

兖矿能源 (600188.SH) 煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤炭煤化工成长

2025 年 04 月 28 日

——公司 2025 年一季报报告

投资评级：买入（维持）

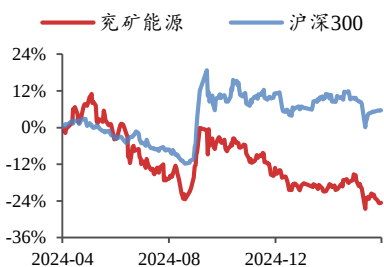
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2025/4/25
当前股价(元)	12.43
一年最高最低(元)	26.00/11.90
总市值(亿元)	1,247.95
流通市值(亿元)	736.34
总股本(亿股)	100.40
流通股本(亿股)	59.24
近 3 个月换手率(%)	25.5

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《成本管控对冲煤价下跌影响，关注煤炭主业成长—公司2024年报点评报告》-2025.3.31

《Q3 业绩稳健海外高增，兼具高分红
与高成长—公司信息更新报告》
-2024.10.28

《煤价下行业绩承压，兼具高分红与
高成长—公司 2024 年中报点评报告》
-2024.9.2

● 煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤炭煤化工成长，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 303.1 亿元，同比-23.5%，环比-6.7%；实现归母净利润 27.1 亿元，同比-27.9%，环比-10.3%；实现扣非后归母净利润 27.3 亿元，同比-25.6%，环比-3.9%。考虑到后续煤价或季节性反弹，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 120.8/139.9/169.5 亿元，同比-19.7%/+15.7%/+21.2%；对应 EPS 分别为 1.20/1.39/1.69 元；对应当前股价 PE 为 10.3/8.9/7.4 倍。公司作为国际化龙头煤企，煤炭及煤化工成长性突出，我们看好未来成长潜力，维持“买入”评级。

● Q1 煤炭销量&价格下滑致业绩同比承压，煤化工产销量同比提升致盈利增加

(1) 煤炭业务: 产销量方面, 2025Q1 公司商品煤产销量 3680/3143 万吨, 同比 +6.2%/-8.1%, 其中国内/外商品煤产量 2599/1081 万吨, 同比 +6%/+6.8%, 国内/外商品煤销量 2087/962 万吨, 同比 -2.9%/-0.1%, 国内外销量同比小幅下滑; 价格方面, 2025Q1 公司商品煤吨煤售价 551 元/吨, 同比 -24.2%, 其中海外煤售价 693 元/吨, 同比 -15.3%, 国内煤售价 477 元/吨, 同比 -22%; 成本方面, 2025Q1 公司商品煤吨煤成本 362 元/吨, 同比 -22.7%, 其中海外煤吨煤成本 485 元/吨, 同比 -13.9%, 国内煤吨煤成本 292 元/吨, 同比 -8.4%; 毛利方面, 2025Q1 公司商品煤吨煤毛利 189 元/吨, 同比 -26.9%, 其中海外煤单吨毛利 208 元/吨, 同比 -18.5%, 国内煤单吨毛利 186 元/吨, 同比 -36.7%。

(2) 煤化工业务: 产销量方面, 2025Q1 公司化工产品产/销量 241.4/201.8 万吨, 同比 +11.6%/+7.3%; 盈利方面, 2025Q1 公司煤化工业务营业收入 63 亿元, 同比 +0.7%, 营业成本 48.4 亿元, 同比 -7.1%, 实现毛利 14.6 亿元, 同比 +39.1%, 毛利率为 23.2%, 同比 +6.4pct。

(3) 电力业务: 发/销电量方面, 2025Q1 公司发电量/售电量 17.9/14.3 亿千瓦时, 同比 -8.8%/-12.3%; 盈利方面, 2025Q1 公司电力业务营业收入 5.3 亿元, 同比 -17.1%, 营业成本 4.8 亿元, 同比 -11.2%, 实现毛利 0.5 亿元, 同比 -49%, 毛利率 9.6%, 同比 -6pct。

●煤炭&煤化工成长性突出，股息率彰显长期投资价值

(1) 煤炭&煤化工成长性突出：煤炭方面，2024 年 12 月山东万福煤矿投入联合试运转，新增 180 万吨优质焦煤产能；新疆五彩湾露天矿一期 1000 万吨项目全速推进，二期提升至 2300 万吨/年产能规模已获批；内蒙古霍林河一号煤矿、刘三圪旦煤矿矿区规划调整至 700 万吨/年、1000 万吨/年，预计 2025 年开工建设霍林河一号煤矿、3 年内开工建设刘三圪旦煤矿；嘎鲁图煤矿、曹四天钼矿完成用地、勘探等关键手续审批，预计 2026 年开工建设曹四天钼煤矿、3 年内开工建设嘎鲁图煤矿。**煤化工方面**，2024 年内蒙古荣信化工、新疆能化两个 80 万吨烯烃项目开工建设。**(2) 股息率彰显长期投资价值：**公司继中期分红 0.23 元/股，拟年度末期分红 0.54 元/股，两次分红合计 0.77 元/股，按照 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，当前公司股息率为 6.2%。

● **风险提示：**经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，转型进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,068	139,124	161,432	171,790	183,643
YOY(%)	-33.3	-7.3	16.0	6.4	6.9
归母净利润(百万元)	20,589	15,057	12,084	13,986	16,952
YOY(%)	-39.1	-26.9	-19.7	15.7	21.2
毛利率(%)	40.6	35.8	27.0	28.3	30.1
净利率(%)	13.7	10.8	7.5	8.1	9.2
ROE(%)	22.9	15.7	11.2	12.0	13.0
EPS(摊薄/元)	2.05	1.50	1.20	1.39	1.69
P/E(倍)	6.1	8.3	10.3	8.9	7.4
P/B(倍)	2.2	2.1	1.7	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96304	97355	153716	108958	167314
现金	37691	38345	84884	46298	94664
应收票据及应收账款	7846	10209	9366	12166	10469
其他应收款	4201	3484	6330	3614	7277
预付账款	5083	4747	5896	5822	6491
存货	7742	7625	13948	7891	15227
其他流动资产	33740	32945	33293	33168	33186
非流动资产	258160	261200	269408	268909	267008
长期投资	23993	25643	28855	32431	35824
固定资产	112485	112709	119870	118875	117572
无形资产	67156	64019	63599	62331	60653
其他非流动资产	54527	58828	57084	55272	52959
资产总计	354464	358554	423124	377866	434323
流动负债	123142	117202	176724	136149	188875
短期借款	4084	7693	5889	39524	6340
应付票据及应付账款	31455	32322	53561	35238	57783
其他流动负债	87603	77187	117274	61387	124753
非流动负债	112840	108342	96592	79945	63847
长期借款	73528	71673	58601	42616	26188
其他非流动负债	39312	36669	37990	37329	37660
负债合计	235982	225544	273315	216094	252723
少数股东权益	45655	50416	55131	60588	67203
股本	7439	10040	10040	10040	10040
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131
留存收益	51953	50096	62373	79199	98008
归属母公司股东权益	72828	82594	94678	101184	114397
负债和股东权益	354464	358554	423124	377866	434323

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16159	22342	96505	-35584	112766
净利润	27156	20932	16799	19443	23567
折旧摊销	14839	15049	14053	15507	16683
财务费用	3903	2792	-513	-250	-1020
投资损失	-2259	-2626	-2290	-2290	-2290
营运资金变动	-27216	-15796	69346	-67295	76692
其他经营现金流	-265	1990	-890	-700	-867
投资活动现金流	-12203	-9726	-19584	-12838	-12359
资本支出	18191	17077	19325	11294	11458
长期投资	3243	5408	-3212	-3576	-3394
其他投资现金流	2745	1943	2953	2032	2492
筹资活动现金流	-32515	-12386	-30382	-22897	-19307
短期借款	-2402	3609	-1804	33635	-33184
长期借款	9907	-1855	-13072	-15985	-16428
普通股增加	2491	2600	0	0	0
资本公积增加	-6612	4164	0	0	0
其他筹资现金流	-35898	-20904	-15506	-40547	30305
现金净增加额	-28056	143	46539	-71319	81100

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150068	139124	161432	171790	183643
营业成本	89079	89312	117854	123119	128314
营业税金及附加	6432	5944	6897	7340	7846
营业费用	5002	4713	5468	5819	6221
管理费用	8493	8575	9949	10588	11318
研发费用	2912	2735	3173	3377	3610
财务费用	3903	2792	-513	-250	-1020
资产减值损失	-40	-11	-12	-13	-14
其他收益	261	315	315	315	315
公允价值变动收益	90	-57	-57	-57	-57
投资净收益	2259	2626	2290	2290	2290
资产处置收益	1	106	106	106	106
营业利润	36968	26857	21954	25194	30801
营业外收入	368	953	953	953	953
营业外支出	323	518	518	518	518
利润总额	37013	27292	22388	25628	31236
所得税	9857	6359	5589	6185	7668
净利润	27156	20932	16799	19443	23567
少数股东损益	6568	5875	4715	5457	6615
归属母公司净利润	20589	15057	12084	13986	16952
EBITDA	55822	46387	37384	42434	48554
EPS(元)	2.05	1.50	1.20	1.39	1.69

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-33.3	-7.3	16.0	6.4	6.9
营业利润(%)	-40.8	-27.3	-18.3	14.8	22.3
归属于母公司净利润(%)	-39.1	-26.9	-19.7	15.7	21.2
获利能力					
毛利率(%)	40.6	35.8	27.0	28.3	30.1
净利率(%)	13.7	10.8	7.5	8.1	9.2
ROE(%)	22.9	15.7	11.2	12.0	13.0
ROIC(%)	16.1	11.6	9.3	9.6	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	62.9	64.6	57.2	58.2
净负债比率(%)	64.3	65.3	6.0	40.1	-18.1
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	20.0	17.1	18.6	17.8	18.2
应付账款周转率	4.1	4.5	4.3	4.4	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.50	1.20	1.39	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.23	9.61	-3.54	11.23
每股净资产(最新摊薄)	5.61	5.91	7.11	7.76	9.08
估值比率					
P/E	6.1	8.3	10.3	8.9	7.4
P/B	2.2	2.1	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.4	5.6	5.1	5.9	3.3

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn