



Research and
Development Center

从兖煤澳大利亚看兖矿能源投资价值

— 兖矿能源（600188）深度报告

2022 年 08 月 01 日

左前明 能源行业首席分析师
S1500518070001
010-83326712
zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师
S1500522070001
010-83326723
lichunchi@cindasc.com

特别提示：信达证券的控股股东为中国信达，中国信达为兖煤澳大利亚的第二大股东（截至 2021 年末持股比例为 15.89%）。

证券研究报告

公司研究

深度报告

兖矿能源 (600188.SH)

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 能源行业分析师
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
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

从兖煤澳大利亚看兖矿能源投资价值

2022 年 08 月 01 日

本期内容提要:

◆兖煤澳大利亚是兖矿能源重要且极具稀缺性的海外煤炭资产,经多年深耕已步入优质发展新阶段。兖矿能源共有本部、陕蒙、澳洲三大煤炭基地,其中澳洲基地的经营主体主要为兖煤澳大利亚。2021 年兖澳贡献 3670 万吨商品煤产量(占兖矿商品煤总产量的 35%),贡献兖矿能源自产煤收入的 37%、自产煤毛利润的 30%。兖矿能源也是国内唯一拥有海外大型煤矿资产的上市煤企,稀缺性凸显。从澳大利亚煤炭市场的竞争格局看,必和必拓、嘉能可、兖澳的市占率位列行业前三,作为澳大利亚第三大煤炭公司以及第一大专营的煤炭公司,兖澳是澳洲煤炭行业的优质核心资产。自 2004 年起,兖矿能源布局澳大利亚并深耕多年,陆续获取了莫拉本、沃克山、亨特谷等优质主力矿井。2012 年兖煤澳大利亚实现澳交所上市,2018 年实现港交所上市。2021 年,兖煤澳大利亚实现主营业务收入 54.04 亿澳元,实现归母净利润 7.91 亿澳元,其收入主要来源于自产动力煤收入(占 79%)和自产冶金煤收入(占 19%)。此外,兖澳的经营性现金流表现大幅高于净利润,2021 年 EBITDA 实现 21.93 亿澳元。

◆供给方面,国际煤炭行业在长短期因素叠加影响下供给持续紧张,尤其受产能周期驱动,澳洲煤炭产能趋于紧缺。供给方面,澳大利亚煤炭行业在过去 5-10 年中资本开支持续处于低位,长期投资不足制约产能增长,而产能周期则是本轮煤炭行业景气向上的本质驱动力。在能源清洁低碳转型发展的背景下,由于受 ESG 等限制,澳大利亚煤炭行业市占率前二的矿商计划减少煤炭领域的投资,这将进一步对煤炭产量形成约束。此外,由于当地煤矿审批开采要求严苛、民众反对抗议强烈,澳洲新开发煤矿举步维艰且建矿周期长达 5~10 年。同时,煤炭主产地新南威尔士和昆士兰的极端强降雨天气、劳动力短缺、疫情等因素进一步加剧对产量的影响。

◆需求方面,全球煤炭消费仍处增长期。能源行业存在不可能三角,即难以找到一个能源系统既满足能源供给安全、也满足能源环境友好、还同时满足能源价格低廉。当前世界格局下,各国对能源供给安全的考虑权重大幅增加,致使世界范围内传统化石能源重要性提升。对比煤油气在同等热值条件下的价格,煤炭经济性明显占优,NEWC 动力煤现货的单位热值价格仅为同热值天然气价格的约 30%。我们此前在 6 月 28 日发布的研报《俄乌冲突对天然气行业的影响》中曾详细分析欧洲面临的天然气危机,以及为应对危机多国宣布重启煤电,煤炭对天然气短缺的替代和明显占优的经济性将催化全球煤炭需求量进一步增长。结合信达能源团队对于能源大通胀的研究判断以及此前的一系列研究,我们认为未来几年国际煤炭价格仍将持续高位且有望中枢逐步抬升。澳煤的销售均价有望在今年上半年基础上继续实现抬升。

◆兖澳的煤炭资源优势突出,开采成本为澳洲最低水平。煤炭资源方面,兖澳储量丰富,截至 2021 年末应占的煤炭资源总量为 60.13 亿吨、可采储量 11.37 亿吨。2019-2021 年,可售煤炭产量为 52.1/51.8/48.5 百万吨,应占可售煤产量为 35.6/37.8/36.7 百万吨,自产煤销量为 35.6/37.4/37.5 百万吨,产销量基本稳定。2021 年,在极端天气、产量下滑等因素拖累的情况下,吨煤现金经营成本仅小幅上涨至 67 澳元/吨,成本控制水平良好。对比澳大利亚主要煤炭供应商的成本,兖澳的吨煤现金成本处于同业成本区间内的最低水平。同时,兖澳的煤炭品质较好,综合发热量较高,三大主力矿井(莫拉本、HVO、MTW)在澳洲煤炭行业的现金利润曲线图中全部位于第 1 象限。2021 年兖澳的吨煤平均售价已上升至 141 澳元/吨,2022 年以来煤

价的进一步上行将释放巨大的业绩弹性。

◆此外值得关注的是充澳结算煤价的滞后性。首先澳大利亚的 API5 指数涨幅较 NEWC 明显滞后（由于不同煤炭产品的买家结构性差异），截至 2022 年 6 月末，NEWC 为 403.44 美元/吨（6000K），而 API5 仅为 186.64 美元/吨（5500K），API5 当前具有较高安全边际。充澳的动力煤产品中，较低灰分产品根据 NEWC 指数定价，较高灰分产品则根据 API5 指数定价，与基准现货价格相比，延迟的合约交付会导致实际价格出现滞后效应。**结算煤价的滞后性进一步强化今年三季度充澳销售均价环比提升的确定性。**

◆充澳提前还债并高比例派息，已成为优质现金流资产。充澳已于 2022 年 7 月提前偿还约 801 百万美元的债务，连同去年 10 月偿还的 500 百万美元以及于 2021 年 7 月及 2022 年 7 月偿还的 50 百万美元强制债务，目前充澳的计息负债已较 2021 年 6 月 30 日的 3,975 百万澳元计息负债降低 45% 以上，并相应大幅减少财务费用。在提前还债的同时，充澳也同步进行高比例的分红派息。2021 年，充澳共派发股息 9.3 亿澳元，派息率高达 118%。根据充澳的股息政策，正常情况下各财年派付不少于税后净利润或自由现金流量的 50% 作为股息（两者取高）。

◆基于煤价、产销量、吨煤成本等核心假设（详见表 3），我们预计 2022-2024 年充煤澳大利亚的净利润将分别为 42.01 亿、55.53 亿、58.36 亿澳元。按充矿能源 62.26% 的持股比例计算，预计 2022-2024 年对充矿的净利润贡献为 26.15 亿、34.58 亿、36.33 亿澳元（约合 120 亿、159 亿、167 亿人民币），按 50% 利润的最低分红则 2022-2024 年归属充矿能源的现金分红预计至少为 60.1 亿、79.5 亿、83.6 亿人民币。考虑到煤价的波动，我们也对充澳平均实现煤价在 [-30%，+30%] 区间各情景下能够实现的净利润进行了敏感性分析（详见表 5）。

◆投资策略：坐拥澳洲顶级煤炭资产，将充分受益于本轮全球能源大通胀形势，充澳的盈利贡献将迎来快速增长阶段，继续推荐充矿能源。根据我们的盈利预测，截至 7 月 29 日收盘价，充煤澳大利亚 2022-2024 年的 PE 估值仅分别为 1.58X、1.20X、1.14X，EV/EBITDA 仅为 1.24X、0.97X、0.93X。对比港交所上市的主要煤炭企业以及海外的主要煤企，充煤澳大利亚估值均显著偏低。我们继续看好唯一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能源化工龙头充矿能源，维持“买入”评级。

◆风险因素：经济严重衰退导致煤价大幅下跌，煤矿安全生产事故风险，汇率大幅波动风险，中澳关系恶化风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572
增长率 YoY %	0.1%	-29.3%	-13.0%	15.2%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190
增长率 YoY%	-27.5%	115.9%	75.6%	19.8%	16.2%
毛利率%	13.2%	29.4%	46.6%	49.4%	51.2%
净资产收益率 ROE%	14.1%	24.1%	32.4%	30.4%	27.3%
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12
市盈率 P/E(倍)	6.90	7.05	6.28	5.24	4.51
市净率 P/B(倍)	0.90	1.68	2.03	1.59	1.23

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 29 日收盘价

目录

兖煤澳大利亚：稀缺性海外煤炭资产，步入优质发展新阶段.....	6
兖煤澳大利亚（3668.HK）是兖矿能源重要且稀缺的海外煤炭资产.....	6
澳大利亚多年布局：凤凰涅槃，步入优质发展新阶段.....	8
国际煤炭行业：长短期因素叠加致供给持续紧张，需求增长驱动价格屡创新高.....	10
供给端长期投资不足，导致澳洲煤炭产能趋于紧缺.....	10
主产地极端天气、劳动力短缺、疫情等因素进一步加剧对产量的影响.....	12
需求端能源安全的权重大幅增加，比价优势下全球煤炭需求增长.....	14
供需紧张导致国际煤价屡创新高，煤企销售均价有望维持环比抬升.....	15
兖澳的煤炭资源优势突出，开采成本为澳洲最低水平.....	16
煤炭储量丰富，产销量基本稳定且成本控制良好.....	16
提前还债并高比例派息，兖澳成为优质现金流资产.....	20
兖澳盈利预测.....	21
投资策略：继续推荐兖矿能源.....	22
风险因素.....	23

表目录

表 1: NEWC、API5 煤价指数季度同比、环比均实现高增长.....	16
表 2: 兖澳煤炭资源情况一览（储量截至 2021 年末）.....	16
表 3: 核心假设一览.....	21
表 4: 兖澳的盈利预测结果.....	21
表 5: 兖澳净利润对于煤价的敏感性分析.....	22
表 6: 兖煤澳大利亚处于低估状态.....	22
表 7: 港交所上市煤企估值表.....	22

图目录

图 1: 兖澳贡献兖矿能源商品煤产量的 35%（2021 年）.....	6
图 2: 调整股比后，兖澳贡献兖矿能源商品煤产量的 27%.....	6
（2021 年）.....	6
图 3: 兖澳贡献兖矿能源自产煤收入的 37%（2021 年）.....	6
图 4: 兖澳贡献兖矿能源自产煤毛利润的 30%（2021 年）.....	6
图 5: 澳大利亚煤炭市场竞争格局：兖澳的市场份额约占 5.2%.....	7
图 6: 归母净利润（亿元 RMB）.....	7
图 7: 经营性净现金流（亿元 RMB）.....	7
图 8: ROE 水平（%）.....	8
图 9: ROA 水平（%）.....	8
图 10: 自 2004 年布局澳大利亚，深耕多年获取优质资产.....	8
图 11: 兖煤澳大利亚股权结构（截至 2021 年报）.....	9
图 12: 主要矿井位于澳大利亚的新南威尔士&昆士兰州.....	9
图 13: 兖澳历年营收及增速（百万澳元）.....	10
图 14: 兖澳历年归母净利润及增速（百万澳元）.....	10
图 15: 以自产动力煤&冶金煤销售收入为主（2021 年）.....	10
图 16: 兖澳 EBITDA 及增速（百万澳元）.....	10
图 17: 2013-2021 澳大利亚矿业资源勘探支出（百万美元）.....	11
图 18: 2006-2020 WHITEHAVEN COAL 公司资本支出情况（万澳元）.....	11
图 19: 澳大利亚原煤及商品煤产量多个季度以来基本保持平稳（万吨）.....	11
图 20: 澳洲煤炭行业市占率前二的矿商计划减少煤炭投资.....	12
图 21: 神华于 2021 年退出澳大利亚 Watermark 项目.....	12
图 22: 澳大利亚煤矿分布主要集中于新南威尔士和昆士兰.....	13
图 23: 2022 年 1-3 月新南威尔士降雨量.....	13
图 24: 2022 年 1-3 月昆士兰的降雨量.....	13
图 25: 澳大利亚煤炭行业的雇员人数近十年明显下降.....	14
图 26: 澳大利亚 2022 年以来新冠疫情影响加剧.....	14
图 27: 能源不可能三角.....	14
图 28: 三大化石能源比价：煤炭经济性明显占优（5500K 单位热量价格）.....	14
图 29: 兖澳主要区域销售额构成（2021 年）.....	15
图 30: 兖澳主要区域销售额构成（2020 年）.....	15
图 31: API5 与 NEWC 价格走势（美元/吨）.....	15
图 32: 半软焦煤与低挥发喷吹煤价格走势（美元/吨）.....	15

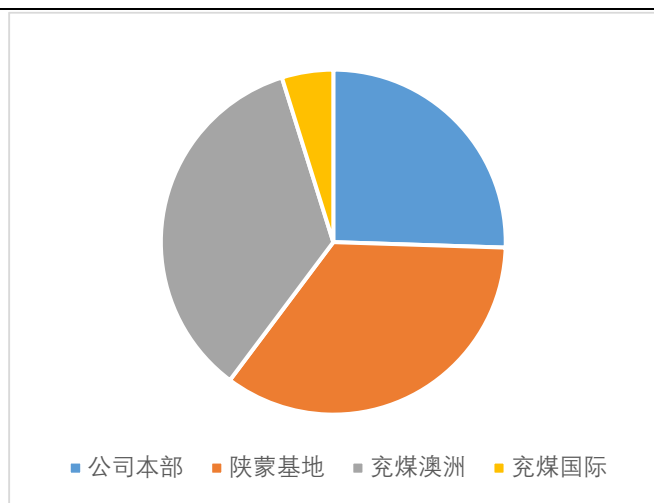
图 33: 兖澳历年原煤产量 (100%基准, 百万吨)	16
图 34: 兖澳历年可售煤炭产量 (100%基准, 百万吨)	16
图 35: 应占可售煤炭产量 (百万吨)	17
图 36: 自产煤销售总量 (百万吨)	17
图 37: 吨煤生产成本基本稳定 (澳元/吨)	17
图 38: 吨煤平均售价 2021 年开始上行 (澳元/吨)	17
图 39: 澳大利亚煤炭行业现金利润曲线图 (2018 年招股书数据)	18
图 40: 兖澳的吨煤现金成本处于澳大利亚主要煤炭供应商的成本区间内最低水平 (澳元/吨)	18
图 41: 主要煤炭产品类型及参数	19
图 42: 兖澳的动力煤平均售价位于澳大利亚业内较高分位水平 (美元/吨)	19
图 43: 兖澳的冶金煤平均售价对比澳大利亚业内售价区间 (美元/吨)	19
图 44: 兖澳的计息负债自 2021H1 开始下降 (百万澳元)	20
图 45: 兖澳历史分红派息情况 (2017-2021 年)	20
图 46: 海外主要煤企 PB 平均 1.66X, 兖澳 (1.08X) 相对低估	23

兖煤澳大利亚：稀缺性海外煤炭资产，步入优质发展新阶段

兖煤澳大利亚（3668.HK）是兖矿能源重要且稀缺的海外煤炭资产

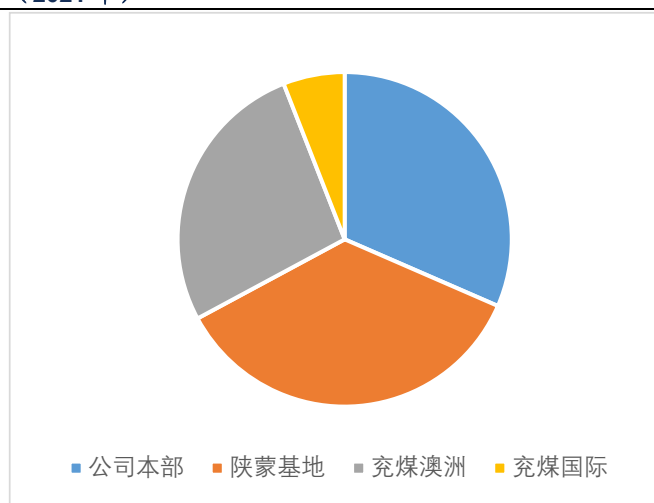
兖矿能源共有本部、陕蒙、澳洲三大煤炭基地，其中澳洲基地的经营主体主要为兖煤澳大利亚（及其实际管理的兖煤国际）。从产量来看，2021 年兖煤澳大利亚贡献 3669.9 万吨商品煤产量（占兖矿能源商品煤总产量的 35%）。考虑到兖矿能源对本部持股 100%、对兖澳持股 62.26%、对陕蒙基地各子公司加权平均持股 83%的股比差异，调整股比后兖澳贡献的商品煤产量也占到兖矿能源的 27%，属于公司重要的煤炭生产基地之一。兖煤澳大利亚 2021 年贡献了兖矿能源自产煤收入的 37%、自产煤毛利润的 30%。兖矿能源是国内唯一拥有海外大型煤矿资产的上市煤企，稀缺性凸显。

图 1：兖澳贡献兖矿能源商品煤产量的 35%（2021 年）



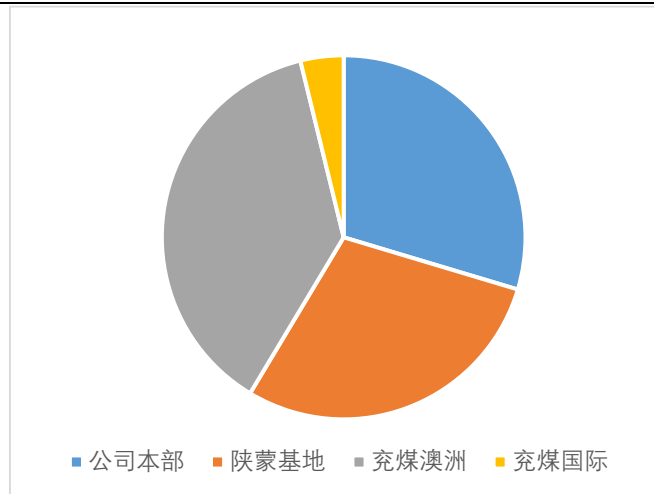
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 2：调整股比后，兖澳贡献兖矿能源商品煤产量的 27%（2021 年）



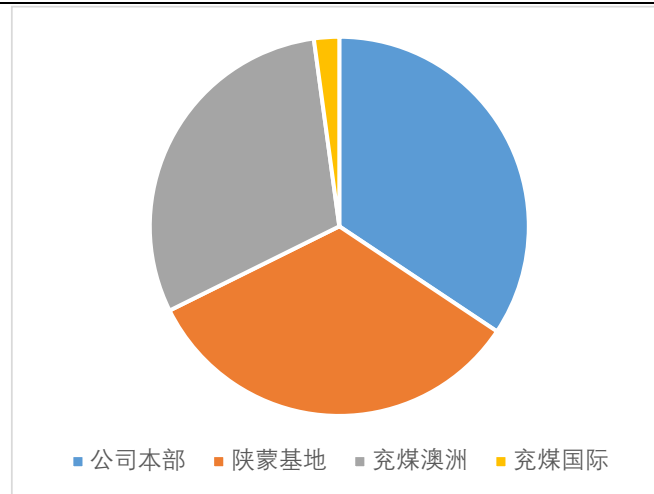
资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：本部股比 100%，兖澳股比 62.26%，陕蒙基地按各子公司商品煤产量加权平均计算股比约为 83%

图 3：兖澳贡献兖矿能源自产煤收入的 37%（2021 年）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

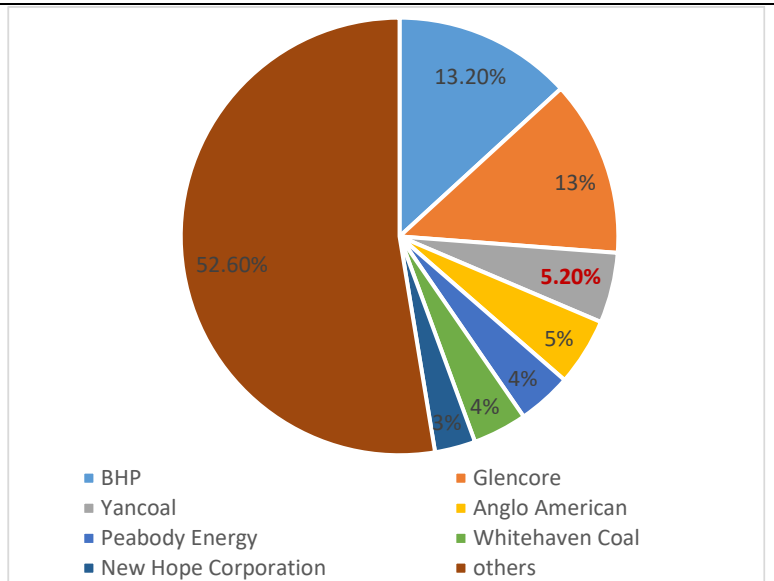
图 4：兖澳贡献兖矿能源自产煤毛利润的 30%（2021 年）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

从澳大利亚煤炭市场的竞争格局来看，必和必拓、嘉能可、兖澳的市占率位列行业前三，分别为 13.2%、13.0%、5.2%。兖澳是澳大利亚的第三大煤炭公司以及第一大专营的煤炭公司，属于澳洲煤炭行业的优质资产。

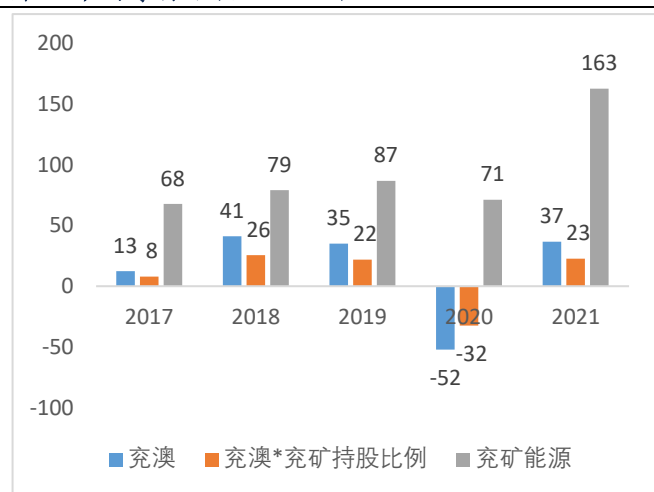
图 5：澳大利亚煤炭市场竞争格局：兖澳的市场份额约占 5.2%



资料来源：IBISWorld、信达证券研发中心

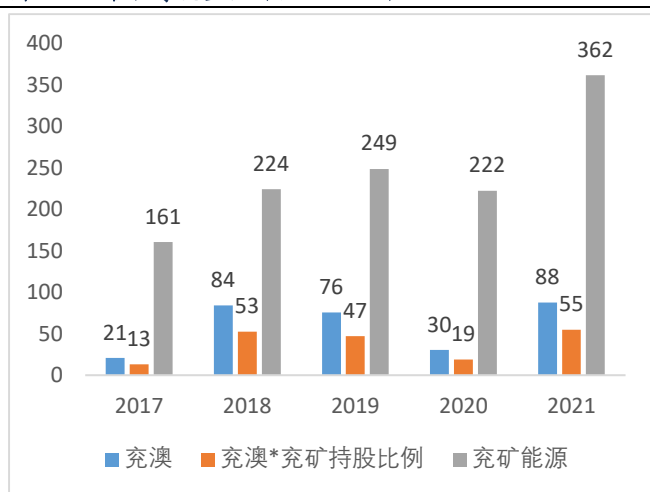
从财务方面的贡献看，2021 年兖澳实现归母净利润 37 亿元人民币，按股比对于兖矿能源的归母净利润贡献约 23 亿元人民币；2021 年兖澳实现经营性净现金流 88 亿元人民币，按股比对于兖矿能源的经营性净现金流贡献约 55 亿元人民币。

图 6：归母净利润（亿元 RMB）



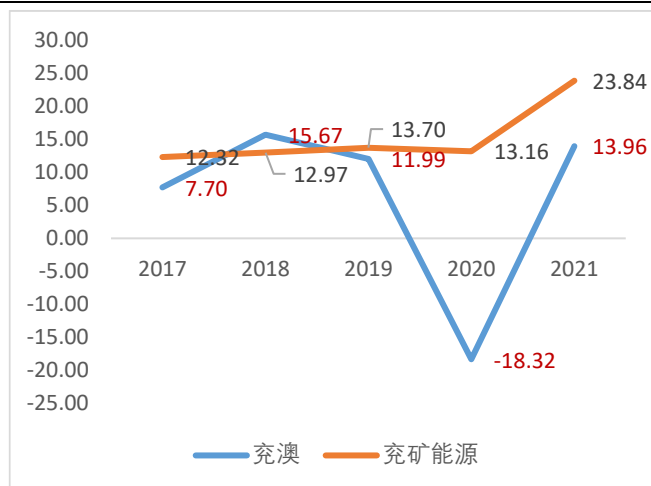
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 7：经营性净现金流（亿元 RMB）

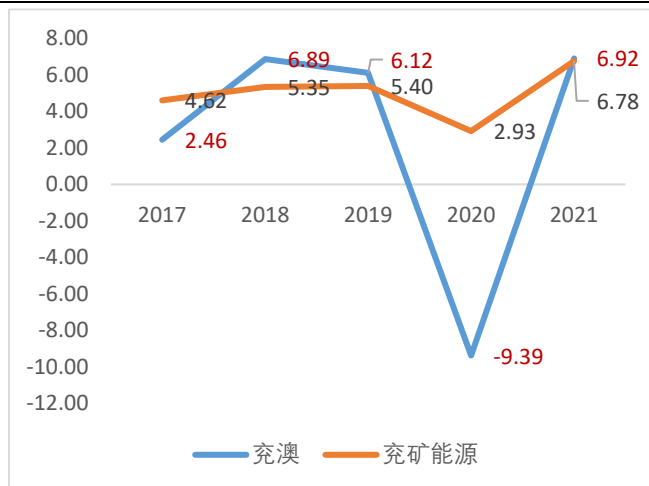


资料来源：Wind、信达证券研发中心

盈利能力方面，2021 年兖澳的 ROE 为 13.96%，低于兖矿能源整体 23.84% 的 ROE 水平。但兖澳 2021 年的 ROA 为 6.92%，略高于国内资产的 ROA 水平。由于兖澳近年来多次大规模偿还有息负债，财务杠杆持续下降，财务稳健性也随之进一步提高。

图 8: ROE 水平 (%)


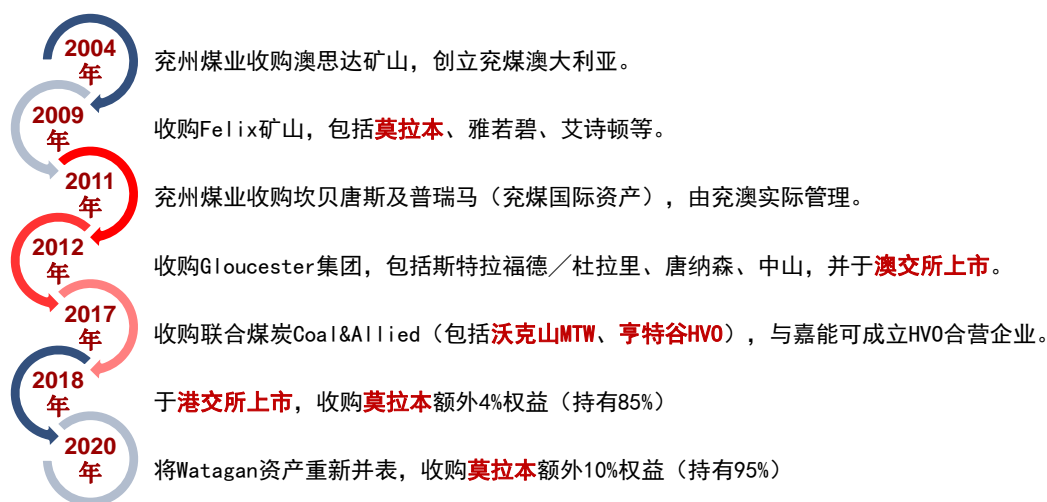
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 9: ROA 水平 (%)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

澳大利亚多年布局：凤凰涅槃，步入优质发展新阶段

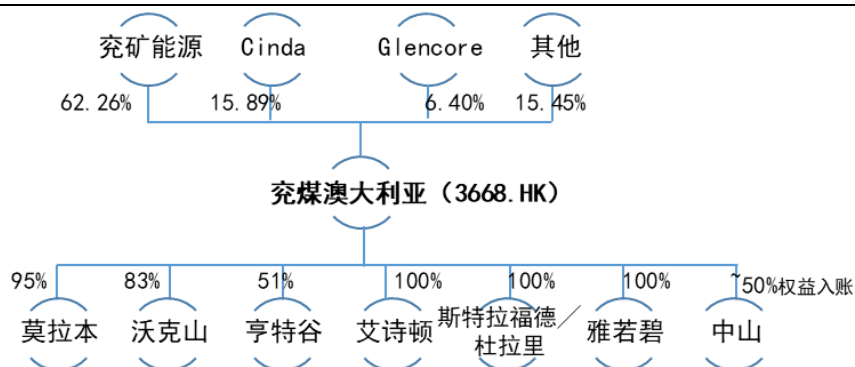
兖矿能源自 2004 年起开始布局澳大利亚，收购澳思达矿山并创立兖煤澳大利亚公司。此后，通过多年对澳洲煤炭行业的深耕，兖煤澳大利亚陆续获取了莫拉本、沃克山、亨特谷等多个优质主力矿井。2012 年兖煤澳大利亚实现澳交所上市，2018 年实现港交所上市，成为澳港两地上市的煤炭公司。

图 10: 自 2004 年布局澳大利亚，深耕多年获取优质资产


资料来源: Wind、信达证券研发中心

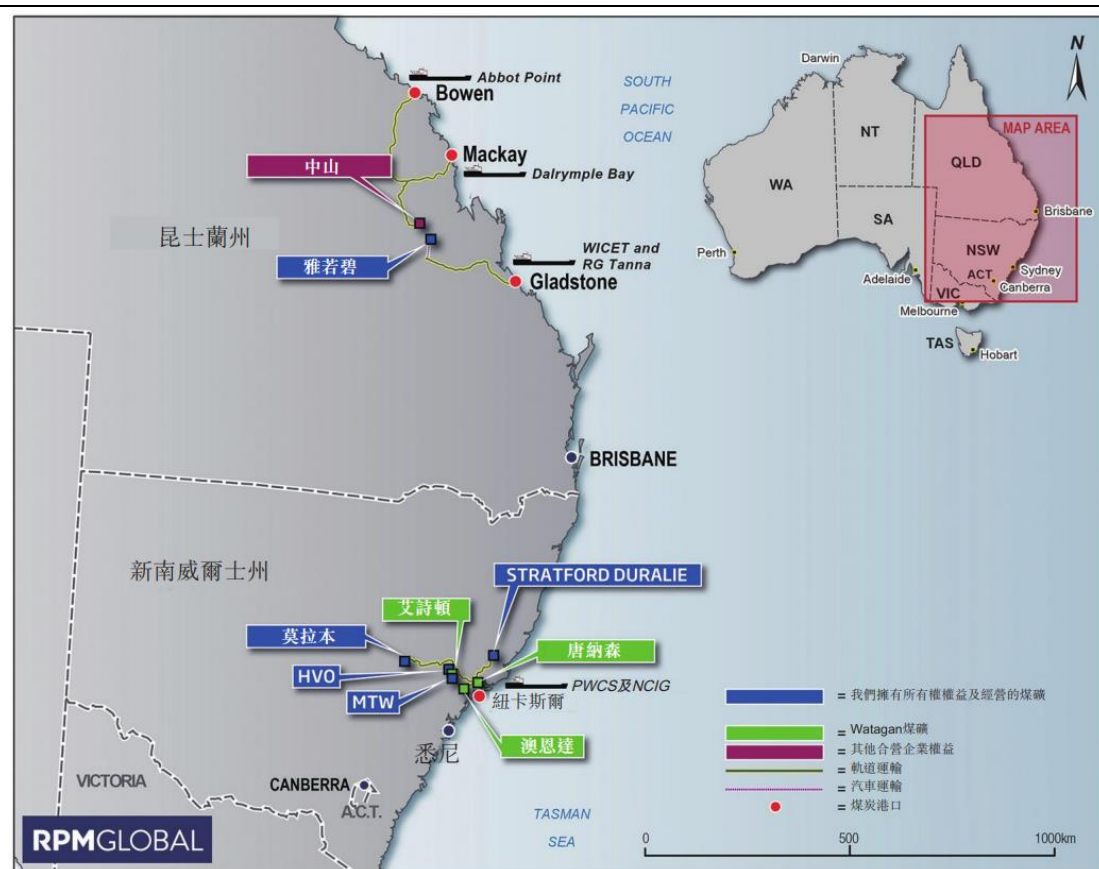
截至 2021 年报，兖煤澳大利亚的主要股东包括兖矿能源（持股 62.26%）、Cinda（持股 15.89%）、Glencore（持股 6.4%）。兖煤澳大利亚控股的主力矿井包括：莫拉本（2009 年收购 Felix 矿山控股莫拉本，2018 年额外收购 4%权益至持股 85%，2020 年额外收购 10%权益至持股 95%），沃克山（2017 年收购联合煤炭获取，持股 83%），亨特谷（2017 年收购联合煤炭获取，并与嘉能可成立 HVO 合营企业，持股 51%）。此外，兖煤澳大利亚还拥有艾诗顿、斯特拉福德/杜拉里、雅若碧、中山等煤矿资产。兖澳主要矿井资产位于澳大利亚的新南威尔士和昆士兰州。

图 11: 兖煤澳大利亚股权结构 (截至 2021 年报)



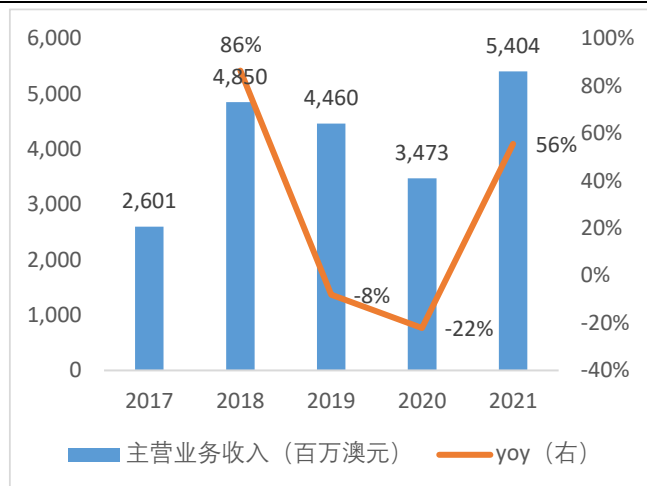
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 12: 主要矿井位于澳大利亚的新南威尔士&昆士兰州

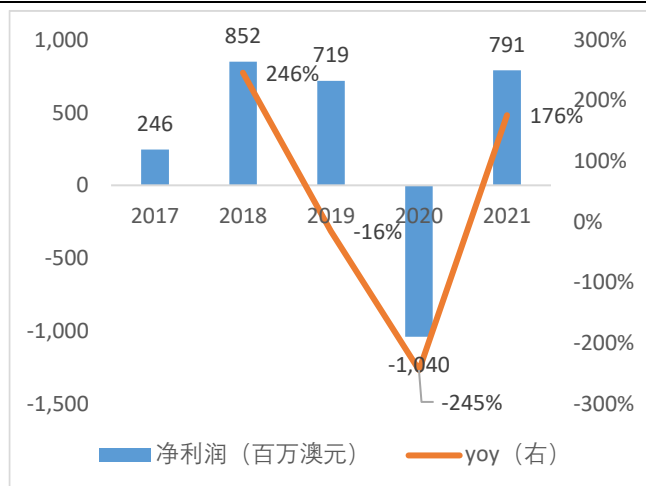


资料来源: Wind、信达证券研发中心

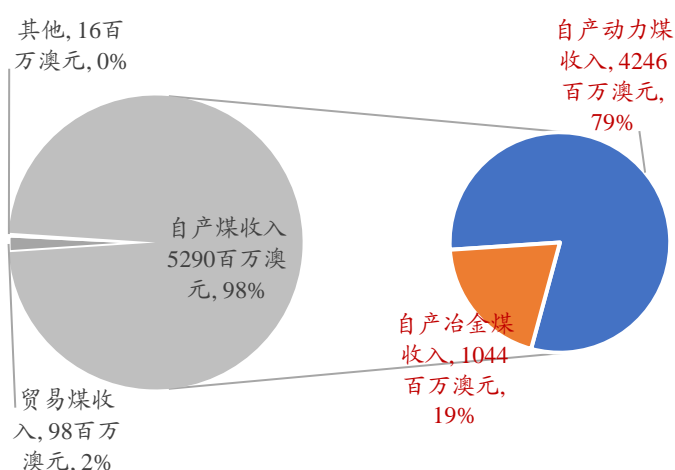
2019-2021 年，兖煤澳大利亚分别实现主营业务收入 44.60、34.73、54.04 亿澳元，分别实现归母净利润 7.19、-10.40、7.91 亿澳元。2020 年主要由于 Watagan 重新合并入账亏损 13.83 亿澳元以及当年煤价下跌导致了较大幅度的亏损。兖澳的收入主要来自自产煤销售，2021 年自产动力煤收入 42.46 亿澳元（占兖澳营收的 79%）、自产冶金煤收入 10.44 亿澳元（占兖澳营收的 19%）。兖澳的 EBITDA 大幅高于净利润，2021 年兖澳 EBITDA 实现 21.93 亿澳元。

图 13: 兖澳历年营收及增速 (百万澳元)


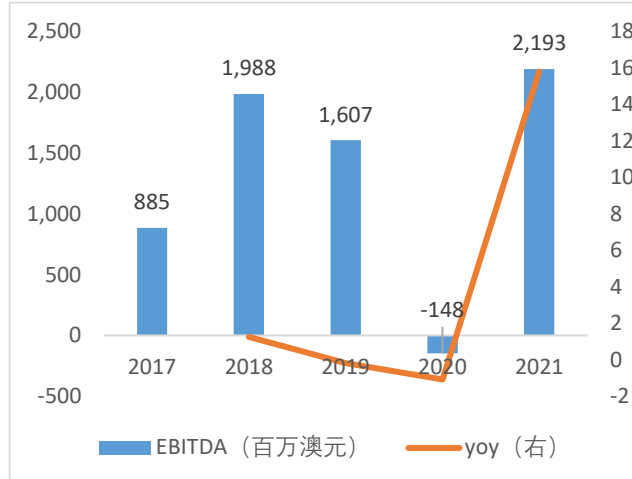
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 14: 兖澳历年归母净利润及增速 (百万澳元)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 15: 以自产动力煤&冶金煤销售收入为主 (2021 年)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

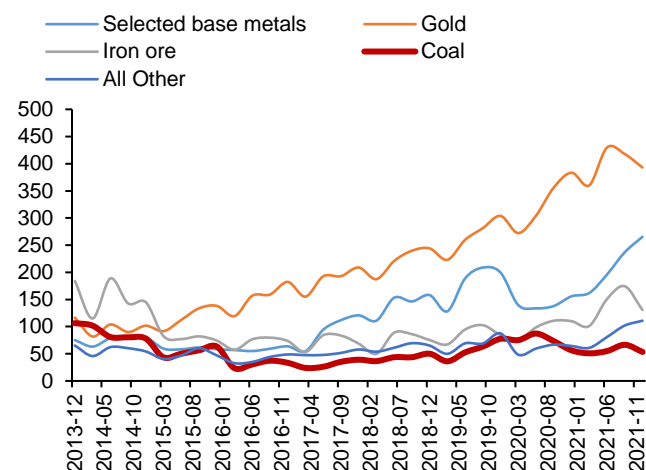
图 16: 兖澳 EBITDA 及增速 (百万澳元)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

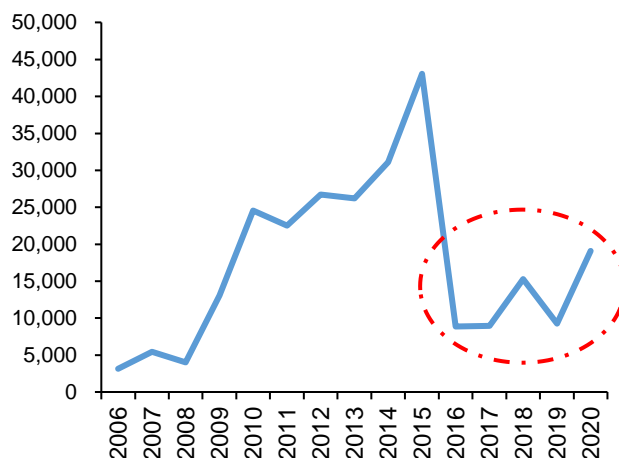
国际煤炭行业：长短期因素叠加致供给持续紧张，需求增长驱动价格屡创新高

供给端长期投资不足，导致澳洲煤炭产能趋于紧缺

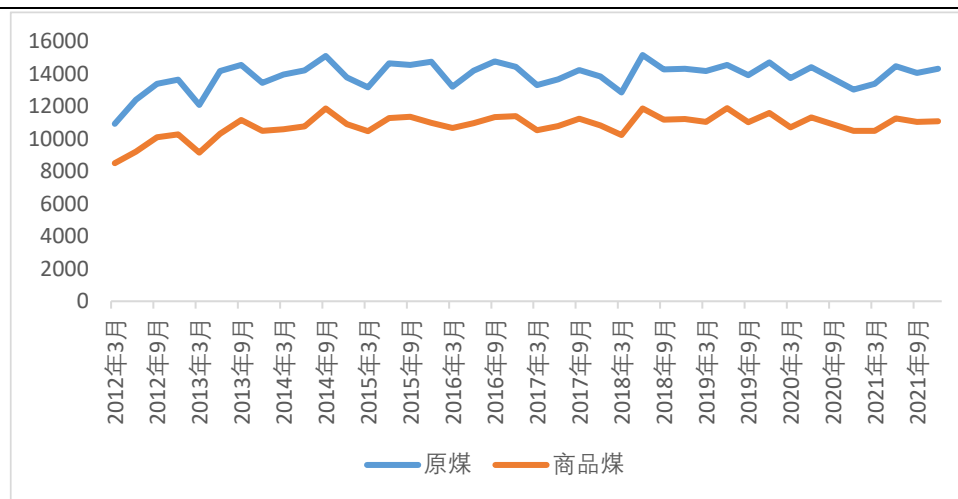
根据澳大利亚历年矿业资源探勘支出的数据，煤炭行业在过去 5-10 年中勘探资本开支持续处于低位，长期的投资不足制约产能增长，而产能周期则是本轮煤炭行业景气向上的本质驱动力。以澳大利亚的白港煤炭公司为例，其 2016-2020 年的资本支出规模合计仅为 6.15 亿澳元，较 2011-2015 年合计值大幅下降 8.81 亿澳元。在投资不足的制约下，澳大利亚原煤及商品煤产量多个季度以来基本保持平稳。

图 17：2013-2021 澳大利亚矿业资源勘探支出（百万美元）


资料来源：澳大利亚国家统计局、信达证券研发中心

图 18：2006-2020 WHITEHAVEN COAL 公司资本支出情况（万澳元）


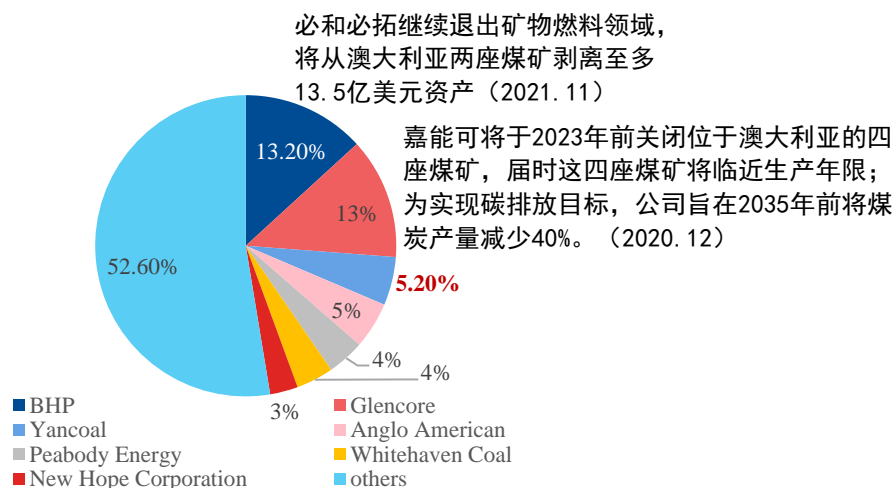
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 19：澳大利亚原煤及商品煤产量多个季度以来基本保持平稳（万吨）


资料来源：煤炭资源网、信达证券研发中心

同时，在能源清洁低碳转型发展的大背景下，由于受到 ESG 等限制因素，澳大利亚煤炭行业市占率前二的矿商计划将减少煤炭领域的投资。必和必拓于 2021 年 11 月曾表示继续退出矿物燃料领域，将从澳大利亚两座煤矿剥离至多 13.5 亿美元资产；嘉能可则曾于 2020 年底表示将在 2035 年前将其煤炭产量减少 40%，将于 2023 年前关闭位于澳大利亚的四座煤矿。澳洲煤炭行业主要矿商的减少投资，将进一步对煤炭产量形成约束。

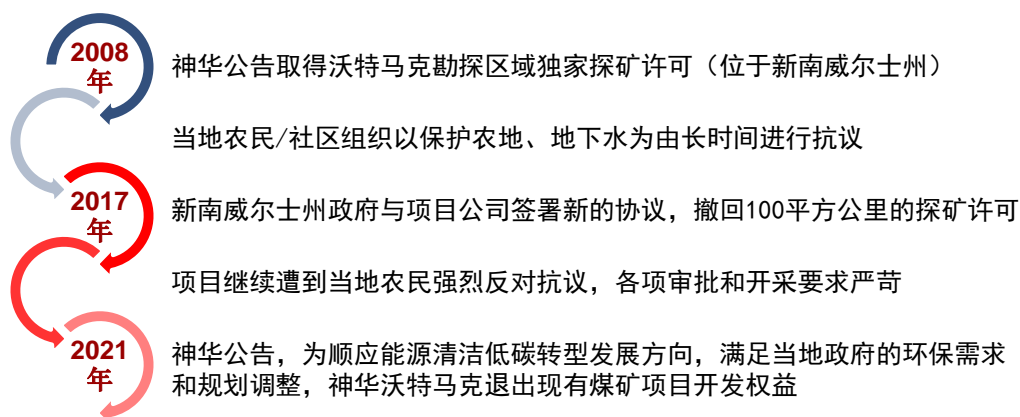
图 20：澳洲煤炭行业市占率前二的矿商计划减少煤炭投资



资料来源：IBISWorld、煤炭资源网、财联社、信达证券研发中心

同时，由于煤矿审批开采要求严苛、民众反对抗议强烈，澳洲市场新开发煤矿举步维艰且建矿周期长达 5~10 年。例如，中国神华曾于 2008 年公告取得澳大利亚沃特马克独家探矿许可，但经过 10 多年的波折之后，2021 年神华公告退出沃特马克项目。

图 21：神华于 2021 年退出澳大利亚 Watermark 项目

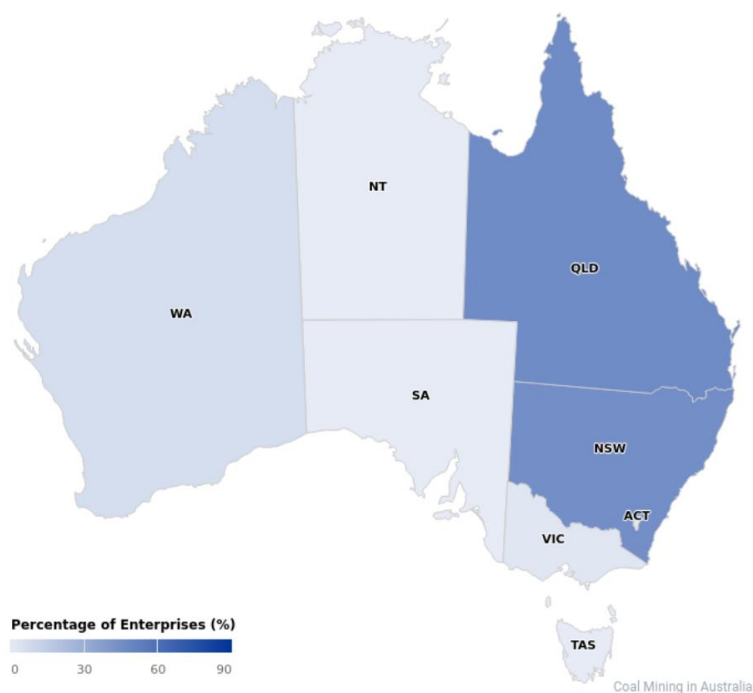


资料来源：Wind、信达证券研发中心

主产地极端天气、劳动力短缺、疫情等因素进一步加剧对产量的影响

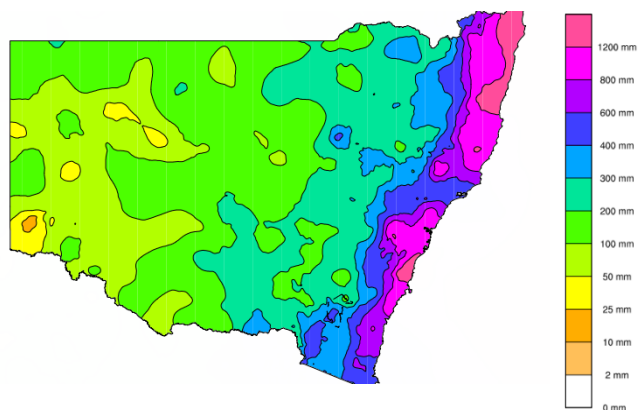
澳大利亚煤矿产地主要集中于新南威尔士和昆士兰，然而 2021 年及 2022 年上半年，新南威尔士和昆士兰遭遇持续的强降雨天气，部分地区甚至出现洪水灾害，而持续强降雨对于露天煤矿的开采有较大负面影响。2022 年一季度，澳大利亚的原煤产量 1.25 亿吨，同比下降 4.4%；煤炭出口 8399 万吨，同比下降了 3.7%。

图 22：澳大利亚煤矿分布主要集中于新南威尔士和昆士兰



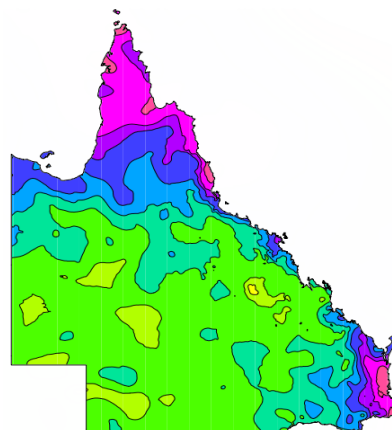
资料来源：IBISWorld、信达证券研发中心

图 23：2022 年 1-3 月新南威尔士降雨量



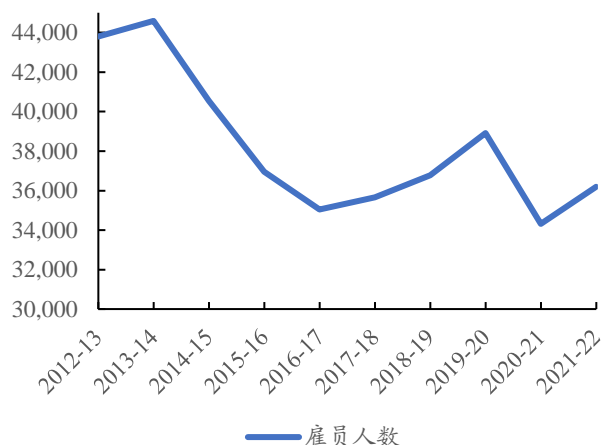
资料来源：澳大利亚国家气象局、信达证券研发中心

图 24：2022 年 1-3 月昆士兰的降雨量

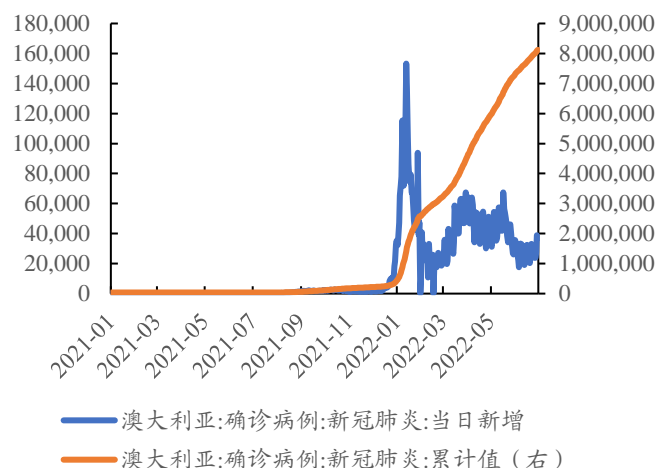


资料来源：澳大利亚国家气象局、信达证券研发中心

煤炭行业劳动力人数的显著下降导致劳动力短缺，2020-21 年澳大利亚煤炭行业的雇员人数仅为 3.43 万人，较 2013-14 年的 4.46 万人减少 1.03 万人，降幅高达 23%；2021-22 年的雇员人数略有回升至 3.62 万人，较 2013-14 年的降幅仍高达 19%。2022 年以来澳大利亚的新冠肺炎疫情影响加剧，新增确诊人数自 2022 年初出现大幅增长并保持较高值，疫情因素进一步加剧了劳动力短缺。

图 25: 澳大利亚煤炭行业的雇员人数近十年明显下降


资料来源: IBISWorld、信达证券研发中心

图 26: 澳大利亚 2022 年以来新冠疫情影响加剧


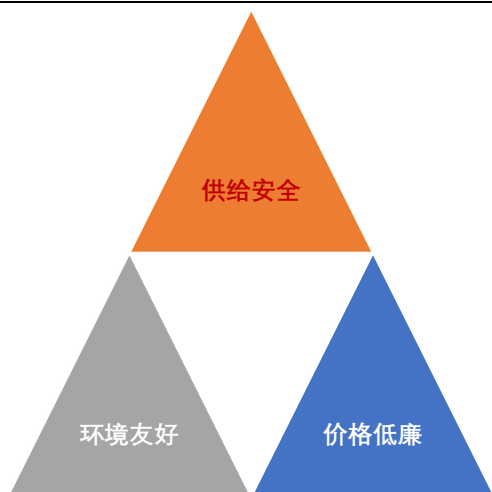
资料来源: Wind、信达证券研发中心

需求端能源安全的权重大幅增加，比价优势下全球煤炭需求增长

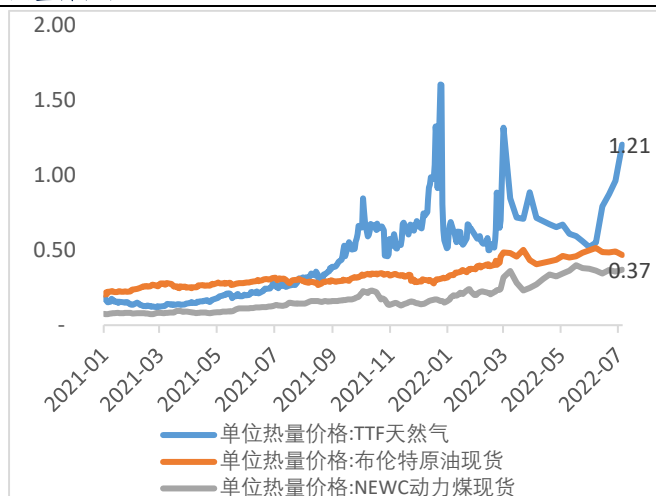
需求方面，全球煤炭消费仍处于增长期。能源行业存在不可能三角，即难以找到一个能源系统既满足能源供给安全、也满足能源环境友好、还同时满足能源价格低廉。不同时期，对于能源不可能三角的考虑权重存在明显差异，在当前世界格局下，各国对能源供给安全的考虑权重出现了大幅增加，因而带动世界范围内传统化石能源需求的增长。

对比三大传统化石能源同等热值条件下的价格，煤炭的经济性明显占优。即使我们采用 NEWC 动力煤现货价格（截至 7 月 22 日价格高达 404 美元/吨）计算，其单位热值价格也仅为同热值天然气价格的约 30%，若采用 API 5 指数或者长协价格作为对比则煤炭经济性优势将更加显著。

我们此前在 6 月 28 日发布的研报《俄乌冲突对天然气行业的影响》中，曾详细分析了欧洲所面临的天然气危机，以及为应对天然气危机欧洲多国宣布延长燃煤电厂运转期限或重启燃煤电厂，煤炭对天然气短缺的替代和明显占优的经济性将催化全球煤炭需求量进一步增长。

图 27: 能源不可能三角


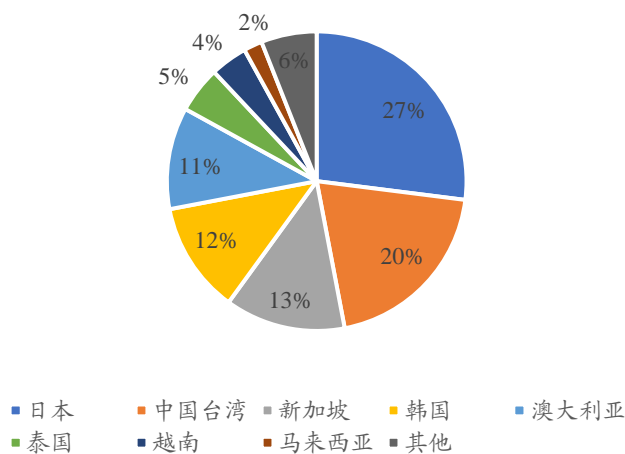
资料来源: 信达证券研发中心

图 28: 三大化石能源比价: 煤炭经济性明显占优 (5500K 单位热量价格)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

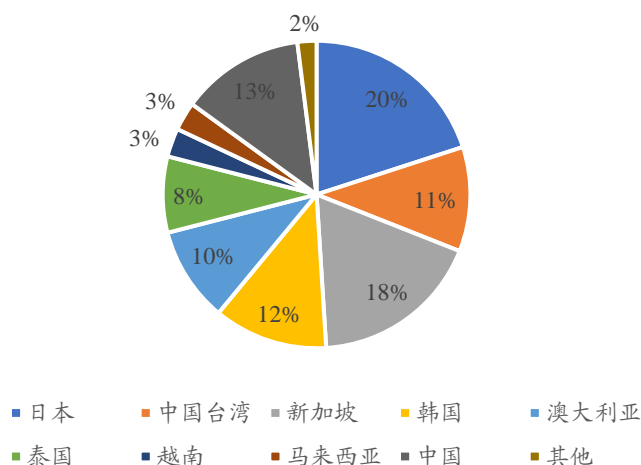
与此同时，在地缘因素影响下，澳煤的销售区域也发生明显的结构性变化。对比 2021 年和 2020 年充澳的主要区域销售额结构，中国占比骤降，而日本、中国台湾、东南亚等市场的占比大幅增长。

图 29：充澳主要区域销售额构成（2021 年）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 30：充澳主要区域销售额构成（2020 年）



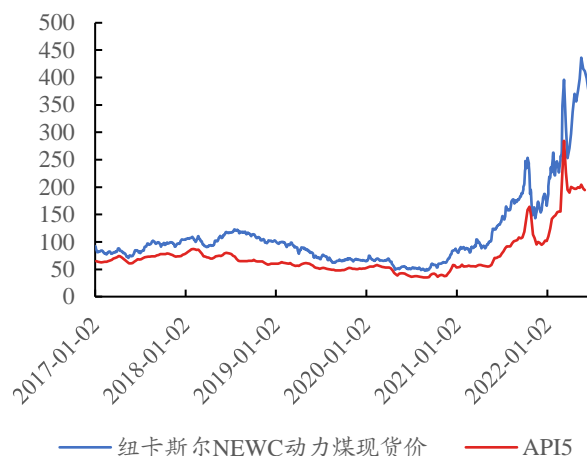
资料来源：Wind、信达证券研发中心

供需紧张导致国际煤价屡创新高，煤企销售均价有望维持环比抬升

综合上文的分析，供给端长期投资不足、扩产受限导致的产能周期是制约煤炭供给的核心因素，同时叠加澳洲煤炭主产地的极端天气、劳动力短缺、疫情影响，进一步加剧对产量的制约。而需求端由于能源不可能三角的存在，在当前更重视供给安全的背景下，传统化石能源的重要性提升，而从三大化石能源比价关系来看，煤炭经济性显著占优。因此，即便由于中国对澳煤的进口量骤降，澳煤销售区域出现结构性调整，澳洲煤价依然屡创新高。

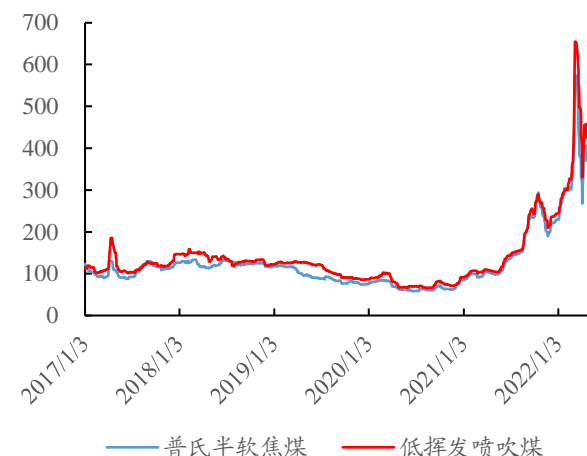
结合信达能源团队对于能源大通胀的研究判断以及此前的一系列研究，我们认为未来几年国际煤炭价格仍将持续高位且有望中枢逐步抬升。澳煤的销售均价有望在今年上半年基础上继续实现抬升。

图 31：API5 与 NEWC 价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 32：半软焦煤与低挥发喷吹煤价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

表 1: NEWC、API5 煤价指数季度同比、环比均实现高增长

	同比		环比	
	API5	NEWC	API5	NEWC
2021Q1	1%	31%	27%	33%
2021Q2	44%	97%	12%	23%
2021Q3	162%	222%	55%	53%
2021Q4	168%	179%	21%	12%
2022Q1	211%	198%	47%	42%
2022Q2	212%	244%	13%	41%

数据来源: Wind、信达证券研发中心

充澳的煤炭资源优势突出，开采成本为澳洲最低水平

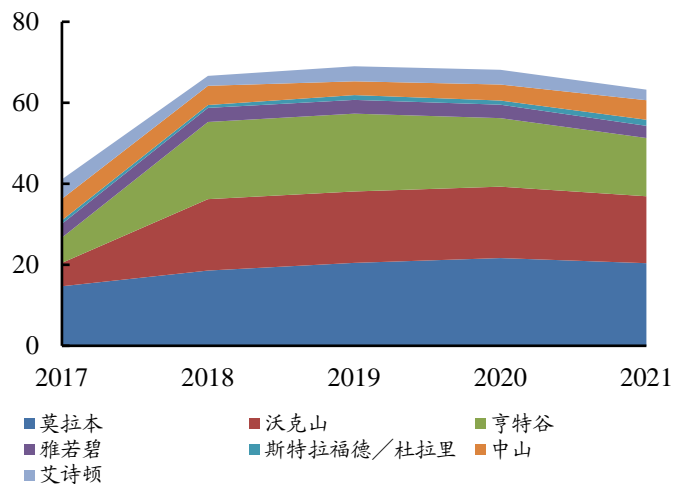
煤炭储量丰富，产销量基本稳定且成本控制良好

煤炭资源方面，充澳储量丰富，截至 2021 年末，充澳应占的煤炭资源总量为 60.13 亿吨、可采储量 11.37 亿吨、可售煤炭储量 8.19 亿吨。2019-2021 年，充澳的原煤产量分别为 69/68.1/63.2 百万吨，可售煤炭产量为 52.1/51.8/48.5 百万吨，煤炭产量基本稳定。2021 年由于：1) 潮湿天气影响露天开采、2) 莫拉本地下矿遭遇岩脉侵入导致生产中断、3) 免洗煤较少（地下 100%为免洗煤）等因素，导致煤炭产量略有下滑。

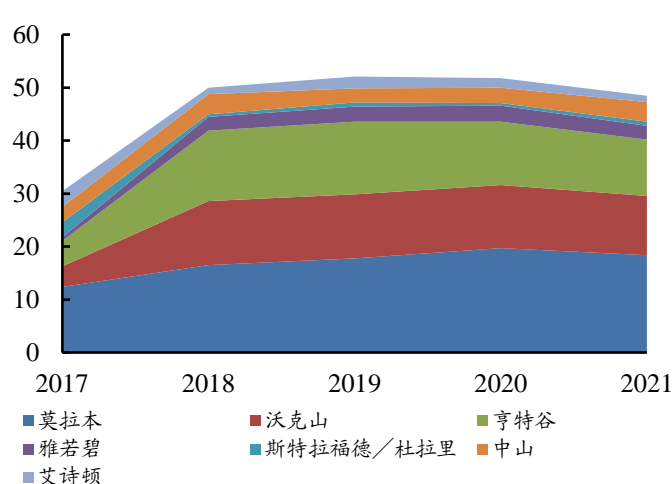
表 2: 充澳煤炭资源情况一览（储量截至 2021 年末）

项目	所有权	煤种	水分基准	证实灰分	可售煤炭储量（百万吨）
莫拉本（露天）	95%	动力煤	9%	21%	137
莫拉本（地下）	95%	动力煤	9%	16%	45
Mt Thorley（露天）	80%	半软焦煤/动力煤	10%	10-14%	13
Warkworth（露天）	84.47%	半软焦煤/动力煤	10%	10-14%	165
HVO（露天）	51%	半软焦煤/动力煤	10%	13%	620
雅若碧（露天）	100%	喷吹煤/动力煤	10%	10%	61
Gloucester（露天）	100%	冶金煤/动力煤	8%	19%	1.4
中山（露天）	50%	焦煤/动力煤	10-10.5%	10-10.5%	69
艾诗顿（AWOC）	100%	半软焦煤/动力煤	9.5%	9.5%	9
艾诗顿（地下）	100%	半软焦煤/动力煤	8.5%	9.5%	13
唐纳森（地下）	100%	半软焦煤/动力煤	8%	17%	62
合计			1195		
应占份额			819		

数据来源: Wind、信达证券研发中心

图 33: 充澳历年原煤产量（100%基准，百万吨）


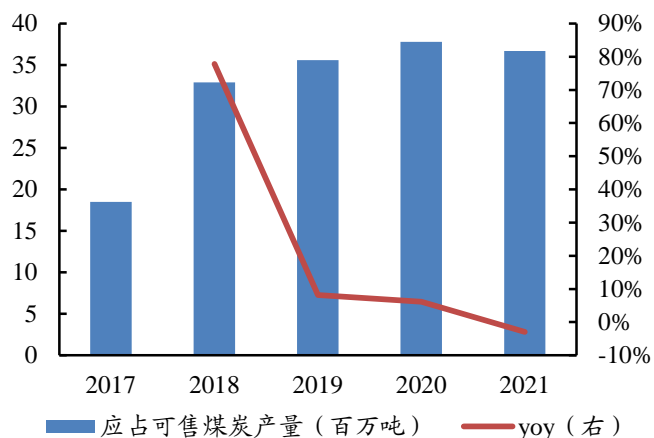
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 34: 充澳历年可售煤炭产量（100%基准，百万吨）


资料来源: Wind、信达证券研发中心

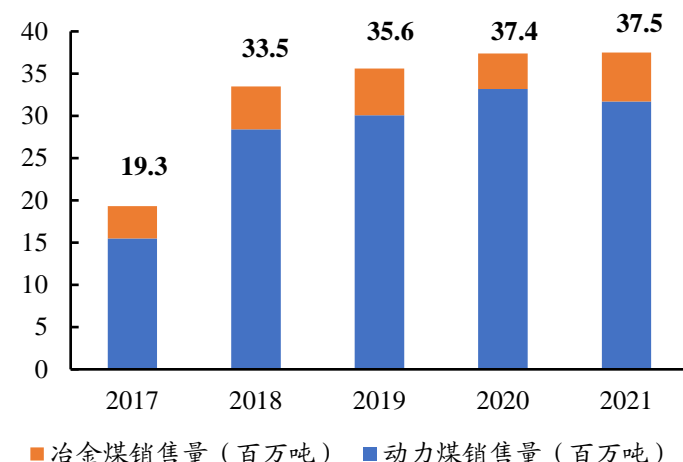
2019-2021 年，兖澳的应占可售煤产量分别为 35.6/37.8/36.7 百万吨，自产煤销量为 35.6/37.4/37.5 百万吨。

图 35: 应占可售煤炭产量 (百万吨)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

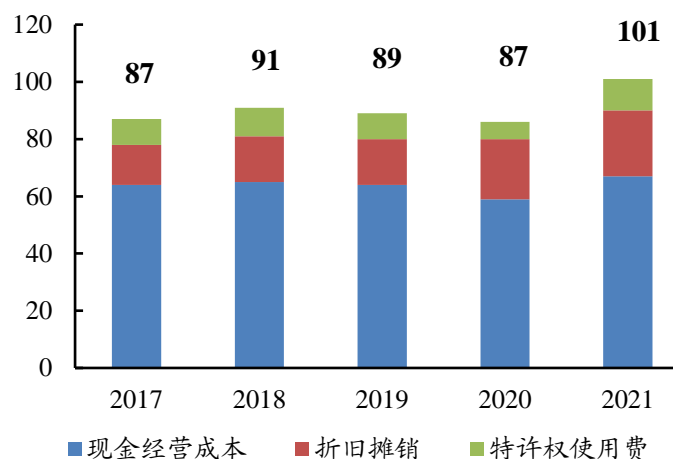
图 36: 自产煤销售总量 (百万吨)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

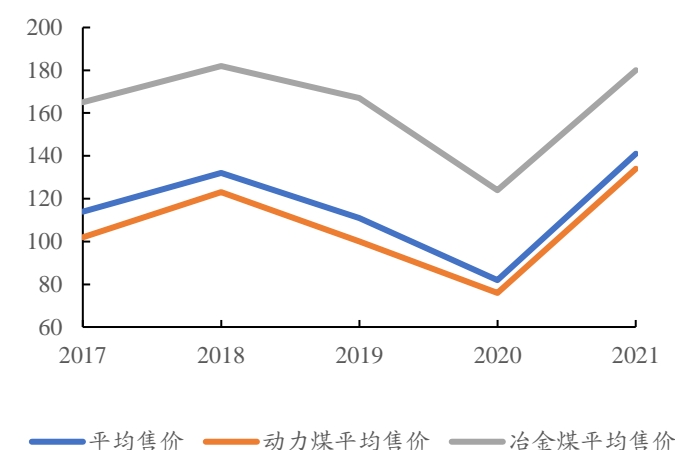
2021 年，在极端天气、产量下滑等因素的拖累情况下，兖澳的吨煤现金经营成本仅小幅上涨至 67 澳元/吨，成本控制水平良好；而吨煤平均售价在 2021 年已上升至 141 澳元/吨，煤价的进一步上行带动业绩向上的弹性巨大。

图 37: 吨煤生产成本基本稳定 (澳元/吨)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

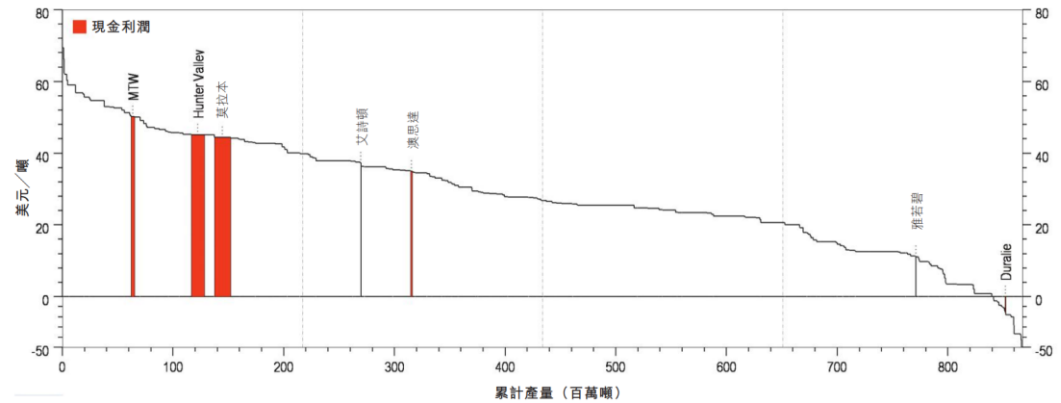
图 38: 吨煤平均售价 2021 年开始上行 (澳元/吨)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

在澳洲煤炭行业的现金利润曲线图中 (2018 年招股书数据)，兖澳的三大主力矿井莫拉本、HVO、MTW 全部位于第 1 象限，体现出兖澳良好的成本控制能力和较好的煤炭品质，现金利润在澳大利亚煤炭行业中具备明显优势。

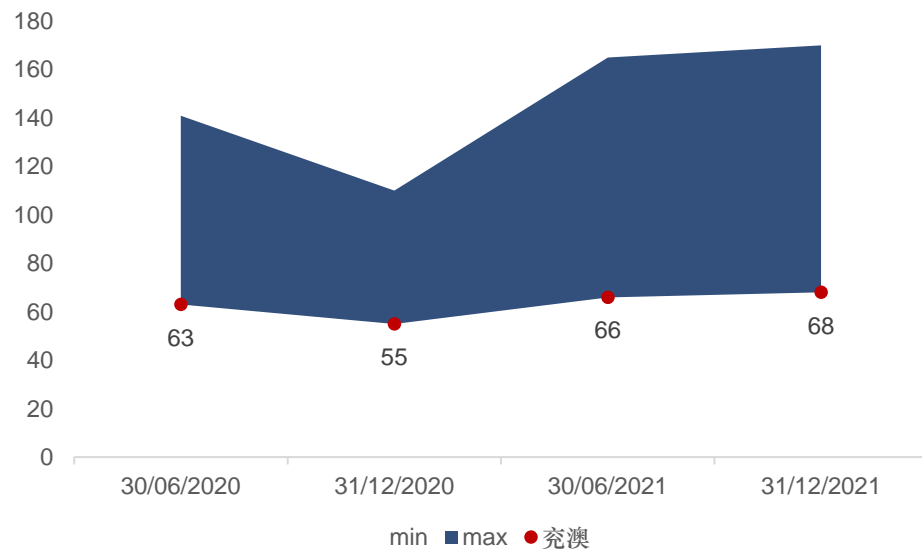
图 39：澳大利亚煤炭行业现金利润曲线图（2018 年招股书数据）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

对比澳大利亚主要煤炭供应商的成本，兖澳的吨煤现金成本处于澳大利亚主要煤炭供应商的成本区间内最低水平。

图 40：兖澳的吨煤现金成本处于澳大利亚主要煤炭供应商的成本区间内最低水平（澳元/吨）



资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：澳大利亚主要煤炭供应商包括白港煤炭、科罗纳多公司、新希望、博地能源、嘉能可、必和必拓、South 32、英美资源集团，仅对比其澳大利亚煤炭业务。

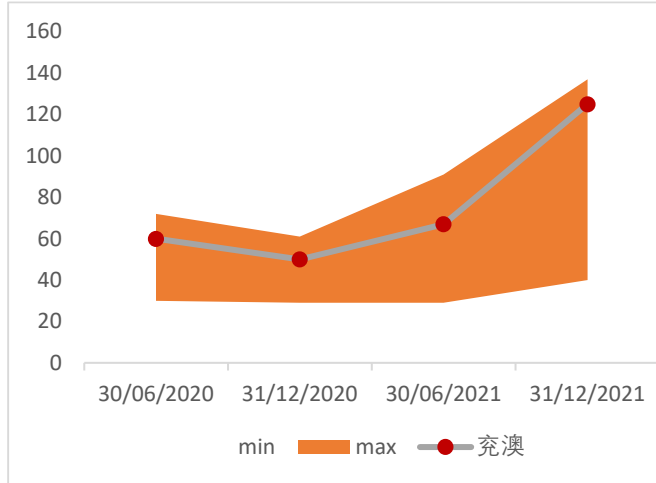
同时，兖澳的煤炭品质较好，综合发热量较高，其煤炭产品主要分为 5 类：动力煤包括低灰动力煤、高灰动力煤，焦煤包括半软焦煤、喷吹煤、焦煤。动力煤当中的低灰分动力煤主要出口日韩、欧洲，高灰分动力煤主要销售给澳大利亚本地电厂、东南亚（以前出口中国）。

图 41：主要煤炭产品类型及参数

煤炭类型	地区	热值	灰分 (%)	含水总量 (%)	固定碳 (%)	硫含量 (%)	磷含量 (%)	挥发分 (%)	HGI	自由膨胀 指数	流动性 (ddpm)
		(千卡/ 千克)									
低灰分动力煤	獵人谷	6,322	≤15%	10	53	0.55	0.008	31	50	不适用	不适用
高灰分动力煤	獵人谷	<6,322	>15%	10	53	0.55	0.008	31	50	不适用	不适用
半软焦煤	獵人谷	6,784	9.5	10	52	0.65	0.023	36	50	7	150
喷吹煤	昆士蘭州	6,767	11.5	9	77.8	0.68	0.096	9.2	72	不适用	不适用
焦煤	昆士蘭州	不适用	10	10	69.5	0.43	0.039	19	85	6	20

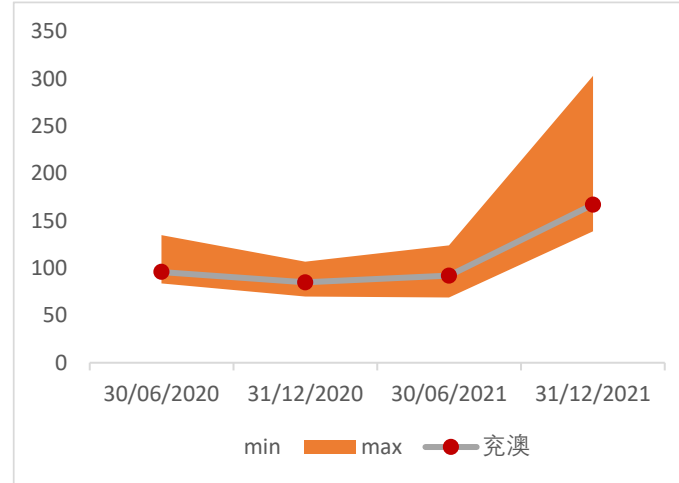
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 42：充澳的动力煤平均售价位于澳大利亚业内较高分位水平（美元/吨）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 43：充澳的冶金煤平均售价对比澳大利亚业内售价区间（美元/吨）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

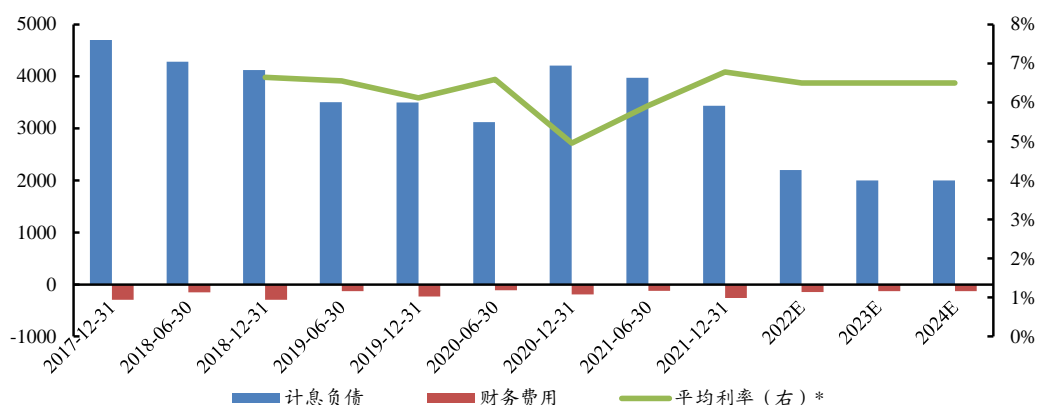
此外，值得关注的是充澳结算煤价的滞后性。首先，澳大利亚的 API5 指数涨幅较 NEWC 明显滞后。由于不同煤炭产品的买家结构性差异，NEWC 和 API5 的差价自 2021 年以来呈现扩大趋势（图 31），截至 2022 年 6 月末，NEWC 价格为 403.44 美元/吨（6000K），而 API5 价格仅为 186.64 美元/吨（5500K），API5 的价格当前具有较高安全边际。而充澳的煤炭产品中，较低灰分产品根据 NEWC 指数定价，较高灰分产品则根据 API5 指数定价，其动力煤价格合约主要根据日本电力公用事业参考价格定价（为澳大利亚主要供应商与日本公司协定的合约价格并定期调整），冶金煤按照澳大利亚主要供应商与日本钢铁厂按季度价格基准磋商定价，大部分纽卡斯尔半软焦煤、昆士兰低挥发分喷吹煤按季度基准价格定价。与基准现货价格相比，延迟的合约交付会导致实际价格出现滞后效应。结算煤价的滞后性进一步强化今年三季度充澳销售均价环比提升的确定性（表 1）。

提前还债并高比例派息，充澳成为优质现金流资产

充澳于6月30日晚公告，拟于2022年7月底用现金偿还约801百万美元的债务，提前还款将使融资成本总额减少约133百万美元。据充澳首席执行官 David Moulton 表示：连同去年10月偿还的500百万美元以及于2021年7月及2022年7月偿还的50百万美元强制债务，计划中的801百万美元提前还款使充澳偿还其于12个月前呈报的截至2021年6月30日止3,975百万澳元计息负债的45%以上（充澳7月20日公告已经完成801百万美元债务的偿还）。

据此，假设2022-2024年充澳的计息负债分别为2200/2000/2000百万澳元，按历史财务费用/计息负债的平均水平（6.5%）估算，预计2022-2024年充澳的财务费用将下降为143/130/130百万澳元。

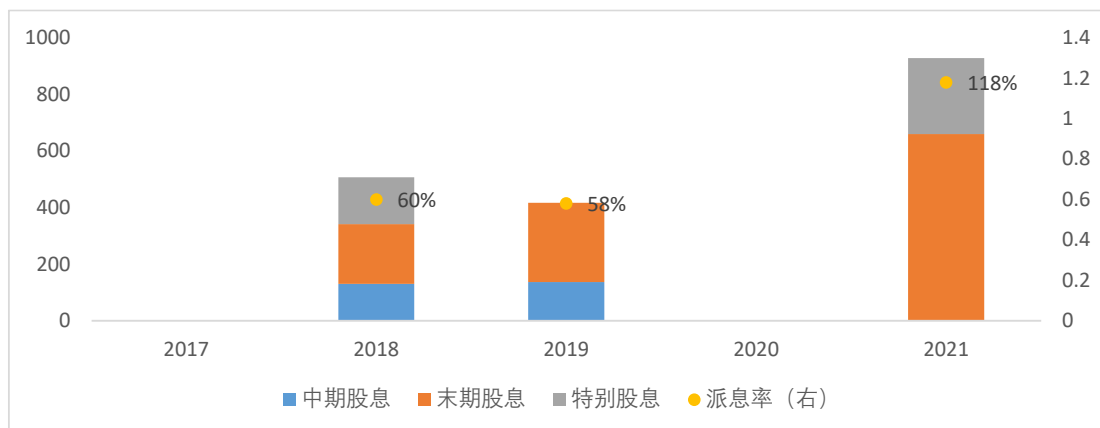
图 44：充澳的计息负债自 2021H1 开始下降（百万澳元）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

充澳在提前还债的同时，进行高比例的分红派息。2021年，充澳共派发股息9.3亿澳元（包括0.5澳元/股的末期股息和0.204澳元/股的特别股息），派息率高达118%。根据充澳的股息政策，各财年派付不少于：A)税后净利润的50%（不包括异常项目）；或B)自由现金流量的50%（不包括异常项目）作为中期及/或末期股息；倘若认为对审慎管理财务状况而言属必要，须于特定财年派付不低于税后净利润的25%（不包括异常项目）作为中期及/或末期股息。结合充澳的股息政策和历史派息情况，预计充澳大概率将分红超过50%的净利润。

图 45：充澳历史分红派息情况（2017-2021 年）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

充澳盈利预测

核心假设：结合信达能源团队对于能源大通胀的判断以及此前的系列研究，我们认为国际煤炭价格仍将持续高位较长时间。

表 3：核心假设一览

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022E	2023E	2024E
Global Coal NEWC (6000K) -美元/吨	89	107	78	60	139	350	368	386
API5 (5500K) -美元/吨	71	71	54	45	84	190	200	209
充澳动力煤平均售价 -美元/吨	78	92	70	52	101	204	247	259
Platts 低挥发分喷吹煤离岸价 -美元/吨	119	136.22	110.49	78.48	164.13	300	315	331
Platts 半软焦煤离岸价 -美元/吨	108	123.91	93.64	69.29	155.64	250	263	276
充澳冶金煤平均售价 -美元/吨	127	136	116	86	135	246	285	300
澳元对美元汇率	0.7671	0.7479	0.6952	0.6906	0.7514	0.7	0.7	0.7
充澳综合平均售价 -澳元/吨	114.0	132.0	111.0	82.0	141.0	299.5	360.6	378.6
自产煤销售总量 -百万吨	19.3	33.5	35.6	37.4	37.5	35.0	35.0	35.0
吨煤生产成本 -澳元/吨	87	91	89	87	101	122	127	132
财务费用（融资成本净额） -百万澳元	-294	-293	-233	-191	-259	-143	-130	-130

数据来源：Wind、信达证券研发中心

基于煤价、产销量、吨煤成本等核心假设（详见表3），我们预计2022-2024年充煤澳大利亚的净利润分别为42.01亿、55.53亿、58.36亿澳元。假设按充矿能源62.26%的持股比例计算，预计2022-2024年对充矿的净利润贡献为26.15亿、34.58亿、36.33亿澳元（约合120亿、159亿、167亿人民币），按50%利润的最低分红（实际按净利润与自由现金流孰高原则），则2022-2024年归属充矿能源的现金分红预计至少为60.1亿、79.5亿、83.6亿人民币。

表 4：充澳的盈利预测结果

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万澳元）	2,601	4,850	4,460	3,473	5,404	10,698	12,878	13,522
Yoy		86%	-8%	-22%	56%	98%	20%	5%
除税前溢利（百万澳元）	335	1,172	767	-1,143	1,103	6,001	7,933	8,337
Yoy		250%	-35%	-249%	197%	444%	32%	5%
净利润（百万澳元）	246	852	719	-1,040	791	4,201	5,553	5,836
Yoy		246%	-16%	-245%	176%	431%	32%	5%
EBITDA（百万澳元）	885	1,988	1,607	-148	2,193	6,975	8,894	9,298

数据来源：Wind、信达证券研发中心

考虑到煤价的波动，我们也对充澳平均实现煤价在[-30%, +30%]区间各情景下能够实现的净利润进行了敏感性分析，详见表5。

表 5：兖澳净利润对于煤价的敏感性分析

变动比例	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
兖澳的煤炭平均实现售价（澳元/吨）	210	240	270	300	330	360	390
2022 年兖澳的净利润预测（百万澳元）	1999	2733	3467	4201	4935	5669	6403
澳元：人民币 汇率假设	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
2022 年兖澳的净利润预测（亿元 RMB）	92	126	159	193	227	261	295
对兖矿能源的净利润贡献（亿元 RMB，按 62.26%股比）	57	78	99	120	141	162	183
归属兖矿的分红额（亿元 RMB，按 50%最低分红率）	29	39	50	60	71	81	92

数据来源：Wind、信达证券研发中心

投资策略：继续推荐兖矿能源

坐拥澳洲最顶级煤炭资产，将充分受益于本轮全球能源大通胀形势，兖澳的盈利贡献将迎来快速增长阶段，继续推荐兖矿能源。根据我们的盈利预测，截至 7 月 29 日收盘价，兖煤澳大利亚 2022-2024 年的 PE 估值仅分别为 1.58X、1.20X、1.14X，EV/EBITDA 仅为 1.24X、0.97X、0.93X。对比港交所上市的主要煤炭企业以及海外的主要煤企，兖煤澳大利亚估值均显著偏低。

我们继续看好唯一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能源化工龙头的兖矿能源，维持兖矿能源（600188.SH）2022-2024 年归母净利润预测为 288.65 亿元、345.78 亿元、401.90 亿元，对应 7 月 29 日 A 股收盘价的 PE 估值为 6.28X、5.24X、4.51X，维持“买入”评级。

表 6：兖煤澳大利亚处于低估状态

	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	8.41	1.58	1.20	1.14
EV/EBITDA	3.94	1.24	0.97	0.93

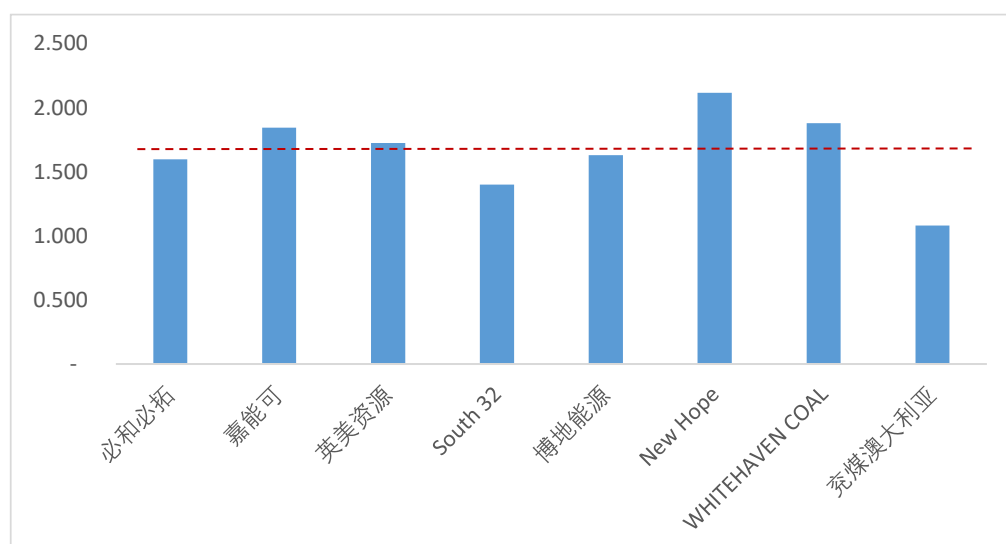
数据来源：Wind、信达证券研发中心 注：截至 7-29 收盘价

表 7：港交所上市煤企估值表

		PE (TTM)	PE(2022E)	PB	ROE_2021A
01088.HK	中国神华	5.99	5.53	0.89	13.87%
00639.HK	首钢资源	5.55	4.99	0.81	15.32%
01171.HK	兖矿能源	4.60	3.61	1.45	26.77%
01898.HK	中煤能源	4.49	5.31	0.58	13.74%
03948.HK	伊泰煤炭	2.56	2.03	0.63	23.38%
03668.HK	兖煤澳大利亚	8.16	1.58	1.05	13.96%

数据来源：Wind、信达证券研发中心 注：中国神华、兖矿能源、兖煤澳大利亚 采用信达能源的盈利预测，其他公司采用 wind 一致预测，截至 7-29 收盘价。

图 46：海外主要煤企 PB 平均 1.66X，兖澳（1.08X）相对低估



资料来源：Wind、信达证券研发中心 注：截至 7-29 收盘价

风险因素

- 1) 经济严重衰退导致煤价大幅下跌；
- 2) 煤矿安全生产事故风险；
- 3) 汇率大幅波动风险；
- 4) 中澳关系恶化风险。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58,072	89,529	119,736	133,309	155,469
货币资金	24,542	45,572	85,258	95,640	113,374
应收票据	70	7	6	7	8
应收账款	3,979	6,179	5,376	6,194	6,731
预付账款	3,395	4,890	3,218	3,513	3,682
存货	7,715	8,455	5,563	6,073	6,365
其他	18,371	24,425	20,315	21,881	25,309
非流动资产	200,838	199,167	220,556	241,946	262,336
长期股权投资	19,026	20,149	22,820	25,490	28,161
固定资产(合计)	66,114	75,835	90,503	105,172	119,841
无形资产	58,855	62,167	62,236	62,305	62,375
其他	56,844	41,016	44,997	48,978	51,959
资产总计	258,910	288,696	340,292	375,255	417,805
流动负债	102,081	95,722	113,559	119,000	121,390
短期借款	15,714	5,716	12,124	10,000	8,000
应付票据	9,881	10,690	21,103	23,036	24,145
应付账款	14,042	14,999	29,608	32,321	33,877
其他	62,443	64,317	50,723	53,642	55,368
非流动负债	77,047	96,486	106,486	106,486	106,486
长期借款	34,913	50,942	60,942	60,942	60,942
其他	42,133	45,544	45,544	45,544	45,544
负债合计	179,128	192,208	220,045	225,486	227,876
少数股东权益	25,664	28,301	31,122	36,065	42,535
归属母公司股东权益	54,118	68,186	89,126	113,704	147,394
负债和股东权益	258,910	288,696	340,292	375,255	417,805

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572
同比(%)	0.1%	-29.3%	-13.0%	15.2%	8.7%
归属母公司净利润	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190
同比(%)	-27.5%	115.9%	75.6%	19.8%	16.2%
毛利率(%)	13.2%	29.4%	46.6%	49.4%	51.2%
ROE%	14.1%	24.1%	32.4%	30.4%	27.3%
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12
P/E	6.90	7.05	6.28	5.24	4.51
P/B	0.90	1.68	2.03	1.59	1.23
EV/EBITDA	5.03	4.21	4.80	3.84	3.04

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572
营业成本	186,571	107,336	70,626	77,097	80,808
营业税金及附加	3,421	4,225	3,676	4,235	4,603
销售费用	5,425	2,997	3,004	3,373	3,631
管理费用	5,376	6,837	8,240	9,495	10,318
研发费用	510	1,140	1,983	2,285	2,483
财务费用	2,690	4,913	2,663	2,203	1,610
减值损失合计	-50	-1,106	1,063	1,063	1,063
投资净收益	3,686	2,144	463	533	580
其他	-440	-1,317	102	118	128
营业利润	14,194	24,265	43,658	55,386	63,891
营业外收支	-4,941	-224	-2,204	-3,572	-2,888
利润总额	9,254	24,041	41,455	51,814	61,003
所得税	2,416	5,474	9,769	12,292	14,343
净利润	6,838	18,567	31,686	39,522	46,660
少数股东损益	-775	2,129	2,821	4,943	6,470
归属母公司净利润	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190
EBITDA	23,747	39,816	43,922	51,698	58,768
EPS(当年)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22,233	36,182	60,788	53,784	55,666
净利润	6,838	18,567	31,686	39,522	46,660
折旧摊销	9,837	10,728	2,625	2,625	2,625
财务费用	2,488	4,840	4,893	5,286	5,173
投资损失	-3,686	-2,144	-463	-533	-580
营运资金变动	8,738	1,529	20,906	4,375	-37
其它	-1,981	2,662	1,140	2,509	1,825
投资活动现金流	-13,584	-4,830	-24,692	-25,990	-24,260
资本支出	-11,598	-9,939	-22,485	-23,853	-22,169
长期投资	-2,177	3,463	-2,671	-2,671	-2,671
其他	191	1,646	463	533	580
筹资活动现金流	-14,408	-8,035	3,589	-17,410	-13,673
吸收投资	889	9,193	75	0	0
借款	54,115	61,300	16,408	-2,124	-2,000
支付利息或股息	-10,616	-10,704	-12,893	-15,286	-11,673
现金流净增加额	-5,843	22,928	39,685	10,383	17,733

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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，中国注册会计师协会会员，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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。