

香港股市 | 能源 | 煤炭

兖煤澳大利亚 (3668 HK)

多项正面因素正在显效

并购澳大利亚冶金煤矿项目

近日公司宣布，拟透过并购一家全资企业，获得位于澳大利亚西北部的红隼(Kestrel)冶金煤矿项目的 80% 股权，余下 20% 股权则由三井资源(Mitsui Resources)保持 (见图表 1)。公司 FY25 备考(pro forma)权益煤炭产量将因此增加约 12% 至接近 4,500 万吨。按照项目 2025 年收入分布，32%、26%、20%、10%、7%、4% 分别来自印度、日本、韩国、中国台湾、东南亚、中国内地。公司目标于 26Q3 底完成交易，并将向卖方支付 18.5 亿美元(约 25.9 亿澳元)，当中 12 亿美元来自银团贷款，以及不超过 5.5 亿美元的煤价挂钩或有付款(交易后五年内)。我们认为此交易有利公司进一步发展亚洲煤炭业务，而基于公司 FY25 底持有 21.3 亿澳元现金，相关财务压力则相对不大。

26Q1 运营表现符合预期

26Q1 权益煤炭销量同比仅下跌 2.4% 至 8.2 百万吨，其中动力煤销量更持平。另一方面，煤炭售价同比降幅温和。26Q1 煤炭平均售价同比下跌 7.0% 至 146 澳元/吨，其中动力煤及冶金煤平均售价分别同比下跌 7.6% 及 2.3% 至 134 澳元/吨及 213 澳元/吨(见图表 2)。

煤炭市场价格环比上涨

近期煤炭市场价格环比上涨，部分可归因于美以伊战争影响，预期公司 26Q2 煤炭平均售价将较明显反映相关情况。动力煤方面，最新纽卡斯尔动力煤现货价较 2 月底上升 11.9% 至 130 美元/吨。冶金煤方面，最新半软焦煤及低挥发喷吹煤市场价较 2 月底分别上升 6.5% 及 9.3% 至 123 美元/吨及 138 美元/吨(见图表 3 及 4)。

今年夏季高温发生概率较高，有利煤价上升

厄尔尼诺现象(El Niño)泛指在北半球引发高温，而此因素有望短中期有利公司收入。根据美国国家海洋暨大气总署(NOAA)近期发表的预测，今年 6 月至 8 月，厄尔尼诺现象发生概率达 80%，7 月至 9 月更接近 90%(见图表 5)，换言之预示今年夏季高温发生机会较大。这将提升用电需求，从而支持煤炭销售，有利煤价上升。

成本压力却或将增加

公司维持 FY26 经营指引：(一)权益煤炭产量为 3,650-4,050 万吨；(二)现金经营成本(不含特许权使用费) 90-98 元/吨；(三)资本开支 7.5 亿-9.0 亿元(FY25 实际 7.5 亿元)。可是公司表示，柴油价格上涨正在影响现金运营成本，最终有可能导致 FY26 现金经营成本接近公司指引上限。

上调目标价 8.8%

综合上述，我们分别上调 FY26-27 股东净利润预测 2.5% 及 9.1%(见图表 6 至 8)。我们将目标价由 39.00 港元上调 8.8% 至 42.42 港元，对应 17.5 倍 FY26 市盈率及 10.4% 上行空间。我们维持“增持”评级。

敏感度分析： FY26F: ± 1.0% 动力煤/冶金煤均价 → ±5.0%/1.6% 股东净利润(见图表 9)。

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。

更新报告

评级：增持

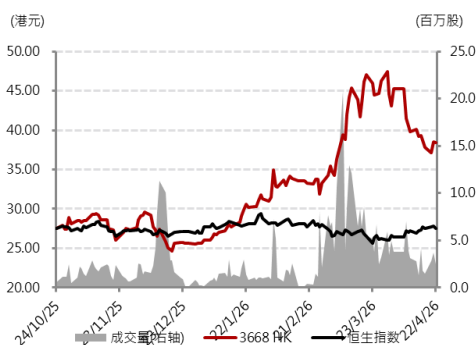
目标价：42.42 港元

股票资料 (更新至 2026 年 4 月 22 日)

现价	38.42 港元
总市值	50,731.28 百万港元
流通股比例	15.82%
已发行总股本	1,320.44 百万
52 周价格区间	23.50-49.08 港元
3 个月日均成交额	166.58 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

- 20260304 - 兖煤澳大利亚 (3668 HK) 更新报告：盈利触底，估值提升
- 20260120 - 兖煤澳大利亚 (3668 HK) 更新报告：FY25 运营符合预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

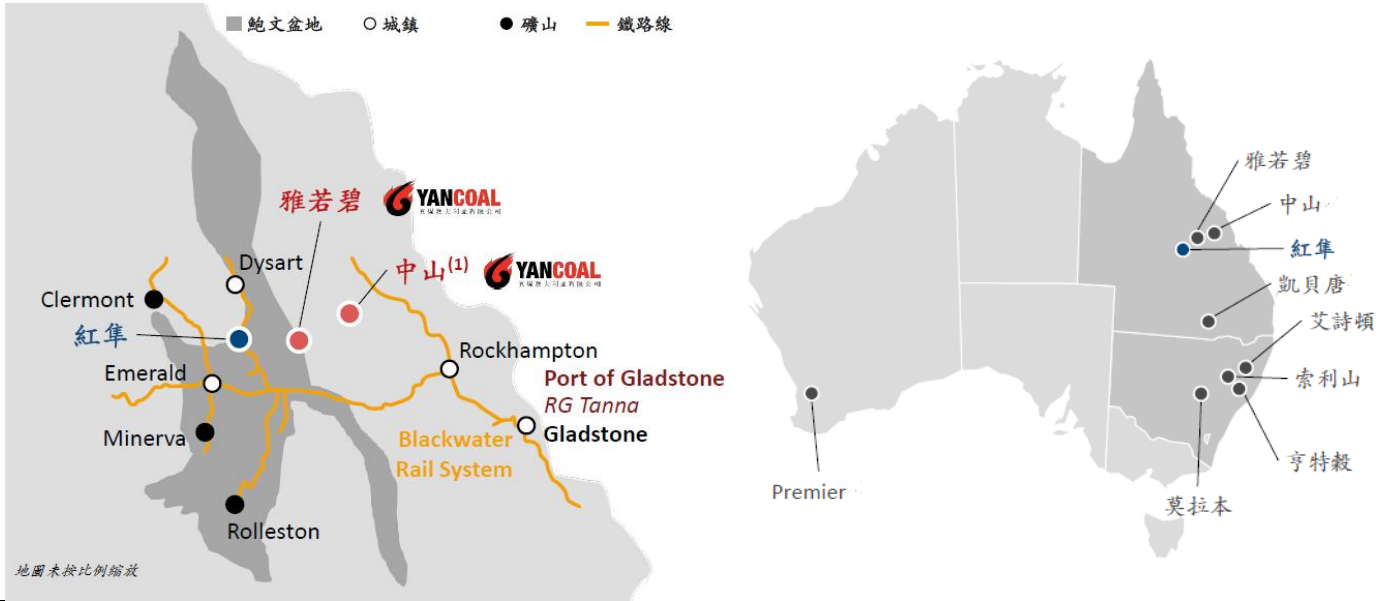
kf.chow@ztsc.com.hk

主要财务数据 (澳元百万) (更新于 2026 年 4 月 22 日)

年结:12 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	7,778	6,860	5,949	6,475	7,171
增长率 (%)	(26.3)	(11.8)	(13.3)	8.8	10.8
股东净利润	1,819	1,216	440	578	672
增长率 (%)	(49.3)	(33.2)	(63.8)	31.3	16.3
每股盈利 (澳元)	1.38	0.92	0.33	0.44	0.51
市盈率 (倍)	5.0	7.5	20.8	15.9	13.6
每股股息 (澳元)	0.70	0.52	0.18	0.24	0.28
股息率 (%)	10.0	7.5	2.7	3.5	4.0
每股净资产 (澳元)	6.39	7.05	6.84	6.68	6.62
市净率 (倍)	1.08	0.98	1.01	1.04	1.05

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：紅隼(Kestrel) 煤矿项目及公司现有位于澳大利亚的煤矿项目



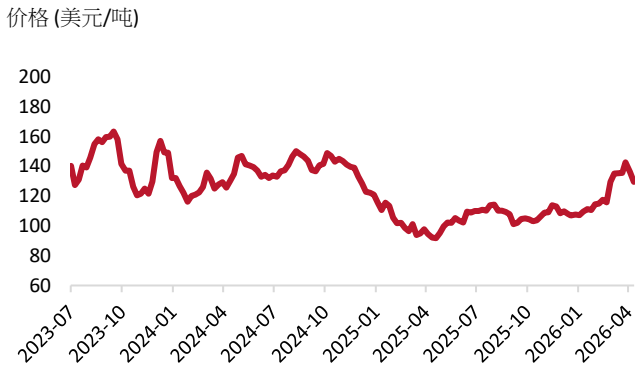
数字来源：公司资料、中泰国际研究部整理

图表 2：26Q1 运营表现

年结: 12 月 31 日	25Q4	25Q1	26Q1	增长 (同比%)
权益煤炭产量 (百万吨)	10.4	9.5	9.0	(5.3)
权益销量 (百万吨)				
动力煤	9.2	7.0	7.0	0.0
冶金煤	1.6	1.4	1.3	(7.1)
合计	10.8	8.4	8.2	(2.4)
平均售价 (澳元/吨)				
动力煤	138	145	134	(7.6)
冶金煤	203	218	213	(2.3)
平均合计	148	157	146	(7.0)

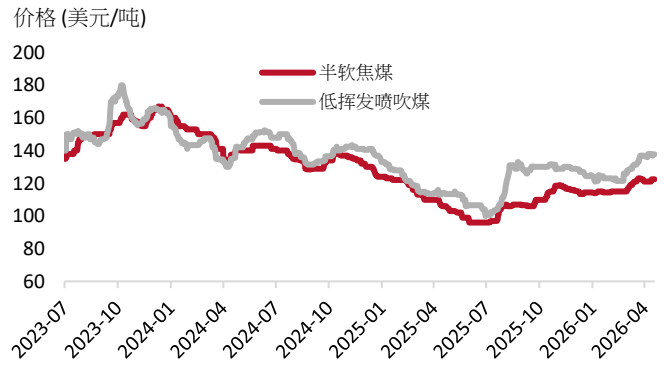
注：因四舍五入，数字合计可能不等于总数
数字来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：纽卡斯尔动力煤现货市场价



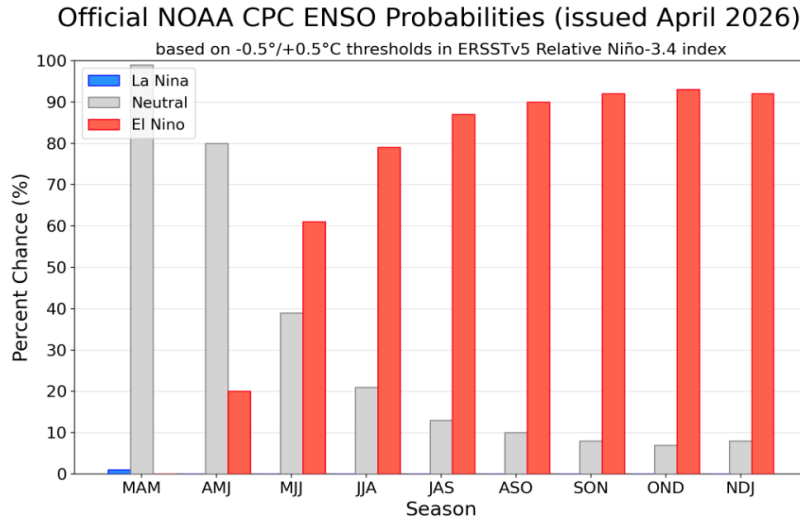
注：截至 2026 年 4 月 17 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 4：冶金煤市场价



注：截至 2026 年 4 月 20 日
来源：Wind、中泰国际研究部

图表 5：厄尔尼诺现象发生概率预测 (直至 2027 年 1 月)



注：

- (一) 蓝色 - 拉尼娜现象(La Niña)发生概率；红色 - 厄尔尼诺现象(El Niño)发生概率；灰色 - 中性
- (二) 季节以三个月计算，根据月份的第一个字母标示，例如 MAM 代表 3 月(March)+4 月(April)+5 月(May)
- (三) MJJ = 2026 年 5 月至 7 月；JJA = 2026 年 6 月至 8 月；JAS = 2026 年 7 月至 9 月

来源：美国国家海洋暨大气总署(NOAA)预测、中泰国际研究部整理

图表 6：运营表现预测

年结: 12 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	复合年增长率 (2024-27) (%)
权益煤炭销量 (百万吨)						
动力煤	28.4	32.5	32.0	32.4	32.6	0.1
- 同比增长 (%)	15.4	14.4	(1.5)	1.1	0.9	
冶金煤	4.7	5.2	6.1	6.7	9.0	20.0
- 同比增长 (%)	0.0	10.6	17.3	9.1	35.1	
合计	33.1	37.7	38.1	39.0	41.6	3.4
- 同比增长 (%)	13.0	13.9	1.1	2.4	6.7	
平均售价 (澳元/吨)						
动力煤	211	160	136	142	144	(3.5)
- 同比增长 (%)	(43.3)	(24.2)	(15.0)	4.3	1.5	
冶金煤	356	276	203	223	228	(6.2)
- 同比增长 (%)	(12.1)	(22.5)	(26.4)	9.7	2.3	
平均合计	232	176	146	156	162	(2.7)
- 同比增长 (%)	(38.5)	(24.1)	(17.0)	6.6	4.1	

注：因四舍五入，数字合计可能不等于总数

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 7：单位现金经营成本预测(每吨商品煤)

年结: 12 月 31 日 (澳元/吨)	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
所用原材料及易耗品	33	31	31	33	34
员工福利	22	21	21	21	21
运输	21	20	21	22	22
外包服务及厂房租赁	16	16	14	14	14
其他经营开支	4	5	5	5	5
现金经营成本(不含特许权使用费)	96	93	92	95	95

注：因四舍五入，数字合计可能不等于总数

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 8：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (百万澳元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2026 年 预测	2027 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	6,198	6,360	6,475	7,171	4.5	12.8
税前利润	799	874	819	954	2.5	9.1
股东净利润	563	616	578	672	2.5	9.1
每股盈利(澳元)	0.43	0.47	0.44	0.51	2.5	9.1
每股股息(澳元)	0.24	0.26	0.24	0.28	2.1	9.8
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
股东净利润率	9.1	9.7	8.9	9.4	(0.2)	(0.3)

来源：中泰国际研究部预测

图表 9：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： 百分比变化	0.0%	0.0	5.0	25.0	49.9	99.9
	1.0%	1.6	6.6	26.6	51.6	101.5
	5.0%	8.1	13.1	33.0	58.0	108.0
	10.0%	16.1	21.1	41.1	66.1	116.0
	20.0%	32.3	37.2	57.2	82.2	132.1

来源：中泰国际研究部预测

图表 10：敏感度分析 - FY27 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	4.4	22.1	44.1	88.3
	1.0%	1.9	6.3	24.0	46.0	90.2
	5.0%	9.6	14.0	31.7	53.7	97.9
	10.0%	19.2	23.6	41.3	63.4	107.5
	20.0%	38.5	42.9	60.5	82.6	126.7

来源：中泰国际研究部预测

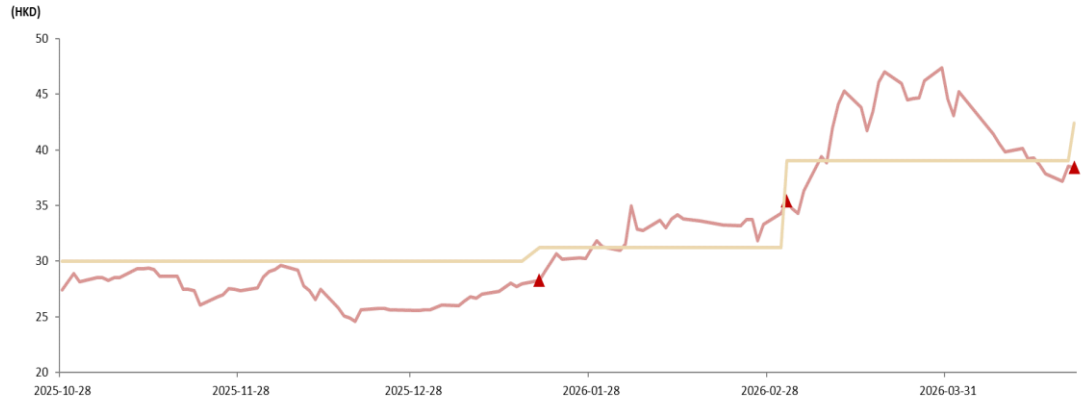
图表 11：财务摘要 (年结：12 月 31 日；澳元百万)

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	7,778	6,860	5,949	6,475	7,171	经营活动现金流	1,261	2,133	1,257	896	1,201
其他收入	26	159	74	65	72	投资活动现金流	(596)	(687)	(744)	(2,752)	(908)
存货成品及在制品变动	42	(44)	22	10	10	融资活动现金流	(1,981)	(498)	(816)	1,348	(315)
所用原材料及易耗品	(1,104)	(1,161)	(1,209)	(1,371)	(1,516)	净现金流	(1,316)	948	(303)	(508)	(22)
员工福利	(730)	(796)	(821)	(868)	(950)						
运输	(783)	(826)	(879)	(894)	(989)						
外包服务及厂房租赁	(539)	(607)	(565)	(579)	(633)						
其他经营开支	(334)	(302)	(389)	(351)	(392)						
政府特许权使用费	(685)	(639)	(574)	(585)	(625)						
折旧及摊销	(881)	(750)	(778)	(842)	(918)						
外购煤	(183)	(195)	(179)	(208)	(222)						
减值支出	0	0	0	0	0						
财务费用	(53)	(39)	(42)	(47)	(69)						
应占联营和合营公司利润	29	29	14	14	15						
税前利润	2,583	1,689	623	819	954						
所得税	(764)	(473)	(183)	(241)	(282)						
税后利润	1,819	1,216	440	578	672						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东净利润	1,819	1,216	440	578	672						
息税折旧摊销前利润	4,345	3,189	2,179	2,503	2,790						
息税前利润	3,464	2,439	1,401	1,661	1,872						
每股盈利(澳元)	1.38	0.92	0.33	0.44	0.51						
每股股息(澳元)	0.70	0.52	0.18	0.24	0.28						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	11,254	12,356	12,205	12,978	13,313	增长率(%)					
流动资产	2,533	3,540	3,218	2,788	2,899	收入	(26.3)	(11.8)	(13.3)	8.8	10.8
现金及现金等价物	1,397	2,461	2,127	1,629	1,617	息税折旧摊销前利润	(35.7)	(26.6)	(31.7)	14.9	11.5
贸易及其他应收款	662	600	530	570	631	息税前利润	(41.5)	(29.6)	(42.6)	18.5	12.7
存货	416	419	489	513	568	股东净利润	(49.3)	(33.2)	(63.8)	31.3	16.3
应收特许权使用费	22	19	17	17	18	每股盈利	(49.3)	(33.1)	(63.8)	31.0	16.3
其它流动资产	36	41	55	58	65						
非流动资产	8,721	8,816	8,987	10,190	10,414	利润率(%)					
固定资产净额	3,582	3,909	4,283	4,562	4,884	息税折旧摊销前利润	55.9	46.5	36.6	38.7	38.9
采矿权	4,040	3,784	3,593	4,095	3,859	息税前利润率	44.5	35.6	23.6	25.7	26.1
贸易及其他应收款	98	101	105	110	122	股东净利润率	23.4	17.7	7.4	8.9	9.4
于其他实体的权益	431	447	448	470	494						
其它非流动资产	570	575	558	953	1,055	净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	3.2	4.2
总负债	2,812	3,039	3,172	4,149	4,569	其他(%)					
流动负债	1,048	1,234	1,390	1,369	1,862	实际税率	31.4	28.5	30.8	30.0	30.0
短期借款	44	37	43	10	340	派息比率	50.5	56.3	55.1	54.9	55.0
贸易及其他应付款	734	975	1,084	1,140	1,262	已动用资本回报率	17.8	10.9	4.1	5.0	5.9
流动税项负债	222	91	74	97	113	平均净资产收益率	22.1	13.7	4.8	6.5	7.7
其它流动负债	48	131	189	123	148	平均资产收益率	15.1	10.3	3.6	4.6	5.1
非流动负债	1,764	1,805	1,782	2,781	2,706	利息覆盖倍数(倍)	65.4	62.5	33.4	35.4	27.0
长期借款及债券	102	75	41	1,731	1,448						
准备金及其它非流动负债	1,662	1,730	1,741	1,050	1,258						
权益总额	8,442	9,317	9,033	8,828	8,744						
股东权益	8,440	9,315	9,031	8,826	8,742						
少数股东权益	2	2	2	2	2						
权益及负债总额	11,254	12,356	12,205	12,978	13,313						
净现金/(负债)	907	2,024	1,774	(278)	(365)						

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	2026/1/19	HK\$28.28	增持 (维持)	HK\$31.20
2	2026/3/3	HK\$35.40	增持 (维持)	HK\$39.00
3	2026/4/22	HK\$38.42	增持 (维持)	HK\$42.42

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

重要聲明

本報告由中泰國際證券有限公司（以下簡稱“中泰國際”或“我們”）分發。本研究報告僅供我們的客戶使用，發送本報告不構成任何合同或承諾的基礎，不因接受到本報告而視為中泰國際客戶。本研究報告是基於我們認為可靠的目前已公開的信息，但我們不保證該信息的準確性和完整性，報告內容僅供參考，報告中的信息或所表達觀點不構成所涉證券買賣的出價或詢價。不論報告接收者是否根據本報告做出投資決策，中泰國際都不對該等投資決策提供任何形式的擔保，亦不以任何形式分擔投資損失，中泰國際不對因使用本報告的內容而導致的損失承擔任何直接或間接責任，除非法律法規有明確規定。客戶不應以本報告取代其獨立判斷或僅根據本報告做出決策。客戶也不應該依賴該信息是準確和完整的。我們會適時地更新我們的研究，但各種規定可能會阻止我們這樣做。除了一些定期出版的行業報告之外，絕大多數報告是在分析師認為適當的時候不定期地出版。中泰國際所提供的報告或資料未必適合所有投資者，任何報告或資料所提供的意見及推薦並無根據個別投資者各自的投資目的、財務狀況、風險偏好及獨特需要做出各種證券、金融工具或策略之推薦。投資者必須在有需要時諮詢獨立專業顧問的意見。

中泰國際可發出其他與本報告所載信息不一致及有不同結論的報告。本報告反映研究人員的不同觀點、見解及分析方法，並不代表中泰國際或附屬機構的觀點。報告所載資料、意見及推測僅反映研究人員於發出本報告當日的判斷，可隨時更改且不予通告。我們的銷售人員、交易員和其它專業人員可能會向我們的客戶及我們的自營交易部提供與本研究報告中的觀點截然相反的口头或書面市場評論或交易策略。我們的自營交易部和投資業務部可能會做出與本報告的建議或表達的意見不一致的投資決策。

權益披露：

- (1) 在過去 12 個月，中泰國際與本研究報告所述公司並無企業融資業務關係。
- (2) 分析師及其聯繫人士並無擔任本研究報告所述公司之高級職員，亦無擁有任何所述公司財務權益或持有股份。
- (3) 中泰國際或其集團公司可能持有本報告所評論之公司的任何類別的普通股證券 1% 或以上的財務權益。

版權所有 中泰國際證券有限公司

未經中泰國際證券有限公司事先書面同意，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貝、復印件或复制品，或 (ii) 再次分發。

中泰國際研究部

香港中環德輔道中 189-195 號李寶椿大廈 19 樓

電話： (852) 3979 2886

傳真： (852) 3979 2805