

香港股市 | 能源 | 煤炭

兖煤澳大利亚（3668 HK）

FY24 业绩略逊我们预期

FY24 股东净利润同比下跌 33.2%

公司 FY24 业绩略逊我们预期。股东净利润同比下跌 33.2%至 12.2 亿元(澳元，下同)，较我们预测 13.0 亿元，略低 6.3%，主因原材料及易耗品开支、其他经营开支、外购煤成本高于预期(见图表 1)。受到煤炭价格同比平均下跌 24.1%影响，FY24 收入同比下降 11.8%至 68.6 亿元，与我们预测 68.0 亿元相若。期内权益煤炭产量同比上升 10.5%至 3,690 万吨，符合公司指引 3,500-3,900 万吨。每吨商品煤的现金经营成本(不含特许权使用费)由 FY23 的 96 元下跌至 FY24 的 93 元，符合公司指引 89-97 元。分红比率由 50.5%上升至 56.3%，优于预期。

中国收入占比扩大

中国收入占比由 FY23 的 20.6%增长至 FY24 的 29.2%，超越日本(占比 28.4%)成为最大单一收入来源地。去年 11 月我们发表首次覆盖报告时已指出，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。我们预计此趋势可于 FY25 持续。

稳固 FY25 运营指引

公司定下与 FY24 相同的 FY25 运营指引：(一)权益煤炭产量 3,500-3,900 万吨；(二) 现金经营成本(不含特许权使用费) 89-97 元/吨。我们预计 FY25 产量同比轻微增长 0.5%至 3,710 万吨；同期现金经营成本温和上升至 FY25 的 96 元/吨(见图表 4-5)。另一方面，考虑近期煤价弱势(见图表 2-3)，我们预计 FY25 动力煤及冶金煤分别同比下跌 7.1%及 3.7%，待 FY26 才反弹(见图表 4)。

下调目标价，重申“买入”评级

基于上述情形，我们分别降低 FY25-26 股东净利润预测 6.4%及 0.8%，并将目标价由 40.00 港元下调至 37.45 港元，对应 30.5%上行空间及 8.5 倍 FY25 目标市盈率(见图表 8)。维持“买入”评级。

敏感度分析：FY25 预测：± 1.0% 动力煤/冶金煤均价 → ± 2.4%/0.7% 股东净利润。

风险提示：(一)生产延误；(二)需求波动 - 电力/钢铁市场；(三)政治风险；(四)汇兑损失。

主要财务数据（澳元百万）（更新于 2025 年 2 月 20 日）

年结:12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	10,548	7,778	6,860	6,660	6,937
增长率 (%)	95.2	(26.3)	(11.8)	(2.9)	4.1
股东净利润	3,586	1,819	1,216	1,141	1,274
增长率 (%)	353.4	(49.3)	(33.2)	(6.2)	11.6
每股盈利 (澳元)	2.72	1.38	0.92	0.86	0.96
市盈率 (倍)	2.1	4.1	6.1	6.5	5.8
每股股息 (澳元)	1.23	0.70	0.52	0.45	0.50
股息率 (%)	21.8	12.4	9.2	8.0	8.9
每股净资产 (澳元)	6.08	6.39	7.05	7.18	7.35
市净率 (倍)	0.93	0.88	0.80	0.78	0.77

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

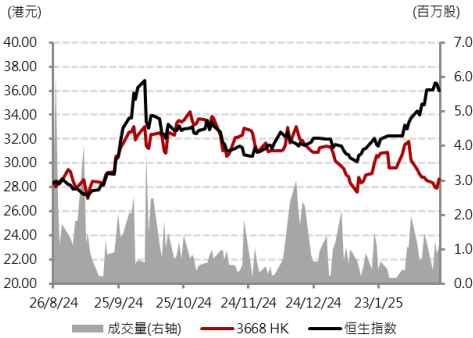
目标价：37.45 港元

股票资料（更新至 2025 年 2 月 20 日）

现价	28.70 港元
总市值	37,896.61 百万 港元
流通股比例	15.23%
已发行总股本	1,320.44 百万
52 周价格区间	26.00-39.35 港元
3 个月日均成交额	29.20 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



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250122 - 兖煤澳大利亚（3668 HK）更新报告：
FY24 运营大致符合预期

20241125 - 兖煤澳大利亚（3668 HK）首次覆盖报告：站在需求反弹的风口上

分析师

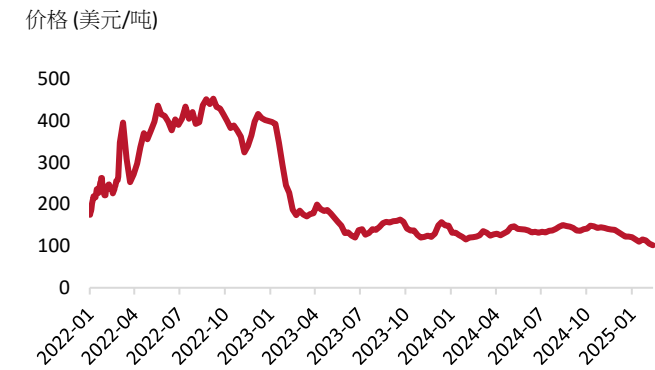
周健锋（Patrick Chow）
+852 2359 1849
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY24 业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (澳元百万)	2023 年 实际	2024 年 实际	增长 (同比%)	2024 年 中泰国际预测	实际与预测差别 (%)	中泰国际评论
收入	7,778	6,860	(11.8)	6,798	0.9	(一)权益煤炭产量同比上升 10.5%至 36.9 百万吨，符合公司指引 35-39 百万吨；(二)权益销量同比上升 13.9%至 37.7 百万吨；(三)整体平均售价同比下跌 24.1%至 176 澳元/吨
其他收入	26	159	511.5	34	367.8	
存货成品及在制品变动	42	(44)	不适用	40	不适用	
所用原材料及易耗品	(1,104)	(1,161)	5.2	(1,003)	15.8	高于预期
员工福利	(730)	(796)	9.0	(771)	3.3	高于预期
运输	(783)	(826)	5.5	(788)	4.8	
外包服务及厂房租赁	(539)	(607)	12.6	(583)	4.1	
其他经营开支	(334)	(302)	(9.6)	(157)	92.0	高于预期
政府特许权使用费	(685)	(639)	(6.7)	(563)	13.6	高于预期
折旧及摊销	(881)	(750)	(14.9)	(986)	(23.9)	
外购煤	(183)	(195)	6.6	(161)	21.5	
减值支出	0	0	不适用	0	不适用	实际税率由 29.9%下跌至 28.5%
财务费用	(53)	(39)	(26.4)	(49)	(20.4)	
应占联营和合营公司利润	29	29	0.0	30	(3.3)	
税前利润	2,583	1,689	(34.6)	1,842	(8.3)	实际税率由 29.9%下跌至 28.5%
所得税	(764)	(473)	(38.1)	(544)	(13.0)	
税后利润	1,819	1,216	(33.2)	1,298	(6.3)	
少数股东权益	0	0	不适用	0	不适用	分红比率由 50.5%上升至 56.3%
股东净利润	1,819	1,216	(33.2)	1,298	(6.3)	
每股盈利(澳元)	1.38	0.92	(33.0)	0.98	(6.1)	
每股股息(澳元)	0.70	0.52	(25.2)	0.49	6.1	
利润率 (%)	变动 (百分点)			实际与预测差别 (百分点)		
股东净利润率	23.4	17.7	-5.7	19.1	-1.4	

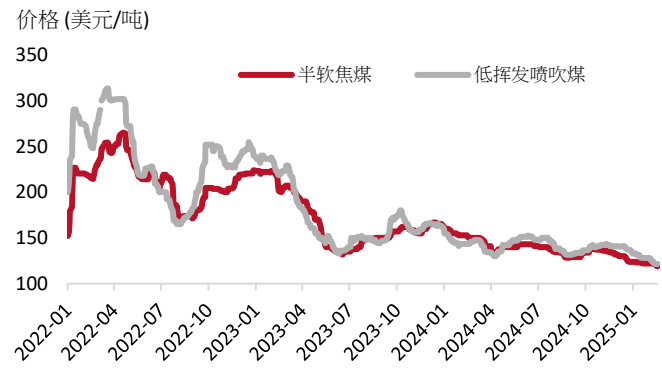
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：纽卡斯尔动力煤现货市场价



注：截至 2025 年 2 月 14 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 3：冶金煤市场价



注：截至 2025 年 2 月 19 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：运营表现预测

年结: 12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
权益煤炭产量 (百万吨)	29.4	33.4	36.9	37.1	37.2
- 同比增长 (%)	(19.9)	13.6	10.5	0.5	0.3
销量 (百万吨)					
动力煤	24.6	28.4	32.5	33.3	33.9
- 同比增长 (%)	(22.4)	15.4	14.4	2.6	1.7
冶金煤	4.7	4.7	5.2	5.4	5.5
- 同比增长 (%)	(19.0)	0.0	10.6	3.6	2.5
平均售价 (澳元/吨)					
动力煤	372	211	160	149	154
- 同比增长 (%)	177.6	(43.3)	(24.2)	(7.1)	3.6
冶金煤	405	356	276	266	271
- 同比增长 (%)	125.0	(12.1)	(22.5)	(3.7)	1.8

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 5：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 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
所用原材料及易耗品	33	33	31	33	34
员工福利	22	22	21	21	22
运输	20	21	20	21	22
外包服务及厂房租赁	15	16	16	16	16
其他经营开支	4	4	5	5	5
现金经营成本(不含特许权使用费)	94	96	93	96	99

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 6：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%
	0.0%	0.0	2.4	12.0	24.0	48.0
	1.0%	0.7	3.1	12.7	24.7	48.7
冶金煤平均售价：	5.0%	3.4	5.8	15.4	27.4	51.4
百分比变化	10.0%	6.7	9.1	18.7	30.7	54.7
	20.0%	13.5	15.9	25.5	37.5	61.5

来源：中泰国际研究部预测

图表 7：敏感度分析 - FY26 煤价对股东净利润的影响

FY26 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%
	0.0%	0.0	2.2	11.2	22.4	44.8
	1.0%	0.6	2.9	11.8	23.0	45.4
冶金煤平均售价：	5.0%	3.1	5.3	14.3	25.5	47.9
百分比变化	10.0%	6.2	8.4	17.4	28.6	51.0
	20.0%	12.4	14.7	23.6	34.8	57.2

来源：中泰国际研究部预测

图表 8：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (澳元百万)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2025 年 预测	2026 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	6,981	7,344	6,660	6,937	(4.6)	(5.5)
税前利润	1,728	1,822	1,595	1,782	(7.7)	(2.2)
股东净利润	1,219	1,285	1,141	1,274	(6.4)	(0.8)
每股盈利(澳元)	0.92	0.97	0.86	0.96	(6.4)	(0.8)
每股股息(澳元)	0.46	0.49	0.45	0.50	(2.2)	3.1
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
股东净利润率	17.5	17.5	17.1	18.4	(0.3)	0.1

来源：中泰国际研究部预测

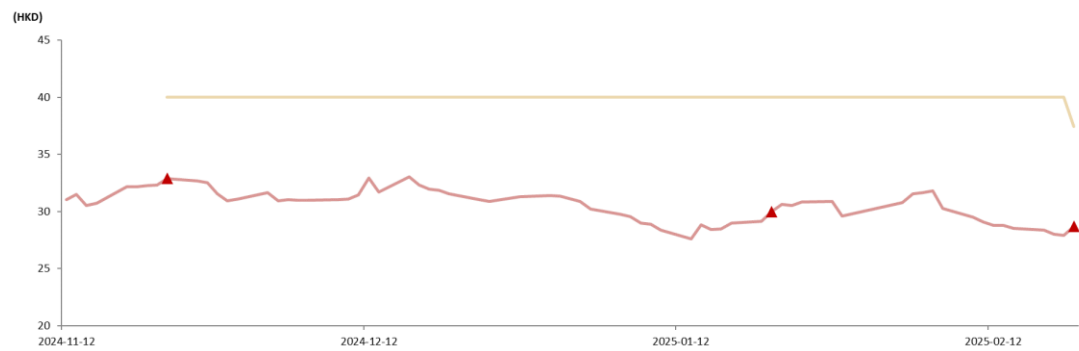
图表 9：财务摘要 (年结：12 月 31 日；澳元百万)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	10,548	7,778	6,860	6,660	6,937	经营活动现金流	6,528	1,261	2,133	705	1,546
其他收入	183	26	159	33	35	净利润	3,586	1,819	1,216	1,141	1,274
存货成品及在制品变动	35	42	(44)	10	10	折旧与摊销	834	881	854	888	901
所用原材料及易耗品	(969)	(1,104)	(1,161)	(1,207)	(1,248)	营运资本变动	1,515	(1,488)	128	(1,064)	126
员工福利	(662)	(730)	(796)	(795)	(805)	其它	593	49	(65)	(260)	(754)
运输	(678)	(783)	(826)	(779)	(805)	投资活动现金流	(298)	(596)	(687)	(739)	(813)
外包服务及厂房租赁	(457)	(539)	(607)	(599)	(608)	资本性支出净额	(544)	(611)	(698)	(758)	(833)
其他经营开支	(297)	(334)	(302)	(195)	(201)	其它	246	15	11	19	21
政府特许权使用费	(967)	(685)	(639)	(620)	(592)	融资活动现金流	(5,133)	(1,981)	(498)	(731)	(660)
折旧及摊销	(834)	(881)	(750)	(699)	(714)	股本变动	0	0	0	0	0
外购煤	(183)	(183)	(195)	(200)	(208)	净债务变动	(3,442)	(496)	0	24	4
减值支出	(315)	0	0	0	0	已派股息	(1,626)	(1,413)	(429)	(687)	(594)
财务费用	(459)	(53)	(39)	(44)	(48)	其它	(65)	(72)	(69)	(69)	(70)
应占联营和合营公司利润	146	29	29	30	30	净现金流	1,097	(1,316)	948	(765)	74
税前利润	5,091	2,583	1,689	1,595	1,782						
所得税	(1,505)	(764)	(473)	(454)	(508)						
税后利润	3,586	1,819	1,216	1,141	1,274						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东净利润	3,586	1,819	1,216	1,141	1,274						
息税折旧摊销前利润	6,759	4,345	3,293	3,182	3,398						
息税前利润	5,925	3,464	2,439	2,294	2,496						
每股盈利(澳元)	2.72	1.38	0.92	0.86	0.96						
每股股息(澳元)	1.23	0.70	0.52	0.45	0.50						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
总资产	12,801	11,254	12,356	11,939	12,281	增长率(%)					
流动资产	3,810	2,533	3,540	2,761	2,888	收入	95.2	(26.3)	(11.8)	(2.9)	4.1
现金及现金等价物	2,699	1,397	2,461	1,706	1,789	息税折旧摊销前利润	144.4	(35.7)	(24.2)	(3.4)	6.8
贸易及其他应收款	736	662	600	586	610	息税前利润	206.4	(41.5)	(29.6)	(5.9)	8.8
存货	330	416	419	410	427	股东净利润	353.4	(49.3)	(33.2)	(6.2)	11.6
应收特许权使用费	20	22	19	19	20	每股盈利	353.4	(49.3)	(33.1)	(6.4)	11.6
其它流动资产	25	36	41	40	42						
非流动资产	8,991	8,721	8,816	9,178	9,393	利润率(%)					
固定资产净额	3,486	3,582	3,909	4,192	4,521	息税折旧摊销前利润	64.1	55.9	48.0	47.8	49.0
采矿权	4,367	4,040	3,784	3,623	3,449	息税前利润率	56.2	44.5	35.6	34.4	36.0
贸易及其他应收款	97	98	101	97	101	股东净利润率	34.0	23.4	17.7	17.1	18.4
于其他实体的权益	413	431	447	469	493						
其它非流动资产	628	570	575	797	830	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	3,039	2,459	2,573						
流动负债	2,532	1,048	1,234	1,109	1,160	其他(%)					
短期借款	48	44	37	53	54	实际税率	29.9	31.4	28.5	29.0	29.0
贸易及其他应付款	863	734	975	879	916	派息比率	45.2	50.5	56.3	52.1	51.8
流动税项负债	1,542	222	91	91	102	已动用资本回报率	34.9	17.8	10.9	10.5	11.5
其它流动负债	79	48	131	86	88	平均净资产收益率	50.6	22.1	13.7	12.1	13.3
非流动负债	2,239	1,764	1,805	1,350	1,414	平均资产收益率	29.2	15.1	10.3	9.4	10.5
长期借款及债券	625	102	75	83	86	利息覆盖倍数(倍)	12.9	65.4	62.5	52.2	51.9
准备金及其它非流动负债	1,614	1,662	1,730	1,267	1,328						
权益总额	8,030	8,442	9,317	9,480	9,708						
股东权益	8,028	8,440	9,315	9,478	9,706						
少数股东权益	2	2	2	2	2						
权益及负债总额	12,801	11,254	12,356	11,939	12,281						
净现金/(负债)	1,643	907	2,024	1,256	1,299						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

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 (首次覆盖)	HK\$40.00
2	2025/1/21	HK\$30.00	买入 (维持)	HK\$40.00
3	2025/2/20	HK\$28.70	买入 (维持)	HK\$37.45

来源：公司资料、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企业融资业务关系。
- （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