

香港股市 | 能源 | 煤炭

兖煤澳大利亚（3668 HK）

25Q1 煤价持续受压

25Q1 权益煤炭销量同比仅上升 1.2%

公司公布 25Q1 运营数据。权益煤炭产量同比增长 8.0%至 950 万吨。可是权益煤炭销量同比仅上升 1.2%至 840 万吨，主因商品煤库存重建，部分销售从 3 月延至 4 月。按类别，动力煤销量同比减少 4.1%至 700 万吨，但冶金煤销量则同比上升 43.0%至 140 万吨(见图表 1)。

25Q1 平均煤炭售价同比下跌 12.8%

受到市场供应相对强劲影响，25Q1 平均煤炭售价同比下跌 12.8%至 157 澳元/吨，其中动力煤及冶金煤分别同比下跌 8.8%及 34.7%至 145 及 218 澳元/吨(见图表 1)。另一方面，美国的不合理新关税政策增加全球宏观经济风险，增加煤炭市场的不确定性。而且近年煤炭市场价格呈现跌势(见图表 2-3)，我们不可排除短期未来煤价持续同比受压的可能性。

FY25 运营指引不变

公司维持 FY25 运营指引：(一)权益煤炭产量为 3,500-3,900 万吨；(二)现金经营成本(不含特许权使用费) 89-97 澳元/吨；(三)权益资本开支为 7.5-9.0 亿澳元。

下调盈利预测及目标价，维持“买入”评级

我们认为今年运营指引可达到，但是考虑到煤价跌势，我们分别下调 FY25-26 股东净利润预测 12.7%及 14.4%(见图表 4-6)，并将目标价由 37.45 港元降低至 32.70 港元，对应 34.8%上行空间及 8.5 倍 FY25 目标市盈率。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(见图表 7)。

风险提示：(一)生产延误；(二)电力/钢铁市场需求波动；(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 4 月 25 日）

| 年结:12 月 31 日 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 实际     | 实际     | 实际     | 预测     | 预测     |
| 收入           | 10,548 | 7,778  | 6,860  | 6,431  | 6,641  |
| 增长率 (%)      | 95.2   | (26.3) | (11.8) | (6.3)  | 3.3    |
| 股东净利润        | 3,586  | 1,819  | 1,216  | 996    | 1,091  |
| 增长率 (%)      | 353.4  | (49.3) | (33.2) | (18.1) | 9.5    |
| 每股盈利（澳元）     | 2.72   | 1.38   | 0.92   | 0.75   | 0.83   |
| 市盈率（倍）       | 1.8    | 3.4    | 5.2    | 6.3    | 5.8    |
| 每股股息（澳元）     | 1.23   | 0.70   | 0.52   | 0.39   | 0.43   |
| 股息率 (%)      | 25.8   | 14.6   | 10.9   | 8.2    | 9.0    |
| 每股净资产（澳元）    | 6.08   | 6.39   | 7.05   | 7.09   | 7.18   |
| 市净率（倍）       | 0.78   | 0.74   | 0.67   | 0.67   | 0.66   |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

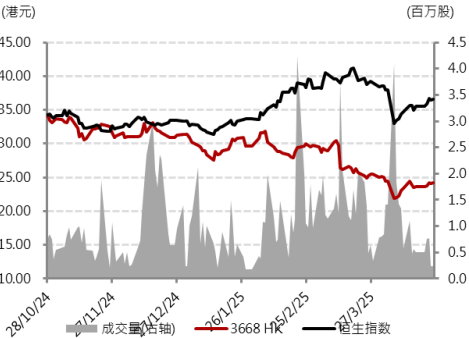
评级：买入

目标价：32.70 港元

股票资料（更新至 2025 年 4 月 25 日）

|           |                          |
|-----------|--------------------------|
| 现价        | 24.25 港元                 |
| 总市值       | 32,020.66 百万 港元          |
| 流通股比例     | 15.83%                   |
| 已发行总股本    | 1,320.44 百万              |
| 52 周价格区间  | 21.50-39.35 港元           |
| 3 个月日均成交额 | 33.69 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

20250221 - 兖煤澳大利亚（3668 HK）更新报告：

FY24 业绩略逊我们预期

20250122 - 兖煤澳大利亚（3668 HK）更新报告：

FY24 运营大致符合预期

分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：25Q1 业绩回顾

| 年结: 12 月 31 日 | 24Q1<br>实际 | 25Q1<br>实际 | 增长<br>(同比%) | 中泰国际评论                  |
|---------------|------------|------------|-------------|-------------------------|
| 权益煤炭产量 (百万吨)  | 8.8        | 9.5        | 8.0         | 商品煤库存重建，部分销售从 3 月延至 4 月 |
| 销量 (百万吨)      |            |            |             |                         |
| - 动力煤         | 7.3        | 7.0        | (4.1)       |                         |
| - 冶金煤         | 1.0        | 1.4        | 43.0        | 市场供应相对强劲                |
| 平均售价 (澳元/吨)   |            |            |             |                         |
| 动力煤           | 159        | 145        | (8.8)       |                         |
| 冶金煤           | 334        | 218        | (34.7)      |                         |

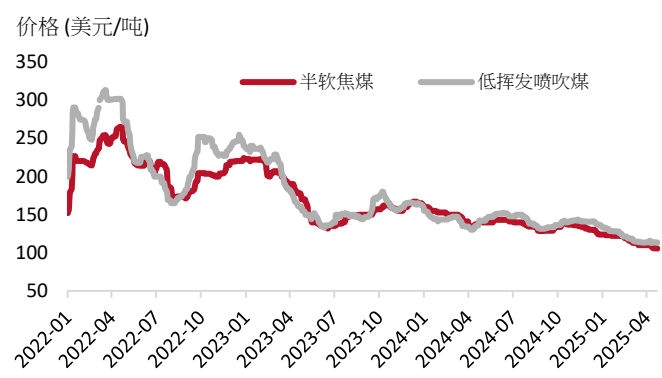
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：纽卡斯尔动力煤现货市场价



注：截至 2025 年 4 月 18 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 4 月 25 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<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 权益煤炭产量 (百万吨)  | 29.4         | 33.4         | 36.9         | 37.2         | 37.3         |
| - 同比增长 (%)    | (19.9)       | 13.6         | 10.5         | 0.8          | 0.2          |
| 销量 (百万吨)      |              |              |              |              |              |
| 动力煤           | 24.6         | 28.4         | 32.5         | 33.1         | 33.6         |
| - 同比增长 (%)    | (22.4)       | 15.4         | 14.4         | 1.8          | 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          | 153          |
| - 同比增长 (%)    | 177.6        | (43.3)       | (24.2)       | (7.1)        | 2.8          |
| 冶金煤           | 405          | 356          | 276          | 232          | 235          |
| - 同比增长 (%)    | 125.0        | (12.1)       | (22.5)       | (16.0)       | 1.2          |

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<br>(澳元/吨) | 2022 年<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>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：盈利预测调整

| 年结: 12 月 31 日<br>(澳元百万) | 旧预测          |              | 新预测          |              | 变动 (新/旧) (%)   |              |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
|                         | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 | 2025 年<br>预测   | 2026 年<br>预测 |
| 收入                      | 6,660        | 6,937        | 6,431        | 6,641        | (3.4)          | (4.3)        |
| 税前利润                    | 1,595        | 1,782        | 1,390        | 1,524        | (12.8)         | (14.5)       |
| 股东净利润                   | 1,141        | 1,274        | 996          | 1,091        | (12.7)         | (14.4)       |
| 每股盈利(澳元)                | 0.86         | 0.96         | 0.75         | 0.83         | (12.7)         | (14.4)       |
| 每股股息(澳元)                | 0.45         | 0.50         | 0.39         | 0.43         | (13.3)         | (14.0)       |
| 利润率 (%)                 |              |              |              |              | 变动 (新/旧) (百分点) |              |
| 股东净利润率                  | 17.1         | 18.4         | 15.5         | 16.4         | (1.6)          | (1.9)        |

来源：中泰国际研究部预测

图表 7：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：<br>百分比变化 | 0.0%  | 0.0           | 2.4  | 12.2 | 24.3  | 48.7  |
|                   | 1.0%  | 0.7           | 3.1  | 12.9 | 25.0  | 49.4  |
|                   | 5.0%  | 3.4           | 5.9  | 15.6 | 27.8  | 52.1  |
|                   | 10.0% | 6.9           | 9.3  | 19.0 | 31.2  | 55.6  |
|                   | 20.0% | 13.8          | 16.2 | 25.9 | 38.1  | 62.4  |

来源：中泰国际研究部预测

图表 8：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% |
| 冶金煤平均售价：<br>百分比变化 | 0.0%  | 0.0           | 2.3  | 11.3 | 22.7  | 45.4  |
|                   | 1.0%  | 0.6           | 2.9  | 12.0 | 23.3  | 46.0  |
|                   | 5.0%  | 3.2           | 5.4  | 14.5 | 25.9  | 48.5  |
|                   | 10.0% | 6.3           | 8.6  | 17.7 | 29.0  | 51.7  |
|                   | 20.0% | 12.7          | 14.9 | 24.0 | 35.4  | 58.0  |

来源：中泰国际研究部预测

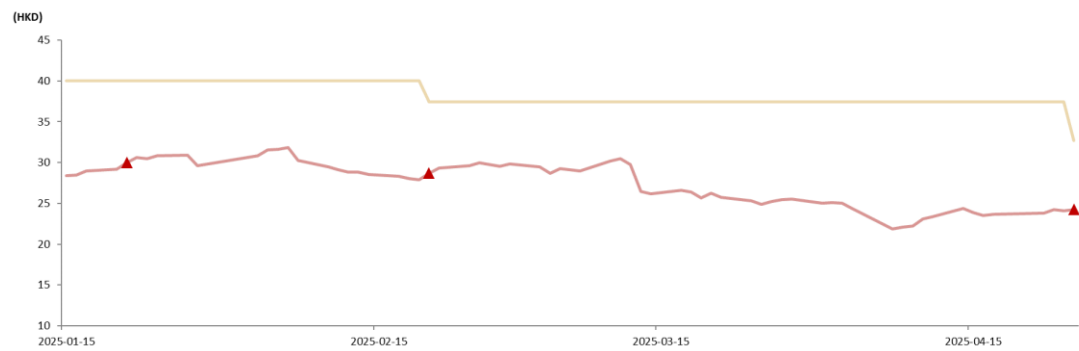
图表 9：财务摘要 (年结：12 月 31 日；澳元百万)

| 损益表         | 2022 年<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 | 现金流量表     | 2022 年<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入          | 10,548       | 7,778        | 6,860        | 6,431        | 6,641        | 经营活动现金流   | 6,528        | 1,261        | 2,133        | 576          | 1,348        |
| 其他收入        | 183          | 26           | 159          | 32           | 33           | 净利润       | 3,586        | 1,819        | 1,216        | 996          | 1,091        |
| 存货成品及在制品变动  | 35           | 42           | (44)         | 10           | 10           | 折旧与摊销     | 834          | 881          | 854          | 885          | 898          |
| 所用原材料及易耗品   | (969)        | (1,104)      | (1,161)      | (1,211)      | (1,250)      | 营运资本变动    | 1,515        | (1,488)      | 128          | (1,155)      | 102          |
| 员工福利        | (662)        | (730)        | (796)        | (797)        | (806)        | 其它        | 593          | 49           | (65)         | (150)        | (743)        |
| 运输          | (678)        | (783)        | (826)        | (781)        | (806)        | 投资活动现金流   | (298)        | (596)        | (687)        | (739)        | (813)        |
| 外包服务及厂房租赁   | (457)        | (539)        | (607)        | (601)        | (608)        | 资本性支出净额   | (544)        | (611)        | (698)        | (758)        | (833)        |
| 其他经营开支      | (297)        | (334)        | (302)        | (195)        | (202)        | 其它        | 246          | 15           | 11           | 19           | 21           |
| 政府特许权使用费    | (967)        | (685)        | (639)        | (616)        | (588)        | 融资活动现金流   | (5,133)      | (1,981)      | (498)        | (731)        | (581)        |
| 折旧及摊销       | (834)        | (881)        | (750)        | (675)        | (684)        | 股本变动      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 外购煤         | (183)        | (183)        | (195)        | (193)        | (199)        | 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)        | (515)        |
| 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          | (894)        | (45)         |
| 税前利润        | 5,091        | 2,583        | 1,689        | 1,390        | 1,524        |           |              |              |              |              |              |
| 所得税         | (1,505)      | (764)        | (473)        | (395)        | (433)        |           |              |              |              |              |              |
| 税后利润        | 3,586        | 1,819        | 1,216        | 996          | 1,091        |           |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |           |              |              |              |              |              |
| 股东净利润       | 3,586        | 1,819        | 1,216        | 996          | 1,091        |           |              |              |              |              |              |
| 息税折旧摊销前利润   | 6,759        | 4,345        | 3,293        | 2,951        | 3,106        |           |              |              |              |              |              |
| 息税前利润       | 5,925        | 3,464        | 2,439        | 2,066        | 2,208        |           |              |              |              |              |              |
| 每股盈利(澳元)    | 2.72         | 1.38         | 0.92         | 0.75         | 0.83         |           |              |              |              |              |              |
| 每股股息(澳元)    | 1.23         | 0.70         | 0.52         | 0.39         | 0.43         |           |              |              |              |              |              |
| 资产负债表       | 2022 年<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 | 主要财务指标    | 2022 年<br>实际 | 2023 年<br>实际 | 2024 年<br>实际 | 2025 年<br>预测 | 2026 年<br>预测 |
| 总资产         | 12,801       | 11,254       | 12,356       | 11,744       | 11,949       | 增长率(%)    |              |              |              |              |              |
| 流动资产        | 3,810        | 2,533        | 3,540        | 2,597        | 2,595        | 收入        | 95.2         | (26.3)       | (11.8)       | (6.3)        | 3.3          |
| 现金及现金等价物    | 2,699        | 1,397        | 2,461        | 1,577        | 1,542        | 息税折旧摊销前利润 | 144.4        | (35.7)       | (24.2)       | (10.4)       | 5.2          |
| 贸易及其他应收款    | 736          | 662          | 600          | 566          | 584          | 息税前利润     | 206.4        | (41.5)       | (29.6)       | (15.3)       | 6.9          |
| 存货          | 330          | 416          | 419          | 396          | 409          | 股东净利润     | 353.4        | (49.3)       | (33.2)       | (18.1)       | 9.5          |
| 应收特许权使用费    | 20           | 22           | 19           | 19           | 20           | 每股盈利      | 353.4        | (49.3)       | (33.1)       | (18.3)       | 9.5          |
| 其它流动资产      | 25           | 36           | 41           | 38           | 40           |           |              |              |              |              |              |
| 非流动资产       | 8,991        | 8,721        | 8,816        | 9,147        | 9,354        | 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         | 45.9         | 46.8         |
| 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         | 32.1         | 33.2         |
| 贸易及其他应收款    | 97           | 98           | 101          | 93           | 96           | 股东净利润率    | 34.0         | 23.4         | 17.7         | 15.5         | 16.4         |
| 于其他实体的权益    | 413          | 431          | 447          | 469          | 493          |           |              |              |              |              |              |
| 其它非流动资产     | 628          | 570          | 575          | 770          | 795          | 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        | 2,376        | 2,468        |           |              |              |              |              |              |
| 流动负债        | 2,532        | 1,048        | 1,234        | 1,067        | 1,106        | 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          | 849          | 877          | 派息比率      | 45.2         | 50.5         | 56.3         | 51.7         | 52.1         |
| 流动税项负债      | 1,542        | 222          | 91           | 79           | 87           | 已动用资本回报率  | 34.9         | 17.8         | 10.9         | 9.3          | 10.1         |
| 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         | 10.7         | 11.6         |
| 非流动负债       | 2,239        | 1,764        | 1,805        | 1,309        | 1,362        | 平均资产收益率   | 29.2         | 15.1         | 10.3         | 8.3          | 9.2          |
| 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         | 47.0         | 45.9         |
| 准备金及其它非流动负债 | 1,614        | 1,662        | 1,730        | 1,226        | 1,276        |           |              |              |              |              |              |
| 权益总额        | 8,030        | 8,442        | 9,317        | 9,369        | 9,481        |           |              |              |              |              |              |
| 股东权益        | 8,028        | 8,440        | 9,315        | 9,367        | 9,479        |           |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益      | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            |           |              |              |              |              |              |
| 权益及负债总额     | 12,801       | 11,254       | 12,356       | 11,744       | 11,949       |           |              |              |              |              |              |
| 净现金/(负债)    | 1,643        | 907          | 2,024        | 9,369        | 9,481        |           |              |              |              |              |              |

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 | 2025/1/21 | HK\$30.00 | 买入 (维持) | HK\$40.00 |
| 2 | 2025/2/20 | HK\$28.70 | 买入 (维持) | HK\$37.45 |
| 3 | 2025/4/25 | HK\$24.25 | 买入 (维持) | HK\$32.70 |

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提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