

公司研究 | 点评报告 | 兖矿能源 (600188.SH)

当前时点看兖矿能源：攻防兼备，量增稀缺

报告要点

基于“反内卷”催化下煤价底部夯实并打开涨价想象空间，兼具股息确定性及进攻弹性的兖矿能源（H+A）迎来边际配置价值。公司投资逻辑主要体现在：1）现货销售比例高，充分受益于涨价弹性；2）内生增长+外延注入，成长性业内稀缺；3）港股折价明显，高股息投资价值凸显。综上，当前时点，我们推荐重视兖矿能源（H+A）的投资机会。

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)

2025-08-13

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

当前时点看兖矿能源：攻防兼备，量增稀缺

事件描述

煤炭“反内卷”持续演绎致供给收紧，截至 8 月 12 日港口动力煤价格为 688 元/吨，较 7 月初累计回升 67 元/吨 (+11%)。受益于此，弹性标的兖矿能源 (H+A) 迎来边际配置价值。

事件评论

- **“反内卷”下煤价底部夯实并打开涨价想象空间。**“反内卷”措施下行业供需困境改善，上半年港口动力煤价格底部 609 元/吨得以夯实；同时，根据我们在《“反内卷”形势下如何分析煤炭空间？》中的测算，港口动力煤价格有望反弹至约 750 元/吨甚至更高。叠加行情进入政策验证期，当前时点兼具股息确定性及进攻弹性的标的更具投资吸引力。
- **现货销售比例高，充分受益于涨价弹性。**2024 年公司自产煤销量中，52%为动力煤（其中大部分非长协销售），剩余 15%左右炼焦煤及 33%左右海外煤炭业务价格完全市场化，综合长协煤占比仅在 30%左右，现货销售比例较高，因此公司业绩弹性明显大于其他几家亿吨级产能的动力煤龙头，在国内外煤价上行时期，公司可以从中充分受益。根据测算，当成本不变时，若秦港动力煤价格中枢每上涨 100 元/吨，考虑焦煤价格和海外煤价与秦港动力煤的比价关系，则公司业绩有望增厚约 53 亿元，相较 2025E 业绩增厚约 56%。
- **内生增长+外延注入，成长性业内稀缺。**公司 2021 年 12 月制定的《发展战略纲要》提出，力争 5-10 年煤炭产量（100%权益的原煤产量）达到 3 亿吨/年。2024 年本集团生产商品煤 1.42 亿吨，对应原煤产量 1.7 亿吨。公司坚持内生式增长与外延式增长并举，**内生方面**，万福煤矿（180 万吨/年）已于 2024 年 12 月实现联合试运转，规划 2025 年建成五彩湾四号露天矿（2300 万吨/年），3 年内霍林河一号煤矿（700 万吨/年）、刘三圪旦煤矿（1000 万吨/年）、嘎鲁图煤矿（800 万吨/年）陆续开工建设，若上述内生式增长项目规划如期完成，将新增煤炭产能约 4980 万吨/年；**外延方面**，公司 2025 年 7 月已完成对控股股东下属西北矿业 51%股权的收购，将新增煤炭核定及规划产能合计 6105 万吨/年（在产 3605 万吨/年+拟在建 2500 万吨/年）。结合陕蒙和澳洲基地存量矿井产能爬坡，以上内生+外延增长有望使得公司 **2025 年及远期的原煤产量**分别达到 **22105 万吨及 28405 万吨**，与 2024 年相比增幅分别达到 **30%及 67%**。叠加未来潜在收并购机会，公司 2030 年及以后有望顺利实现 3 亿吨产量目标，成长空间在行业内较稀缺。
- **港股折价明显，高股息投资价值突出。**一方面，从主要煤炭股 H/A 的折价率来看，兖矿能源 H 股较 A 股市值低 34%，而中国神华 H 股/中煤能源 H 股分别较 A 股市值低 9%/26%，可见兖矿能源 H 股折价率明显更高。**另一方面**，公司承诺 2023-2025 年保底分红比例 60%，实际分红比例在行业中处于中高位置。以 2024A 分红比例计算，2025E 兖矿能源 H/兖矿能源 A/中国神华 H/中国神华 A/中煤能源 H/中煤能源 A 的股息率分别为 5.7%/3.8%/5.6%/5.2%/4.1%/3.2%，兖矿能源 H 股高股息优势突出。此外，根据测算，公司量增项目资本开支并不影响分红能力，中长期高分红比例有望维持。
- **盈利预测：**不考虑西北矿业注入，预计 2025 年公司归母净利润 95 亿元，对应 8 月 12 日收盘价计算 PE 为 14.2x，按照 2024 年分红比例 53.6%计算股息率为 3.8%。

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)	13.44
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)	18.37/11.90

注：股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《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》2025-05-08
- 《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



更多研报请访问
长江研究小程序

现货销售比例高，充分受益于涨价弹性

表 1：横向对比来看，兖矿能源在煤价上行时的盈利弹性表现明显优于可比公司

【长江煤炭】主要煤炭公司2025E业绩敏感性测算											
秦港动力煤（元/吨）		600	620	640	660	680	700	720	740	800	900
焦煤长协价（元/吨）		1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900
归母净利润 （亿元）	中国神华	478	485	491	497	503	510	516	522	541	572
	中国神华H股	509	516	522	529	536	542	549	556	576	609
	陕西煤业	96	111	126	141	155	166	174	181	203	238
	中煤能源	125	133	142	151	159	168	176	185	201	224
	中煤能源H股	117	125	133	142	150	158	166	174	189	211
	兖矿能源	52	63	74	84	95	106	116	127	159	212
	兖矿能源H股	51	61	72	82	93	103	113	124	155	207
股息率	中国神华	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.9%
	中国神华H股	5.4%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.4%
	陕西煤业	2.6%	3.1%	3.5%	3.9%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.6%	6.6%
	中煤能源	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	3.5%	3.7%	4.0%	4.5%
	中煤能源H股	3.2%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%	4.8%	5.2%	5.8%
	兖矿能源	2.1%	2.5%	2.9%	3.4%	3.8%	4.2%	4.6%	5.0%	6.3%	8.4%
	兖矿能源H股	3.1%	3.8%	4.4%	5.1%	5.7%	6.4%	7.0%	7.6%	9.6%	12.8%
PE	中国神华	16	15	15	15	15	15	14	14	14	13
	中国神华H股	13	13	13	13	13	13	12	12	12	11
	陕西煤业	22	19	17	15	14	13	12	12	10	9
	中煤能源	13	12	12	11	10	10	9	9	8	7
	中煤能源H股	11	10	9	9	8	8	8	7	7	6
	兖矿能源	26	21	18	16	14	13	12	11	8	6
	兖矿能源H股	17	15	12	11	10	9	8	7	6	4

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：1、业绩测算：根据各家公司估值模型中的模拟运算表计算所得，其中兖矿能源未考虑西北矿业注入。2、港股业绩测算：考虑到港股实行国际会计准则，跟A股业绩有差异，本表以历史港股/A股的业绩比值作为参考，在给定不同煤价下的A股业绩后，以公司最新一期港股/A股的业绩比值测算给出港股业绩。）

内生增长+外延注入，成长性业内稀缺

表 2：考虑已知的内生+外延成长项目，公司远期原煤产量有望达到 2.8 亿吨，相较 2024 年增长 67%

单位：万吨		核定产能	权益比例	权益产能	原煤产量	权益原煤产量	商品煤产量	权益商品煤产量	备注
2024年	兖矿能源（不含西北矿业）	25,174	78%	19,708	17,000	13,309	14,200	11,117	
2025年增量	西北矿业	3,605	51%	1,839	3,605	1,839	3,011	1,536	资产注入
	五彩湾四号煤矿一期	1,000	51%	510	1,100	624	919	521	新建投产
	万福煤矿	180	88%	159					新建投产
	陕蒙基地	-	59%	-	250	148	209	123	产能爬坡
	澳洲基地	-	79%	-	150	118	125	99	产能爬坡
小计	量级	29,779	74%	22,057	22,105	16,373	18,464	13,395	
	增速（以2024年为基准）	18%		12%	30%	23%	30%	20%	
远期增量	五彩湾四号煤矿二期	1,300	51%	663	1,300	663	1,086	554	在建
	油房壕矿井	500	100%	500	500	500	418	418	在建（西北矿业）
	杨家坪矿井	500	51%	255	500	255	418	213	在建（西北矿业）
	霍林河一号煤矿	700	100%	700	700	700	585	585	已完成初步设计
	刘三圪旦煤矿	1,000	51%	510	1,000	510	835	426	已获取地质报告批复
	嘎鲁图煤矿	800	51%	408	800	408	668	341	已获取地质报告批复
	马福川煤矿	800	51%	408	800	408	668	341	探矿权项目需等待审批（西北矿业）
	毛家川煤矿	700	51%	357	700	357	585	298	探矿权项目需等待审批（西北矿业）
合计	量级	36,079	72%	25,858	28,405	20,174	23,727	16,570	
	增速（以2024年为基准）	43%		31%	67%	52%	67%	49%	

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 3：不同量价假设下公司业绩敏感性测算（亿元）

公司量价盈利弹性测算		秦港Q5500动力煤价格（元/吨）								
		600	620	640	660	680	700	720	740	800
商品煤产量 （万吨）	15000	49	59	69	80	90	100	110	120	151
	17000	58	69	81	92	104	115	127	138	173
	19000	66	79	92	105	117	130	143	156	195
	21000	74	89	103	117	131	145	160	174	216
	23000	83	98	114	129	145	161	176	192	238
	25000	91	108	125	142	159	176	193	209	260

资料来源：Wind，长江证券研究所

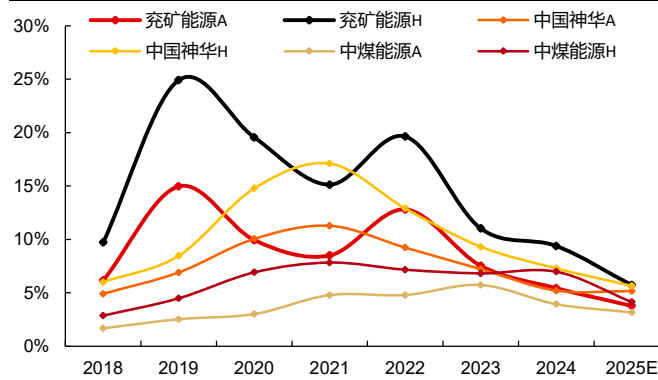
港股折价明显，高股息投资价值凸显

图 1：横向对比来看，兖矿能源 H/A 折价明显

公司	市值（亿元）	H/A折价率
兖矿能源A	1,349	-34%
兖矿能源H	891	
中国神华A	7,463	-9%
中国神华H	6,822	
中煤能源A	1,655	-26%
中煤能源H	1,228	

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：横向对比来看，兖矿能源 H 股股息率偏高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：考虑远期资本开支后，公司自由现金流或仍可覆盖分红

兖矿能源现金流测算	
新建+拟建权益产能（万吨）	3801
吨产能投资金额（元/吨）	1561
资本金比例	30%
测算公司项目出资（亿元）	178
五年平均资本开支增量（亿元）	36
2024年经营性现金流（亿元）	223
假设2024年自有资本性支出（亿元）	52
2024年分红金额（亿元）	77
自由现金流（亿元）	171
考虑资本开支增长后的自由现金流（亿元）	136

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：1、吨产能投资金额，取样本项目 2022 年平均值；2、煤矿项目自有资本金比例假设为 30%。）

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	114466	117446	117327	货币资金	38345	33473	25321	32211
营业成本	89312	77270	80288	80156	交易性金融资产	167	167	167	167
毛利	49813	37196	37158	37170	应收账款	9261	5679	6367	6664
%营业收入	36%	32%	32%	32%	存货	7625	6362	6814	6749
营业税金及附加	5944	4642	4938	4901	预付账款	4747	3672	4221	4095
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他流动资产	37210	36448	36580	36540
销售费用	4713	3723	3904	3897	流动资产合计	97355	85801	79470	86426
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	25643	25643	25643	25643
管理费用	8575	7055	7238	7231	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	2250	2308	2306	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	2877	2782	2322	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	346467	344319	349975
信用减值损失	-590	0	0	0	短期贷款	7693	16466	0	0
公允价值变动收益	-57	0	0	0	应付款项	20395	17645	18334	18304
投资收益	2626	2160	2216	2214	预收账款	0	0	0	0
营业利润	26857	18357	18559	19083	应付职工薪酬	2023	1750	1818	1815
%营业收入	19%	16%	16%	16%	应交税费	2226	1831	1879	1877
营业外收支	435	12	0	0	其他流动负债	84866	81987	86701	83336
利润总额	27292	18369	18559	19083	流动负债合计	117202	119679	108732	105332
%营业收入	20%	16%	16%	16%	长期借款	55700	55700	55700	55700
所得税费用	6359	4280	4325	4447	应付债券	15974	15974	15974	15974
净利润	20932	14089	14234	14636	递延所得税负债	9480	9480	9480	9480
归属于母公司所有者的净利润	14425	9502	9607	9896	其他非流动负债	27189	27189	27189	27189
少数股东损益	5875	3954	3995	4108	负债合计	225544	228020	217074	213674
EPS (元)	1.44	0.95	0.96	0.99	归属于母公司所有者权益	82594	64076	68879	73828
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	50416	54370	58366	62474
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	133010	118446	127245	136301
经营活动现金流净额	22342	25000	28472	21724	负债及股东权益	358554	346467	344319	349975
取得投资收益收回现金	1176	2160	2216	2214	基本指标				
长期股权投资	-1650	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	2904	-7000	-12000	-7000	每股收益	1.44	0.95	0.96	0.99
其他	-12156	-2222	-2232	-2232	每股经营现金流	2.23	2.49	2.84	2.16
投资活动现金流净额	-9726	-7062	-12016	-7018	市盈率	9.35	14.20	14.04	13.63
债券融资	3801	0	0	0	市净率	1.63	2.11	1.96	1.83
股权融资	17489	-2	0	0	EV/EBITDA	4.82	7.55	7.38	7.01
银行贷款增加 (减少)	-2047	8772	-16466	0	总资产收益率	4.0%	2.7%	2.8%	2.8%
筹资成本	-22329	-8313	-8144	-7815	净资产收益率	17.5%	14.8%	13.9%	13.4%
其他	-9300	-23267	0	0	净利率	10.4%	8.3%	8.2%	8.4%
筹资活动现金流净额	-12386	-22810	-24609	-7815	资产负债率	62.9%	65.8%	63.0%	61.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	230	-4872	-8153	6891	总资产周转率	0.39	0.33	0.34	0.34

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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/或其附属机构（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。