

公司研究 | 点评报告 | 兖矿能源 (600188.SH)

Q1 增量释放叠加成本优化对冲部分价减影响， 关注 25 全年量增弹性

报告要点

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现归母净利润 27.1 亿元，同比-10.5 亿元 (-27.9%)，环比-3.1 亿元 (-10.3%)。2025 年量增幅度可观，中长期聚焦成长+股息。随着 180 万吨万福煤矿投产、陕蒙矿井产能继续爬坡，下半年新疆五彩湾一期 1000 万吨投产，2025 年公司内生量增幅度或超 10%，叠加拟资产注入西北矿业，预计又将带来 3000 万吨+量增。并且西北矿业承诺 3 年累计实现业绩 71 亿，年化业绩约 24 亿，未达承诺以现金方式向公司补偿利润差额，充分反映发展信心。此外公司保底分红承诺 60%，当前兼具成长+股息双重优势。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003
SFC: BUT918



赵超

SAC: S0490519030001
SFC: BUY139



叶如祯

SAC: S0490517070008



庄越

SAC: S0490522090003



韦思宇

SAC: S0490524120007

兖矿能源 (600188.SH)

Q1 增量释放叠加成本优化对冲部分价减影响，关注 25 全年量增弹性

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现归母净利润 27.1 亿元，同比-10.5 亿元 (-27.9%)，环比-3.1 亿元 (-10.3%)。

事件评论

● 煤炭：量增+成本改善，但价减明显盈利仍下滑。

1) 产销：受万福煤矿投产及部分矿井地质限产条件解除影响，公司产销同比提升。

2025Q1，公司自产煤产/销量 3680/3049 万吨，同比+217/-64 万吨 (+6%/-2%)，环比+12/-305 万吨 (+0.3%/-9%)。

2) 价格：公司吨煤售价跟随市场趋势下行。2025Q1，公司自产煤售价 545 元/吨，同比-130 元/吨 (-19%)，环比-92 元/吨 (-14%)。其中，自产动力煤/冶金煤售价 455/947 元/吨，同比-78/-393 元/吨 (-15%/-29%)，环比-51/-176 元/吨 (-10%/-16%)。

3) 成本&毛利：成本虽有压降难抵价格跌幅，盈利同比下滑。2025Q1，自产煤吨煤成本 352 元/吨，同比-41 元/吨 (-10.5%)，环比+2 元/吨 (+0.5%)；自产煤吨煤毛利 193 元/吨，同比-89 元/吨 (-31.6%)，环比-93 元/吨 (-32.6%)。

● 煤化工：Q1 量增价减，原料煤下跌助益成本下滑，利润同比增厚。2025Q1 公司实现煤化工产品产销量 241/202 万吨，同比+25/+14 万吨，环比+7/-9 万吨；吨产品收入 3121 元/吨，同比-206 元/吨，环比+25 元/吨；吨产品成本 2398 元/吨，同比-371 元/吨，环比+54 元/吨；吨产品毛利 723 元/吨，同比+165 元/吨，环比-29 元/吨。最终 2025Q1 煤化工业务贡献毛利润约 15 亿，同比+4 亿，环比-1 亿。

● 电力：或主因电价下跌导致公司电力利润下滑。2025Q1 公司发/售电量分别 18/14 亿度，同比-1.7/-2 亿度，环比-3.1/-1.7 亿度；度电售价 0.3715 元/度，同环比均下降约 2 分/度；度电毛利约 0.4 分/度，同比下降 2.6 分/度，环比下降 3.7 分/度。最终 2025Q1 电力业务贡献毛利润约 0.5 亿，同比-0.5 亿，环比-0.7 亿。

● 2025 年量增幅度可观，中长期聚焦成长+股息。随着 180 万吨万福煤矿投产、陕蒙矿井产能继续爬坡，下半年新疆五彩湾一期 1000 万吨投产，2025 年公司内生量增幅度或超 10%，叠加拟资产注入西北矿业，预计又将带来 3000 万吨+量增。并且西北矿业承诺 3 年累计实现业绩 71 亿，年化业绩约 24 亿，未达承诺以现金方式向公司补偿利润差额，充分反映发展信心。此外公司保底分红承诺 60%，当前兼具成长+股息双重优势。

● 投资建议：不考虑西北矿业资产注入，预计公司 2025-2027 年归母净利润 101/104/106 亿元，对应 5 月 7 日收盘价计算 PE 为 12.38x/12.09x/11.76x，按 2024 年 53.59% 分红率计算股息率为 4.33%/4.43%/4.55%。

风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险；
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险。

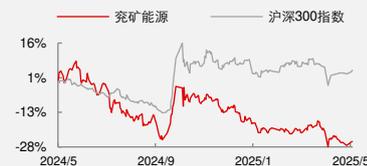
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.48
总股本(万股)	1,003,748
流通A股/B股(万股)	592,391/0
每股净资产(元)	6.21
近12月最高/最低价(元)	26.00/11.90

注：股价为 2025 年 5 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《量增价减业绩平稳落地，关注 2025 年量增兑现节奏》2025-04-06
- 《澳洲增产摊薄成本，非煤业务盈利提升修复业绩》2024-11-16
- 《23 年量价双减业绩下降，国内外量增贡献中期成长》2024-04-14


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险：若后期地产复苏较弱，钢铁需求承压下双焦市场价格存在下行风险，公司长协价可能随着市场价出现下调，对业绩影响可能较大。
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致气价跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139124	110164	113237	113118	货币资金	38345	30124	23063	30740
营业成本	89312	72765	75614	75482	交易性金融资产	167	167	167	167
毛利	49813	37399	37622	37635	应收账款	9261	5465	6139	6425
%营业收入	36%	34%	33%	33%	存货	7625	5991	6418	6355
营业税金及附加	5944	4467	4761	4725	预付账款	4747	3458	3976	3856
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他流动资产	37210	36307	36440	36402
销售费用	4713	3584	3765	3757	流动资产合计	97355	81513	76203	83945
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	25643	25643	25643	25643
管理费用	8575	6790	6979	6972	投资性房地产	1235	1235	1235	1235
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	112709	111193	114394	112112
研发费用	2735	2165	2226	2223	无形资产	64019	62680	61340	60001
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	297	297	297	297
财务费用	2792	2856	2787	2329	递延所得税资产	4866	4866	4866	4866
%营业收入	2%	3%	2%	2%	其他非流动资产	52430	54752	57074	59396
加: 资产减值损失	-11	0	0	0	资产总计	358554	342179	341052	347495
信用减值损失	-590	0	0	0	短期贷款	7693	15731	0	0
公允价值变动收益	-57	0	0	0	应付款项	20395	16616	17267	17237
投资收益	2626	2079	2137	2135	预收账款	0	0	0	0
营业利润	26857	19151	19585	20106	应付职工薪酬	2023	1648	1712	1709
%营业收入	19%	17%	17%	18%	应交税费	2226	1762	1811	1810
营业外收支	435	0	0	0	其他流动负债	84866	79155	83599	80425
利润总额	27292	19151	19585	20106	流动负债合计	117202	114913	104390	101180
%营业收入	20%	17%	17%	18%	长期借款	55700	55700	55700	55700
所得税费用	6359	4462	4564	4685	应付债券	15974	15974	15974	15974
净利润	20932	14688	15021	15421	递延所得税负债	9480	9480	9480	9480
归属于母公司所有者的净利润	14612	10121	10360	10648	其他非流动负债	27189	27189	27189	27189
少数股东损益	5875	4123	4216	4328	负债合计	225544	223255	212732	209522
EPS (元)	1.46	1.01	1.03	1.06	归属于母公司所有者权益	82594	64385	69565	74889
					少数股东权益	50416	54539	58755	63083
现金流量表 (百万元)					股东权益	133010	118924	128320	137972
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	358554	342179	341052	347495
经营活动现金流净额	22342	22770	29267	22969	基本指标				
取得投资收益收回现金	1176	2079	2137	2135		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-1650	0	0	0	每股收益	1.46	1.01	1.03	1.06
资本性支出	2904	-7000	-12000	-7000	每股经营现金流	2.23	2.27	2.92	2.29
其他	-12156	-2238	-2235	-2236	市盈率	9.73	12.38	12.09	11.76
投资活动现金流净额	-9726	-7159	-12098	-7101	市净率	1.72	1.95	1.80	1.67
债券融资	3801	0	0	0	EV/EBITDA	4.99	7.10	6.86	6.49
股权融资	17489	-2	0	0	总资产收益率	4.1%	3.0%	3.0%	3.1%
银行贷款增加(减少)	-2047	8038	-15731	0	净资产收益率	17.7%	15.7%	14.9%	14.2%
筹资成本	-22329	-8601	-8499	-8191	净利率	10.5%	9.2%	9.1%	9.4%
其他	-9300	-23267	0	0	资产负债率	62.9%	65.2%	62.4%	60.3%
筹资活动现金流净额	-12386	-23832	-24231	-8191	总资产周转率	0.39	0.32	0.33	0.33
现金净流量 (不含汇率变动影响)	230	-8220	-7062	7677					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。