吨和 15.3 万吨，2015-2025 年 CAGR 分别为 2.8%和 6.6%。国际钼协会引用 SMR 预测 2033 年全球各初级消费领域使用的钼金属量将较 2023 年增长约 28%，对应年均复合增速约 2.5%，其中约 40%的需求增量来自不锈钢，航空航天、国防军工、风电、制氢及碳捕集等领域。以 2023 年全球钼用量 28.58 万吨为基数平滑测算，2028 年全球钼需求约为 32.3 万吨钼金属量，2033 年约为 36.6 万吨。

图表57：全球钼产量增长（百万磅）



资料来源：ifind，IMOA，长城证券产业金融研究院

图表58：全球钼消费量增长（百万磅）



资料来源：ifind，IMOA，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表59：2026 年钼精矿价格升至近年高位（元/吨度）

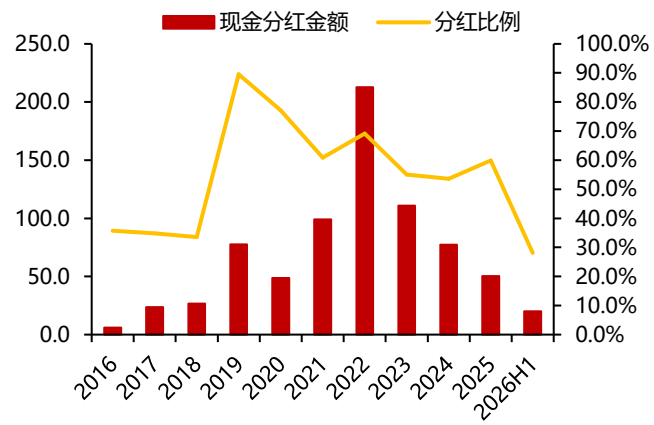


资料来源：ifind，IMOA，长城证券产业金融研究院
注：数据截至 2026 年 10 月 23 日

6、高比例分红延续，资金充足与资本开支回落支撑股东回报

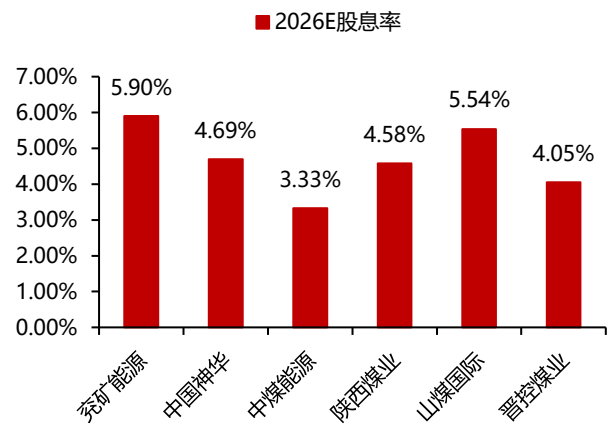
分红比例保持较高水平，预期股息率居可比公司前列。公司持续重视股东回报，2019-2025 年现金分红比例均超过 50%，2025 年现金分红 50.2 亿元，分红比例为 60%。2026 年中期分红 20.1 亿元，占 H1 归母净利润的 28.1%。2026 年 6 月，公司股东会审议通过《2026-2028 年度股东回报规划》，规定各会计年度现金股利总额应占当年扣除法定储备后净利润的约 50%。据此，我们假设公司 2026 年分红比例为 50%，其余可比公司延续 2025 年实际分红比例。以 2026 年 10 月 23 日市值及 ifind 一致预期归母净利润测算，公司 2026 年预期股息率约 5.90%，居可比公司首位。

图表60：公司现金分红比例保持较高水平（亿元）



资料来源：ifind，公司 2019-2024 年报，公司 2025 年报，公司 2026 中报，公司 2026-2028 年度股东回报规划的公告，长城证券产业金融研究院

图表61：公司 2026 年预期股息率居可比公司前列



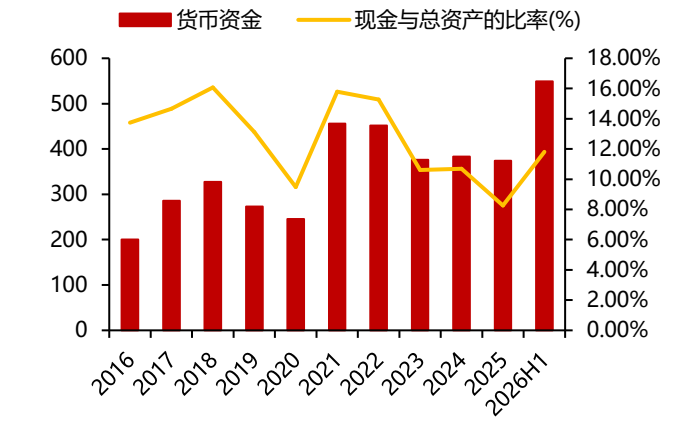
资料来源：ifind，各公司 2025 年报，公司《关于 2026-2028 年度股东回报规划的公告》，长城证券产业金融研究院

账面资金较为充足，资本开支回落支撑分红。截至 2026 年 6 月末，公司货币资金 548.9 亿元，合并口径未分配利润 522.3 亿元；资产负债率为 60.9%，较 2025 年末下降 1.3pct，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

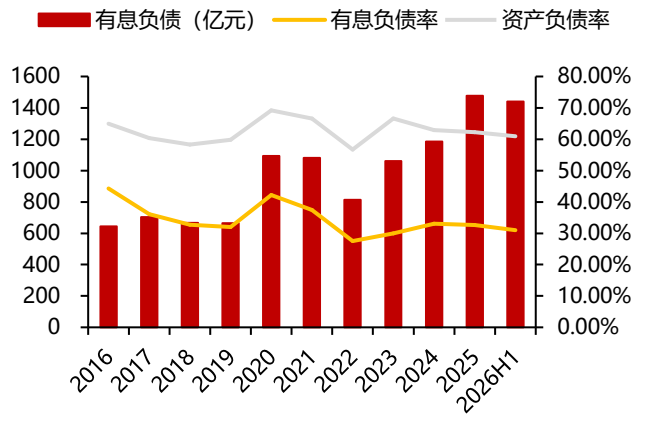
资本结构总体稳定。现金流方面，2026H1 经营活动现金流净额为 138.4 亿元，同比下降 1.2%。资本开支方面，2026H1 公司资本性支出为 107.8 亿元，同比增加 35.4%；2026 年预算为 198.3 亿元，较 2025 年实际资本开支 220.5 亿元（含西北矿业并入影响；剔除后为 186.8 亿元）下降 10.1%。整体来看，较充足的账面资金、稳定的经营现金流及全年资本开支预算回落，有望为公司分红提供支撑。

图表62：2026H1 末公司货币资金较 2025 年末回升（亿元）



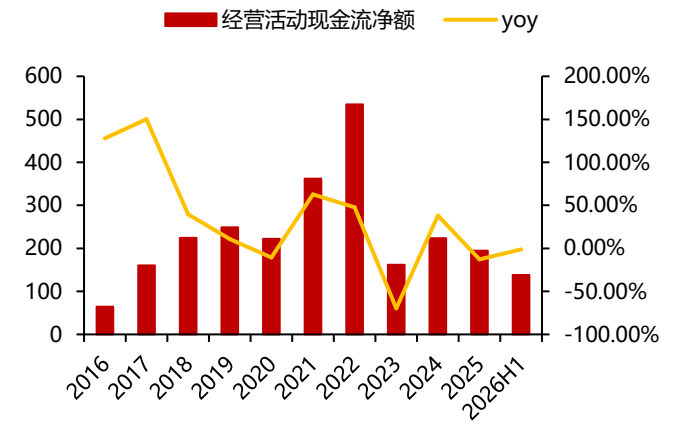
资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

图表63：2026H1 末公司资产负债率较 2025 年末下降（亿元）



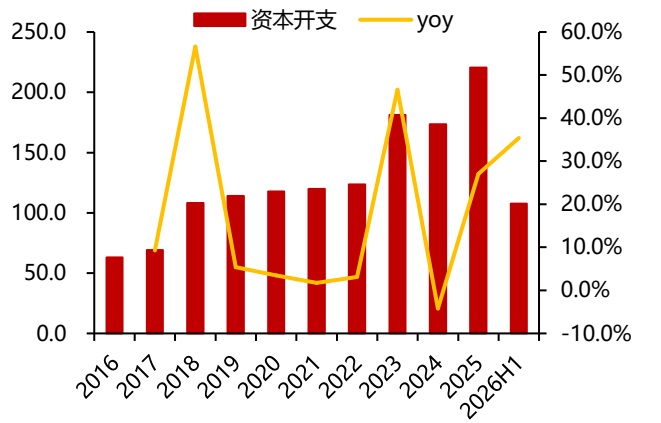
资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

图表64：2026H1 公司经营活动现金流净额保持稳定(亿元)



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

图表65：公司资本开支保持较高强度（亿元）



资料来源：ifind，公司 2016-2025 年报，2026H1 中报，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

7、盈利预测与投资建议

7.1、盈利预测

煤炭业务：考虑现有矿井增产及新增产能逐步释放，预计 2026-2028 年商品煤产量分别为 1.94 亿吨、2.07 亿吨和 2.15 亿吨，销量分别为 1.84 亿吨、1.97 亿吨和 2.06 亿吨。价格方面，2026 年以来国内外煤价上行，公司境内长协煤占比较低，叠加澳洲煤炭采用市场化定价，煤价上涨能够较快传导至吨煤价格；预计 2026-2028 年吨煤价格分别为 579 元、598 元、600 元，对应吨煤毛利分别为 253 元、274 元和 277 元。预计 2026-2028 年煤炭业务收入分别为 1063 亿元、1179 亿元和 1236 亿元，毛利分别为 463 亿元、540 亿元和 571 亿元。

煤化工业务：考虑煤化工产品价格上行，以及新增项目逐步投产，预计 2026-2028 年煤化工业务收入分别为 269 亿元、296 亿元和 324 亿元，同比增长 10.7%、10.2%和 9.2%；毛利分别为 82 亿元、84 亿元和 87 亿元，毛利率分别为 30.5%、28.5%和 26.8%。

电力业务：考虑新能源集团和山能售电注入有望明显提升公司电力业务规模，预计 2026-2028 年电力业务收入分别为 103.1 亿元、108.3 亿元和 113.7 亿元，毛利分别为 29.5 亿元、32.5 亿元和 34.1 亿元，毛利率分别为 28.6%、30.0%和 30.0%。

其他业务：考虑 2028 年钼矿投产，预计 2026-2028 年收入分别为 296.6 亿元、296.6 亿元和 316.6 亿元，毛利分别为 36.2 亿元、36.2 亿元和 44.2 亿元，毛利率分别为 12.2%、12.2%和 14.0%。

预计公司 2026 年营业收入同比回升

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	1566.7	1449.3	1731.2	1879.6	1990.3
YOY	—	-7.50%	19.40%	8.60%	5.90%
综合毛利率	35.90%	29.30%	35.30%	36.80%	37.00%
商品煤产量（万吨）	17162	18240	19368	20678	21478
商品煤销量（万吨）	16505	17123	18352	19720	20615
吨煤价格（元/吨）	649	518	579	598	600
YOY	—	-20.20%	11.80%	3.20%	0.40%
吨煤成本（元/吨）	358	331	326	324	323
吨煤毛利（元/吨）	291	187	253	274	277
煤炭收入（亿元）	1071.2	886.7	1062.5	1178.5	1236.5
YOY	—	-17.20%	19.80%	10.90%	4.90%
煤炭成本（亿元）	591.7	566	599.1	639.0	665.5
煤炭毛利（亿元）	479.6	320.7	463.4	539.5	571.0
YOY	—	-33.10%	44.50%	16.40%	5.80%
煤化工收入（亿元）	258	242.9	268.9	296.2	323.6
YOY	—	-5.80%	10.70%	10.20%	9.20%
毛利率	21.10%	26.30%	30.50%	28.50%	26.80%
电力收入（亿元）	25.4	23.1	103.1	108.3	113.7
YOY	—	-8.90%	346.30%	5.00%	5.00%

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.10%	19.40%	28.60%	30.00%	30.00%
其他业务收入（亿元）	212.1	296.6	296.6	296.6	316.6
YOY	—	39.90%	0.00%	0.00%	6.70%
毛利率	12.10%	12.20%	12.20%	12.20%	14.00%

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

7.2、投资建议

投资建议：考虑公司煤炭资源储备丰富，产能规模较大；境内长协煤占比较低、澳洲煤炭采用市场化定价，煤价上行有望释放利润弹性；煤化工业务盈利改善，优质电力资产注入有望显著提升业务规模。预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 1731.2 亿元、1879.6 亿元和 1990.3 亿元，同比增长 19.4%、8.6%和 5.9%；归母净利润分别为 174.8 亿元、187.1 亿元和 201.9 亿元，同比分别+108.6%、+7.1%和+7.9%；EPS 分别为 1.74 元、1.86 元和 2.01 元，截至 2026 年 10 月 23 日股价，对应 PE 分别为 10.5 倍、9.8 倍和 9.1 倍。相对估值方面，中国神华为动力煤行业龙头，中煤能源业务涵盖动力煤、电力及化工，陕西煤业和晋控煤业以动力煤开采销售为主业。因此，我们选取中国神华、中煤能源、陕西煤业和晋控煤业作为可比公司。公司 2026 年预测业绩对应 PE 为 10.5 倍，低于可比公司 13.0 倍的平均 PE。维持"买入"评级。

图表66：公司 2026 年 PE 低于可比公司均值（截至 2026 年 10 月 23 日）

代码	名称	股价（元）	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601088.SH	中国神华	50.20	2.66	2.83	2.92	3.05	18.87	17.75	17.18	16.48
601898.SH	中煤能源	14.56	1.35	1.47	1.57	1.66	10.79	9.89	9.27	8.79
601225.SH	陕西煤业	26.29	1.73	2.20	2.32	2.47	15.20	11.97	11.31	10.66
601001.SH	晋控煤业	15.95	1.09	1.29	1.47	1.60	14.63	12.34	10.84	9.94
平均值							14.87	12.99	12.15	11.47
600188.SH	兖矿能源	18.30	0.84	1.74	1.86	2.01	21.89	10.51	9.82	9.10

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院
注：中国神华、中煤能源、陕西煤业和晋控煤业 2026-2028 年 EPS 采用 ifind 一致预期，兖矿能源 2026-2028 年 EPS 为长城证券产业金融研究院测算

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

煤价上涨不及预期：若国内外煤炭供需格局宽松，煤炭价格回升不及预期，可能影响公司煤炭业务收入及盈利水平。

资产收购及项目推进不及预期：相关收购及项目的审批、交割或建设存在不确定性，若推进不及预期，可能影响公司产能扩张及业绩增长。

生产安全事故：公司煤炭开采及煤化工生产存在一定安全风险，若发生重大安全事故，可能面临停产整改。

汇率波动风险：公司境外销售、融资等业务涉及多种货币，汇率变动可能影响销售收入折算、汇兑损益及相关成本。

地缘政治与海外经营风险：公司海外业务受所在地政策、经济及国际关系变化影响，若相关环境出现不利变化，可能影响当地生产经营及贸易往来。

环境保护风险：公司煤炭开采、煤化工等业务需持续满足环保要求，若环保标准趋严或相关设施运行不达标，可能增加环保投入及运营成本。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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	142486	157537	172167
现金	41079	37428	46278	49102	56456
应收票据及应收账款	10745	10590	10205	13499	12407
其他应收款	3997	23016	25022	28975	31014
预付账款	4786	7319	7957	9214	9862
存货	7869	7565	8321	9050	10058
其他流动资产	33815	39587	44703	47697	52370
非流动资产	309614	327439	335547	341673	346452
长期股权投资	25660	26883	34329	37663	41053
固定资产	132689	142146	138294	135685	132006
无形资产	86428	103244	108235	113993	120211
其他非流动资产	64838	55166	54690	54333	53183
资产总计	411903	452944	478033	499210	518619
流动负债	134728	148937	136898	137013	137517
短期借款	8893	20958	23834	26271	28407
应付票据及应付账款	39409	43277	41713	39347	37369
其他流动负债	86426	84702	71351	71395	71741
非流动负债	127554	132911	142435	136654	125025
长期借款	79633	80064	92051	85038	74026
其他非流动负债	47921	52847	50384	51616	51000
负债合计	262282	281847	279334	273667	262542
少数股东权益	61749	70617	80741	91579	103274
股本	10040	10037	10035	10035	10035
资本公积	7739	16360	16360	16360	16360
留存收益	51560	48854	71424	98282	125808
归属母公司股东权益	87872	100480	117959	133964	152803
负债和股东权益	411903	452944	478033	499210	518619

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	27733	29778	38489
净利润	22066	14226	27605	29553	31888
折旧摊销	17239	17023	17417	18762	19827
财务费用	3137	4148	2506	1902	1533
投资损失	-2505	-2245	-5819	-1819	-1819
营运资金变动	-16133	-13230	-14033	-18530	-12925
其他经营现金流	2048	-437	56	-91	-17
投资活动现金流	-15458	-16951	-19560	-23074	-22716
资本支出	18551	18521	19063	20604	21241
长期投资	5424	1287	-7445	-3334	-3390
其他投资现金流	-2331	282	6948	865	1915
筹资活动现金流	-9770	-7662	677	-3880	-8419
短期借款	4808	12065	2876	2437	2136
长期借款	6105	431	11987	-7013	-11013
普通股增加	2600	-2	-2	0	0
资本公积增加	7772	8621	0	0	0
其他筹资现金流	-31056	-28777	-14184	696	458
现金净增加额	537	-4809	8850	2825	7353

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	156672	144933	173116	187960	199034
营业成本	100361	102409	111995	118701	125429
营业税金及附加	7483	7095	8656	9398	9952
销售费用	4919	2886	4155	4323	4379
管理费用	10499	9829	12118	13157	13932
研发费用	3499	3398	4059	4407	4666
财务费用	3137	4148	2506	1902	1533
资产和信用减值损失	-131	-73	-87	-94	-100
其他收益	390	342	342	342	342
公允价值变动收益	-57	-4	-4	-4	-4
投资净收益	2505	2245	5819	1819	1819
资产处置收益	118	989	50	50	50
营业利润	28430	18435	35918	38368	41445
营业外收入	1008	469	469	469	469
营业外支出	611	478	478	478	478
利润总额	28827	18425	35908	38359	41435
所得税	6761	4199	8303	8806	9546
净利润	22066	14226	27605	29553	31888
少数股东损益	6571	5217	10124	10838	11695
归属母公司净利润	14863	8381	17481	18714	20193
EBITDA	50628	40880	56522	60387	64216
EPS（元/股）	1.48	0.83	1.74	1.86	2.01

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%	19.4%	8.6%	5.9%
营业利润（%）	-23.1%	-35.2%	94.8%	6.8%	8.0%
归属母公司净利润（%）	-27.8%	-43.6%	108.6%	7.1%	7.9%
获利能力					
毛利率（%）	35.9%	29.3%	35.3%	36.8%	37.0%
净利率（%）	9.5%	5.8%	10.1%	10.0%	10.1%
ROE（%）	14.7%	8.3%	13.9%	13.1%	12.5%
ROIC（%）	10.9%	7.0%	10.6%	10.7%	10.9%
偿债能力					
资产负债率（%）	63.7%	62.2%	58.4%	54.8%	50.6%
净负债比率（%）	70.1%	72.3%	59.7%	51.5%	40.4%
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
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	19.3	18.6	17.7
应付账款周转率	4.4	3.7	4.0	4.7	5.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	1.48	0.83	1.74	1.86	2.01
每股经营现金流（最新摊薄）	2.58	1.94	2.76	2.97	3.83
每股净资产（最新摊薄）	6.44	7.14	8.89	10.48	12.36
估值比率					
P/E	12.4	21.9	10.5	9.8	9.1
P/B	2.8	2.6	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.9	9.2	6.8	6.5	6.1

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster