

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

内生外延高质发展，持续彰显投资价值

2026年3月30日

事件：2026年3月27日，兖矿能源发布年度报告，2025年公司实现营业收入1,449.33亿元，同比下降7.49%，实现归母净利润83.81亿元，同比下降43.61%；扣非后净利润73.99亿元，同比下降46.73%。经营活动现金流量净额194.85亿元，同比下降24.63%；基本每股收益0.84元/股，同比下降44.14%。

点评：

- **煤炭主业增量扩能，精益管理降本增效。**产销量方面：2025年，公司实现商品煤产量1.82亿吨，同比+6.28%；煤炭销量1.71亿吨，同比+3.74%；其中自产煤销量1.65亿吨，同比+4.27%。受益于陕蒙基地全面达产达效及并购西北矿业，公司商品煤产量再创历史新高。展望2026年，公司计划生产商品煤1.86-1.90亿吨，力争同比增加400-800万吨。价格方面：2025年，公司实现煤炭销售均价517.83元/吨，同比-20.2%；自产煤销售均价为512.52元/吨，同比-19.3%。成本方面：2025年，公司自产煤吨煤销售成本为321.09元/吨，同比-4.3%。展望2026年，公司计划加强成本管理，力争吨煤销售成本再降3%。为应对煤价下跌影响，公司主动增产拓量、提质降本，保持煤炭主业经营稳健。
- **高端化工新材料产业提质增盈。**产销量方面：2025年，化工品产量977.5万吨，同比+8.47%；化工品销量857.4万吨，同比+5.68%。其中，甲醇产量454.0万吨，同比+2.81%；醋酸产量108.2万吨，同比+4.04%；己内酰胺产量35.7万吨，同比+5.93%；全馏分液体石蜡产量44.7万吨，同比+285.34%。价格方面：2025年，化工板块实现收入242.93亿元，同比-5.84%。成本方面：2025年，化工板块成本为179.07亿元，同比-11.99%。受益于原料煤价格回落及内部成本管控，化工板块毛利率提升5.15个百分点至26.29%。展望2026年，公司计划生产化工品950-1100万吨，力争甲醇、醋酸销售成本分别降低30元/吨。
- **内生外延跨越发展，未来成长潜力广阔。**矿业方面：2025年，公司山东万福煤矿投产即达产，新疆五彩湾四号露天矿正式“出煤”试运转；内蒙古区域刘三圪旦煤矿、霍林河一号煤矿分别取得年产1000万吨、700万吨采矿许可证；兴和铝业曹四天钼矿获发年产规模1650万吨的采矿许可证。公司坚定实施“稳省内、拓省外、优境外”区域布局策略，力争“十五五”末新增商品煤产能约7000万吨，原煤产量突破3亿吨。化工方面：内蒙古荣信化工80万吨/年烯烃项目预计2026年12月投料试车；新疆能化80万吨/年煤制烯烃项目已开工建设；陕西未来能源50万吨高温费托项目有序推进。未来公司将全力推进内蒙古荣信化工、新疆准东两个80万吨烯烃项目，力争“十五五”末新增160万吨烯烃、

50 万吨煤制油，高端化工品占比超 70%。

- **高度重视股东回报，增持回购彰显投资价值。**分红方面：2025 年，公司继中期分红 0.18 元/股，拟年度末期分红 0.32 元/股，两次分红合计 0.50 元/股，总额 50.2 亿元，占中国会计准则下归母净利润的比例为 60%。公司同时制定了《2026-2028 年度股东回报规划》，承诺现金股利总额应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约 50%。回购方面：公司同步推进 2-5 亿元 A+H 股回购计划，控股股东亦发布 1-2 亿元 A 股增持计划，彰显对公司长期价值的认可。现金方面：受煤炭价格下行影响，鲁西矿业及新疆能化未达成业绩承诺，转让方将向公司支付业绩补偿金额 183.6 亿元（对应收购价款 270.5 亿元）。我们认为，在当前煤炭价格筑底回升背景下，公司高分红高股息筑牢安全边际，且未来成长路径清晰，具有中长期投资价值。
- **盈利预测及评级：**随着公司内生产能不断释放，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 2026-2028 年归属于母公司的净利润分别为 147、152、168 亿元，EPS 为 1.47、1.52、1.68 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	1,567	1,449	1,559	1,600	1,713
同比(%)	4.4%	-7.5%	7.6%	2.6%	7.1%
归属母公司净利润（亿元）	149	84	147	152	168
同比(%)	-26.2%	-43.6%	75.5%	3.6%	10.4%
毛利率(%)	35.9%	29.3%	35.5%	37.4%	37.9%
ROE(%)	16.9%	8.3%	13.5%	13.0%	13.3%
EPS（摊薄）（元）	1.48	0.83	1.47	1.52	1.68
P/E	13.61	24.13	13.75	13.28	12.03
P/B	2.30	2.01	1.86	1.72	1.60
EV/EBITDA	4.74	6.19	5.18	4.83	4.18

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2026 年 3 月 30 日收盘价。

研究团队简介

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，中国矿业大学（北京）校外专业学位研究生导师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、挂职下属煤矿副矿长，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，现为能源与双碳中心研究中心总经理、煤炭钢铁行业首席分析师。

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。

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。

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。	

评级说明

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。