



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 04 日

基础数据

09 月 03 日收盘价（元）	12.86
总市值（亿元）	1,290.82
总股本（亿股）	100.37

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】兖矿能源 2024 年年报点评：业绩受煤价影响显著，资源有潜力分红受青睐-2025.03.31

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

兖矿能源(600188.SH)

成本管控对冲波动，储备丰厚成长可期

投资要点：

事件：兖矿能源发布 2025 年半年报。兖矿能源 2025 年上半年实现营业收入 593.49 亿元，同比下降 17.93%；营业成本 417.19 亿元，同比下降 13.97%；归属于上市公司股东的净利润 46.52 亿元，同比下降 38.53%。单季度看，公司 2025 年第二季度实现营收 290.37 亿元，同比-11.1%，环比-4.2%；归母净利润 19.42 亿元，同比-49.05%，环比-28.3%。公司拟派发 2025 年半年度现金股利合计 18 亿元（含税），分红率占当期利润的 38.8%。对此，我们点评如下：

成本控制对冲价格下行，板块毛利保持竞争韧性：2025 年上半年煤炭业务实现销售收入 344.75 亿元，同比减少 128.77 亿元或 27.2%。商品煤销量 6,481 万吨，同比下降 4.5%；吨煤销售均价 531.93 元/吨，同比减少 23.8%；其中：公司本部、鲁西矿业和兖煤澳洲三大区域的吨煤销售均价同比分别-23.7%、-35.0%、-17.0%。成本端，上半年公司煤炭销售成本 217.10 亿元，同比减少 58.44 亿元或 21.2%。成本端表现分化，昊盛煤业因地质条件改善，产量同比增加，吨煤成本同比下降 32.10%至 218.78 元/吨；新疆能化加大降本控费力度，吨煤成本同比下降 32.35%至 78.01 元/吨。整体煤炭业务毛利率 37%，保持竞争韧性。

非煤业务成本持续优化，毛利率均有不同程度提升。1）煤化工业务营收 122.24 亿元（同比-2.3%），表现相对稳健，化工品销量 417.1 万吨，同比增长 11.3%。受益于产品结构优化及尿素新产能释放，化工产品销售成本同比下降 9.7%；板块毛利率 25%，同比增加 6 个百分点。2）电力板块完成售电量 29 亿千瓦时，同比下滑 11%；完成销售收入 11.19 亿元，同比降 10%；销售成本 9.61 亿元，同比减少 13.7%；电力板块毛利率 14%，同比增加 4 个百分点。

建设核增两手抓，重点资源布局提速。公司未来发展的重点在于产能释放与资源整合。全年商品煤产量突破 1.8 亿吨；其中，西北矿业于 7 月完成收购交割，并表新增产能 3000 万吨以上；霍林河一号矿产能调增至 700 万吨/年。目前公司在产、在建及规划矿井产能达到 3.2 亿吨/年，2030 年前预计实现“原煤产量 3 亿吨”的规划目标。在建工程中，荣信化工 80 万吨烯烃项目稳步推进，另有智慧物流、新能源等项目有序推进。

投资建议：公司展现出优异的成本管控能力，以对冲周期波动，长期看，公司资源储备雄厚，后期增长潜力稳固。公司中期分红常态化，坚持积极回报股东。基于此，我们调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年将分别实现归母净利润 101.97/111.08/124.17 亿元，同比分别-29.3%/+8.9%/+11.8%，对应 EPS 为 1.02/1.11/1.24 元，对应 9 月 3 日收盘价的 PE 分别为 12.7/11.6/10.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、产品售价大幅波动、监管风险、在建项目不及预期等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	139124	117783	126091	130611
同比增长	-7.3%	-15.3%	7.1%	3.6%
归母净利润（百万元）	14425	10197	11108	12417
同比增长	-28.4%	-29.3%	8.9%	11.8%
毛利率	35.8%	32.7%	31.9%	33.1%
ROE	17.5%	10.9%	10.6%	10.5%
每股收益（元）	1.44	1.02	1.11	1.24
市盈率	8.9	12.7	11.6	10.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	97355	105112	124519	148968
货币资金	38345	52636	70069	93792
交易性金融资产	167	167	167	167
应收票据及应收账款	10209	7814	8661	8870
预付款项	4747	4315	4637	4733
存货	7625	6805	7357	7495
其他	36262	33375	33629	33913
非流动资产	261200	258632	259208	259491
长期股权投资	25643	25555	25655	25755
固定资产	112709	113321	114455	115157
在建工程	22527	21273	20207	19301
无形资产	64019	64630	65091	65402
商誉	297	297	297	297
其他	36004	33556	33503	33579
资产总计	358554	363745	383727	408459
流动负债	117202	118708	122656	125779
短期借款	7693	6693	6762	7655
应付票据及应付账款	32322	28442	30895	31423
其他	77187	83572	84999	86701
非流动负债	108342	95497	94924	97133
长期借款	55700	35700	35400	35100
其他	52642	59797	59524	62034
负债合计	225544	214205	217580	222912
股本	10040	10037	10037	10037
未分配利润	47255	54540	64254	75948
少数股东权益	50416	55675	60902	66745
股东权益合计	133010	149540	166147	185547
负债及权益合计	358554	363745	383727	408459

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	14425	10197	11108	12417
折旧和摊销	15298	15795	17274	18568
营运资金的变动	-15663	1201	1905	1504
经营活动产生现金流量	22342	33102	35874	38867
资本支出	-17043	-15414	-15290	-15348
长期投资	5408	1388	-100	-100
投资活动产生现金流量	-9726	-8424	-13131	-13171
债权融资	7678	-8313	-504	3102
股权融资	17489	0	0	0
融资活动产生现金流量	-12386	-10621	-5311	-1974
现金净变动	143	14291	17432	23723

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139124	117783	126091	130611
营业成本	89312	79232	85831	87378
税金及附加	5944	5040	5392	5587
销售费用	4713	3958	4254	4398
管理费用	8575	6962	7612	7803
研发费用	2735	2300	2471	2555
财务费用	2792	2332	1786	1474
投资收益	2626	1998	2259	2278
公允价值变动收益	-57	50	50	50
信用减值损失	-590	-40	-40	-40
资产减值损失	-11	-150	-200	-300
营业利润	26857	20097	21157	23737
营业外收支	435	240	337	289
利润总额	27292	20337	21494	24026
所得税	6359	4881	5159	5766
净利润	20932	15456	16335	18260
少数股东损益	5875	4946	5227	5843
归属母公司净利润	14425	10197	11108	12417
EPS(元)	1.44	1.02	1.11	1.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-7.3%	-15.3%	7.1%	3.6%
营业利润增长率	-27.3%	-25.2%	5.3%	12.2%
归母净利润增长率	-28.4%	-29.3%	8.9%	11.8%
盈利能力				
毛利率	35.8%	32.7%	31.9%	33.1%
归母净利率	10.4%	8.7%	8.8%	9.5%
ROE	17.5%	10.9%	10.6%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	62.9%	58.9%	56.7%	54.6%
流动比率	0.83	0.89	1.02	1.18
速动比率	0.47	0.56	0.69	0.87
营运能力				
资产周转率	39.0%	32.6%	33.7%	33.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.44	1.02	1.11	1.24
每股经营现金	2.23	3.30	3.57	3.87
估值比率(倍)				
PE	8.9	12.7	11.6	10.4
PB	1.6	1.4	1.2	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	无评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn