

## 兖煤澳大利亚 (3668 HK)

## 站在需求反弹的风口上

成功布局海外的国企煤矿商。首次覆盖，给予“买入”

兖煤澳大利亚是一家注册地及运营矿山皆位于澳大利亚的中国国企煤矿商，生产动力煤及冶金煤分别供应发电和钢铁行业。近年中国与澳大利亚加强贸易合作，公司扩大出口至中国的中长期商机不可忽视。我们对兖煤澳大利亚定下 40.00 港元目标价，对应 21.6% 上升空间及 8.5 倍 FY25 市盈率。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

## 动力煤价格料获支持

2023 年初起动力煤价格大幅回落并寻低，近月纽卡斯尔动力煤现货价在 140-150 美元水平波动。我们认为目前动力煤价格可获支持，主因：(一)全球地缘冲突风险依然持续；(二)中国火电发电量持续增长；(三)近年中国台湾及其他亚洲地区火电发电量稳定。

## 冶金煤价格跟随钢铁市场前景

2021 年下半年起中国粗钢产量同比增长放缓后，冶金煤价格也跟随其后自当年高位下跌。虽然如此，近月中央推出不同支持房地产市场，预计可带来中长期成效，并最终助力改善中国钢铁市场及间接支持冶金煤价格。

## 预计 FY26 盈利反弹

我们预计公司 FY24 股东净利润同比下跌 28.6% 至 13.0 亿澳元，因为全年煤炭均价料下跌。然而当 FY26 动力煤及冶金煤均价皆同比上升，叠加动力煤销量持续增长，我们相信公司同期股东净利润同比反弹 5.4% 至 12.9 亿澳元。

## 敏感度分析：煤价对股东净利润的影响

FY24: ± 1.0% 动力煤/冶金煤均价 → ± 2.44%/0.62% 股东净利润

FY25: ± 1.0% 动力煤/冶金煤均价 → ± 2.73%/0.65% 股东净利润

FY26: ± 1.0% 动力煤/冶金煤均价 → ± 2.66%/0.62% 股东净利润

风险提示：(一)生产延误；(二)能源需求大幅波动；(三)钢铁市场衰退；(四)政治风险；(五)汇兑损失。

## 主要财务数据 (百万澳元) (按 2024 年 11 月 22 日收市价计算)

年结: 12 月 31 日	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	10,548	7,778	6,798	6,981	7,344
增长率 (%)	95.2	(26.3)	(12.6)	2.7	5.2
股东净利润	3,586	1,819	1,298	1,219	1,285
增长率 (%)	353.4	(49.3)	(28.6)	(6.1)	5.4
每股盈利 (澳元)	2.72	1.38	0.98	0.92	0.97
市盈率 (倍)	2.4	4.7	6.6	7.0	6.6
每股股息 (澳元)	1.23	0.70	0.49	0.46	0.49
股息率 (%)	19.0	10.8	7.6	7.1	7.5
每股净资产 (澳元)	6.08	6.39	6.38	6.33	6.33
市净率 (倍)	1.06	1.01	1.01	1.02	1.02

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | 能源 | 煤炭

首次覆盖：买入

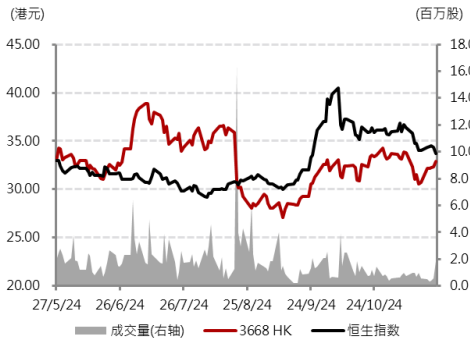
目标价：40.00 港元

## 股票资料 (更新于 2024 年 11 月 22 日)

现价	32.90 港元
总市值	43,442.46 百万 港元
流通股比例	15.25%
已发行总股本	1,320.44 百万
52 周价格区间	24.35-39.35 港元
3 个月日均成交额	42.32 百万 港元
主要股东	兖矿能源 (1171 HK) (占 62.26%)

来源：彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图 (更新至 2024 年 11 月 22 日)



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

## 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

## 内容

<b>投资亮点：亚太煤炭砥柱，迎来需求反弹</b> .....	<b>4</b>
立足澳大利亚，辐射亚太市场，成功布局海外的中国国企煤矿商 .....	4
动力煤价格料获支持 .....	6
冶金煤价格跟随钢铁市场前景 .....	7
运营表现渐进改善 .....	7
<b>盈利预测及评级：首次覆盖，给予“买入”</b> .....	<b>9</b>
预计 FY26 盈利反弹 .....	9
敏感度分析：煤价对股东净利润的影响 .....	10
高分红比率持续 .....	10
净现金水平持续 .....	11
首次覆盖，给予“买入”，目标价 40.00 港元，21.6%上升空间 .....	11
<b>企业概况</b> .....	<b>13</b>
领导团队简介 .....	13
<b>风险因素</b> .....	<b>14</b>
生产延误 .....	14
能源需求大幅波动 .....	14
钢铁市场衰退 .....	14
政治风险 .....	14
汇兑损失 .....	14
<b>历史建议和目标价</b> .....	<b>15</b>
<b>公司及行业评级定义</b> .....	<b>16</b>
<b>重要声明</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1: 煤矿分布图.....	4
图表 2: 自产煤矿 (截至 2023 年 12 月 31 日).....	4
图表 3: 煤炭销售收入分布 (按业务).....	5
图表 4: 煤炭销售收入分布 (按地区).....	5
图表 5: 纽卡斯尔动力煤现货价.....	6
图表 6: 中国火电发电量(月度).....	6
图表 7: 中国火电发电量(年度).....	6
图表 8: 中国台湾及其他亚洲地区火电发电量(年度).....	6
图表 9: 中国供电煤耗率(年度累计值).....	6
图表 10: 中国重点发电厂的煤炭日耗量.....	6
图表 11: 冶金煤均价.....	7
图表 12: 中国粗钢产量.....	7
图表 13: 2021-22 年全球动力煤贸易主要流向(百万吨).....	7
图表 14: 2021-22 年全球冶金煤贸易主要流向(百万吨).....	7
图表 15: 公司运营表现预测.....	8
图表 16: 公司收入与盈利预测.....	9
图表 17: 单位现金经营成本预测.....	9
图表 18: 敏感度分析 - FY24 煤价对股东净利润的影响.....	10
图表 19: 敏感度分析 - FY25 煤价对股东净利润的影响.....	10
图表 20: 敏感度分析 - FY26 煤价对股东净利润的影响.....	10
图表 21: 每股盈利及每股股息预测.....	10
图表 22: 净负债率.....	11
图表 23: 同业估值比较 (更新于 2024 年 11 月 22 日).....	11
图表 24: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万澳元).....	12

## 投资亮点：亚太煤炭砥柱，迎来需求反弹

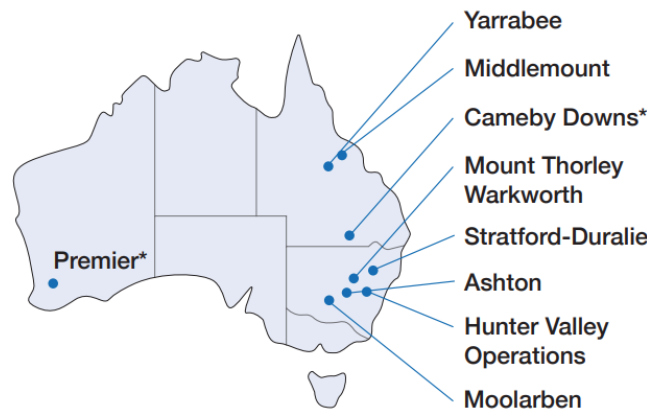
### 立足澳大利亚，辐射亚太市场，成功布局海外的中国国企煤矿商

兖煤澳大利亚有限公司(“兖煤澳大利亚”)是国企兖矿能源(1171 HK; 未评级)旗下一家注册地及运营矿山皆位于澳大利亚的中国国企煤矿商，生产动力煤及冶金煤分别供应发电和钢铁行业。公司成立于 2004 年，源自兖矿能源为收购位于澳大利亚新南威尔士猎人谷区的澳思达地下矿井而设立。经过不断的项目并购，公司于 2012 年在澳大利亚证券交易所挂牌上市(代码：YAL)，并其后于 2018 年在港交所主板上市，实现两地双重主板上市。

公司拥有 7 座在产煤矿的权益，包括莫拉本(Moolarben)、沃克山(Mount Thorley Warkworth)、亨特谷(Hunter Valley Operations)、雅若碧(Yarrabee)、中山(Middlemount)、艾诗顿(Ashton)、斯特拉福德/杜拉里(Stratford-Duralie)(注：正在开展关矿)，并通过管理协议运营 Cameby Downs 及 Premier 两座煤矿。全部 9 座煤矿的原煤及商品煤年产量合共分别可达 7,000 万吨及 5,500 万吨(见图表 1、2)。

按业务分类，动力煤是公司最大收入来源，占 1H24 煤炭销售收入的 77.0%。其次是冶金煤，占同期煤炭销售收入的 21.4%。按地区，近年中国内地已成为公司最大收入来源，占 1H24 煤炭销售收入的 33.2%。其次是日本、中国台湾、韩国，分别占同期煤炭销售收入的 23.4%、16.7%、15.1%(见图表 3、4)。

图表 1：煤矿分布图



来源：公司资料

图表 2：自产煤矿(截至 2023 年 12 月 31 日)

煤矿	莫拉本 (Moolarben)	沃克山 (Mount Thorley Warkworth)	亨特谷 (Hunter Valley Operations)	雅若碧 (Yarrabee)	中山 (Middlemount)	艾诗顿 (Ashton)	斯特拉福德/杜拉里 (Stratford-Duralie)
经济利益 (%)	95	~84	51	100	~50	100	100
开采方式	露天及井工	露天	露天	露天	露天	井工	露天
煤炭类型	动力煤	动力煤及半软焦煤	动力煤及半软焦煤	低挥发喷吹煤及动力煤	低挥发喷吹煤及硬焦煤	半软焦煤	动力煤及半软焦煤
煤炭资源总量(百万吨)	990	1,330	4,080	128	152	298	229
可采储煤炭储量(百万吨)	210	246	788	76	85	38	0.4
可销售煤炭储量(百万吨)	178	169	582	57	65	24	0.2
2023 年原煤(百万吨)(按 100%基准计)	20.4	17.2	15.3	2.4	3.3	0.7	0.9
2023 年商品煤(百万吨)(按 100%基准计)	16.7	11.3	10.5	1.9	2.2	0.4	0.6

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：煤炭销售收入分布 (按业务)

年结: 12 月 31 日	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年 上半年	2024 年 上半年
<b>金额 (百万澳元)</b>					
自产煤	5,290	11,047	7,670	4,003	2,980
- 动力煤	4,246	9,139	5,986	3,069	2,332
- 冶金煤	1,044	1,908	1,684	934	648
外购煤	98	(538)	(119)	(154)	47
其他	21	8	7	4	3
<b>合计</b>	<b>5,409</b>	<b>10,517</b>	<b>7,558</b>	<b>3,853</b>	<b>3,030</b>
<b>占比 (%)</b>					
自产煤	97.8	105.0	101.5	103.9	98.3
- 动力煤	78.5	86.9	79.2	79.7	77.0
- 冶金煤	19.3	18.1	22.3	24.2	21.4
外购煤	1.8	(5.1)	(1.6)	(4.0)	1.6
其他	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

注：由于四舍五入，数字可能不等于总和  
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：煤炭销售收入分布 (按地区)

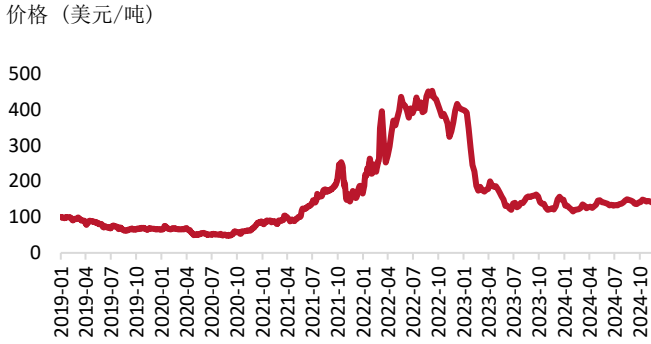
年结: 12 月 31 日	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年 上半年	2024 年 上半年
<b>金额 (百万澳元)</b>					
中国内地	0	0	1,558	588	1,005
日本	1,758	3,731	2,162	1,238	710
中国台湾	1,149	2,463	1,446	778	507
韩国	829	1,501	1,157	680	457
泰国	420	382	365	183	205
印度	455	340	192	94	49
澳大利亚	0	64	167	56	34
马来西亚	153	583	11	0	28
越南	286	575	299	156	25
其他	359	878	201	81	10
<b>合计</b>	<b>5,409</b>	<b>10,517</b>	<b>7,558</b>	<b>3,853</b>	<b>3,030</b>
<b>占比 (%)</b>					
中国内地	0.0	0.0	20.6	15.3	33.2
日本	32.5	35.5	28.6	32.1	23.4
中国台湾	21.2	23.4	19.1	20.2	16.7
韩国	15.3	14.3	15.3	17.6	15.1
泰国	7.8	3.6	4.8	4.7	6.8
印度	8.4	3.2	2.5	2.4	1.6
澳大利亚	0.0	0.6	2.2	1.5	1.1
马来西亚	2.8	5.5	0.1	0.0	0.9
越南	5.3	5.5	4.0	4.0	0.8
其他	6.6	8.3	2.7	2.1	0.3
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

注：由于四舍五入，数字可能不等于总和  
来源：公司资料、中泰国际研究部

动力煤价格料获支持

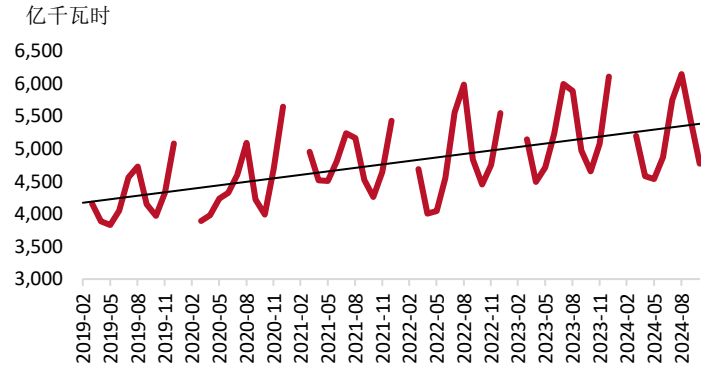
2022 年俄乌军事冲突爆发后，动力煤价格一度大幅上升，纽卡斯尔动力煤现货价由 2022 年初的 200 美元/吨上涨至当年 8 月的 450 美元高水平，其后 2023 年初起大幅回落。近月动力煤价格在 140-150 美元水平波动(见图表 5)。我们认为目前动力煤价格可获支持，主因：(一)全球地缘冲突风险依然持续；(二)中国火发电量持续增长，远远抵消因技术及效率改善而导致供电煤耗率下跌的影响(见图表 6、7、9)。事实上，撇除季节性因素，近一两年来内地重点发电厂的煤炭日耗量保持平稳(见图表 10)；(三)近年中国台湾及其他亚洲地区火发电量稳定(见图表 8)。

图表 5：纽卡斯尔动力煤现货价



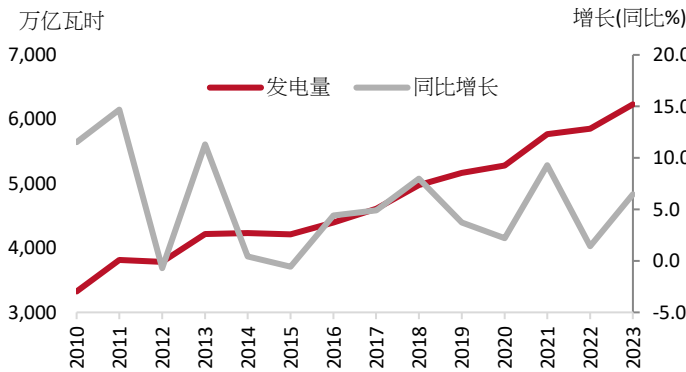
注：截至 2024 年 11 月 15 日  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 6：中国火电发电量(月度)



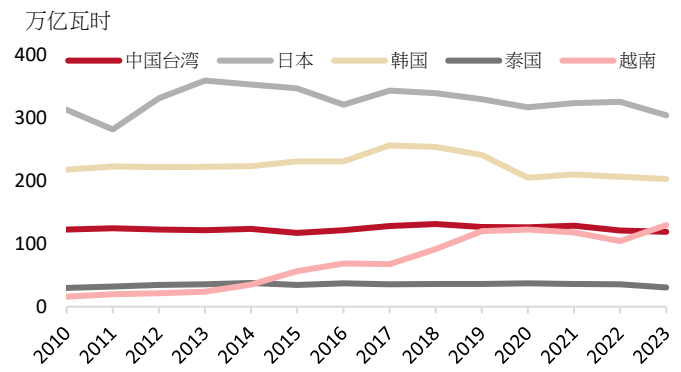
注：截至 2024 年 10 月；(二)黑色线为趋势线  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 7：中国火电发电量(年度)



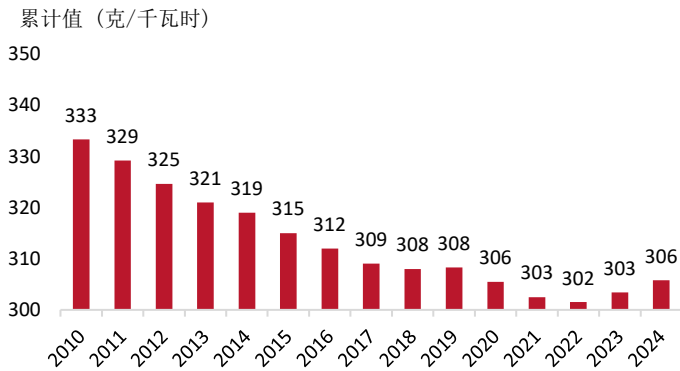
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 8：中国台湾及其他亚洲地区火电发电量(年度)



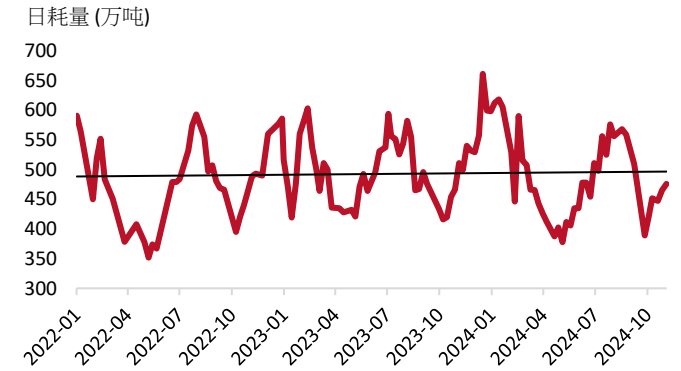
来源：Wind、BP、中泰国际研究部

图表 9：中国供电煤耗率(年度累计值)



注：截至 2024 年 9 月  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 10：中国重点发电厂的煤炭日耗量



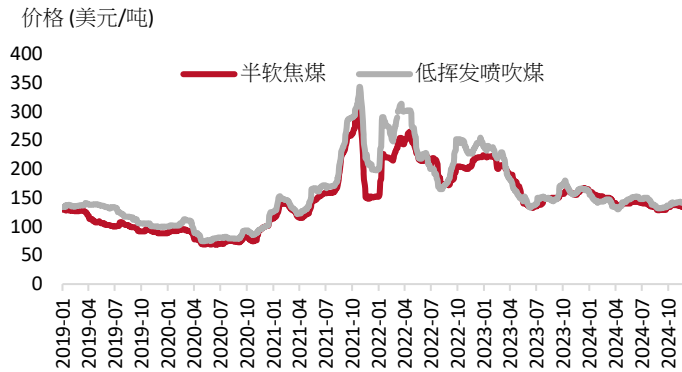
注：(一)截至 2024 年 11 月 15 日；(二)黑色线为趋势线  
来源：Wind、中泰国际研究部



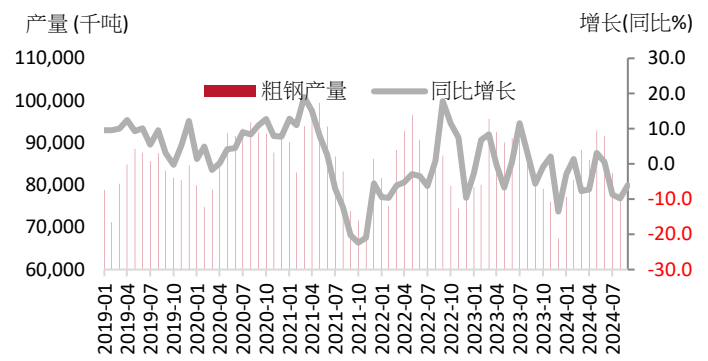
**冶金煤价格跟随钢铁市场前景**

冶金煤(例如半软焦煤、低挥发喷吹煤)价格走势相对跟随钢铁市场表现。中国占据全球一半以上的粗钢产量。2021 年下半年起中国粗钢产量同比增长放缓后, 冶金煤价格也跟随其后自近年高位下跌。虽然冶金煤价格一度反弹, 但是粗钢产量同比变化呈现跌势也拖低价格。我们归因于中国房地产市场不理想所致。虽然如此, 近月中央推出不同支持房地产市场, 预计可带来中长期成效, 并最终助力改善中国钢铁市场及间接支持冶金煤价格。

图表 11: 冶金煤均价



图表 12: 中国粗钢产量



注: 截至 2024 年 11 月 21 日  
来源: Wind、中泰国际研究部

注: 截至 2024 年 9 月  
来源: Wind、中泰国际研究部

**运营表现渐进改善**

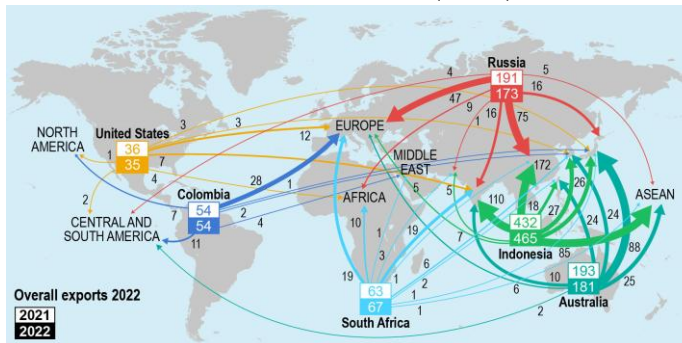
近年中国与澳大利亚加强贸易合作。2023 年中国由澳大利亚进口 5,257 万吨煤炭, 有别于 2021-22 年期间鲜有进口情况(见图表 13 及 14)。这有助推动公司煤炭销量增长。根据国际能署(IEA)统计, 2021-22 年中国内地的进口煤炭主要来自俄罗斯及印度尼西亚。

综合考虑全球煤炭市场、公司矿产资源及生产能力, 我们预计公司 FY24 权益煤炭产量同比上升 7.0%至 3,570 万吨, 处于 3,500 万-3,900 万吨公司指引范围。受到资源限制, FY25-26 产量增长放缓, 分别同比上升 5.2%及 4.9%至 3,760 万及 3,950 万吨(见图表 15)。

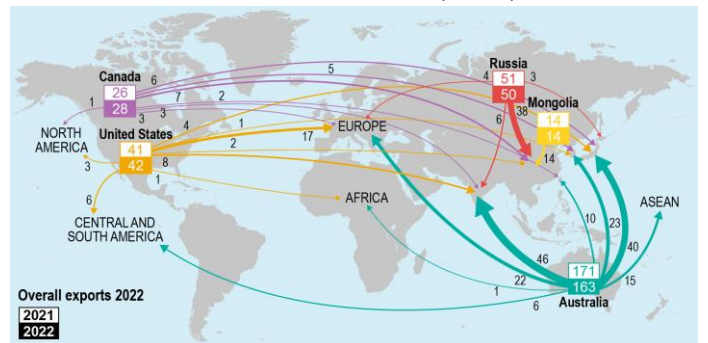
由于中国及亚洲电力需求持续, 我们预计公司动力煤销量由 FY23 的 2,840 万吨上升至 FY26 的 3,460 万吨, 复合年增长率为 6.8%。基于目前市场价格走势, 我们预计公司 FY24 动力煤平均售价同比下跌 25.0%至 158 澳元/吨, 期后在需求支持下 FY25-26 分别同比上升 1.0%及 3.0%至 160 及 165 澳元/吨。

另一方面, 由于冶金煤市场短期仍需待全球主要市场中国恢复, 我们预计公司 FY24 冶金煤销量分别同比下跌 3.0%至 460 万吨, 但 FY25-26 分别同比反弹 2.0%及 2.5%至 470 万及 480 万吨。公司冶金煤平均售价也预期分别同比下跌 18.0%及 5.0%至 FY24-25 的 292 及 277 澳元/吨, FY26 同比反弹 3.0%至 286 澳元/吨。

图表 13: 2021-22 年全球动力煤贸易主要流向(百万吨)



图表 14: 2021-22 年全球冶金煤贸易主要流向(百万吨)



来源: 国际能源署(IEA)

来源: 国际能源署(IEA)

图表 15：公司运营表现预测

年结: 12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	复合年增长率 (2023-26) (%)
权益煤炭产量 (百万吨)	29.4	33.4	35.7	37.6	39.5	5.7
- 同比增长 (%)	(19.9)	13.6	7.0	5.2	4.9	
<b>销量 (百万吨)</b>						
动力煤	24.6	28.4	32.9	33.9	34.6	6.8
- 同比增长 (%)	(22.4)	15.4	16.0	3.0	2.0	
冶金煤	4.7	4.7	4.6	4.7	4.8	0.5
- 同比增长 (%)	(19.0)	0.0	(3.0)	2.0	2.5	
<b>平均售价 (澳元/吨)</b>						
动力煤	372	211	158	160	165	(7.9)
- 同比增长 (%)	177.6	(43.3)	(25.0)	1.0	3.0	
冶金煤	405	356	292	277	286	(7.1)
- 同比增长 (%)	125.0	(12.1)	(18.0)	(5.0)	3.0	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测



## 盈利预测及评级：首次覆盖，给予“买入”

### 预计 FY26 盈利反弹

我们预计公司 FY24 收入同比下跌 12.6%至 68.0 亿元(澳元，下同)，因为全年煤炭均价料下跌(见图表 15)。当中 76.7%来自自产动力煤销售。FY24 股东净利润相应同比下跌 28.6%至 13.0 亿元(见图表 16)。

由于预计 FY25 受到冶金煤均价下跌及单位现金经营成本增加影响，我们相信公司同期股东净利润同比下跌 6.1%至 12.2 亿元。虽然如此，我们预计 FY26 股东净利润同比反弹 5.4%至 12.9 亿元，因为届时动力煤及冶金煤均价皆同比上升，叠加动力煤销量持续增长。

成本方面，我们预计 FY24-26 期间单位现金经营成本(不含特许权使用费)分别为 92 澳元/吨、96 澳元/吨、98 澳元/吨(见图表 17)。

图表 16：公司收入与盈利预测

年结: 12 月 31 日 (百万澳元)	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	复合年增长率 (2023-26 年) (%)
<b>收入</b>	<b>10,548</b>	<b>7,778</b>	<b>6,798</b>	<b>6,981</b>	<b>7,344</b>	<b>(1.9)</b>
- 同比增长 (%)	95.2	(26.3)	(12.6)	2.7	5.2	
其中:-						
- 自产动力煤销售	9,139	5,986	5,213	5,423	5,698	(1.6)
- 同比增长 (%)	115.2	(34.5)	(12.9)	4.0	5.1	
- 自产冶金煤销售	1,908	1,684	1,331	1,290	1,362	(6.8)
- 同比增长 (%)	82.8	(11.7)	(21.0)	(3.1)	5.6	
- 外购煤销售	(538)	(119)	98	101	106	不适用
- 同比增长 (%)	不适用	不适用	不适用	2.6	5.2	
- 其他	39	227	156	167	178	(7.7)
- 同比增长 (%)	143.8	482.1	(31.5)	7.4	6.7	
<b>收入分布 (%)</b>						
自产动力煤销售	86.6	77.0	76.7	77.7	77.6	
自产冶金煤销售	18.1	21.7	19.6	18.5	18.5	
外购煤销售	(5.1)	(1.5)	1.4	1.4	1.4	
其他	0.4	2.9	2.3	2.4	2.4	
<b>股东净利润</b>	<b>3,586</b>	<b>1,819</b>	<b>1,298</b>	<b>1,219</b>	<b>1,285</b>	<b>(10.9)</b>
- 同比增长 (%)	353.4	(49.3)	(28.6)	(6.1)	5.4	
<b>股东净利润率 (%)</b>	<b>34.0</b>	<b>23.4</b>	<b>19.1</b>	<b>17.5</b>	<b>17.5</b>	

注：由于四舍五入，数字可能不等于总和  
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 17：单位现金经营成本预测

年结: 12 月 31 日 (澳元/吨)	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
所用原材料及易耗品	33	33	28	29	30
员工福利	22	22	22	22	22
运输	20	21	22	23	24
外包服务及厂房租赁	15	16	16	16	17
其他经营开支	4	4	4	5	5
<b>现金经营成本(不含特许权使用费)</b>	<b>94</b>	<b>96</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>98</b>

注：根据每吨产出商品煤计算  
来源：公司资料、中泰国际研究部预测

**敏感度分析：煤价对股东净利润的影响**

我们的财务模型显示，FY24 每 1.0%的动力煤平均售价变化，股东净利润相应变化 2.44%。同期每 1.0%的冶金煤平均售价变化，股东净利润相应变化 0.62%(见图表 18)。

FY25 每 1.0%的动力煤平均售价变化，股东净利润相应变化 2.73%。同期每 1.0%的冶金煤平均售价变化，股东净利润相应变化 0.65%(见图表 19)。

FY26 每 1.0%的动力煤平均售价变化，股东净利润相应变化 2.66%。同期每 1.0%的冶金煤平均售价变化，股东净利润相应变化 0.62%(见图表 20)。

图表 18：敏感度分析 - FY24 煤价对股东净利润的影响

FY24 股东净利润：变化(%)		动力煤平均售价：百分比变化				
		0.0%	1.0%	5.0%	10.0%	20.0%
冶金煤平均售价： 百分比变化	0.0%	0.0	2.4	12.2	24.4	48.9
	1.0%	0.6	3.1	12.8	25.1	49.5
	5.0%	3.1	5.6	15.3	27.6	52.0
	10.0%	6.2	8.7	18.5	30.7	55.1
	20.0%	12.5	14.9	24.7	36.9	61.4

来源：中泰国际研究部预测

图表 19：敏感度分析 - FY25 煤价对股东净利润的影响

FY25 股东净利润：变化(%)		动力煤平均售价：百分比变化				
		0.0%	1.0%	5.0%	10.0%	20.0%
冶金煤平均售价： 百分比变化	0.0%	0.0	2.7	13.7	27.3	54.7
	1.0%	0.6	3.4	14.3	28.0	55.3
	5.0%	3.2	6.0	16.9	30.6	57.9
	10.0%	6.5	9.2	20.2	33.8	61.2
	20.0%	13.0	15.7	26.7	40.3	67.7

来源：中泰国际研究部预测

图表 20：敏感度分析 - FY26 煤价对股东净利润的影响

FY25 股东净利润：变化(%)		动力煤平均售价：百分比变化				
		0.0%	1.0%	5.0%	10.0%	20.0%
冶金煤平均售价： 百分比变化	0.0%	0.0	2.7	13.3	26.6	53.2
	1.0%	0.6	3.3	13.9	27.2	53.9
	5.0%	3.1	5.8	16.4	29.7	56.4
	10.0%	6.2	8.9	19.6	32.9	59.5
	20.0%	12.5	15.1	25.8	39.1	65.7

来源：中泰国际研究部预测

**高分红比率持续**

公司 FY22-23 分红比率分别达到 45.2%及 50.5%。我们预期高分红策略会持续，FY24-26 分红比率分别为 49.8%、49.8%、49.8%(见图表 21)。

图表 21：每股盈利及每股股息预测

年结:12月31日	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
每股盈利 (澳元)	2.72	1.38	0.98	0.92	0.97
- 同比增长(%)	353.4	(49.3)	(28.6)	(6.1)	5.4
每股股息 (澳元)	1.23	0.70	0.49	0.46	0.49
- 同比增长(%)	74.3	(43.4)	(29.5)	(6.1)	5.4
分红比率 (每股股息/每股盈利) (%)	45.2	50.5	49.8	49.8	49.8

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 净现金水平持续

我们预计公司保持健康财务状况，FY24-26 净负债率 (净负债/股东权益) 依然在净现金水平(见图表 22)。

图表 22：净负债率

年结: 12 月 31 日 (%)	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
净负债率 (净负债/股东权益)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 首次覆盖，给予“买入”，目标价 40.00 港元，21.6%上升空间

我们采用以下三家主要中国煤炭企业(包括公司母企兖矿能源)作为同业比较(见图表 23)。公司 FY25 市盈率为 7.0 倍，处于同业估值范围，但低于同业平均值 7.1 倍。考虑到近年中国与澳大利亚加强贸易合作，公司扩大出口至中国的中长期商机不可忽视。而且公司 FY26 盈利有望反弹(见图表 24)。因此公司应可获得更高估值。

我们对兖煤澳大利亚定下 40.00 港元目标价，对应 21.6%上升空间及 8.5 倍 FY25 市盈率。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 23：同业估值比较 (更新于 2024 年 11 月 22 日)

公司	代号	股价 (港元)	市值 (百万 港元)	年结	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息率 (%)			净负债/ 股东 权益 (%) 年度。
					年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	
					0	1	2	0	1	2	0	1	2	
中国神华	1088 HK	32.40	814,425	12/2023	9.3	9.9	10.0	1.44	1.38	1.34	7.5	7.3	7.1	净现金
兖矿能源	1171 HK	9.24	134,331	12/2023	4.1	5.3	5.2	1.42	0.93	0.85	13.3	10.9	10.1	57.5
中煤能源	1898 HK	9.58	164,679	12/2023	5.9	6.3	6.2	0.79	0.76	0.70	5.0	5.0	5.0	净现金
平均					6.4	7.2	7.1	1.21	1.02	0.96	8.6	7.8	7.4	57.5
兖煤澳大利亚	3668 HK	32.90	43,442	12/2023	4.7	6.6	7.0	1.01	1.01	1.02	10.8	7.6	7.1	净现金

来源：彭博、中泰国际研究部预测(兖煤澳大利亚)

图表 24：财务摘要 (年结：12 月 31 日；百万澳元)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	10,548	7,778	6,798	6,981	7,344	经营活动现金流	6,528	1,261	1,389	1,399	1,127
期他收入	183	26	34	35	37	净利润	3,586	1,819	1,298	1,219	1,285
存货成品及在制品变动	35	42	40	40	40	折旧与摊销	834	881	837	862	884
所用原材料及易耗品	(969)	(1,104)	(1,003)	(1,108)	(1,197)	营运资本变动	1,515	(1,488)	(23)	418	(332)
员工福利	(662)	(730)	(771)	(827)	(876)	其它	593	49	(723)	(1,099)	(711)
运输	(678)	(783)	(788)	(871)	(941)	投资活动现金流	(298)	(596)	(577)	(615)	(567)
外包服务及厂房租赁	(457)	(539)	(583)	(620)	(657)	资本性支出净额	(544)	(611)	(592)	(631)	(582)
其他经营开支	(297)	(334)	(157)	(174)	(188)	其它	246	15	15	16	15
政府特许权使用费	(967)	(685)	(563)	(579)	(591)	融资活动现金流	(5,133)	(1,981)	(459)	(702)	(668)
折旧及摊销	(834)	(881)	(986)	(977)	(955)	股本变动	0	0	0	0	0
外购煤	(183)	(183)	(161)	(150)	(168)	净债务变动	(3,442)	(496)	27	10	4
减值支出	(315)	0	0	0	0	已派股息	(1,626)	(1,413)	(429)	(647)	(607)
财务费用	(459)	(53)	(49)	(53)	(58)	其它	(65)	(72)	(57)	(65)	(65)
应占联营和合营公司利润	146	29	30	31	31	净现金流	1,097	(1,316)	352	82	(109)
税前利润	5,091	2,583	1,842	1,728	1,822						
所得税	(1,505)	(764)	(544)	(509)	(537)						
税后利润	3,586	1,819	1,298	1,219	1,285						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东净利润	3,586	1,819	1,298	1,219	1,285						
息税折旧摊销前利润	6,759	4,345	3,664	3,567	3,661						
息税前利润	5,925	3,464	2,828	2,705	2,777						
每股盈利(澳元)	2.72	1.38	0.98	0.92	0.97						
每股股息(澳元)	1.23	0.70	0.49	0.46	0.49						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
总资产	12,801	11,254	10,438	10,732	10,593	增长率(%)					
流动资产	3,810	2,533	2,123	2,345	2,272	收入	95.2	(26.3)	(12.6)	2.7	5.2
现金及现金等价物	2,699	1,397	1,759	1,852	1,753	息税折旧摊销前利润	144.4	(35.7)	(15.7)	(2.7)	2.6
贸易及其他应收款	736	662	238	328	345	息税前利润	206.4	(41.5)	(18.4)	(4.3)	2.6
存货	330	416	95	131	138	股东净利润	353.4	(49.3)	(28.6)	(6.1)	5.4
应收特许权使用费	20	22	22	23	23	每股盈利	353.4	(49.3)	(28.6)	(6.1)	5.4
其它流动资产	25	36	8	11	12						
非流动资产	8,991	8,721	8,315	8,387	8,321	利润率(%)					
固定资产净额	3,486	3,582	3,742	3,908	4,004	息税折旧摊销前利润	64.1	55.9	53.9	51.1	49.9
采矿权	4,367	4,040	3,802	3,589	3,383	息税前利润率	56.2	44.5	41.6	38.8	37.8
贸易及其他应收款	97	98	68	70	73	股东净利润率	34.0	23.4	19.1	17.5	17.5
于其他实体的权益	413	431	453	475	499						
其它非流动资产	628	570	250	345	362	净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总负债	4,771	2,812	2,018	2,375	2,234						
流动负债	2,532	1,048	469	574	593	其他(%)					
短期借款	48	44	51	53	54	实际税率	29.9	31.4	30.0	30.0	30.0
贸易及其他应付款	863	734	262	361	380	派息比率	45.2	50.5	49.8	49.8	49.8
流动税项负债	1,542	222	109	102	107	已动用资本回报率	34.9	17.8	13.0	12.0	12.8
其它流动负债	79	48	48	58	51	平均净资产收益率	50.6	22.1	15.4	14.5	15.4
非流动负债	2,239	1,764	1,548	1,801	1,641	平均资产收益率	29.2	15.1	12.0	11.5	12.0
长期借款及债券	625	102	122	130	133	利息覆盖倍数(倍)	12.9	65.4	57.7	50.8	48.0
准备金及其它非流动负债	1,614	1,662	1,426	1,671	1,508						
权益总额	8,030	8,442	8,421	8,357	8,359						
股东权益	8,028	8,440	8,419	8,355	8,357						
少数股东权益	2	2	2	2	2						
权益及负债总额	12,801	11,254	10,438	10,732	10,593						
净现金/(负债)	1,643	907	1,369	1,465	1,351						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

## 企业概况

### 领导团队简介

**董事长:** 茹刚先生, 为公司董事长兼非执行董事。茹先生拥有约 30 年财务和资本管理、企业组织管理、投资和融资经验。他曾任淄博矿业集团有限责任公司外派监事、外部董事、财务总监, 兖矿集团有限公司外部董事、财务总监, 山东能源集团有限公司外部董事、财务总监。现任山东能源集团有限公司副总经理、总审计师, 以及中泰证券股份有限公司(600918 CH)非独立董事及董事会战略与 ESG(环境、社会及治理)委员会成员。硕士研究生学历。

**执行委员会主席:** 岳宁先生, 为公司执行委员会主席兼执行董事。岳先生拥有超过 20 年煤矿开采运营及管理经验。他曾任兖矿能源多个高级职位。现任兖矿能源副总经理。本科学历。

**首席执行官:** David Moulton 先生, 为公司首席执行官。Moulton 先生拥有逾 40 年的全球煤炭开采经验。他曾任 Centennial Coal 多个高级职位。

**首席财务官:** 苏宁先生, 为公司首席财务官。苏先生拥有超过 20 年的会计、财务管理和资金管理经验。他曾任宏碁集团多个高级职位。硕士学历。

## 风险因素

### 生产延误

人为意外、自然灾害或技术等因素有可能影响公司正常生产。

### 能源需求大幅波动

如果能源需求大幅波动，公司动力煤销售量及价格或受影响。

### 钢铁市场衰退

如果钢铁市场衰退，公司冶金煤销售或受影响而下跌。

### 政治风险

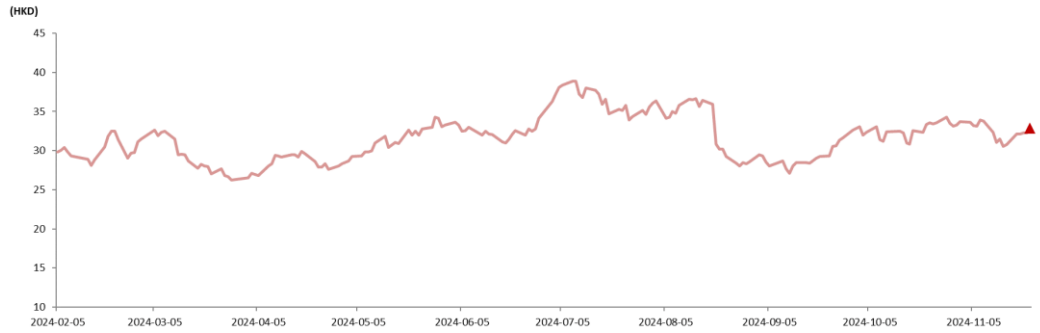
不同地区的贸易政策改变或影响公司业务。

### 汇兑损失

公司不同地区业务可能受到汇率波动影响，或因此录得重大汇兑损失。

## 历史建议和目标价

兖煤澳大利亚 (3668 HK)：股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2024/11/22	HK\$32.90	买入 (首次评级)	HK\$40.00

来源：彭博，中泰国际研究部



## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805