

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

李睿: 煤炭钢铁行业分析师

执业编号: S1500525040002

邮箱: lirui@cindasc.com

刘波: 煤炭钢铁行业分析师

执业编号: S1500525070001

邮箱: liubo1@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

量增本降经营显韧性，并购落地成长启新篇

2025年8月31日

事件: 2025年8月29日，兖矿能源发布中期报告，2025年上半年公司实现营业收入593.49亿元，同比下降17.93%，实现归母净利润46.52亿元，同比下降39.38%；扣非后净利润44.30亿元，同比下降39.31%。经营活动现金流量净额135.63亿元，同比上涨7.47%；基本每股收益0.46元/股，同比下降41.09%。

2025年第二季度，公司单季度营业收入290.37亿元，同比下降11.13%；单季度归母净利润19.42亿元，同比下降49.03%。

点评:

- **煤炭产量稳健提升，精益管理控本降费。**产销量方面：2025年上半年，公司实现商品煤产量7360万吨，同比+6.54%；商品煤销量6481万吨，同比-4.51%。自产商品煤产量与销量差额1126万吨，主要是由于：内部化工电力业务消耗805万吨，上半年新增库存321万吨。展望2025年全年，公司目标商品煤产量将历史性突破1.8亿吨，力争同比增加4000万吨以上。从各生产基地看，山东基地产量稳定在3800-4000万吨；陕蒙基地目标产量4400-4600万吨；新疆基地力争产量突破2500万吨；澳洲基地稳产4000-4400万吨；新并购的西北矿业将并表增加3000万吨以上产量。价格方面：2025年上半年，公司实现煤炭销售均价531.93元/吨，同比下降23.75%；其中自产煤销售均价529元/吨，同比下降20.7%。成本方面：2025年上半年，公司自产煤吨煤销售成本为328元/吨，同比下降8.7%。公司计划全年吨煤销售成本降低3%-5%。面对上半年煤价下行压力，公司通过释放优势产能、强化成本管控，展现出较强的经营韧性。需要注意的是，随着煤炭市场价格筑底回升、下半年滞后销量回补和西北矿业并表利润体现，我们认为公司下半年业绩有望实现环比改善。
- **协同优势加快显现，高端化工新材料产业增盈显著。**产销量方面：2025年上半年，化工品产量474.5万吨，同比+13.47%；化工品销量417.1万吨，同比+11.32%。其中，甲醇产量212.7万吨，同比+6.7%；醋酸产量51.8万吨，同比+1.8%。价格方面：2025年上半年，化工板块实现销售收入122.24亿元，同比-2.3%；其中甲醇销售单价为1807元/吨，同比-1.6%；醋酸销售单价为2275元/吨，同比-14.8%。成本方面：2025年上半年，化工板块成本为91.68亿元，同比-9.7%；其中甲醇销售成本为1225元/吨，同比-21%；醋酸销售成本为2083元/吨，同比-11.2%。受益于煤炭价格中枢回落及公司精益管理，化工板块盈利能力大幅改善，上半年贡献归母净利润10.7亿元，同比增盈9.5亿元，为公司整体业绩提供了有力保障，充分体现了煤化一体化的协同优势。
- **战略并购落地收官，重点项目有序推进，远期成长空间广阔。**矿业并购

方面：公司于 2025 年 7 月完成对西北矿业的收购交割，新增煤炭资源量 63.52 亿吨、可采储量 36.52 亿吨，为公司远期发展奠定坚实基础。内生增长方面：山东万福煤矿已进入联合试运转；新疆五彩湾四号露天矿一期 1000 万吨/年项目已剥离见煤，二期产能核增手续 2026 年力争完成；霍林河一号矿产能调增至 700 万吨/年；刘三圪旦煤矿取得采矿许可证；曹四天钼矿取得项目核准批复。未来五年，陕蒙区域油房壕、霍林河一号等矿井将陆续竣工，新增产能 3500 万吨/年。化工方面：荣信化工 80 万吨烯烃项目全面开工，稳步实施鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目，有序推进新疆能化 80 万吨烯烃项目，加快未来能源 50 万吨高温费托项目手续办理。目前兖矿能源在产、在建及规划矿井产能达到 3.2 亿吨/年，公司预计 2030 年前将如期实现“原煤产量 3 亿吨”的规划目标，未来成长空间广阔。

- **回报股东共享成果，高股息低估值彰显投资价值。** 分红方面，2025 年上半年，公司董事会建议派发中期股息 0.18 元/股（含税），分红总额 18 亿元，占上半年归母净利润的比例为 38.7%。此外，公司计划出资 0.5-1 亿元回购 A 股股份，出资 1.5-4 亿元回购 H 股股份，控股股东亦承诺“不减持+适时增持”，彰显对公司未来发展的信心。
- **盈利预测及评级：**随着公司内生产能不断释放，集团股东优质资产有序注入和深化国企改革下的员工股权激励持续推进，兖矿能源有望朝向“清洁能源供应商和世界一流企业”持续成长。我们预测公司 2025-2027 年归属于母公司的净利润分别为 118、131、151 亿元，EPS 为 1.17、1.31、1.51 元/股。我们看好公司高水平的治理、内生外延的成长空间和未来发展转型战略，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济复苏不及预期；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	1,295	1,328	1,416
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-6.9%	2.6%	6.6%
归属母公司净利润（亿元）	201	144	118	131	151
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-18.2%	11.3%	15.2%
毛利率(%)	40.6%	35.8%	32.3%	33.9%	35.5%
ROE(%)	27.7%	17.5%	13.5%	14.5%	16.1%
EPS（摊薄）（元）	2.01	1.44	1.17	1.31	1.51
P/E	6.45	9.01	11.02	9.90	8.59
P/B	1.78	1.57	1.48	1.43	1.38
EV/EBITDA	3.89	5.03	4.55	4.23	3.81

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 29 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	1,117	1,218	1,245	
货币资金	377	383	566	662	674	
应收票据	9	9	7	7	8	
应收账款	70	93	86	89	94	
预付账款	51	47	44	44	46	
存货	77	76	73	73	76	
其他	379	364	341	343	347	
非流动资产	2,582	2,612	2,721	2,829	2,930	
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	558	542	536	
资产总计	3,545	3,586	3,838	4,047	4,175	
流动负债	1,231	1,172	1,243	1,266	1,299	
短期借款	41	77	97	117	117	
应付票据	119	119	122	122	127	
应付账款	196	204	195	195	203	
其他	876	772	830	832	852	
非流动负债	1,128	1,083	1,164	1,263	1,263	
长期借款	614	557	657	757	757	
其他	515	526	507	506	506	
负债合计	2,360	2,255	2,407	2,529	2,562	
少数股东权益	457	504	554	610	673	
归属母公司股东权益	728	826	877	908	939	
负债和股东权益	3,545	3,586	3,838	4,047	4,175	

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	1,295	1,328	1,416	
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-6.9%	2.6%	6.6%	
归属母公司净利润	201	144	118	131	151	
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-18.2%	11.3%	15.2%	
毛利率(%)	40.6%	35.8%	32.3%	33.9%	35.5%	
ROE%	27.7%	17.5%	13.5%	14.5%	16.1%	
EPS(摊薄)(元)	2.01	1.44	1.17	1.31	1.51	
P/E	6.45	9.01	11.02	9.90	8.59	
P/B	1.78	1.57	1.48	1.43	1.38	
EV/EBITDA	3.89	5.03	4.55	4.23	3.81	

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	1,295	1,328	1,416	
营业成本	891	893	876	878	914	
营业税金及附加	64	59	56	57	61	
销售费用	50	47	39	40	42	
管理费用	85	86	71	73	78	
研发费用	29	27	26	27	28	
财务费用	39	28	31	33	35	
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	217	242	278	
营业外收支	0	4	4	4	4	
利润总额	370	273	221	246	282	
所得税	99	64	53	59	68	
净利润	272	209	168	187	214	
少数股东损益	66	59	47	52	60	
归属母公司净利润	201	144	118	131	151	
EBITDA	536	429	433	472	521	
EPS(当年)(元)	2.11	1.46	1.17	1.31	1.51	

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	370	396	456	
净利润	272	209	168	187	214	
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	12	-1	17	
其它	0	11	-1	2	2	
投资活动现金流	-122	-97	-241	-277	-280	
资本支出	-180	-170	-306	-306	-306	
长期投资	32	54	5	5	0	
其他	25	19	60	24	26	
筹资活动现金流	-325	-124	51	-23	-165	
吸收投资	51	175	1	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	182	96	12	

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，从事煤矿生产技术管理、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。