

## 兖矿能源 (600188.SH)

## 产能成长可期，提质增效降本，夯实资源为王

公司发布 2024 年业绩公告。2024 年公司实现营业收入 1391 亿元，同比-7.3%；归母净利润 144 亿元，同比-28.4%。24Q4 单季度公司实现营业收入 324.9 亿元，同比+128.2%，环比-5.3%；归母净利润 30.2 亿元，同比-33.3%，环比-21.3%。

**煤炭业务：产销增长、毛利下行、成长可期。**

- **产销方面：**2024 年公司商品煤产量 1.42 亿吨，同比+7.9%，商品煤销量 1.30 亿吨，同比+2.2%。24Q4 公司商品煤产量 3668 万吨，同比+5.4%，环比-0.1%，商品煤销量 3354 万吨，同比+2.7%，环比+3.3%。
- **利价方面：**2024 年公司吨煤售价（扣除贸易）656 元/吨，同比-12.3%；吨煤成本（扣除贸易）338 元/吨，同比+1.4%；主要系菏泽能化受地质条件变化、采场更替影响，商品煤产量减少成本增加。24Q4 公司吨煤售价（扣除贸易）637 元/吨，环比-2.6%，同比-16.5%；吨煤综合成本 320 元/吨，环比+3.2%，同比+3.9%。
- **产能成长可期。**山东万福煤矿投产运营，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。2025 年公司开工建设霍林河一号煤矿，3 年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿，三矿建成后新增煤炭产能 2500 万吨/年以上。

**化工：毛利回升，高端化工新材料持续推进。**

- **产销方面：**2024 年公司煤化工产品产量 870 万吨，同比+1.4%；销量 780 万吨，同比-0.8%。24Q4 化工产品产量 223 万吨，同比+6.6%，环比+2.5%；销量 199 万吨，同比+1.3%，环比+2.1%。
- **利价方面：**2024 年公司化工产品综合售价 3233 元/吨，同比-3.7%，综合成本 2535 元/吨，同比-5.7%，毛利率 21.6%，同比+1.6pct。24Q4 公司化工产品综合售价 2938 元/吨，同比-13.6%，环比-7.4%；综合成本 2317 元/吨，同比-13.4%，环比-3.7%。
- **公司持续提升高端化工新材料产业创效能力。**2024 年公司新疆煤化工 6 万吨三聚氰胺项目建成投产；鲁南化工世界首套单体最大 3000 吨级多喷嘴、对置式（OMB）粉煤加压气化炉稳定运行，6 万吨聚甲醛项目加快推进。未来公司有序推进内蒙古荣信化工、新疆准东两个 80 万吨烯烃、未来能源 50 万吨高温费托、鲁南化工低碳高效新能源材料一体化等项目。

**多元矿业发展，夯实“资源为王”。**公司积极布局多矿种领域，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；拟建设内蒙古曹四夭钼矿，资源量 10.4 亿吨，截至 2024 年年报曹四夭钼矿完成用地、勘探等关键手续审批。公司坚持“资源为王”，未来计划分区域、分批次加快落实控股股东所属西北、内蒙古等区域优质煤矿资产注入；积极获取陕蒙、新疆等国家能源战略基地“核心产区”优质煤炭资源；密切关境外焦煤、有色金属等资产并购机会。

**深化“提质增效降本”。**1) 强化生产降本，降低生产消耗。2) 深化管理降本。力争可控费用降低 5%。优化人力资源配置，实现控员提效。3) 加强资金管理。力争综合融资成本压降 6%，财务费用降低 3 亿元。4) 优化物流管理，降低销售费用。5) 盘活存量资产，确保存量物资降低 10%。6) 严控采购成本，确保采购降本 2.2 亿元以上。7) 深化智慧营销。重点抓好长协兑现、新增市场开发，保煤质、保现金流。

**股东回报持续践行。**2024 年公司拟向全体股东派发末期现金股利人民币 0.54 元/股（含税），年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 77.3 亿元（含税），分红比例 53.6%，国际财务准则归母净利润扣除法定储备后分红比例为 60.03%，截至 3 月 28 日收盘，股息率 5.7%。

**2025 年公司发展目标：**2025 年公司计划生产商品煤 1.55-1.6 亿吨，生产化工品 860-900 万吨；吨煤销售成本力争同比降低 3%；资产负债率力争降至 60% 以下。

**投资建议：**考虑到动力煤、焦煤价格下行，我们下调公司业绩预期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 99/119/138 亿元，对应 PE 为 13.8X、11.5X、9.9X，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；煤炭价格不及预期；煤炭产量超预期。

## 买入（维持）

## 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
03 月 28 日收盘价（元）	13.61
总市值（百万元）	136,642.50
总股本（百万股）	10,039.86
其中自由流通股（%）	99.60
30 日日均成交量（百万股）	28.76

## 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	高黎明
执业证书编号：	S0680524100001
邮箱：	gaoziming@gszq.com
研究助理	廖岚琪
执业证书编号：	S0680124070012
邮箱：	liaolanqi@gszq.com

## 相关研究

- 《兖矿能源 (600188.SH)：Q3 业绩环比改善，未来成长可期》 2024-10-27
- 《兖矿能源 (600188.SH)：Q2 业绩环比改善，未来成长可期》 2024-09-03
- 《兖矿能源 (600188.SH)：成长、弹性兼备，价值凸显》 2024-04-28

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	150,068	139,124	127,382	136,603	144,699
增长率 yoy (%)	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
归母净利润 (百万元)	20,144	14,425	9,895	11,902	13,755
增长率 yoy (%)	-39.6	-28.4	-31.4	20.3	15.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37
净资产收益率 (%)	27.7	17.5	11.4	12.8	13.9
P/E (倍)	6.8	9.5	13.8	11.5	9.9
P/B (倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 28 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	96304	97355	91838	90343	99767
现金	37691	38345	32944	24495	28716
应收票据及应收账款	7846	10209	6861	7800	7941
其他应收款	4201	3484	3374	3621	3836
预付账款	5083	4747	4240	4908	5107
存货	7742	7625	7347	7922	8244
其他流动资产	33740	32945	37073	41597	45923
<b>非流动资产</b>	258160	261200	281871	304160	312623
长期投资	23993	25643	26565	27487	28652
固定资产	112477	112709	130242	148896	156108
无形资产	67156	64019	64746	66133	64932
其他非流动资产	54535	58828	60318	61644	62930
<b>资产总计</b>	354464	358554	373709	394503	412390
<b>流动负债</b>	123142	117202	121952	131282	136088
短期借款	4084	7693	8297	10403	11757
应付票据及应付账款	31455	32322	29279	32456	33774
其他流动负债	87603	77187	84376	88423	90557
<b>非流动负债</b>	112840	108342	110062	111842	113622
长期借款	61355	55700	57700	59700	61700
其他非流动负债	51485	52642	52362	52142	51922
<b>负债合计</b>	235982	225544	232014	243124	249710
少数股东权益	45655	50416	54557	58739	63571
股本	7439	10040	10038	10036	10034
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131
留存收益	51953	50096	54649	60161	66638
归属母公司股东权益	72828	82594	87138	92641	99109
<b>负债和股东权益</b>	354464	358554	373709	394503	412390

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	16159	22342	32760	34415	36685
净利润	27156	20932	14036	16084	18588
折旧摊销	15115	15298	14407	17778	20143
财务费用	4372	3319	2690	2791	2903
投资损失	-2259	-2626	-2293	-2049	-2605
营运资金变动	-28269	-15663	3849	31	-2106
其他经营现金流	44	1081	71	-220	-238
<b>投资活动现金流</b>	-12203	-9726	-32603	-37581	-25429
资本支出	-17987	-17043	-34179	-38708	-26884
长期投资	3241	5408	-223	-529	-856
其他投资现金流	2543	1909	1799	1655	2311
<b>筹资活动现金流</b>	-32515	-12386	-5519	-5271	-7128
短期借款	-2402	3609	603	2106	1355
长期借款	18526	-5655	2000	2000	2000
普通股增加	2491	2600	-2	-2	-2
资本公积增加	-6612	4164	0	0	0
其他筹资现金流	-44518	-17103	-8121	-9375	-10480
<b>现金净增加额</b>	-28056	143	-5401	-8449	4221

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	150068	139124	127382	136603	144699
营业成本	89079	89312	89228	93340	97129
营业税金及附加	6432	5944	5350	6011	6367
营业费用	5002	4713	4331	4918	5209
管理费用	8493	8575	7898	8743	9261
研发费用	2912	2735	2548	2869	3039
财务费用	3903	2792	1923	2132	2413
资产减值损失	-40	-11	-19	167	252
其他收益	261	315	255	164	174
公允价值变动收益	90	-57	0	0	0
投资净收益	2259	2626	2293	2049	2605
资产处置收益	1	106	127	109	116
<b>营业利润</b>	36968	26857	17950	20850	24080
营业外收入	368	953	574	632	719
营业外支出	323	518	529	457	501
<b>利润总额</b>	37013	27292	17995	21025	24298
所得税	9857	6359	3959	4941	5710
<b>净利润</b>	27156	20932	14036	16084	18588
少数股东损益	6568	5875	3509	4182	4833
<b>归属母公司净利润</b>	20144	14425	9895	11902	13755
EBITDA	53613	42866	34325	40935	46853
EPS (元/股)	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
营业利润(%)	-40.8	-27.3	-33.2	16.2	15.5
归属母公司净利润(%)	-39.6	-28.4	-31.4	20.3	15.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.6	35.8	30.0	31.7	32.9
净利率(%)	13.4	10.4	7.8	8.7	9.5
ROE(%)	27.7	17.5	11.4	12.8	13.9
ROIC(%)	13.0	8.6	6.1	6.6	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.6	62.9	62.1	61.6	60.6
净负债比率(%)	51.5	55.0	57.1	61.6	56.6
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	20.0	17.1	16.6	20.9	20.7
应付账款周转率	4.1	4.5	4.6	4.8	4.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.23	3.26	3.43	3.65
每股净资产(最新摊薄)	7.25	8.23	8.68	9.23	9.87
<b>估值比率</b>					
P/E	6.8	9.5	13.8	11.5	9.9
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.9	5.0	6.3	5.6	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月28日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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

邮箱：gsresearch@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