

兖矿能源（600188.SH）

公司报告 | 首次评级报告



任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2025年12月2日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	13.98
总市值	1403.24亿
PE-TTM	13.84
PB-MRQ	2.69

估值结果

价值	1158亿
DDM估值	上行空间 -17%
状态	合理估值
价值	971.84亿
动态估值	上行空间 -31%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

核心评级结论

兖矿能源是华北地区煤炭龙头，布局了山东、陕蒙、澳洲三大煤炭基地，也是我国唯一一家拥有较大体量海外资源的煤炭企业，2024年公司海外煤炭产量占比约为30%。

公司成长空间较低，主要系随着我国能源转型，煤炭消费量有望在2-3年内见顶回落，因此公司煤炭产量存在下滑预期。公司整体盈利趋势承压，主要系2025年以来煤价整体处于持续回落周期，虽然四季度有所反弹，但从中长期角度煤价大概率周期回落，公司盈利能力存在下滑预期。公司产业格局中等，主要系我国煤炭资源基本由国企垄断，但由于煤炭属于大宗商品，具有明显的同质化特征。公司护城河较深，主要系公司具有煤炭资源优势，且公司在海外市场存在煤炭产能布局，短期内煤炭在能源结构中的地位不可替代。

我们基于公司未来煤炭产量保持稳健增长，2030年开始小幅下滑，公司煤炭销售价格小幅回落至周期中枢价格的合理假设下，公司现在处于合理偏高估状态。

我们区别于市场的观点

过去几年动力煤价格处于周期高位，兖矿能源整体业绩非常亮眼，因此市场普遍对未来公司业绩预测相对乐观，给予了过高的市场预期，但我们认为，煤炭作为大宗商品具有明显的周期属性，未来周期回落，公司业绩大概率回归中枢水平；叠加我国煤炭消费达峰后，公司煤炭产量也存在下滑预期，因此我们对公司未来业绩预测较市场一致预期偏谨慎。

风险提示

若能源转型节奏提前，煤炭需求下滑导致煤炭消费量超预期下滑风险；若未来煤炭供给偏宽松，煤价超预期下滑风险；若公司煤炭产能拓展不及预期，或导致公司产量下滑风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	4
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	7
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

兖矿能源集团股份有限公司是国内动力煤龙头企业，是华东地区最大的煤炭生产商，公司主营煤炭生产和煤化工业务。除国内外，公司还成立了兖煤澳大利亚子公司，海内外双重驱动，增强业绩弹性。公司煤矿均位于国内外重要产煤基地，随着在建煤矿陆续建成投产，公司未来产能有望迈上新台阶。

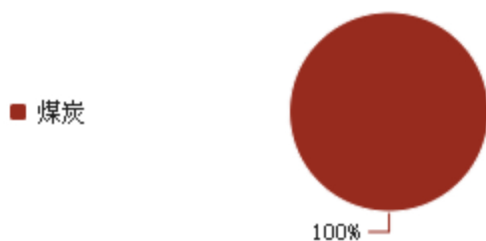
2. 业务介绍

对于兖矿能源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

煤炭：

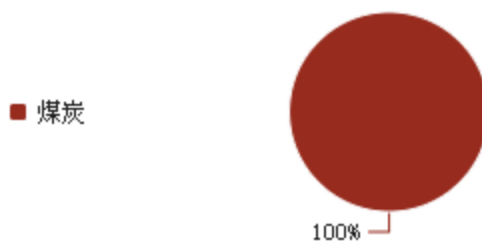
公司业务涉及煤炭、化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流等产业，其中以煤炭为主要产业，我们在四维评估时不再作拆分，统一处理为煤炭业务。我们对煤炭行业的市场界定为国内煤炭市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主营业务为煤炭开采，煤炭开采行业是典型的重资产行业，其商业模式的核心特点是前期投入巨大、后期成本刚性，企业的盈利能力高度依赖规模效应和对全产业链的掌控力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2024年底，公司固定资产1127亿元，无形资产640亿元，资产周转率较低，都属于典型的重资产行业。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度较低，主要系公司煤炭业务为大宗商品，公司不需要额外投入过多销售费用，2024年公司销售费用率为3.39%，主要为开采权使用费，说明公司销售支出较低。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司人力资源密集度较高，主要系煤矿开采需要大量矿工，截止2024年公司在职工为77,957人，其中人均薪酬31.45万元，占营业收入比例较高。

3.4 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司客户集中度较低，根据2024年公司年报披露，前五名客户销售额67.01亿元，占年度销售总额5.4%，下游客户主要为火电、化工企业，整体客户比较分散。

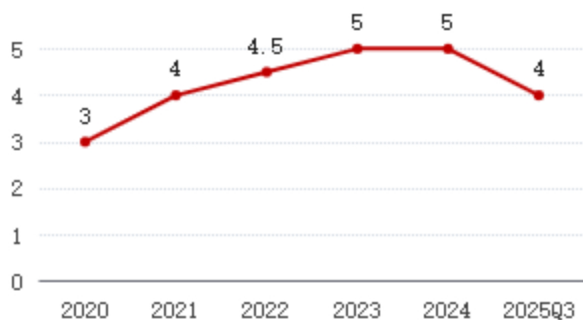
4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力优秀，由于2023年煤价持续下行，公司成长能力走低，但公司业务控制力较高和股东回报率极好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年煤价均处于周期高位，公司盈利能力较强。2025年上半年动力煤价格下跌幅度较大，一定程度影响了公司利润，导致盈利能力有所走低，但公司整体盈利能力依旧优秀。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



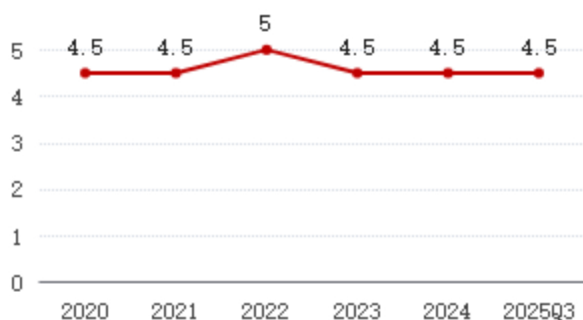
数据来源：公司财报，壹评级

近几年公司成长能力持续下滑，主要系2020年四季度煤价开始一轮周期向上行情，公司业绩屡创新高，成长能力星级提升，但2023年开始煤价周期回落，公司业绩也随之有所回落，成长能力走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



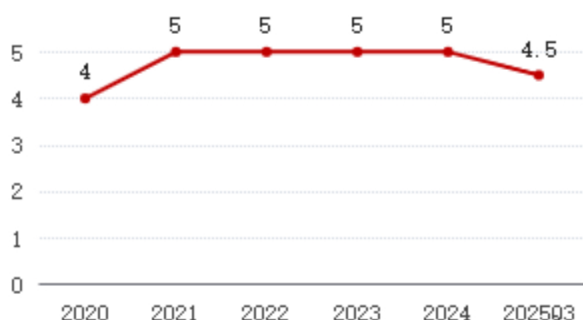
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力非常好，主要系公司整体现金流较好，经营现金流净额/净利润比例大约100%，说明公司盈利质量较高，且公司对上下游存在净占款，说明公司在产业链中话语权较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司非常注重股东回报，多年来维持了50%以上的分红率，股息率超过5%，主要系公司经营性现金流充裕，属于典型的高分红高股息资产。

5. 四维评级

公司整体成长空间较低，未来煤价周期回落，盈利趋势较差，但公司产业格局中等，资源储备丰富和产业协同优势构建公司独特护城河，护城河较深。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

在我国能源转型大背景下，煤炭开采行业未来随着煤炭消费见顶存在下滑预期，因此公司成长空间较低。

煤炭(0.5星)：

考虑到我国煤炭消费将于明后两年见顶达峰，行业存在负增长预期，公司作为煤炭龙头企业之一，短期煤炭产量存在提升空间，但随着我国煤炭消费走低，公司煤炭产量大概率承压下滑，公司成长空间较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

当前我国动力煤价格依旧处于周期中枢偏高位置，未来随着煤价回落，公司盈利趋势较差。

煤炭(1.5星)：

截至2025年10月，动力煤现货价格依旧处于周期中枢偏高位置，我们预测未来煤炭消费达峰之后，煤炭行业大概率出现供给宽松从而导致煤价下跌，考虑煤价周期回落，公司煤炭业务未来盈利能力存在下滑预期。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国煤炭资源基本由国央企垄断，但由于煤炭属于大宗商品，具有明显的同质化特征。

煤炭(3星)：

我国煤炭行业大部分为央企或地方政府控股企业，公司隶属山东能源集团，煤炭产能排名上市公司前列，但由于煤炭属于大宗商品，同质化程度较高，因此产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司具有煤炭资源优势，且公司在海外市场存在煤炭产能布局，短期内煤炭在能源结构中的地位不可替代。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
煤炭	(3.5星) 经壹评级调整后，平滑煤炭周期对公司盈利能力的扰动，公司净资产收益率相对来说较为优秀，且公司煤炭产量在所有上市公司中排名第四，公司业务控制力较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(4星) 公司护城河为煤炭资源优势，主要系公司拥有优质、丰富的煤炭资源，覆盖国内外重要能源基地，形成规模化开发优势，且公司煤炭资源预计可开采年限较长，煤炭业务具备持续发展的潜力，短期内煤炭资源具有不可替代性，因此公司护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于公司未来煤炭产量保持稳健增长，2030年开始小幅下滑，公司煤炭销售价格小幅回落至周期中枢价格的合理假设下，公司现在处于合理偏高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 量：考虑到我国煤炭消费达峰，公司作为煤炭板块龙头企业之一，我们假设2030年前公司煤炭产量稳健提升，2030年后公司未来自产煤和贸易煤销量每年小幅下滑1%左右；

2) 价：参考过去十几年煤炭周期波动以及现在动力煤长协基准价格，我们假设公司自产煤销售价格未来回落至中枢价格500元/吨的位置；

盈利能力假设：

1) 考虑到未来煤价周期回落，公司单位煤炭成本存在一定的优化空间，假设单吨煤炭成本在260元左右，2030年之后开采成本每年提升1%左右；

2) 考虑到未来煤炭价格回落，我们参考过去十几年动力煤中枢假设，从单吨煤炭毛利角度，假设2027年后公司单吨毛利回落到240元/吨左右。

表2：公司整体业绩预测

兖矿能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2008.3	1500.2	1391.2	1185.0	1178.6	1171.3	1191.5	1212.4
归母净利润(亿)	312.4	205.9	150.5	107.0	109.4	112.5	116.6	120.9
归母净利润增速(%)	90.0	-34.1	-26.9	-28.9	2.2	2.8	3.7	3.7
经营性净利润(亿)	386.4	250.1	190.6	132.9	136.3	140.7	146.6	152.7
经营性净利润增速(%)	118.7	-35.3	-23.8	-30.3	2.6	3.2	4.2	4.2
经营性归母净利润(亿)	306.0	189.6	137.1	93.0	95.4	98.5	102.6	106.9
经营性归母净利润增速(%)	95.7	-38.0	-27.7	-32.1	2.6	3.2	4.2	4.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

煤炭	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2008.3	1500.2	1391.2	1185.0	1178.6	1171.3	1191.5	1212.4
收入增速(%)	32.1	-25.3	-7.3	-14.8	-0.5	-0.6	1.7	1.7
经营性净利润(亿)	386.4	250.1	190.6	132.9	136.3	140.7	146.6	152.7
经营性净利率(%)	19.2	16.7	13.7	11.2	11.6	12.0	12.3	12.6
经营性净利润增速(%)	118.7	-35.3	-23.8	-30.3	2.6	3.2	4.2	4.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤炭	-0.3%	小幅负增长	较好	较强	9.0%	5.68	149.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	740.9	391.0	1131.8	-	340.0	180.0	971.8
公司整体测算(亿)	740.9	391.0	1131.8	-	340.0	180.0	971.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	983.4	413.1	1396.5	-	418.0	180.0	1158.5
公司整体测算(亿)	983.4	413.1	1396.5	-	418.0	180.0	1158.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

兖矿能源核心业务为煤炭业务，考虑到煤炭行业属于典型的周期性行业，且公司大部分煤炭是市场化交易，长协煤占比较低，因此煤炭周期波动对公司业绩影响较大，综合判断公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。