

買入

2022年10月25日

國際供需格局改變，優質海運煤公司價值凸顯

► **擁有澳洲優質資源，產量銷量穩定：**兗煤澳大利亞自2004年成立，經歷多次並購整合後，目前是澳大利亞第三大煤炭公司僅次於必和必拓和嘉能可，並且公司是澳大利亞最大的煤炭專營公司。公司目前控股7座煤礦，主要產品為動力煤及冶金煤。截至2021年末其可採儲量11.37億噸，總儲量60.13億噸，且公司動力煤具有熱值高、灰度低的特點，是市場上的優質資源。目前公司的主力礦井有三個分別為：莫拉本、HVO及MTW，各個礦井處於成熟階段，產銷量基本保持穩定，平均服務年限為15年，核心煤礦超30年，2019-2021年公司自產煤銷量為35.6/37.4/37.5百萬噸。

► **市場化定價多元化客戶，上半年業績大幅增長：**公司主要業務是給與海外客戶煤炭供應，由於客戶多為國際使用者且客戶占比平均，公司經營不存在對單一特定客戶依賴，且定價市場化。公司動力煤定價機制主要參照API5價格指數和紐卡斯爾6000K指數。低熱值動力煤以API5進行定價，而剩餘高熱值煤使用紐卡斯爾定價。2022年以來，俄烏衝突加劇歐洲能源短缺，使得煤價大幅上漲，截止2022年Q3，煤炭總體平均售價為481澳元/噸，同比增長210%；其中動力煤489澳元/噸，同比增長226%；冶金煤為434澳元/噸，同比增長144%。煤價上漲帶來公司業績大幅提過，上半年公司營收增長169.1%至47.8億澳元，歸母淨利潤同比扭虧為盈至17.38億澳元。

► **強勁現金降低負債，高分紅凸顯投資價值：**2022年在強勁的煤價下，公司財務狀況大為好轉，現金流強勁，因此於2022年7月公司提前償還約801百萬美元的債務，連同去年10月償還的500百萬美元以及於2021年7月及2022年7月償還的50百萬美元強制債務，目前兗澳的計息負債已較2021年6月30日的3,975百萬澳元計息負債降低45%以上，並相應大幅減少財務費用。在提前還債的同時，兗澳也同步進行高比例的分紅派息。2021年，兗澳共派發股息9.3億澳元，派息率高達118%。

► **目標價58.5港元，首次覆蓋給予買入評級：**預計2023年將是煤炭價格階段高點，隨著俄烏局勢緩解及國內供需態勢緩和，煤炭價格將逐步降低，但煤炭價格中樞將上移並且公司努力提高煤炭品質，公司未來三年業績預計維持在目前水準。預計2022/2023/2024分別實現歸母淨利潤51.50/41.35/31.06億澳元；EPS分別為3.90/2.35/2.14澳元，對應19.5/15.66/11.76港元。相對估值方面，我們認為用澳洲煤炭行業平均PE3倍為參考，對應公司2022年歸母淨利潤，首次覆蓋給與公司買入評級，2023年目標價為58.5港元，較目前有112%漲幅。

陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

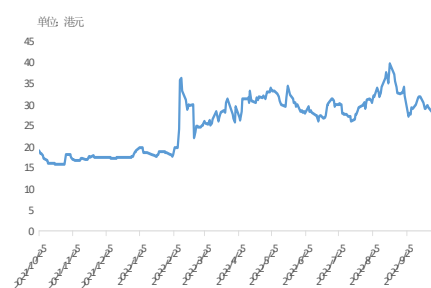
行業	煤炭行業
股價	27.6 港元
目標價	58.5 港元 (+112%)
股票代碼	3668.HK
已發行股本	13.20 億股
總市值	364 億港元
52 周高/低	39.7/12.62 港元
每股淨現值	5.26 澳元
主要股東	兗礦能源集團有限公司... 62.26%

表：盈利摘要

截至12月31日	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
收入 (百万澳元)	5,404	4,776	12,537	11,328	9,817
变动 (%)	-22%	56%	132%	-10%	-13%
净利润 (百万澳元)	-1,040	791	5,150	4,135	3,106
每股收益 (澳元)	-0.79	0.60	3.90	3.13	2.35
变动 (%)	NA	NA	551%	-20%	-25%
市盈率@27.6港元	NA	9.2	1.4	1.8	2.3
每股股息 (港元)	0.00	3.45	9.97	8.00	6.01
股息率 (%)	0%	12%	36%	29%	22%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

行業情況

2022年全球煤炭消費有望再創新高

根據 2022 版《世界能源統計年鑒》，2021 年全球經濟從疫情中開始回復，經濟活動加速，能源消耗同比增長 5.8%，超過疫情前水準。國際能源消費結構中，對一次石化能源的依賴程度是最高的，2021 年世界石油消費量占比在 31%，位居第一；第二位是煤炭，占比 27%；第三位是天然氣，占比 24%。水電等清潔能源的占比在逐年提升，但短期內仍難以撼動石化能源的絕對優勢地位。

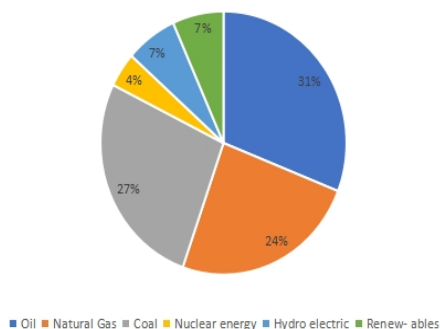
煤炭資源儲量豐富，截至 202 年底全球已探明的煤炭儲量在 1.07 萬億噸，較 2020 年增加 44.72 億噸，同比增長 0.42%。從資源分佈來看，全球已探明煤炭資源占比排名前五位國家分別是美國 23.2%，歐洲某國 15.1%，澳大利亞 14%，中國 13.3%，印度 10.3%，已探明煤炭資源儲量排名前十位的國家煤炭資源總和占全球煤炭資源的 90%以上。

從產量上看，2016-2019 年全球煤炭產量呈現穩步增加、但增幅放緩的趨勢，2020 年由於疫情，全球經濟發展受阻，煤炭產量也出現近五年的首次下降，較 2019 年下降 3.83%至 77.42 億噸。2021 年得益於經濟回復，煤炭產量同比增長 6%至 81.72 億噸。從主產國來看，2021 年中國煤炭產量 41.26 億噸，在全球煤炭產量中占比 50.5%，是全球煤炭產量最大的國家；第二梯隊是印度 8.11 億噸，印尼 6.14 億噸，美國 5.24 億噸，澳大利亞 4.79，歐洲整體為 5.16 億噸；第三梯隊是南非 2.35 億噸。煤炭產量排名前十的國家，煤炭產量合計占世界煤炭產量的 95.38%。

從消費端看，全球煤炭消費量基本維持 53 億噸左右標準煤的水準，但 2020 年全球工業生產停擺，煤炭消費量出現明顯下行。2020 年全球煤炭消費量為 51.67 億噸標準煤，較 2019 年下降 3.94%。2021 年煤炭消費重新回到增長態勢，並為 2014 年以來的最高增速的 6%。從消費國來看，以熱值計算，中國煤炭消費總量在 86.3 吉焦，在全球煤炭消費總量中占比 53.8%，位居第一；第二是印度 20.1 吉焦，占 12.5%，隨後為美國 11.6 吉焦，占 6.6%；歐洲 6.3%；日本 3%。

由於各個地區供給與需求錯配，煤炭淨出口貿易除 2020 年疫情外近五年也在小幅增長。2021 年中國依舊是全球最大的煤炭進口國，占全球貿易量的 19.5%。其次為日本和印度分別占 14.6%與 14.5%。第三是歐洲占全球貿易量的 13.1%。出口端全球最大的出口國為澳大利亞，2021 年其總出口量為 3.62 億噸，其中動力煤為 1.97 億噸，焦煤為 1.65 億噸。占全球貿易量的 28.8%。其次是印尼主要出口熱量較低的褐煤，其占比為 25.6%，俄羅斯第三占 17.9%。出口格局較為集中前三大國家占到了全球出口量的 72.3%。

圖表 1: 2021 年全球能源消費占比



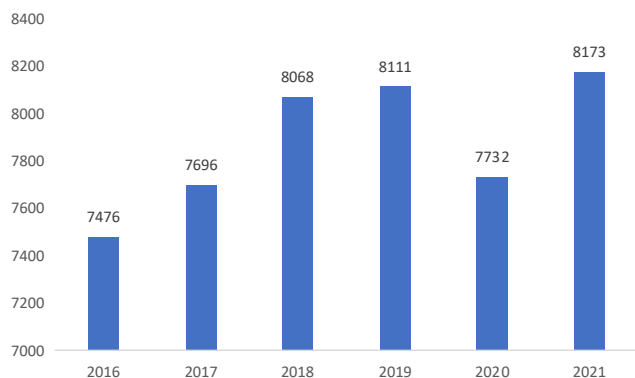
資料來源: BP 世界能源圖鑒, 第一上海

圖表 2: 世界能源格局

國家	探明儲量	占世界儲量比重
美國	237,295	28%
俄羅斯	157,010	18%
中國	114,500	13%
澳大利亞	76,400	9%
印度	60,600	7%
德國	40,699	5%
烏克蘭	33,873	4%
哈薩克斯坦	33,600	4%
南非	30,156	4%
哥倫比亞	6,746	1%
探明儲量前十國家之和	790,879	92%
世界合計	860,938	100%

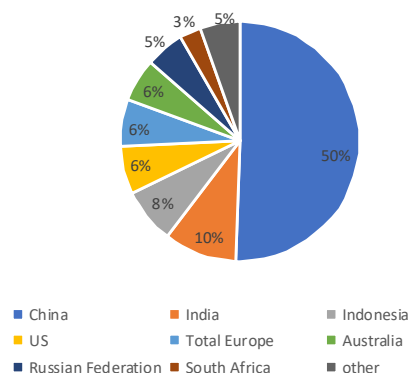
資料來源: 公開資料, 第一上海

圖表 3: 全球原煤產量 (百萬噸)



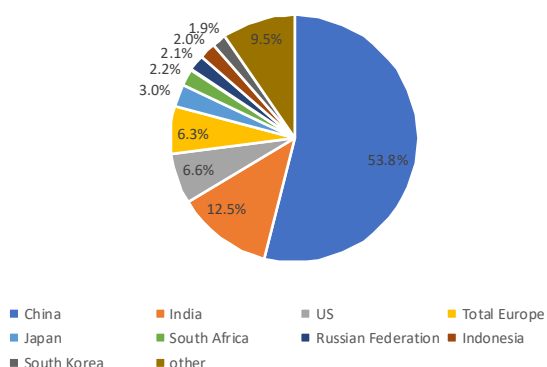
資料來源: BP 能源圖鑒, 第一上海

圖表 4: 2021 各國地區產量占比



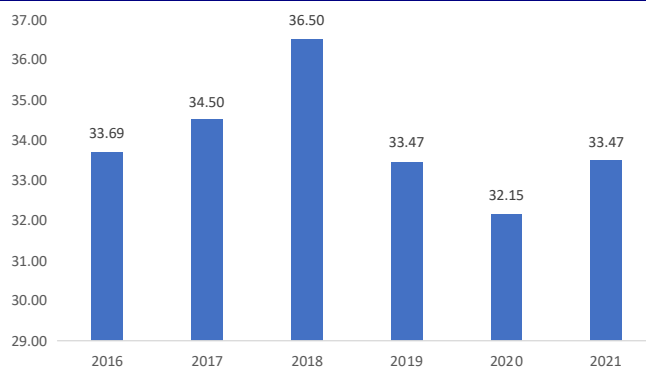
資料來源: BP 能源圖鑒, 第一上海

圖表 5: 2021 年各國消費量占比



資料來源: BP 能源圖鑒, 第一上海

圖表 6: 全球煤炭貿易熱值總量 (吉焦)



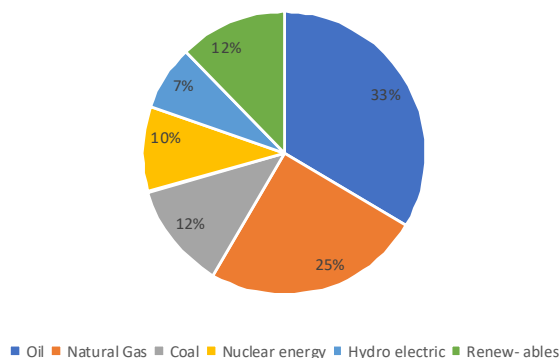
資料來源: BP 能源圖鑒, 第一上海

俄烏衝突導致歐洲對煤炭需求增長

2022 年俄烏衝突導致歐洲制裁俄羅斯及其供應商品，而俄羅斯是歐洲重要的能源供應國，2021 年歐洲從俄羅斯進口：1.38 億噸原油，占歐洲當年原油消費的 21.7%；1670 億立方米天然氣，占當年消費的 29.2%；以及 2.11 吉焦煤炭。因此在切斷俄羅斯的能源後，歐洲需要在市場上尋求新的能源替代。由於市場的供需平衡被打破各個能源價格快速上漲，歐洲在天然氣市場只能進口更多的來自美國和卡塔爾的 LNG 以作為補充，這使得 LNG 價格以及 LNG 航運價格大幅上漲，目前已經是過去的 4 倍。由於 LNG 無法完全彌補歐洲的能源短缺，煤炭發電重新被啟用，因此歐洲對煤炭需求也在快速增長，這致使全球海運煤價飆升，作為第一大煤炭出口國澳大利亞，出口歐洲比例快速提升，由於歐洲對煤質要求較高紐卡斯爾港口 6000k 煤炭價格今年衝突開始後從 150 美元/噸最高大幅漲至 450 美元/噸，目前 6000K 煤炭維持在 400 美元/噸上下浮動。預計 2022 年全歐洲的動力煤進口量將達到 1 億噸，回到 2017 年以來最高水準。

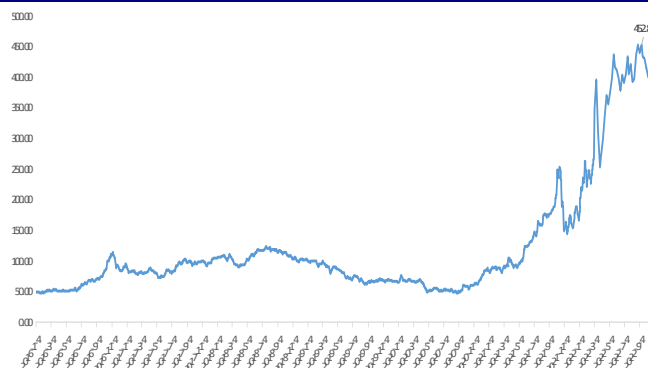
未來歐洲經歷能源危機後，預計將會更多的尋求能源多樣化，歐洲將會調整其過於激進的碳中和目標，將會以保障其能源安全作為第一要務。煤炭作為三大化石能源之一的占比會有一定的回升。

圖表 7:2021 年歐洲能源消費結構



資料來源：BP 能源圖鑒，第一上海

圖表 8:紐卡斯爾 6000k 價格

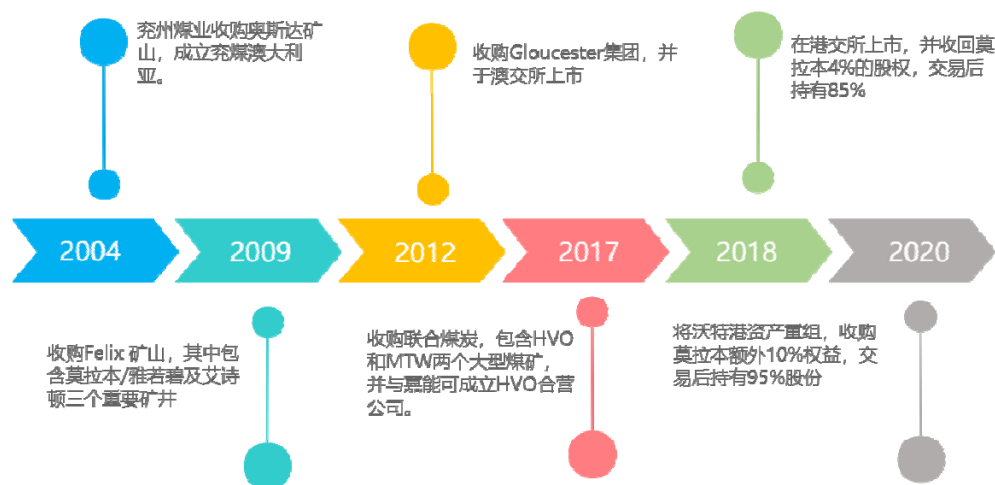


資料來源：公司資料，第一上海

公司介紹：

公司於 2004 年由兗礦能源在澳大利亞收購元奧思達礦山並成立。此後在 2009 年再次收購 Felix 礦山，獲得莫拉本、雅若碧及艾什頓煤礦。2012 年收購 Gloucester 集團，並成功在澳交所上市。2017 年公司收購聯合礦業，並與嘉能可合資成立亨特穀煤礦。目前公司旗下一共控股 7 個煤礦，並幫助母公司實際管理兗煤國際公司。

圖表 9: 兗礦佈局圖



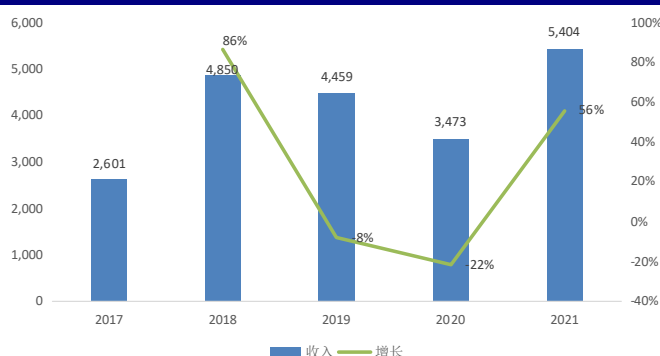
資料來源: 公司資料, 第一上海

獨特海外上市平臺，優質國際煤炭資源

公司主要從事海運煤炭生產銷售業務，為國際市場提供優質的動力煤/焦煤和噴吹煤。在國內煤炭行業中處於龍頭地位。目前兗煤澳大利亞是澳洲最大的煤炭專營生產商，第三大煤炭公司。並且也是唯一一家中國公司控股的海外煤炭上市平臺，凸顯公司的獨特性及稀缺性。

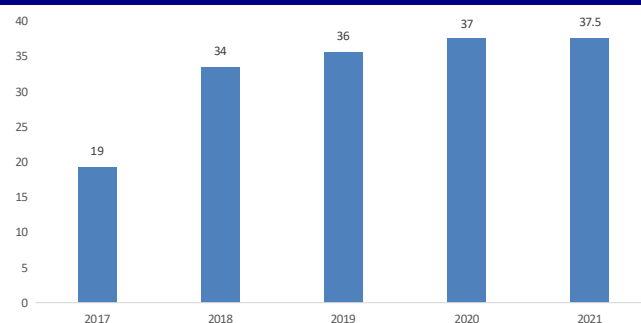
煤炭業務為主要的收入來源。2019-2021 年公司營業收入分別為 44.60、34.73、54.04 億澳元；公司現金成本基本保持相對穩定分別為 64/59/67 澳元/噸。歸母淨利潤為 7.19/-10.4/7.91 億澳元，2020 年主要由於 Watagan 重新合併入帳虧損 13.83 億澳元以及當年煤價下跌導致了較大幅度的虧損。

圖表 10: 公司收入及增長 (百萬澳元)



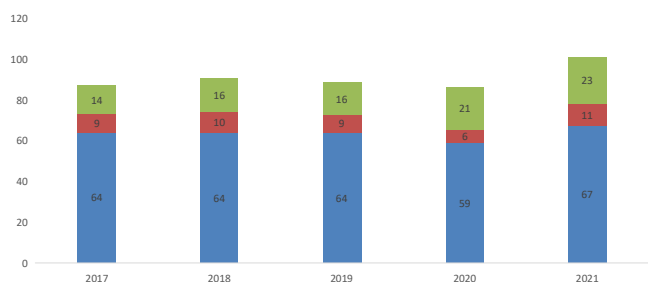
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 11: 公司權益銷量 (百萬噸)



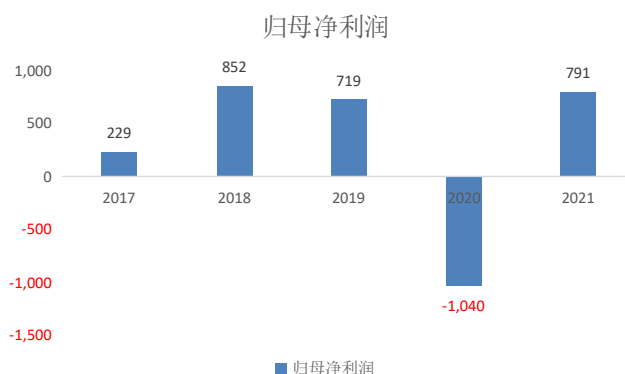
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 12: 噸煤生產成本 (澳元/噸)



資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 13: 近 5 年公司歸母近利潤 (百萬澳元)



資料來源: 公司資料, 第一上海

公司業務

煤炭業務

公司在煤炭資源方面, 儲量依舊豐富, 截至 2021 年底公司煤炭資源總量為 60.13 億噸, 可采儲量 11.37 億噸、可售煤炭儲量 8.19 億噸。公司煤礦主要分佈在澳洲東海岸的昆士蘭州及新南威爾士州, 中山和雅若碧煤礦位於昆士蘭州主要供應焦煤; 莫拉本、HVO、MTW 三個公司最大的煤礦位於新南威爾士州主要供應動力煤。2019 年-2021 年公司產量分別為 69/68.1/63.2 百萬噸, 可售煤炭為 52.1/51.8/48.5 百萬噸; 公司權益可銷售煤炭分別為 35.6/39.3/38.6 百萬噸。公司煤炭產量基本穩定, 2021 年小幅下滑主要是因為: 1) 澳洲暴雨影響露天開採、2) 莫拉本地下礦遭遇岩脈侵入導致生產中斷。

圖表 14: 各個礦廠產能與產量 (百萬噸)

煤礦	煤種	權益	產能 (Mt)	權益產能 (Mt)	2018	2019	2020	2021
莫拉本	動力煤	95%	21.0	20.0	18.6	20.5	21.7	20.4
MTW	動力煤/半軟焦煤	83%	28.0	23.2	17.6	17.6	17.6	16.5
HVO	動力煤/半軟焦煤	51%	38.0	19.4	19.0	19.2	16.9	14.4
雅若碧	動力煤	100%	4.0	4.0	3.5	3.4	3.3	3.0
中山礦	動力煤/半硬焦煤	50%	5.7	2.9	4.8	3.4	4.0	4.8
艾詩頓	半軟焦煤	100%	8.6	8.6	2.4	3.7	3.6	2.6
斯特拉福德杜拉里	動力煤/半硬焦煤	100%	5.6	5.6	0.7	1.2	1.0	1.5
总计			110.9	83.6	66.6	69.0	68.1	63.2

資料來源: 公司資料, 第一上海

公司主要提供的煤炭以用途分為兩大類: 動力煤及冶金煤。

動力煤主要供給客戶以用來發電及供熱, 公司的動力煤有著低硫、低灰、高熱值的優秀特性, 產品熱值主要集中在 5500 大卡以上, HVO 及 MTW 供應 6000 大卡以上的煤炭, 莫拉本主要供應 5500 大卡的煤炭。動力煤也是公司供應的主要煤種, 占公司煤炭銷售的 80% 以上。

冶金煤主要用於金屬冶煉行業，其中還可以細分為半軟焦煤、半硬焦煤及噴吹煤。半軟焦煤：是粘結性較差的煤種，一般作為配煤使用，類似我國的 1/3 焦煤。半硬焦煤：在灰度、揮發份、粘結度都略低於半軟焦煤的煤種，相應售價也低於半軟焦煤。噴吹煤：可以代替焦煤作為高爐煉鋼的原料。整體冶金煤占公司煤炭銷售的 20%左右

圖表 15：公司各礦井產出煤種及指標

品質	單位	MTW/HVO	莫拉本（低灰分）	莫拉本（高灰分）
發熱量	千卡／千克，gar	6,322	5,994	5,328
灰分(ad)	%	13.5	18	27
總含水量(ar)	%	10.0	10.5	10.5
固定碳(ad)	%	53.0	50	40.5
硫分(ad)	%	0.55	0.75	0.5
揮發分(ad)	%	31.0	29.5	30
哈氏可磨指數		50	47	47

資料來源：公司資料，第一上海

公司主要貢獻產量的煤礦有三個分別是 HVO、MTW 以及莫拉本煤礦。

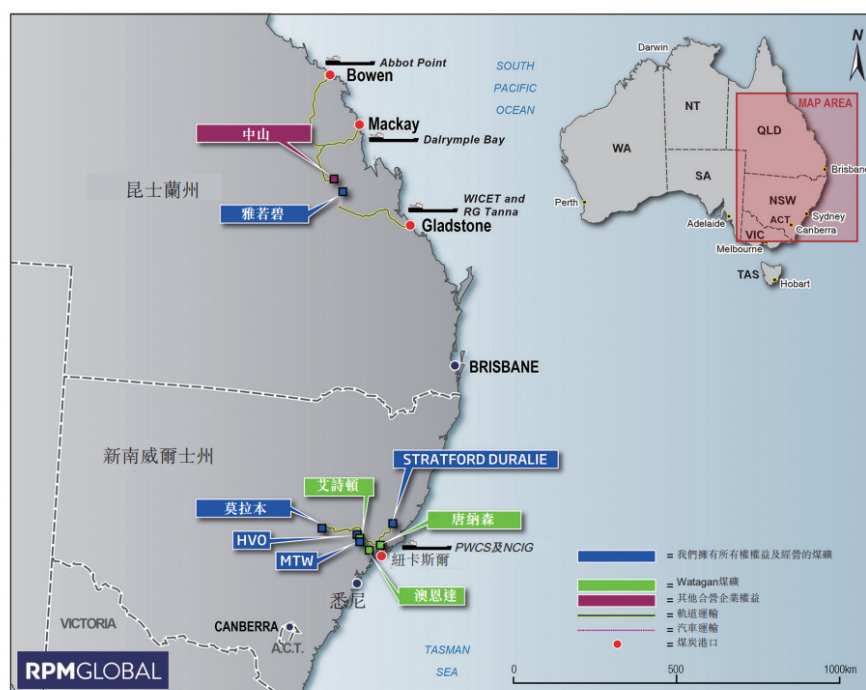
HVO（獵人谷煤礦）：HVO 位於新南威爾士州獵人谷盆地 Singleton 西北 42 公里的多坑露天煤礦，主要由三個先前獨立煤礦合併而來，分別為 Howick、獵人谷 1 號及 Lemington。它們分別開採於 1968/1971 及 1979 年。HVO 主要產出低灰高卡的動力煤及半軟焦煤為主，目前公司與嘉能可公司聯合運營，持股比例為 51:49。HVO 煤礦 2019-2021 年原煤產量分別為 19.2/16.9/14.4 百萬噸，截止 2021 年底 HVO 的證實可采儲量為 4 億噸，按照平均產量來計算預計 HVO 依舊擁有 24 年的服務年限。在擴張潛力上由於對跨邊界開採相鄰礦權區域的限制，並未計入可采儲量中，未來隨著公司和嘉能可的進一步合作有望提升開採年限，預計可增加 1-1.2 億噸儲量。

MTW（沃克山煤礦）：MTW 同樣位於新南威爾士州獵人谷盆地 Singleton 西南 15 公里處為索力山及沃克沃思兩座露天煤礦場合並而成，主要產品為動力煤及半軟焦煤。經過公司持續的增持礦場股權，截止 21 年底公司持有 MTW 82.9% 的股份。2019-2021 年原煤產量分別為 17.6/17.6/16.5 百萬噸，MTW 的被證實可采儲量為 1.53 億噸，按照三年平均產量計算預計 MTW 有 9 年的服務年限。但 MTW 具有非常大的擴張潛力，在此區域內已有大量煤炭確定為潛在地下目標，預計新礦有用 2.7 億噸可開採儲能，服務年限約為 40 年。

莫拉本煤礦：莫拉本煤礦也位於新南威爾士州，由一個露天礦及一個井工礦組成，露天礦投產於 2010 年，井工礦投產於 2016 年。主要產品為動力煤。莫拉本市公司目前產量最高的煤礦，同樣也是澳洲 10 大動力煤礦場之一。目前公司持有莫拉本 95% 的股權。2019-2021 年莫拉本原煤產量分別為 20.5/21.7/20.4 百萬噸，被證實可采儲量為 1.94 億噸，按三年平均產量計算莫拉本煤礦約有 9.4 年的服務年限。在增長潛力上，22 年公司正在有序推進 200 萬噸/年的洗煤廠二期建設，預計將在 2023 年投入使用，預計將增加 200 萬噸/年的可售煤炭產量。

除了上述公司的三個主要煤礦，公司還 100% 控股艾什頓、斯特拉福德杜拉裡煤礦以及雅若碧煤礦。以及持股 50% 的中山煤礦，中山煤礦產銷不並表，計入公司的權益收入。

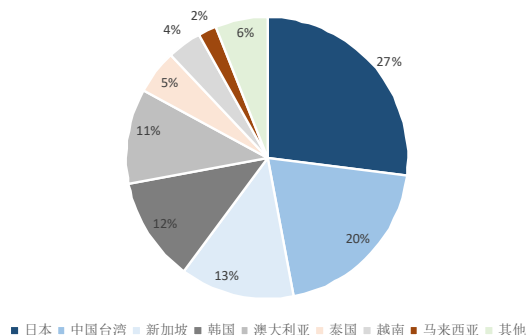
圖表 16: 各個礦井分佈情況



資料來源：公司資料，第一上海

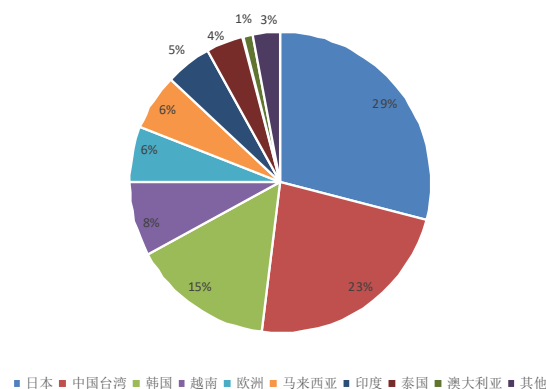
公司的煤炭主要供應給國際市場，從銷售結構上看，兗煤澳洲除了在澳大利亞本地銷售外，其主要市場分佈較為平均分別有日本、韓國、新加坡、印尼等其他國家。2021 年公司商品煤銷售占比為日本 27%、中國臺灣 20%，新加坡 13%，韓國 12%，澳大利亞 11%，泰國 5%，越南 4%。相對平均的客戶解構使得公司可以很好地應對單一市場突發的風險，例如：2020 年中國市場占比為 13%，但由於地緣政治的原因，2021 年中國下降至 0%，公司的銷量卻沒有因此而大幅減少。在 2022 年上半年，由於俄烏衝突導致，歐洲制裁俄羅斯能源，引發歐洲能源危機。歐洲被迫重啟煤電，使得歐洲的煤炭需求增高，公司銷往歐洲的占比從 2021 年的 1% 提升至 6%。

圖表 17: 2021 年客戶結構



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 18: 2022H1 客戶結構



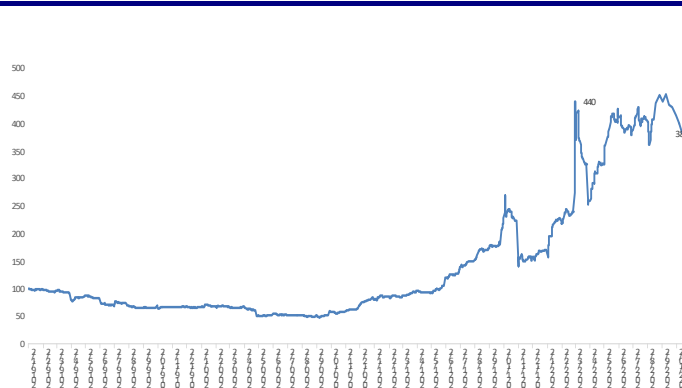
資料來源：公司資料，第一上海

兗煤澳大利亞動力煤營收占比大致在 80%左右，因此動力煤價格波動對業績影響較大，公司動力煤定價主要參考 A015 與紐卡斯爾 6000 大卡動力煤（NEWC）現貨價格。

但由於公司客戶多數為海外客戶，因此結算價格有一定的滯後性。公司一般在產品發出時與客戶鎖定價格，但是由於海運需要 2-5 個月到岸，因此交割結算會與市場指數產生遲滯。也因此特性公司的季度業績有較強的可預測性。

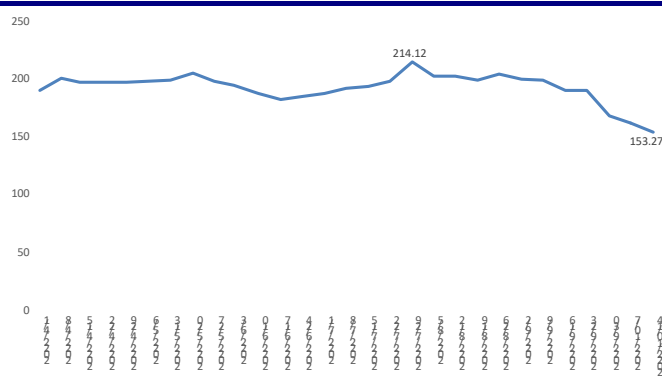
2021 年以來，國際市場煤炭價格大幅上漲，一方面是今年以來國際開始實行與疫情共存策略，生產和經濟活動開始強勁恢復，而疫情期間實行寬鬆的貨幣政策的負面影響開始現象，使得通貨膨脹速度急劇上升，從而體現在了大宗商品與能源上。2022 年俄烏戰爭進一步惡化能源供應平衡，紐卡斯爾 5500 大卡煤炭港口價從 100 美元/噸最高漲至 304.75 美元/噸，歷史新高的價格有望為公司帶來歷史新高的利潤。

圖表 19: 紐卡斯爾 6000 卡煤炭現貨價（美元/噸）



資料來源：CCTD，第一上海

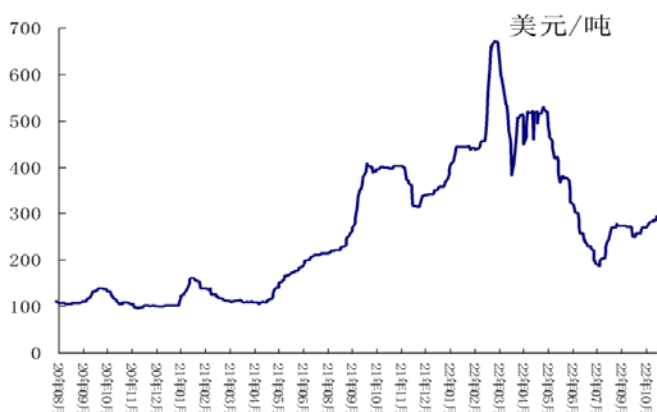
圖表 20: API5 價格指數（美元/噸）



資料來源：CCTD，第一上海

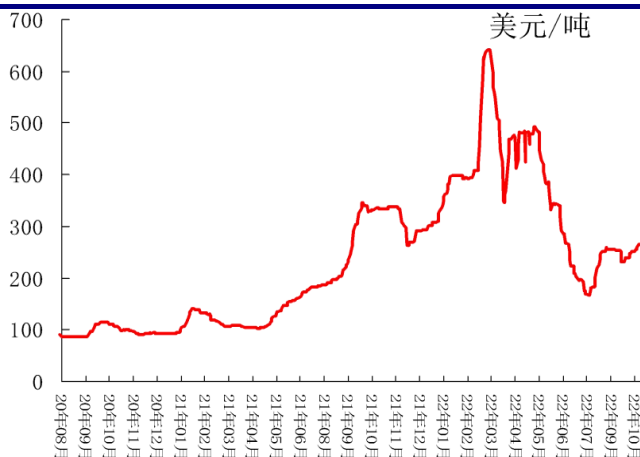
公司的冶金煤主要是從昆士蘭港出口，半軟焦煤主要從紐卡斯爾港出口，因此冶金煤價格也參考兩個兩大港口的焦煤指數

圖表 21: 澳洲低揮發分焦煤平倉價 (美元/噸)



資料來源: CCTD

圖表 22: 澳洲高揮發分焦煤平倉價 (美元/噸)

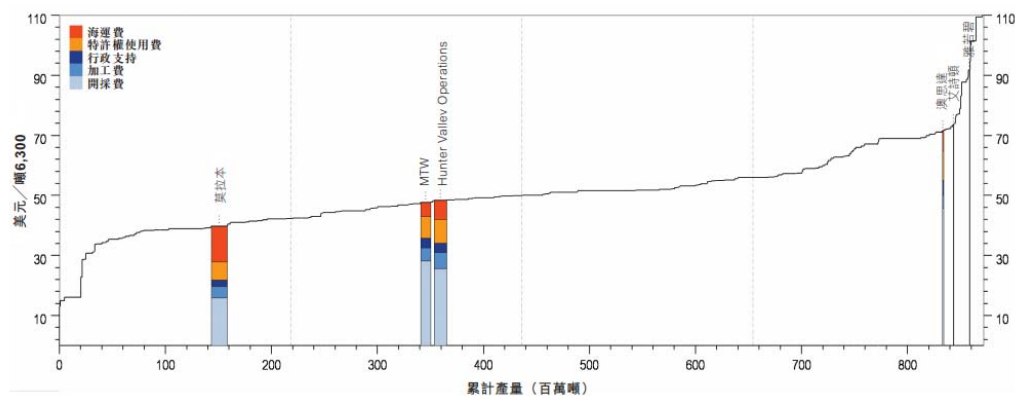


資料來源: CCTD

生產成本

公司在現金成本控制方面也十分有優勢，根據公司招股書中披露，2018 年公司動力煤現金成本曲線中，銷量占比 80% 以上的三個煤礦：莫拉本、MTW 及 HVO 的現金成本都處於第一及第二象限上，在 36-46 美元/噸之間

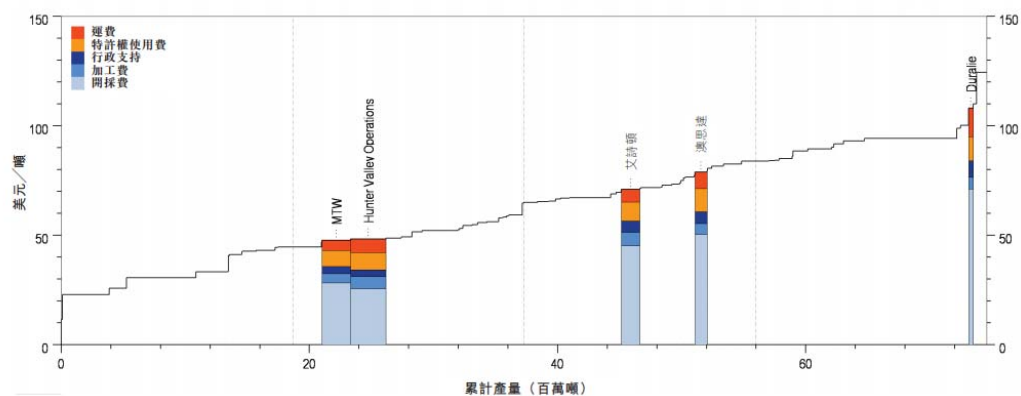
圖表 23: 動力煤礦開採成本



資料來源: 公司資料, 第一上海

半軟焦煤的生產上，由於焦煤需要經過洗選，且開採難度略高於動力煤，因此現金成本較高，MTW 和 HVO 處於第二象限，2018 年現金成本在 40 美元/噸左右；艾什頓和奧斯達處於第三象限，成本在 60-80 美元/噸之間。

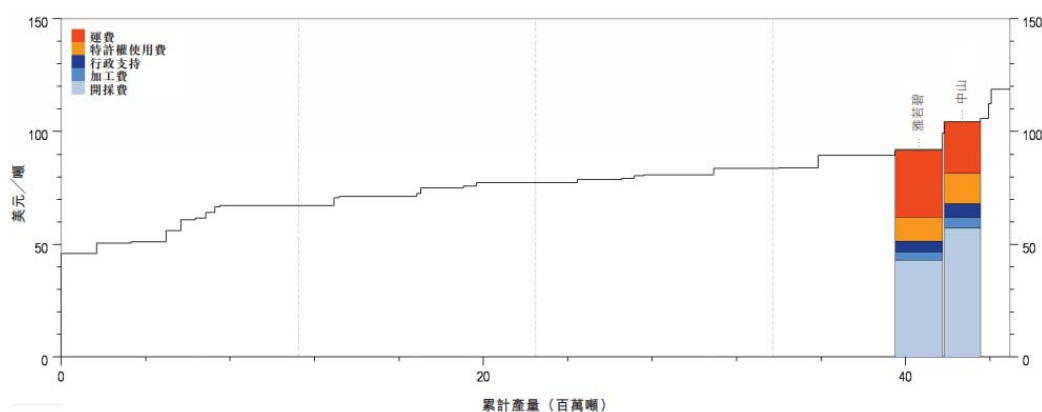
圖表 24: 半軟焦煤煤開採成本



資料來源：公司資料，第一上海

公司噴吹煤主要的生產礦井雅若碧及中山礦，由於開採地形複雜以及礦場老舊，導致煤炭的開採成本及運輸成本較高，兩個礦的現金成本位於都第四象限，2018 年現金成本在 90-100 美金/噸。

圖表 25: 噴吹煤開採成本



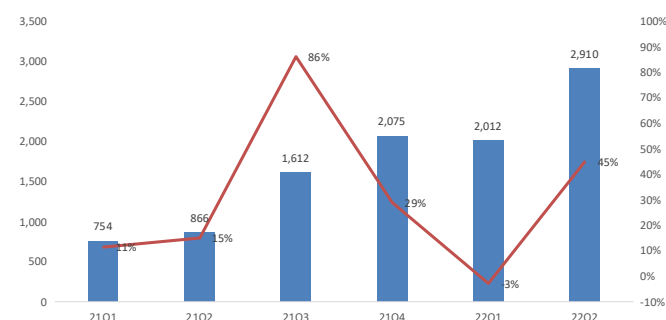
資料來源：公司資料，第一上海

財務分析

受益於價格大幅增長，收入再創新高

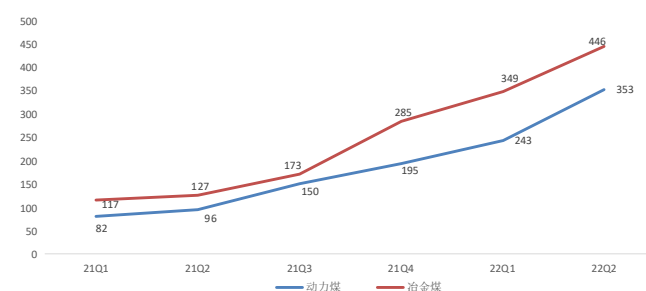
2022 年上半年在全球能源大通漲的背景下，紐卡斯爾 6000 大卡煤炭價格從 2021 年的 100 美元/噸大幅上漲至 250 美元/噸，2 月底以來俄烏衝突進一步破壞全球能源格局，致使歐洲面臨天然氣短缺逼迫歐洲採購更多煤炭，煤炭價格最高漲至 450 美元/噸的歷史新高，目前價格維持在 400 美元/噸左右。得益於國際煤炭價格大幅上漲，公司平均煤炭價格同比大幅上漲 233%至 314 澳元/噸；動力煤平均煤價為 298 澳元/噸；冶金煤價格為 402 澳元/噸同比上升 233%。公司上半年在由於疫情及洪水影響產量下降的情況下，收入依然同比大幅增長 169%至 47.76 億澳元，同樣創下公司收入新高。

圖表 26: 季度煤炭業務收入 (百萬澳元)



資料來源: 公司資料, 第一上海

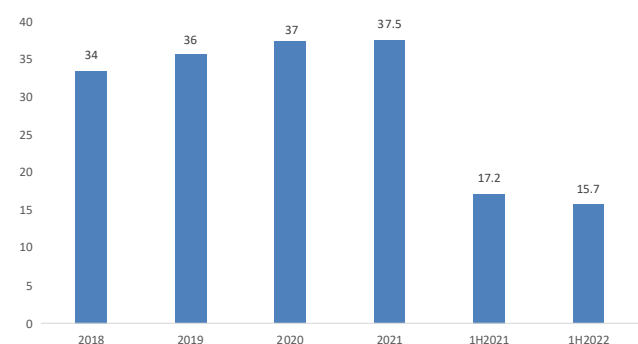
圖表 27: 按季度煤炭價格走勢 (澳元/噸)



資料來源: 公司資料, 第一上海

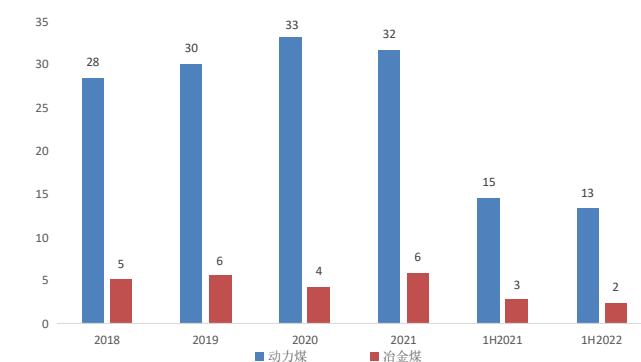
產量方面公司再過去幾年保持著比較穩定可銷售煤炭供應。2019-2021 年權益銷量分別為 36/37/37.5 百萬噸。但 2022 年上半年由於新冠疫情及洪水等自然災害影響, 公司可售煤炭下降至 15.7 百萬噸, 同比下降了 8%。分別動力煤上半年銷售為 13.3 百萬噸, 同比下降 9%; 冶金煤銷量為 2.4 百萬噸, 同比下降 11%。

圖表 28: 公司煤炭銷量 (百萬噸)



資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 29: 動力煤及冶金煤銷量 (百萬噸)



資料來源: 公司資料, 第一上海

隨著能源價格上升, 公司現金經營成本也隨之上升。單噸現金成本從 2021H1 的 65 澳元/噸上漲至 82 澳元每噸。主要是由於原材料及耗材上漲; 由於疫情效率降低導致海運價格上升; 員工福利由於通貨膨脹也有一定幅度的增長。

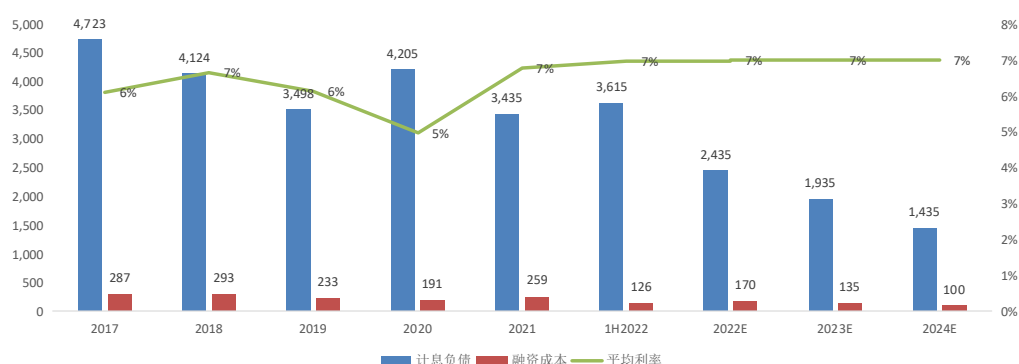
同時政府上調了煤炭企業的特許使用費, 昆士蘭州政府近期宣佈提高煤炭生產特許權使用費, 自 2022 年 7 月 1 日起生效, 新方案將採取累進稅制, 對價格超過每噸 175 澳元的煤炭徵收 20% 的稅率, 每噸超過 225 澳元的煤炭徵收 30% 的稅率, 每噸超過 300 澳元的煤炭徵收 40% 的稅率。新南威爾士州維持 7% 的稅率。導致公司單噸費用上漲 19 澳元/噸。

折舊攤銷的上升主要是因為公司 22 年產量下降, 導致單位折舊攤銷上漲。

提高分紅比例，估值有望提升

得益於 2021 年較高的經營現金流，公司提前償還部分抵押銀行貸款，進一步降低公司負債水準。2021 年公司資產負債率為 47.92%，同比下降 5.11pct。2022 年上半年，兗煤澳洲資產負債率水準為 49.12%，期間公司提前償還約 8 億美元債務，並於 2022 年 7 月達到零淨債狀態；兗煤澳洲負債結構中以非流動性負債為主，除 2019 年外，公司非流動性負債占比基本維持在 80% 左右。

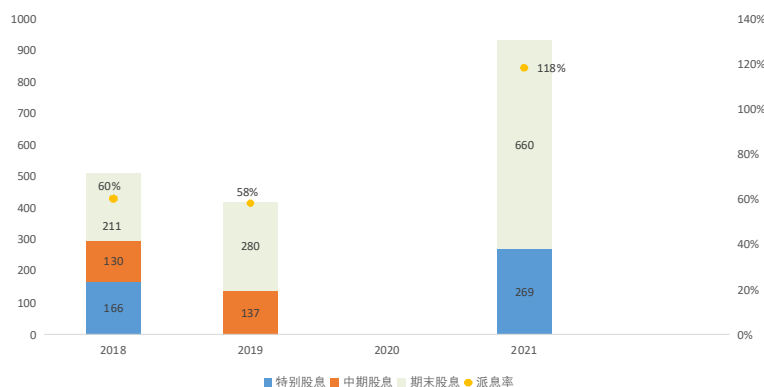
圖表 30：公司分紅金額（百萬元）及分紅比例



資料來源：公司資料，第一上海

。兗煤澳洲擁有兩種派息標準，即年度股息派付不少於（1）稅後淨利潤的 50%（不包括異常項目）；（2）自由現金流量的 50%（不包括異常項目）作為中期/或末期股息，並且派息決策權最終來自董事會，如果董事認為需要審慎管理公司財務狀況，則可決定派付不低於稅後淨利潤的 25%（不包括異常項目）作為中期/末期股息。近年來，兗煤澳洲派息金額可觀，2021 年公司派息總額達到 9.29 億元，據兗煤澳洲 2022 年半年度財務業績報告披露，公司已宣派 6.96 億澳元的中期股息，每股為 0.5271 澳元。

圖表 31：公司分紅金額（百萬元）及分紅比例



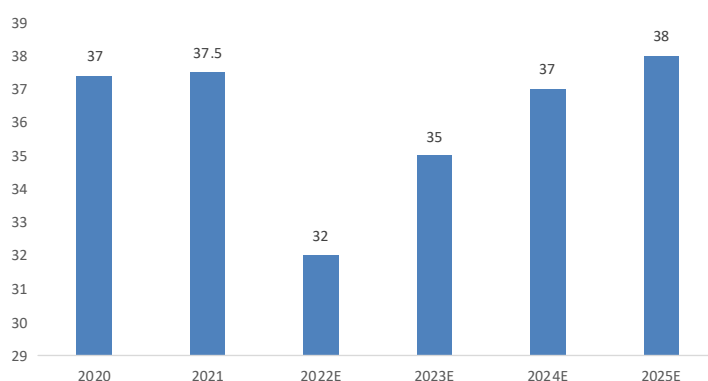
資料來源：公司資料，第一上海

盈利預測與估值

煤炭業務

未來 3-5 年由於澳洲比較激進的環保政策，公司很難有新建產能釋放。公司可銷售的最大權益產能基本將維持在 3800 萬噸左右。2022 年公司預計由於新冠疫情導致工作效率下降以及連續的強降雨影響，可銷售權益商品煤將下降至 3100-3300 萬噸，我們預計為 3160 萬噸。隨著明後年天氣因素改善以及疫情影響減弱，公司產能將逐步回復，預計 2023/2024 年公司商品煤權益銷量為 3500/3700 萬噸。2025 年後公司將長期維持 3800 萬噸的商品煤銷量。

圖表 32：公司國內煤炭產銷預測（萬噸）



資料來源：第一上海預測

公司煤炭價格高度市場化，動力煤基本參考 API5 和紐卡斯爾 6000 卡動力煤指數。進入二季度兩大指數走勢出現分化，由於歐洲化工行業以及電力行業對 6000 卡煤炭的需求較大，紐卡斯爾 6000 卡動力煤指數持續保持在 400 美元/噸的高位。而 API5 由於熱值較低，且印尼低卡動力出口增長，導致煤價逐步下跌至 200 美元/噸。2022 年三季度，公司增加了煤炭的洗出力度及對以前合同煤未開票的做了價格調整，導致三季度公司動力煤綜合價格依舊與紐卡斯爾 60000 指數接近。因此預計四季度的平均動力煤價格為紐卡斯爾煤炭價格的 95%。同時紐卡斯爾煤炭的期貨合同可以作為很好的對未來煤炭價格走勢的參考，因此各個月份到期的紐卡斯爾期貨合約的價格，預計 23/24 年全球將進入衰退期，對能源需求有所減弱，同時隨著俄烏衝突緩解，國際煤炭供需將重新找到平衡，但由於全年煤碳資本投入大幅減少，供給未來沒有新的增量，價格中樞平均動力煤均價為 325/261 澳元/噸。

焦煤價格方面也從三季度開始與動力煤價格走勢出現分化，這主要是由於美聯儲開始加大加息力度，全球經濟開始出現衰退跡象，投資力度減弱及對鋼材需求減弱，使得對焦煤價格大幅下降，低灰焦煤跌至略微高於 5500 動力煤價格的位置。預計 2022 年全年冶金煤平均價格為 420 澳元/噸。23/24 年我們參考新加坡焦煤期貨價格，預計為 325/315 澳元/噸。

圖表 33: 兗煤澳大利亞預測

	單位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
煤炭銷售		3,429	5,409	12,537	11,241	9,817
自產煤銷售收入	百萬澳元	3,051	5,290	12,537	11,241	9,817
-平均售價	澳元/噸	82	141	408	331	269
-銷售量	百萬噸	37	37.5	31	34	37
動力煤收入	百萬澳元	2,535	4,246	10,606	9,400	8,209
-平均售價	澳元/噸	76	134	406	325	261
-銷售量	百萬噸	33	32	26	29	31
冶金煤收入	百萬澳元	516	1,044	1,931	1,841	1,608
-平均售價	澳元/噸	124	180	420	361	315
-銷售量	百萬噸	4	6	5	5	5

資料來源：公司資料，第一上海預測

成本方面 2022 年兗礦澳大利亞由於國際柴油價格及人工成本大幅上漲，其現金成本預計將從 2021 年的 67 澳元/噸漲至 87 澳元/噸。並且在 2022 年公司加大了礦井的維護以及礦井智慧化升級以及產量下降，導致折舊攤銷也將有所上升至 28-29 澳元/噸。預計 23 年/24 年將隨著能源價格逐步下降。

圖表 34: 兗煤澳大利亞成本預測

	單位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
生產成本	百萬澳元	-3,265	-3,714	-4,647	-4,911	-4,897
每噸生產成本	澳元/噸	87	101	151	144	132
所使用原材料及耗材	百萬澳元	-666	-757	-890	-947	-966
所使用原材料及耗材	澳元/噸	17	21	29	28	26
增加		-15%	24%	38%	-4%	-6%
僱員福利	百萬澳元	-568	-578	-768	-850	-925
僱員福利	澳元/噸	15	16	25	25	25
運輸	百萬澳元	-556	-642	-553	-612	-666
運輸	澳元/噸	15	17	18	18	18
合約服務及房屋租賃	百萬澳元	-364	-410	-399	-442	-481
合約服務及房屋租賃	澳元/噸	10	11	13	13	13
其他經營開支	百萬澳元	-75	-75	-61	-68	-74
其他經營開支	澳元/噸	2	2	2	2	2
政府特許使用費	百萬澳元	-232	-421	-1,128	-1,109	-897
百分比	%	-8%	-8%	-9%	-10%	-10%
政府特許使用費	澳元/噸	6	11	37	33	24
現金經營成本	百萬澳元	-2,229	-2,462	-2,671	-2,919	-3,112
現金經營成本	澳元/噸	59	67	87	86	84
折舊及攤銷	百萬澳元	-804	-831	-847	-884	-888
折舊及攤銷	澳元/噸	21	23	28	26	24

資料來源：公司資料，第一上海預測

同時隨著公司現金流的越發充裕，預計公司會持續提前償還有息負債，是的融資成本下降，預計 22/23/24 年的財務費用分別為 1.7/1.35/1.0 億澳元。並且假設在有效所得稅率維持 29%不變的情況下，22-24 年預計公司歸母淨利潤分別為 51.5/41.35/31.06 億澳元。

但由於公司業績收國際海運煤價格影響較大，因此我們對公司 2023 年業績進行敏感性分析。假設綜合煤炭價格從 400-150 澳元/噸分佈，同時生產成本中的物料成本也會隨著物價變化而變化，我們預計在其他條件不變的情況下公司歸母淨利潤將維持在 58.41-3.59 億澳元。

圖表 35：兗煤澳大利亞成本預測

平均价格 (澳元/吨)	400	350	300	250	200	150
增长	60%	40%	20%	0%	-20%	-40%
煤炭销售(百万澳元)	14,000	12,250	10,500	8,750	7,000	5,250
每吨生产成本 (澳元/吨)	157	150	143	137	130	123
毛利(百万澳元)	8,514	7,000	5,486	3,973	2,459	945
毛利率	61%	57%	52%	45%	35%	18%
归母净利润(百万澳元)	5,841	4,744	3,648	2,551	1,455	359

資料來源：公司資料，第一上海預測

公司估值

兗煤澳大利亞為全澳洲最大的專營煤炭企業。在後疫情時代，伴隨全球大宗商品上漲週期，以及歐洲能源危機導致國際海運煤價大幅上漲，短期公司有望實現釋放業績彈性。中長期來看，公司擁有這全球最優質的煤炭資源，較高的儲量作為支持，業績可持續強。同時公司承諾的高分紅率又凸顯其長期投資價值。

預計 2023 年將是煤炭價格階段高點，隨著俄烏局勢緩解及國內供需態勢緩和，煤炭價格將逐步降低，但煤炭價格中樞將上移並且公司努力提高煤炭品質，公司未來三年業績預計維持在目前水準。預計 2022/2023/2024 分別實現歸母淨利潤 51.50/41.35/31.06 億澳元；EPS 分別為 3.90/2.35/2.14 澳元，對應 19.5/15.66/11.76 港元。相對估值方面，我們認為用澳洲煤炭行業平均 PE 3 倍為參考，對應公司 2022 年歸母淨利潤，首次覆蓋給與公司買入評級，2023 年目標價為 58.5 港元，較目前有 112% 漲幅。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。