

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

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@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

金隅大厦B座

邮编: 100031

兖煤澳洲：增产降本兑现分红，储备现金赋能成长

2025年2月22日

事件：2025年2月20日晚，兖矿能源的海外核心子公司兖煤澳大利亚（3668.HK）发布2024年业绩，对此我们点评如下：

点评：

- **受需求较弱影响，煤炭中枢价格有所回落。**2024年兖煤澳大利亚实现煤炭综合平均售价176澳元/吨，同比下降24%。动力煤方面，2024年实现销售均价160澳元/吨，同比下降24%。冶金煤方面，2024年实现销售均价276澳元/吨，同比下降23%。2024年，澳大利亚煤炭供给呈恢复态势，价格维持相对稳定。动力煤方面，澳大利亚动力煤出口量增长2%，未来东南亚经济增长有望带动煤炭需求继续上升。冶金煤方面，受全球钢铁产量较2023年下降约6%影响，钢铁市场疲软，2024年下半年冶金煤市场需求下降。截至2025年2月20日，纽卡斯尔港5500卡动力煤FOB价格为78美元/吨，价格走势相对稳健。
- **产销量持续增长，2025年权益商品煤产量指引为3500-3900万吨。**2024年兖煤澳大利亚实现商品煤权益产量3690万吨，同比增加10%；商品煤销量3770万吨，同比增加14%。销量高于产量，主要是铁路事故导致的前期库存累计，当前铁路事故对销量的影响基本褪去。分煤种来看，2024年动力煤销量为3250万吨，同比增加14%；冶金煤销量为520万吨，同比增加11%。分季度来看，2024Q1-4，公司商品煤权益产量分别为880/820/1020/970万吨，整体上呈现下半年产量高于上半年的态势。展望2025年Q1，由于开采计划排期，公司预计产量可能较低。2025年，公司权益商品煤产量指引为3500-3900万吨之间，仍然维持2024年产量指引水平。
- **产量恢复带动成本下降，2025年现金成本指引区间为89-97澳元/吨。**2024年公司实现现金经营成本93澳元/吨，其中2024上半年现金经营成本为101澳元/吨，2024下半年现金经营成本为86澳元/吨。2024年全年现金成本同比下降3%，下半年成本下降15%，主要是权益商品煤售产量增长部分抵消了持续的成本膨胀压力。受煤炭价格回落影响，2024年公司特许权使用费为17澳元/吨，同比下降18%。展望2025年，公司现金经营成本指引区间为89-97澳元/吨，维持2024年成本指引水平。
- **公司持续创造自由现金流，兼顾股东回报与收购成长。**截至2024年12月末，兖煤澳大利亚拥有现金24.6亿澳元，并宣布派息6.87亿澳元，分红率达56%。以2月20日收盘价计算，股息回报水平达9%。在保持高额分红的同时，公司也预留相关资金，本次派息后仍有能力寻求增长机会。
- **2025年兖煤澳大利亚有望实现净利润8.1亿澳元，有望为兖矿能源带**

来盈利贡献约 23 亿元人民币。我们预期兖煤澳洲 2025 年权益商品煤产量保持增长态势，而现金经营成本进一步回落。结合我们对煤炭产能周期的研判，我们认为煤炭中枢价格仍有望维持中高位，预计兖煤澳洲 2025 年，商品煤综合售价实现 162 澳元/吨，较 2024 年回落 8%。综上，我们预期兖煤澳洲 2025 年净利润有望实现 8.1 亿澳元，对应兖矿能源 62.26% 的持股比例，有望为兖矿能源带来盈利贡献约 23 亿元人民币。

- **盈利预测及评级：**我们持续看好拥有海外优质煤炭资产，且具备持续成长能力和高成长空间的能源化工龙头兖矿能源，我们对兖矿能源 2024-2026 年归母净利润的预测分别为 153/178/198 亿元，对应 2025 年 2 月 20 日收盘价的 PE 分别为 8.55/7.37/6.62 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济超预期下滑；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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	2,250	1,500	1,419	1,584	1,732
同比(%)	48.0%	-33.3%	-5.4%	11.6%	9.4%
归属母公司净利润（亿元）	334	201	153	178	198
同比(%)	105.2%	-39.6%	-23.9%	16.0%	11.2%
毛利率(%)	42.4%	40.6%	35.2%	36.4%	37.1%
ROE(%)	33.4%	27.7%	17.1%	18.3%	18.8%
EPS（摊薄）（元）	3.32	2.01	1.53	1.77	1.97
P/E	3.93	6.51	8.55	7.37	6.62
P/B	1.31	1.80	1.46	1.35	1.25
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.74	3.09	2.59

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 2 月 20 日收盘价。

资产负债表		单位: 亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,263	962	1,169	1,367	1,636	
货币资金	666	376	607	777	1,019	
应收票据	12	9	8	9	10	
应收账款	81	69	59	66	72	
预付账款	42	51	46	50	55	
存货	97	77	77	84	91	
其他	366	379	372	381	390	
非流动资产	2,512	2,581	2,735	2,852	2,957	
长期股权投资	238	240	240	240	240	
固定资产(合计)	1,120	1,125	1,243	1,346	1,435	
无形资产	680	672	700	728	756	
其他	474	545	552	538	526	
资产总计	3,775	3,543	3,903	4,219	4,592	
流动负债	1,313	1,231	1,329	1,444	1,554	
短期借款	65	41	61	81	101	
应付票据	115	119	128	140	151	
应付账款	234	196	192	210	227	
其他	900	876	949	1,013	1,074	
非流动负债	1,022	1,128	1,169	1,218	1,317	
长期借款	428	614	714	814	914	
其他	594	515	456	405	404	
负债合计	2,336	2,359	2,498	2,662	2,871	
少数股东权益	441	456	511	584	671	
归属母公司股东权益	999	727	895	972	1,050	
负债和股东权益	3,775	3,543	3,903	4,219	4,592	

重要财务指标		单位: 亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,250	1,500	1,419	1,584	1,732	
同比(%)	48.0%	-33.3%	-5.4%	11.6%	9.4%	
归属母公司净利润	334	201	153	178	198	
同比(%)	105.2%	-39.6%	-23.9%	16.0%	11.2%	
毛利率(%)	42.4%	40.6%	35.2%	36.4%	37.1%	
ROE%	33.4%	27.7%	17.1%	18.3%	18.8%	
EPS(摊薄)(元)	3.32	2.01	1.53	1.77	1.97	
P/E	3.93	6.51	8.55	7.37	6.62	
P/B	1.31	1.80	1.46	1.35	1.25	
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.74	3.09	2.59	

利润表		单位: 亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,250	1,500	1,419	1,584	1,732	
营业成本	1,295	891	920	1,007	1,090	
营业税金及附加	81	64	61	68	74	
销售费用	68	50	43	48	52	
管理费用	86	85	78	87	95	
研发费用	29	29	23	25	28	
财务费用	61	39	32	33	35	
减值损失合计	-25	0	-6	-6	-6	
投资净收益	33	23	21	24	26	
其他	-12	5	-2	2	2	
营业利润	625	370	277	335	380	
营业外收支	-3	0	0	0	0	
利润总额	621	370	277	335	380	
所得税	161	99	69	84	95	
净利润	460	272	207	251	285	
少数股东损益	122	66	50	69	83	
归属母公司净利润	334	201	153	178	198	
EBITDA	831	536	486	557	616	
EPS(当年)(元)	4.55	2.74	1.53	1.77	1.97	

现金流量表		单位: 亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	589	162	447	531	576	
净利润	460	272	207	251	285	
折旧摊销	143	151	177	189	201	
财务费用	50	44	38	42	47	
投资损失	-33	-23	-21	-24	-26	
营运资金变动	-56	-283	42	66	63	
其它	25	0	4	6	6	
投资活动现金流	-149	-122	-314	-288	-286	
资本支出	-202	-180	-315	-315	-315	
长期投资	45	32	5	5	5	
其他	8	25	-4	22	24	
筹资活动现金流	-463	-325	96	-73	-48	
吸收投资	59	51	68	0	0	
借款	-73	161	120	120	120	
支付利息或股息	-227	-299	-133	-142	-167	
现金流净增加额	-13	-280	231	170	242	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾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，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

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。

评级说明

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。	

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。