

煤炭

2025 年 11 月 27 日

兖矿能源 (600188)

——西北矿业并表带来产能进一步扩张，一体化布局加速

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 11 月 27 日

收盘价 (元)	14.00
一年内最高/最低 (元)	15.91/11.90
市净率	2.7
股息率% (分红/股价)	5.14
流通 A 股市值 (百万元)	82,935
上证指数/深证成指	3,875.26/12,875.19

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	5.20
资产负债率%	66.91
总股本/流通 A 股 (百万)	10,037/5,924
流通 B 股/H 股 (百万)	-/4,076

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：**公司发布关于收购山东能源装备集团高端支架制造有限公司 100%股权暨关联交易公告，11 月 27 日东华重工与山能装备签署《股权转让协议》，东华重工以评估值 3.45 亿元收购山能装备持有的高端支架公司 100%股权。交易完成后利于规避同业竞争、将加速公司装备制造一体化布局，同时可减少关联交易和降低采购成本。
- 公司 **2025 前三季度**实现营收 1049.57 亿元，同比调整后 24 年同期的 1187.88 亿元下降 11.64%；归母净利润 71.20 亿元，同比下降 39.15%，基本每股收益 0.71 元。其中 **Q3 单季度**实现营收 382.59 亿元，同比调整后 24Q3 的 383.6 亿元减少 0.26%；归母净利润 22.88 亿，同比调整后 24Q3 的 36.09 亿下降 36.60%。公司业绩符合市场预期。
- 公司煤炭产销量同比增长，煤价同比下跌。**25 年前三季度，商品煤产量 13589 万吨，同比+6.94%；销量 12643.5 万吨，同比+2.64%。**自产煤方面：**销量 12235 万吨；吨煤售价 503.33 元/吨，同比下跌 21.52%；吨煤销售成本 341.75 元/吨，同比下降 5.76%；吨煤毛利 161.58 元/吨，同比下降 42.03%；毛利率 32.1%，同比-11.4pct。**25Q3 单季，**商品煤产量 4603 万吨，同比增长 4.92%；商品煤销量 4612 万吨，同比增长 10.77%。
- 由于原材料成本下降、甲醇盈利大幅提升，整体煤化工业务毛利大幅提升。**25 年前三季度煤化工产品中毛利额较大的为甲醇（1711 百万元）、全馏分液体石蜡（1227 百万元）、石脑油（806 百万元）等，煤化工合计毛利额 4881 百万元，同比增 24.74%。其中甲醇前三季度累计产量 337.4 万吨，同比增 3.15%；销量 321.4 万吨，同比增 2.16%；售价 1801 元/吨，同比-1.9%；成本 1269 元/吨，同比-16.3%；毛利 532 元/吨，同比增 66.3%。
- 管理、研发与销售均下降，使期间费用下降。**25 年前三季度期间费用 151.22 亿元，同比降 6.10%，其中销售费用 33.10 亿元，同比降 1.17%；财务费用 32.10 亿元，同比增长 6.07%；管理费用 67.14 亿元，同比降 12.32%；研发费用 18.88 亿元，同比减少 8.82%。
- 公司产能规模预计进一步扩张。**公司 7 月 11 日完成西北矿业 51%股权交割，并于三季度并表。据公司公告，本次收购将新增煤炭资源量 63.52 亿吨、可采储量 36.52 亿吨。在产、在建及拟建产能合计预计新增 6105 万吨/年，建成后将进一步提升公司的产能。
- 投资分析意见：**我们下调 25-26 年自产煤售价假设，从 808、798 元/吨下调至 506、525 元/吨，相应 25-26 年盈利预测下调至 101.57、119.55 亿元（原值 218.33、225.72 亿元），新增 27 年盈利预测 127.1 亿，对应 25-27 年 PE 为 14x、12x 和 11x。考虑到近年煤炭行业投资不足，供给偏紧下预计煤价仍将高位震荡、行业景气有望延续。公司兼具动力煤和焦煤业务，可比公司中国神华、潞安环能、山西焦煤、华阳股份 2025 年平均 PE 为 17 倍，我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下滑使下游需求下滑，公司产品价格超预期下跌、销量超预期减少。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	139,124	104,957	144,959	151,246	155,707
同比增长率 (%)	-7.3	-11.6	4.2	4.3	2.9
归母净利润 (百万元)	15,057	7,589	10,157	11,955	12,710
同比增长率 (%)	-26.9	-37.5	-32.5	17.7	6.3
每股收益 (元/股)	1.46	0.71	1.01	1.19	1.27
毛利率 (%)	35.8	29.7	29.3	30.4	30.6
ROE (%)	18.2	9.8	12.4	13.5	13.4
市盈率	9		14	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,068	139,124	144,959	151,246	155,707
其中：营业收入	150,068	139,124	144,959	151,246	155,707
减：营业成本	89,079	89,312	102,437	105,254	108,001
减：税金及附加	6,432	5,944	6,193	6,462	6,653
主营业务利润	54,557	43,868	36,329	39,530	41,053
减：销售费用	5,002	4,713	4,929	4,840	4,827
减：管理费用	8,493	8,575	8,987	9,075	9,265
减：研发费用	2,912	2,735	2,899	2,722	2,803
减：财务费用	3,903	2,792	4,428	4,140	4,162
经营性利润	34,247	25,053	15,086	18,753	19,996
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	121	-590	-9	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-40	-11	-162	-114	-58
加：投资收益及其他	2,520	2,941	2,571	2,728	2,783
营业利润	36,968	26,857	18,178	21,367	22,722
加：营业外净收入	45	435	44	175	218
利润总额	37,013	27,292	18,222	21,542	22,940
减：所得税	9,857	6,359	4,102	4,923	5,270
净利润	27,156	20,932	14,120	16,620	17,670
少数股东损益	6,568	5,875	3,963	4,665	4,960
归属于母公司所有者的净利润	20,589	15,057	10,157	11,955	12,710

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。