兖矿能源（600188.SH）

2025 年 09 月 02 日

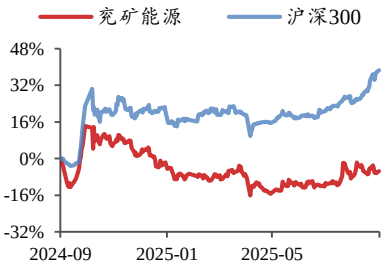
煤价下跌煤炭业绩承压，但煤化工和电力盈利扩张

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/9/1
当前股价(元)	13.07
一年最高最低(元)	18.37/11.90
总市值(亿元)	1,311.90
流通市值(亿元)	774.26
总股本(亿股)	100.37
流通股本(亿股)	59.24
近 3 个月换手率(%)	38.26

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤炭煤化工成长—公司 2025 年一季报报告》-2025.4.28

《成本管控对冲煤价下跌影响，关注煤炭主业成长—公司 2024 年报点评报告》-2025.3.31

《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

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● **煤价下跌煤炭业绩承压，但煤化工和电力盈利扩张。维持“买入”评级**

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 593.5 亿元，同比-17.9%；实现归母净利润 46.5 亿元，同比-38.5%；实现扣非归母净利润 44.3 亿元，同比-39.3%；单 Q2 看，实现营业收入 290.4 亿元，环比-4.2%，实现归母净利润 19.4 亿元，环比-28.3%，实现扣非归母净利润 17.0 亿元，环比-37.7%。考虑煤价运行趋势，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 100.0/124.2/156.3 亿元（原值 120.8/139.9/169.5 亿元），同比-33.6%/+24.1%/+25.9%；对应 EPS 分别为 1.00/1.24/1.56 元；对应当前股价 PE 为 13.1/10.6/8.4 倍。公司作为国际化龙头煤企，率先制定长期发展规划，明确新能源新材料等转型方向，看好未来成长潜力。**维持“买入”评级。**

● **煤价下跌致煤炭板块盈利承压，但煤化工和电力盈利扩张**

煤炭业务：2025H1，商品煤产销量为 7360/6456 万吨，同比+6.5%/-4.9%，其中海外自产煤产销量为 2178/1929 万吨，同比+10.7%/-1.6%，国内自产煤产销量为 5182/4305 万吨，同比+4.9%/-2.5%；商品煤/国内自产煤/海外自产煤售价分别为 532/465/674 元/吨，同比-23.8%/-23.1%/-16.8%；商品煤/国内自产煤/海外自产煤吨煤毛利分别为 165/177/147 元/吨，同比-39.1%/-42.8%/-36.3%。**单 Q2 看，**公司商品煤产销量为 3680/3314 万吨，环比持平/+5.5%，其中海外自产煤产销量为 1097/967 万吨，环比+1.4%/+0.5%，国内自产煤产销量为 2583/2218 万吨，环比-0.6%/+6.3%；公司商品煤/国内自产煤吨煤/海外自产煤吨煤售价分别为 514/453/655 元/吨，环比-6.8%/-5.1%/-5.5%；商品煤/国内自产煤/海外自产煤吨煤毛利分别为 142/169/86 元/吨，环比-24.8%/-9.0%/-58.4%。**煤化工业务：2025H1** 产销量为 475/417 万吨，同比+13.5%/+11.3%；贡献毛利 30.6 亿元，同比+29.2%。**单 Q2 看，**产销量为 233/215 万吨，环比-3.4%/+6.7%；贡献毛利 16 亿元，环比+9.5%。**电力业务：2025H1** 发/售电量为 36/29 亿千瓦时，同比-8.1%/-11.0%，贡献毛利 1.6 亿元，同比+20.6%；**单 Q2 看，**发/售电量为 18.0/14.7 亿千瓦时，环比+0.6%/+2.8%，贡献毛利 1.1 亿元，环比+109.8%。

● **煤炭产量仍有成长性，中期分红&回购增持凸显投资价值**

煤炭产量仍有成长性：矿业集中力量加快在建优势重点项目推动，着力攻坚拟建重点项目关键手续办理。陕蒙区域油房壕矿、霍林河一号矿、刘三圪旦矿、杨家坪矿及嘎鲁图矿将在未来五年陆续竣工，新增产能 3500 万吨/年，区域产能达到 8000 万吨以上。年产 1650 万吨的曹四天钼矿计划 2026 年上半年开工建设，2028 年建成后成为集团新的利润增长点。新疆区域五彩湾四号露天矿二期核增手续 2026 年力争完成，区域产能达到 4300 万吨以上。甘肃区域马福川、毛家川两座煤矿建成后新增年产能 1500 万吨，区域产能达到 2200 万吨以上。**中期分红&回购增持：**公司增加分红频次，发布 2025 年中期分红，每股派发现金股利人民币 0.18 元(含税)；择机实施回购增持，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，回购的 A 股股份将作为库存股，用于公司股权激励，期限 3 年；回购的 H 股股份用于减少公司注册资本。

● **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	154,576	168,307	180,913
YOY(%)	-33.3	-7.3	11.1	8.9	7.5
归母净利润(百万元)	20,589	15,057	10,003	12,415	15,634
YOY(%)	-39.1	-26.9	-33.6	24.1	25.9
毛利率(%)	40.6	35.8	25.1	27.1	29.3
净利率(%)	13.7	10.8	6.5	7.4	8.6
ROE(%)	22.9	15.7	9.8	11.6	13.4
EPS(摊薄/元)	2.05	1.50	1.00	1.24	1.56
P/E(倍)	6.4	8.7	13.1	10.6	8.4
P/B(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96304	97355	144603	109141	145681
现金	37691	38345	77854	45359	74927
应收票据及应收账款	7846	10209	8534	12560	9737
其他应收款	4201	3484	5913	3829	6900
预付账款	5083	4747	5444	6037	6094
存货	7742	7625	13565	8191	14838
其他流动资产	33740	32945	33293	33166	33186
非流动资产	258160	261200	264861	267118	265976
长期投资	23993	25643	28855	32431	35824
固定资产	112485	112735	115990	117327	116653
无形资产	67156	64019	63599	62331	60653
其他非流动资产	54527	58802	56418	55029	52845
资产总计	354464	358554	409464	376260	411657
流动负债	123142	117202	172654	147749	184750
短期借款	4084	7693	5889	48510	6340
应付票据及应付账款	31455	32322	52035	36424	56236
其他流动负债	87603	77187	114730	62815	122174
非流动负债	112840	108342	95317	79947	64413
长期借款	73528	71673	57327	42617	26754
其他非流动负债	39312	36669	37990	37329	37660
负债合计	235982	225544	267971	227696	249163
少数股东权益	45655	50416	54319	59164	65264
股本	7439	10040	10037	10037	10037
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131
留存收益	51953	50096	57755	68031	80486
归属母公司股东权益	72828	82594	87173	89401	97230
负债和股东权益	354464	358554	409464	376260	411657

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16159	22342	91904	-34164	107665
净利润	27156	20932	13906	17260	21734
折旧摊销	14839	15049	13869	15230	16521
财务费用	3903	2792	-367	152	-404
投资损失	-2259	-2626	-2290	-2290	-2290
营运资金变动	-27216	-15796	67646	-63831	72958
其他经营现金流	-265	1990	-861	-685	-855
投资活动现金流	-12203	-9726	-14852	-15318	-12955
资本支出	18191	17077	14580	13781	12050
长期投资	3243	5408	-3212	-3576	-3394
其他投资现金流	2745	1943	2940	2039	2489
筹资活动现金流	-32515	-12386	-37542	-24732	-23423
短期借款	-2402	3609	-1804	42621	-42170
长期借款	9907	-1855	-14346	-14710	-15864
普通股增加	2491	2600	-2	0	0
资本公积增加	-6612	4164	0	0	0
其他筹资现金流	-35898	-20904	-21390	-52643	34610
现金净增加额	-28056	143	39509	-74214	71286

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150068	139124	154576	168307	180913
营业成本	89079	89312	115760	122646	127816
营业税金及附加	6432	5944	6604	7191	7730
营业费用	5002	4713	5236	5701	6128
管理费用	8493	8575	9527	10373	11150
研发费用	2912	2735	3038	3308	3556
财务费用	3903	2792	-367	152	-404
资产减值损失	-40	-11	-12	-13	-14
其他收益	261	315	315	315	315
公允价值变动收益	90	-57	-57	-57	-57
投资净收益	2259	2626	2290	2290	2290
资产处置收益	1	106	106	106	106
营业利润	36968	26857	18099	22315	28372
营业外收入	368	953	953	953	953
营业外支出	323	518	518	518	518
利润总额	37013	27292	18533	22750	28806
所得税	9857	6359	4627	5490	7072
净利润	27156	20932	13906	17260	21734
少数股东损益	6568	5875	3903	4844	6101
归属母公司净利润	20589	15057	10003	12415	15634
EBITDA	55822	46387	33429	39650	46555
EPS(元)	2.05	1.50	1.00	1.24	1.56

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-33.3	-7.3	11.1	8.9	7.5
营业利润(%)	-40.8	-27.3	-32.6	23.3	27.1
归属于母公司净利润(%)	-39.1	-26.9	-33.6	24.1	25.9
获利能力					
毛利率(%)	40.6	35.8	25.1	27.1	29.3
净利率(%)	13.7	10.8	6.5	7.4	8.6
ROE(%)	22.9	15.7	9.8	11.6	13.4
ROIC(%)	16.1	11.6	8.2	8.9	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	62.9	65.4	60.5	60.5
净负债比率(%)	64.3	65.3	10.2	50.2	-7.9
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5
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	1.00	1.24	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.23	9.16	-3.40	10.73
每股净资产(最新摊薄)	5.61	5.91	6.37	6.59	7.37
估值比率					
P/E	6.4	8.7	13.1	10.6	8.4
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.5	5.8	6.0	6.7	3.9

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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