

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖矿能源(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李春驰：电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

兖煤澳洲量增价稳本降，下半年业绩改善可期

2025年8月20日

事件：2025年8月19日晚，兖矿能源的海外核心子公司兖煤澳大利亚（3668.HK）发布2025上半年业绩，对此我们点评如下：

点评：

- **2025上半年国际煤炭价格持续回落，随着旺季需求来临，三季度煤炭价格已企稳回升。**从2025上半年来看，兖煤澳大利亚实现煤炭综合平均售价149澳元/吨，同比下降17%；动力煤销售均价138澳元/吨，同比下降13%；冶金煤销售均价207澳元/吨，同比下降38%。**从二季度来看**，公司实现煤炭综合平均售价142澳元/吨，同比下降22%；动力煤销售均价130澳元/吨，同比下降20%；冶金煤销售均价197澳元/吨，同比下降38%。2025上半年，国际煤炭市场均出现供大于求的情况，相关煤炭指数持续回落。以API5煤炭价格指数为例来看，其价格由2024年四季度均价88美元/吨，下降至2025年二季度均价68美元/吨，降幅达23%。随着旺季需求来临，API5煤炭价格指数已企稳回升，截至2025年8月19日价格为71.4美元/吨，超过二季度均价水平。
- **商品煤权益产量较快增长，受天气干扰上半年销量下降，公司预计9月之前消化积压库存。**从2025上半年来看，公司实现商品煤权益产量1890万吨，同比增加11%；商品煤销量实现1660万吨，同比下降2%；其中动力煤销量为1380万吨，同比下降7%；冶金煤销量为280万吨，同比增加39%。**从二季度来看**，公司实现商品煤权益产量940万吨，同比增加15%；商品煤销量实现810万吨，同比下降6%；其中动力煤销量为680万吨，同比下降10%；冶金煤销量为130万吨，同比增加35%。受极端天气港口闭港影响，公司商品煤销量低于产量，积压部分库存。随着天气恢复，公司预计将于9月份之前消化积压库存。此外，2025上半年公司商品煤权益产量继续保持较快增长态势，已实现产量指引区间（3500-3900万吨）中值以上，公司预计全年产量或达到指引区间上端。
- **现金成本同比下行稳居指引中位，下半年或延续降本趋势。**2025上半年，公司实现现金经营成本93澳元/吨，同比下降8%。2025上半年，公司实现的现金经营成本已处成本指引区间（89-97澳元/吨）中值。展望2025下半年，随着产销量维持高位、公司降本措施进一步推进，我们预计2025下半年公司成本仍有进一步下降潜力。
- **2025年兖煤澳大利亚有望实现净利润4.4亿澳元，有望为兖矿能源带来盈利贡献约12.7亿元人民币。**受煤炭价格回落叠加销量同比下滑影响，2025上半年公司业绩承压。展望2025下半年，我们预计煤炭价格有望企稳回升，且公司前期滞后销量回补和成本进一步下降情况下，公

司下半年业绩环比上半年或明显改善，2025 年净利润有望实现 4.4 亿澳元，对应兖矿能源 62.26%的持股比例，有望为兖矿能源带来盈利贡献约 12.7 亿元人民币。

- **在手现金充裕，兼顾股息回报与业务成长，铸就公司长期价值。**截至 2025 年 6 月底，公司拥有现金 18 亿澳元，且处于净现金状态。以 50% 分红率和 2025 年 8 月 19 日收盘价测算，2025 年股息回报水平约为 2.7%。在保持分红的同时，公司也预留相关资金用以寻求未来进一步成长的机会，公司未来潜在成长及分红空间广阔。
- **盈利预测及评级：**我们持续看好拥有海外优质煤炭资产，且具备持续成长能力和高成长空间的能源化工龙头兖矿能源，我们对兖矿能源 2025-2027 年归母净利润的预测分别为 114/117/122 亿元，对应 2025 年 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 11.32/11.04/10.57 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济超预期下滑；发生重大煤炭安全事故风险；公司资产注入进程受到不可抗力影响。

| 主要财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入（亿元） | 1,501 | 1,391 | 1,320 | 1,345 | 1,360 |
| 同比(%) | -33.3% | -7.3% | -5.2% | 1.9% | 1.1% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 201 | 144 | 114 | 117 | 122 |
| 同比(%) | -39.6% | -28.4% | -20.9% | 2.5% | 4.5% |
| 毛利率(%) | 40.6% | 35.8% | 31.3% | 31.7% | 31.3% |
| ROE(%) | 27.7% | 17.5% | 13.4% | 13.5% | 14.1% |
| EPS（摊薄）（元） | 2.01 | 1.44 | 1.14 | 1.17 | 1.22 |
| P/E | 6.41 | 8.96 | 11.32 | 11.04 | 10.57 |
| P/B | 1.77 | 1.56 | 1.52 | 1.49 | 1.49 |
| EV/EBITDA | 3.89 | 5.03 | 4.71 | 4.57 | 4.60 |

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 19 日收盘价。

| 资产负债表 | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 963 | 974 | 961 | 1,047 | 1,001 |
| 货币资金 | 377 | 383 | 395 | 476 | 426 |
| 应收票据 | 9 | 9 | 7 | 7 | 8 |
| 应收账款 | 70 | 93 | 88 | 90 | 91 |
| 预付账款 | 51 | 47 | 45 | 46 | 47 |
| 存货 | 77 | 76 | 76 | 77 | 78 |
| 其他 | 379 | 364 | 350 | 352 | 352 |
| 非流动资产 | 2,582 | 2,612 | 2,692 | 2,800 | 2,900 |
| 长期股权投资 | 240 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 固定资产(合计) | 1,125 | 1,127 | 1,238 | 1,335 | 1,413 |
| 无形资产 | 672 | 640 | 668 | 696 | 724 |
| 其他 | 545 | 588 | 529 | 512 | 507 |
| 资产总计 | 3,545 | 3,586 | 3,653 | 3,847 | 3,901 |
| 流动负债 | 1,231 | 1,172 | 1,128 | 1,159 | 1,172 |
| 短期借款 | 41 | 77 | 97 | 117 | 117 |
| 应付票据 | 119 | 119 | 126 | 128 | 130 |
| 应付账款 | 196 | 204 | 202 | 204 | 208 |
| 其他 | 876 | 772 | 704 | 710 | 717 |
| 非流动负债 | 1,128 | 1,083 | 1,125 | 1,224 | 1,224 |
| 长期借款 | 614 | 557 | 657 | 757 | 757 |
| 其他 | 515 | 526 | 468 | 467 | 467 |
| 负债合计 | 2,360 | 2,255 | 2,254 | 2,383 | 2,396 |
| 少数股东权益 | 457 | 504 | 551 | 598 | 637 |
| 归属母公司股东权益 | 728 | 826 | 849 | 866 | 868 |
| 负债和股东权益 | 3,545 | 3,586 | 3,653 | 3,847 | 3,901 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 1,501 | 1,391 | 1,320 | 1,345 | 1,360 |
| 同比(%) | -33.3% | -7.3% | -5.2% | 1.9% | 1.1% |
| 归属母公司净利润 | 201 | 144 | 114 | 117 | 122 |
| 同比(%) | -39.6% | -28.4% | -20.9% | 2.5% | 4.5% |
| 毛利率(%) | 40.6% | 35.8% | 31.3% | 31.7% | 31.3% |
| ROE% | 27.7% | 17.5% | 13.4% | 13.5% | 14.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.01 | 1.44 | 1.14 | 1.17 | 1.22 |
| P/E | 6.41 | 8.96 | 11.32 | 11.04 | 10.57 |
| P/B | 1.77 | 1.56 | 1.52 | 1.49 | 1.49 |
| EV/EBITDA | 3.89 | 5.03 | 4.71 | 4.57 | 4.60 |

| 利润表 | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 1,501 | 1,391 | 1,320 | 1,345 | 1,360 |
| 营业成本 | 891 | 893 | 907 | 919 | 934 |
| 营业税金及附加 | 64 | 59 | 57 | 58 | 58 |
| 销售费用 | 50 | 47 | 40 | 40 | 41 |
| 管理费用 | 85 | 86 | 73 | 74 | 75 |
| 研发费用 | 29 | 27 | 26 | 27 | 27 |
| 财务费用 | 39 | 28 | 31 | 36 | 38 |
| 减值损失合计 | 0 | 0 | -6 | -6 | -6 |
| 投资净收益 | 23 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 其他 | 5 | -8 | 1 | 1 | 0 |
| 营业利润 | 370 | 269 | 207 | 213 | 208 |
| 营业外收支 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 370 | 273 | 211 | 217 | 212 |
| 所得税 | 99 | 64 | 51 | 52 | 51 |
| 净利润 | 272 | 209 | 161 | 165 | 161 |
| 少数股东损益 | 66 | 59 | 45 | 46 | 37 |
| 归属母公司净利润 | 201 | 144 | 114 | 117 | 122 |
| EBITDA | 536 | 429 | 424 | 445 | 453 |
| EPS(当年)(元) | 2.11 | 1.46 | 1.14 | 1.17 | 1.22 |

| 现金流量表 | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 162 | 223 | 384 | 381 | 394 |
| 净利润 | 272 | 209 | 161 | 165 | 161 |
| 折旧摊销 | 151 | 153 | 181 | 193 | 204 |
| 财务费用 | 44 | 33 | 37 | 42 | 45 |
| 投资损失 | -23 | -26 | -26 | -26 | -26 |
| 营运资金变动 | -283 | -157 | 30 | 6 | 9 |
| 其它 | 0 | 11 | 2 | 2 | 2 |
| 投资活动现金流 | -122 | -97 | -221 | -277 | -280 |
| 资本支出 | -180 | -170 | -306 | -306 | -306 |
| 长期投资 | 32 | 54 | 5 | 5 | 0 |
| 其他 | 25 | 19 | 80 | 24 | 26 |
| 筹资活动现金流 | -325 | -124 | -152 | -23 | -165 |
| 吸收投资 | 51 | 175 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 161 | -20 | 120 | 120 | 0 |
| 支付利息或股息 | -299 | -223 | -132 | -142 | -165 |
| 现金流净增加额 | -281 | 1 | 11 | 81 | -51 |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。