

2025年2月24日

兖煤澳大利亚 (3668.HK)

SDICS

公司深度分析

证券研究报告

煤炭

投资评级:

买入

维持评级

6个月目标价

34.2 港元

股价 2025-02-24

29.6 港元

完成指引目标，全年派息率达 56%

事件：公司公布全年业绩。2024 年全年实现收入 6860 百万澳元，同比减少 12%；实现税后利润 1216 百万澳元，同比减少 33%。实现经营现金流 2136 百万澳元，同比增加 69%。公司宣派股息 6.87 亿澳元，派息率 56%。我们认为公司经营、派息符合 24 年指引，煤价下跌背景下公司净利有所影响，但是公司优异的资产、优秀的管理能力以及较为吸引的股息率使得我们对公司维持买入评级，目标价 34.2 港元。

报告摘要

全年业绩好于预期，中国市场份额继续增加。公司全年实现收入 6860 百万澳元，同比减少 12%；实现税后利润 1216 百万澳元，同比减少 33%。按照不同地区收入来看，中国和东北亚为公司的核心客户。2024 年中国的销量占比 29% 提升至 36%，预计未来仍是公司最为重要的市场之一。根据伍德麦肯锡，长久来看，预计印度和东南亚对于动力煤的需求仍有所增长，而供应端开发新矿山和融资限制仍将导致未来几年储备枯竭加速。

全年产量和成本符合指引，2025 年产量和成本指引不变。公司实现商品煤权益产量 36.9 百万吨，同比+10%，下半年产量尤其强劲，环比增长 17%。全年现金经营成本 93 澳元/吨，同比下降 3 澳元/吨，主要得益于产量的提升。结合公司全年实现煤价 176 澳元/吨，每吨商品煤隐含经营现金利润率为 66 澳元/吨。公司指引 2025 年维持与 2024 年相近的运营水平，权益商品煤产量 3500-3900 万吨，现金经营成本为 89-97 澳元/吨。

全年派息率达到 56%。公司宣派全年股息 6.87 亿澳元，或 0.52 澳元/股，对应分红率 56%。截至年底公司现金结余近 25 亿澳元。公司无任何计息贷款，在手现金充足。公司保持分红政策不变，为正常情况下各财政年度派付不少于税后净利润的 50%（不包括非经常性项目）或自由现金流量的 50%（不包括非经常性项目）。扣除本次派息后，公司仍留有 18 亿左右澳元的现金，未来有机遇的时候还会考虑并购。

目标价 34.20 港元，维持“买入”评级。公司优异的资产组合和优秀的管理能力使公司在煤价周期持续保持盈利能力。在全球煤价下降背景下，我们预计公司 2025E/2026E 收入分别为 62.52 亿和 60.41 亿澳元，同比-8.9%/-3.4%；归母净利润率分别为 9.41 亿和 9.12 亿澳元，同比-22.6%和-3.1%。我们认为公司的分红率较高，这对投资者仍较为吸引，给予公司 2025 年 9.7xPE（汇率假设 1 澳元 =4.95 港币），对应目标价 34.2 港元，维持“买入”评级。

风险提示：国际煤价快速下降，成本快速提升，产量不及预期，成本上行。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E
营业收入	10,548	7,778	6,860	6,252	6,041
增长率 (%)	95.2	-26.3	-11.8	-8.9	-3.4
净利润	3,586	1,819	1,216	941	912
增长率 (%)	353.4	-49.3	-33.2	-22.6	-3.1
净利润率 (%)	34.0	23.4	17.7	15.0	15.1
每股收益 (澳元)	2.72	1.38	0.92	0.71	0.69
每股净资产(澳元)	6.08	6.39	6.95	7.12	7.11
市盈率	2.18	4.30	6.44	8.32	8.59
市净率	0.98	0.93	0.85	0.83	0.83
EV/EBITDA	0.87	1.58	2.12	2.49	2.55
净资产收益率 (%)	50.6	22.1	13.8	10.1	7.4
股息收益率 (%)	20.7	11.7	8.8	6.0	5.8

数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(亿港元)	39,085.01
流通市值(亿港元)	39,084.99
总股本(亿股)	1,320.44
流通股本(亿股)	1,320.44
12个月低/高(港元)	26/39.35
平均成交(百万港元)	31.37

股东结构

兖矿能源集团	62.26%
信达集团	7.69%
其他	30.05%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-20.37	-31.41	-45.29
绝对收益	-4.05	-10.03	-5.73

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

单位：百万澳元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万澳元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						资产负债表					
收入	10,548	7,778	6,860	6,252	6,041	现金	2,699	1,397	2,461	2,379	2,761
其他收入	183	26	100	100	101	应收账款	736	662	558	554	621
所用原材料及耗材	(969)	(1,104)	(1,169)	(1,128)	(1,086)	存货	330	416	368	365	364
雇员福利	(662)	(730)	(792)	(827)	(814)	其他流动资产	45	58	58	58	58
折旧及摊销	(834)	(881)	(905)	(865)	(853)	流动资产合计	3,810	2,533	3,445	3,356	3,804
运输	(678)	(783)	(754)	(714)	(698)	固定资产	3,486	3,582	3,817	3,919	3,955
合约服务及厂房租赁	(457)	(539)	(603)	(564)	(582)	采矿权	4,367	4,040	3,798	3,538	3,221
政府特许权使用费	(967)	(685)	(641)	(600)	(532)	勘探及评估资产	275	238	238	238	238
煤炭采购	(183)	(183)	(176)	(192)	(152)	长期投资	413	431	502	568	631
融资成本	(459)	(53)	(20)	(20)	(20)	其他长期资产	450	430	430	430	430
分占税后权益入账参股公司溢利/(亏损)	146	29	71	66	63	非流动资产合计	8,991	8,721	8,786	8,693	8,476
其他	(577)	(292)	(283)	(163)	(165)	总资产合计	12,801	11,254	12,231	12,048	12,280
除所得税前溢利/(亏损)	5,091	2,583	1,689	1,344	1,302	应付账款	863	734	969	666	926
所得税利益/(开支)	(1,505)	(764)	(473)	(403)	(391)	短期借款	48	44	44	10	10
除所得税后溢利/(亏损)	3,586	1,819	1,216	941	912	即期税项负债	1,542	222	473	403	391
兖煤澳大利亚有限公司拥有人	3,586	1,819	1,216	941	912	其他流动负债	79	48	48	48	48
非控股权益	-	-	-	-	-	流动负债合计	2,532	1,048	1,534	1,127	1,374
						长期借款	625	102	102	102	102
						递延税及递延收入	383	344	200	200	200
						拨备	1,217	1,314	1,217	1,217	1,217
						其他	14	4	-	-	-
同比 (%)						非流动负债合计	2,239	1,764	1,519	1,519	1,519
营业收入	95%	-26%	-12%	-9%	-3%	负债合计	4,771	2,812	3,053	2,646	2,893
税前利润	362%	-49%	-35%	-20%	-3%	股本	6,698	6,698	6,698	6,698	6,698
净利润	353%	-49%	-33%	-23%	-3%	储备	(264)	(258)	(309)	(103)	(567)
						累计亏损	1,594	2,000	2,787	2,805	3,254
						少数股东权益	2	2	2	2	2
现金流量表						所有者权益合计	8,030	8,442	9,178	9,402	9,387
税前利润	5,091	2,583	1,689	1,344	1,302						
折旧和摊销	834	881	905	865	853	主要财务比率					
营运资本变动	25	(141)	387	(296)	193	P/E (x)	2.2	4.3	6.4	8.3	8.6
税费	-	(2,123)	(764)	(473)	(403)	P/B (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
其他	578	61	(81)	-	(500)	Dividend yield (%)	20.7	11.7	8.8	6.0	5.8
经营性现金净流量	6,528	1,261	2,136	1,440	1,445	EV/EBITDA (x)	0.9	1.6	2.1	2.5	2.5
资本开支	(548)	(621)	(650)	(600)	(600)	EV/EBIT (x)	1.0	2.1	3.2	4.1	4.2
其他	250	25	7	-	-	Pre-tax profit margin (%)	48.3	33.2	24.6	21.5	21.6
投资性现金净流量	(298)	(596)	(643)	(600)	(600)	Net margin (%)	34.0	23.4	17.7	15.0	15.1
支付股息	(1,625)	(1,413)	(429)	(922)	(463)	Effective tax rate (%)	29.6	29.6	28.0	30.0	30.0
新增债务	-	-	-	-	-	ROE (%)	50.6	22.1	13.8	10.1	9.7
偿还债务	(2,762)	(496)	-	-	-	ROA (%)	29.2	15.1	10.4	7.7	7.5
其他	(746)	(72)	-	-	-	Current ratio (x)	1.5	2.4	2.2	3.0	2.8
融资性现金净流量	(5,133)	(1,981)	(429)	(922)	(463)	A/R turnover days (s)	24.6	32.4	32.0	32.0	35.0
净现金流	1,097	(1,316)	1,064	(82)	382	Interest coverage (x)	12.1	49.7	85.4	68.2	66.1
汇兑损益	107	14	-	-	-	Net debt/ (cash) to equity (%)	-25.2	-14.8	-25.2	-24.1	-29.4
期初现金余额	1,495	2,699	1,397	2,461	2,379	Total asset to equity ratio (x)	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
期末现金余额	2,699	1,397	2,461	2,379	2,761	Dividend payout ratio (%)	45.2	50.5	56.5	50.0	50.0

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010