

兖矿能源 (600188.SH)

成本管控对冲煤价下跌影响，关注煤炭主业成长

2025年03月31日

——公司2024年报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/3/28
当前股价(元)	13.61
一年最高最低(元)	26.10/12.59
总市值(亿元)	1,366.43
流通市值(亿元)	806.24
总股本(亿股)	100.40
流通股本(亿股)	59.24
近3个月换手率(%)	25.73

● 成本管控对冲煤价下跌影响，关注煤炭主业成长，维持“买入”评级

公司发布2024年年报，2024年公司实现营业收入1391.2亿元，同比-7.3%；实现归母净利润144.3亿元，同比-28.4%；实现扣非后归母净利润138.9亿元，同比-25.3%；单Q4看，实现营业收入324.9亿元，环比-5.3%，实现归母净利润30.2亿元，环比-21.3%，实现扣非后归母净利润28.4亿元，环比-24.3%。考虑到煤价下跌，我们下调2025-2026年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计2025-2026年归母净利润为120.8/139.9/169.5亿元（2025-2026年前值为179.6/203.2亿元），同比-19.7%/+15.7%/+21.2%；对应EPS分别为1.2/1.39/1.69元；对应当前股价PE为11.3/9.8/8.1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。

● 商品煤价格下跌致煤炭业务盈利下滑，煤化工&电力盈利同比改善

(1) 煤炭业务：产销量方面，2024年公司商品煤产销量14249/13631万吨，同比+7.9%/+7.3%，其中2024年国内/外商品煤产量10020/4229万吨，同比+7.5%/+8.8%，国内/外商品煤销量8672/4305万吨，同比+5.1%/+12%，国内外产销量双双增长；2025年公司计划生产商品煤1.55-1.6亿吨，商品煤产销量预计延续同比增长；**价格方面**，2024年商品煤吨煤售价672元/吨，同比-16.3%，其中海外煤售价798元/吨，同比-22.7%，国内煤售价586元/吨，同比-12.6%；**成本方面**，2024年商品煤吨煤成本396元/吨，同比-5.9%，其中海外煤吨煤成本511元/吨，同比-8.8%，国内煤吨煤成本299元/吨，同比-0.4%；**毛利方面**，2024年商品煤吨煤毛利277元/吨，同比-27.7%，其中海外煤单吨毛利287元/吨，同比-39.1%，国内煤单吨毛利287元/吨，同比-22.5%。**(2) 煤化工业务：**产销量方面，2024年公司化工产品产/销量870/780万吨，同比+1.34%/-0.78%；**盈利方面**，2024年公司煤化工业务营业收入252亿元，同比-4.5%，营业成本198亿元，同比-6.4%，实现毛利54亿元，同比+3.4%，毛利率为21.6%，同比+1.6pct。**(3) 电力业务：**发/销电量方面，2024年公司发电量/售电量81.2/68亿千瓦时，同比-3.4%/-4.3%；**盈利方面**，2024年电力业务营业收入25.4亿元，同比-2%，营业成本22.1亿元，同比-6.2%，实现毛利3.3亿元，同比+39.5%，毛利率13.1%，同比+3.9pct。

● 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3月28日收盘价计算，当前公司股息率为5.7%。

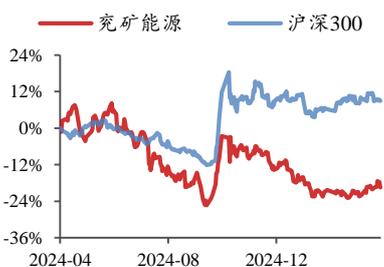
● **风险提示：**经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，转型进展慢于预期。

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)	6.6	9.1	11.3	9.8	8.1
P/B(倍)	2.4	2.3	1.9	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《煤价下行拖累Q1业绩，兼具高分红与高成长——公司2024年一季报点评报告》-2024.4.27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96304	97355	153714	108958	167312	营业收入	150068	139124	161432	171790	183643
现金	37691	38345	84882	46298	94662	营业成本	89079	89312	117854	123119	128314
应收票据及应收账款	7846	10209	9366	12166	10469	营业税金及附加	6432	5944	6897	7340	7846
其他应收款	4201	3484	6330	3614	7277	营业费用	5002	4713	5468	5819	6221
预付账款	5083	4747	5896	5822	6491	管理费用	8493	8575	9949	10588	11318
存货	7742	7625	13948	7891	15227	研发费用	2912	2735	3173	3377	3610
其他流动资产	33740	32945	33293	33168	33186	财务费用	3903	2792	-513	-250	-1020
非流动资产	258160	261200	269412	268910	267011	资产减值损失	-40	-11	-12	-13	-14
长期投资	23993	25643	28855	32431	35824	其他收益	261	315	315	315	315
固定资产	112477	112709	119870	118875	117571	公允价值变动收益	90	-57	-57	-57	-57
无形资产	67156	64019	63599	62331	60653	投资净收益	2259	2626	2290	2290	2290
其他非流动资产	54535	58828	57088	55274	52962	资产处置收益	1	106	106	106	106
资产总计	354464	358554	423125	377868	434323	营业利润	36968	26857	21953	25194	30801
流动负债	123142	117202	176724	136150	188875	营业外收入	368	953	953	953	953
短期借款	4084	7693	5889	39525	6340	营业外支出	323	518	518	518	518
应付票据及应付账款	31455	32322	53561	35238	57783	利润总额	37013	27292	22388	25628	31236
其他流动负债	87603	77187	117274	61387	124753	所得税	9857	6359	5589	6185	7668
非流动负债	112840	108342	96593	79945	63847	净利润	27156	20932	16799	19443	23567
长期借款	73528	71673	58602	42616	26188	少数股东损益	6568	5875	4715	5457	6615
其他非流动负债	39312	36669	37990	37329	37660	归属母公司净利润	20589	15057	12084	13986	16952
负债合计	235982	225544	273316	216095	252723	EBITDA	55822	46387	37384	42434	48554
少数股东权益	45655	50416	55131	60588	67203	EPS(元)	2.05	1.50	1.20	1.39	1.69
股本	7439	10040	10040	10040	10040						
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	51953	50096	62373	79199	98008	成长能力					
归属母公司股东权益	72828	82594	94678	101184	114397	营业收入(%)	-33.3	-7.3	16.0	6.4	6.9
负债和股东权益	354464	358554	423125	377868	434323	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	6.6	9.1	11.3	9.8	8.1
						P/B	2.4	2.3	1.9	1.8	1.5
						EV/EBITDA	4.6	5.9	5.4	6.2	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

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