

2024年1月22日

兖煤澳大利亚 (3668.HK)

公司动态分析

证券研究报告

煤炭

## 四季度运营符合预期，全年销量同比增加 13%

事件：公司发布四季度运营报告，四季度平均煤炭价格为 196 澳元/吨，其中动力煤平均销售价格 180 澳元/吨，冶金煤平均销售价格 292 澳元/吨。权益煤销量 10.1 百万吨，其中动力煤 8.7 百万吨，冶金煤 1.4 百万吨。全年煤炭销售价格为 232 澳元/吨，同比下降 39%；全年煤炭权益销量为 33.1 百万吨，同比增加 13%。

### 报告摘要

四季度煤炭销量录得同环比大幅提升，经营符合预期。公司 2023 年煤炭产量逐季恢复增长，Q4 煤炭权益产量 9.7 百万吨，环比增加 4%，同比增加 47%；权益销量 10.1 百万吨，环比增加 17%，同比增加 46%。公司 Q4 权益销量较权益产量多 40 万吨，消减了前期累计的库存。全年煤炭销量 33.1 百万吨，同比增加 13%，落在年初指引 31-36 百万吨中间，完成全年指引。公司 Q4 向新南威尔士州内发电厂提供 22 万吨煤炭。新南威尔士州煤炭储备政策自 2023 年 4 月 1 日起直至 2024 年 6 月 30 日，为期 15 个月。

四季度价格平稳运行，全年销售价格符合我们预期。公司在四季度实现煤炭平均售价 196 澳元/吨，环比下降 1%，较为稳定。而在四季度 API5 指数平均价格为 96 美元/吨，较 2023 年第三季度 88 美元/吨有所上升；GCNewc 指数为 136 美元/吨，较三季度 149 美元/吨有所下降。公司全年煤炭销售价格为 232 澳元/吨，符合我们预期。预计明年一季度实现煤价仍然较为稳定。

预计现金运营成本处于指引中间位。公司全年经营成本指引在 92-102 澳元/吨，预计全年成本在指引中间位。2023 年上半年现金经营成本为每吨 109 澳元，同比增加 27 澳元/吨，与去年下半年 107 澳元/吨相比相当。公司在去年年初实施的有限恢复举措，为下半年造势并取得出色成绩，下半年产量的恢复继续降低公司的现金运营成本。预计在 2024 年，公司将继续致力于维持 2023 年四季度的产量水平。

股息政策吸引。公司此前公布股息政策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）。我们认为此股息政策较为吸引，预计公司 2023 年的股息率可达到 13.3%。

维持“买入”评级，目标价 33.37 港元。我们认为公司全年的运营数据符合预期和指引，煤炭价格在去年下半年相对稳定，公司 2024 年有望产量进一步提升为公司贡献增量。对于公司 2023/2024 年的 EPS 预测，分别为 1.44/1.15 澳元。结合行业估值和公司的前景，我们给予 2023 年 P/E 倍数 4.5x，对应股价 33.37 港元。（汇率假设：1 澳元=5.15 港币）

风险提示：宏观经济下行影响需求；煤炭价格快速回落；产量受天气或疫情等影响；生产成本进一步上升；煤矿事故；资产可能减值风险；ESG 政策对行业产生影响。

| (12月31日年结；百万澳元) | 2021A  | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入            | 5,404  | 10,548 | 7,616 | 7,298 | 6,869 |
| 增长率 (%)         | 55.6   | 95.2   | -27.8 | -4.2  | -5.9  |
| 净利润             | 791    | 3,586  | 1,900 | 1,525 | 1,388 |
| 增长率 (%)         | -176.1 | 353.4  | -47.0 | -19.7 | -9.0  |
| 净利润率 (%)        | 14.6   | 34.0   | 24.9  | 20.9  | 20.2  |
| 每股收益 (澳元)       | 0.60   | 2.72   | 1.44  | 1.15  | 1.05  |
| 每股净资产(澳元)       | 4.65   | 6.08   | 6.31  | 6.99  | 7.59  |
| 市盈率             | 9.03   | 1.99   | 3.76  | 4.68  | 5.14  |
| 市净率             | 1.16   | 0.89   | 0.86  | 0.77  | 0.71  |
| EV/EBITDA       | 2.46   | 0.97   | 1.74  | 2.03  | 2.18  |
| 净资产收益率 (%)      | 14.0   | 50.6   | 23.2  | 17.4  | 14.4  |
| 股息收益率 (%)       | 13.0   | 22.7   | 13.3  | 10.9  | 10.7  |

数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

投资评级： 买入  
目标价格： 33.37 元  
现价 (2024-1-22): 27.85 港元

总市值(百万港元) 36,774.24  
H 股市值(百万港元) 36,774.23  
总股本(百万股) 1,320.44  
H 股股本(百万股) 1,320.44  
12 个月低/高(港元) 22.05/36.50  
平均成交(百万港元) 30.74

### 股东结构

兖矿能源 62.26%  
信达国际 13.74%  
其他 24.00%  
总共 100.0%

### 股价表现



数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@eif.com.hk

附表：

基本经营假设

|                 | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 可售煤销量 Mt        | 37.5  | 29.3   | 33.1   | 36.3   | 37.4   |
| yoY             | -1.1% | -21.9% | 13.0%  | 9.6%   | 3.1%   |
| -动力煤销量          | 31.7  | 24.6   | 28.4   | 30.8   | 31.8   |
| yoY             | -5.9% | -22.4% | 15.4%  | 8.6%   | 3.1%   |
| -冶金煤销量          | 5.8   | 4.7    | 4.7    | 5.4    | 5.6    |
| yoY             | 38.1% | -19.0% | 0.0%   | 15.8%  | 3.1%   |
| 煤炭实现价格<br>A\$/t | 141   | 378    | 232    | 201    | 180    |
| yoY             | 72.0% | 168.1% | -38.6% | -13.6% | -10.0% |
| -动力煤价格          | 134   | 372    | 211    | 179    | 161    |
| yoY             | 76.3% | 177.6% | -43.3% | -15.0% | -10.0% |
| -冶金煤价格          | 180   | 405    | 356    | 320    | 288    |
| yoY             | 45.2% | 125.0% | -12.1% | -10.0% | -10.0% |

| 现金经营成本 澳元/吨               | 2021A     | 2022A      | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|---------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 所用原材料及耗材                  | 20        | 33         | 35         | 30         | 28         |
| 雇员福利                      | 15        | 23         | 23         | 23         | 22         |
| 运输                        | 17        | 20         | 21         | 20         | 18         |
| 合约服务及厂房租赁                 | 11        | 16         | 15         | 13         | 11         |
| 其他经营开支                    | 2         | 4          | 3          | 3          | 3          |
| <b>现金经营成本 (不包括特许权使用费)</b> | <b>65</b> | <b>65</b>  | <b>96</b>  | <b>97</b>  | <b>89</b>  |
| 特许权使用费                    | 11        | 33         | 21         | 20         | 17         |
| 现金经营成本                    | 77        | 128        | 118        | 109        | 99         |
| <b>非现金经营成本</b>            |           |            |            |            |            |
| 折旧及摊销                     | 22        | 29         | 25         | 24         | 23         |
| <b>生产成本总额</b>             | <b>99</b> | <b>157</b> | <b>143</b> | <b>133</b> | <b>122</b> |
| 生产成本总额 (不包括特许权使用费)        | 88        | 124        | 122        | 113        | 105        |

(转下页...)

## 财务报表预测

| 单位：百万澳元             | 2021A | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>利润表</b>          |       |         |         |         |         |
| 收入                  | 5,404 | 10,548  | 7,616   | 7,298   | 6,869   |
| 其他收入                | 64    | 183     | 100     | 100     | 100     |
| 所用原材料及耗材            | (757) | (969)   | (1,159) | (1,088) | (1,047) |
| 雇员福利                | (578) | (662)   | (761)   | (834)   | (822)   |
| 折旧及摊销               | (831) | (834)   | (828)   | (870)   | (860)   |
| 运输                  | (642) | (678)   | (695)   | (725)   | (673)   |
| 合约服务及厂房租赁           | (410) | (457)   | (497)   | (471)   | (411)   |
| 政府特许权使用费            | (421) | (967)   | (691)   | (727)   | (675)   |
| 煤炭采购                | (162) | (183)   | (232)   | (301)   | (361)   |
| 融资成本                | (259) | (459)   | (29)    | (10)    | (10)    |
| 分占税后权益入账参股公司溢利/(亏损) | 57    | 146     | 89      | 78      | 72      |
| 其他                  | (362) | (577)   | (200)   | (270)   | (199)   |
| 除所得税前溢利/(亏损)        | 1,103 | 5,091   | 2,714   | 2,178   | 1,983   |
| 所得税利益/(开支)          | (312) | (1,505) | (814)   | (654)   | (595)   |
| 除所得税后溢利/(亏损)        | 791   | 3,586   | 1,900   | 1,525   | 1,388   |
| 兖煤澳大利亚有限公司拥有人       | 791   | 3,586   | 1,900   | 1,525   | 1,388   |
| 非控股权益               | -     | -       | -       | -       | -       |
| <b>同比 (%)</b>       |       |         |         |         |         |
| 营业收入                | 56%   | 95%     | -28%    | -4%     | -6%     |
| 税前利润                | -197% | 362%    | -47%    | -20%    | -9%     |
| 净利润                 | -176% | 353%    | -47%    | -20%    | -9%     |
| <b>现金流量表</b>        |       |         |         |         |         |
| 税前利润                | 1,103 | 5,091   | 2,714   | 2,178   | 1,983   |
| 折旧和摊销               | 831   | 834     | 828     | 870     | 860     |
| 营运资本变动              | (246) | 25      | 182     | (35)    | (67)    |
| 税费                  | -     | -       | (1,700) | (814)   | (654)   |
| 其他                  | 212   | 578     | (400)   | -       | -       |
| 经营性现金净流量            | 1,900 | 6,528   | 1,623   | 2,200   | 2,122   |
| 资本开支                | (269) | (548)   | (600)   | (650)   | (600)   |
| 其他                  | (37)  | 250     | -       | -       | -       |
| 投资性现金净流量            | (306) | (298)   | (600)   | (650)   | (600)   |
| 支付股息                | -     | (1,625) | (1,413) | (848)   | (768)   |
| 新增债务                | 464   | -       | -       | -       | -       |
| 偿还债务                | (958) | (2,762) | (508)   | -       | -       |
| 其他                  | (267) | (746)   | -       | -       | -       |
| 融资性现金净流量            | (761) | (5,133) | (1,921) | (848)   | (768)   |
| 净现金流                | 833   | 1,097   | (898)   | 701     | 754     |
| 汇兑损益                | 25    | 107     | -       | -       | -       |
| 期初现金余额              | 637   | 1,495   | 2,699   | 1,801   | 2,502   |
| 期末现金余额              | 1,495 | 2,699   | 1,801   | 2,502   | 3,256   |

(转下页...)

财务报表预测 (续)

| 单位: 百万澳元                        | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>资产负债表</b>                    |               |               |               |               |               |
| 现金                              | 1,495         | 2,699         | 1,801         | 2,502         | 3,256         |
| 应收账款                            | 707           | 736           | 533           | 683           | 653           |
| 存货                              | 264           | 330           | 330           | 260           | 261           |
| 其他流动资产                          | 65            | 45            | 45            | 45            | 45            |
| <b>流动资产合计</b>                   | <b>2,531</b>  | <b>3,810</b>  | <b>2,709</b>  | <b>3,490</b>  | <b>4,215</b>  |
| 固定资产                            | 3,232         | 3,486         | 3,539         | 3,634         | 3,664         |
| 采矿权                             | 4,608         | 4,367         | 4,181         | 4,009         | 3,808         |
| 勘探及评估资产                         | 541           | 275           | 275           | 275           | 275           |
| 长期投资                            | 303           | 413           | 502           | 580           | 652           |
| 其他长期资产                          | 585           | 450           | 450           | 450           | 450           |
| <b>非流动资产合计</b>                  | <b>9,269</b>  | <b>8,991</b>  | <b>8,948</b>  | <b>8,948</b>  | <b>8,849</b>  |
| <b>总资产合计</b>                    | <b>11,800</b> | <b>12,801</b> | <b>11,657</b> | <b>12,438</b> | <b>13,064</b> |
| 应付账款                            | 743           | 863           | 842           | 886           | 790           |
| 短期借款                            | 66            | 48            | 45            | 45            | 45            |
| 即期税项负债                          | -             | 1,542         | 814           | 654           | 595           |
| 其他流动负债                          | 17            | 79            | 79            | 79            | 79            |
| <b>流动负债合计</b>                   | <b>826</b>    | <b>2,532</b>  | <b>1,780</b>  | <b>1,664</b>  | <b>1,509</b>  |
| 长期借款                            | 3,369         | 625           | 120           | 120           | 120           |
| 递延税及递延收入                        | 516           | 383           | 200           | 200           | 200           |
| 拨备                              | 935           | 1,217         | 1,217         | 1,217         | 1,217         |
| 其他                              | 8             | 14            | -             | -             | -             |
| <b>非流动负债合计</b>                  | <b>4,828</b>  | <b>2,239</b>  | <b>1,537</b>  | <b>1,537</b>  | <b>1,537</b>  |
| <b>负债合计</b>                     | <b>5,654</b>  | <b>4,771</b>  | <b>3,317</b>  | <b>3,201</b>  | <b>3,046</b>  |
| 股本                              | 6,698         | 6,698         | 6,698         | 6,698         | 6,698         |
| 储备                              | (188)         | (264)         | (441)         | (220)         | (60)          |
| 累计亏损                            | (366)         | 1,594         | 2,081         | 2,757         | 3,378         |
| 少数股东权益                          | 2             | 2             | 2             | 2             | 3             |
| <b>所有者权益合计</b>                  | <b>6,146</b>  | <b>8,030</b>  | <b>8,340</b>  | <b>9,237</b>  | <b>10,019</b> |
| <b>主要财务比率</b>                   |               |               |               |               |               |
| P/E (x)                         | 9.0           | 2.0           | 3.8           | 4.7           | 5.1           |
| P/B (x)                         | 1.2           | 0.9           | 0.9           | 0.8           | 0.7           |
| Dividend yield (%)              | 13.0          | 22.7          | 13.3          | 10.9          | 10.7          |
| EV/EBITDA (x)                   | 2.5           | 1.0           | 1.7           | 2.0           | 2.2           |
| EV/EBIT (x)                     | 4.6           | 1.1           | 2.3           | 2.8           | 3.1           |
| Pre-tax profit margin (%)       | 20.4          | 48.3          | 35.6          | 29.9          | 28.9          |
| Net margin (%)                  | 14.6          | 34.0          | 24.9          | 20.9          | 20.2          |
| Effective tax rate (%)          | 28.3          | 29.6          | 30.0          | 30.0          | 30.0          |
| ROE (%)                         | 14.0          | 50.6          | 23.2          | 17.4          | 14.4          |
| ROA (%)                         | 6.9           | 29.2          | 15.5          | 12.7          | 10.9          |
| Current ratio (x)               | 3.1           | 1.5           | 1.5           | 2.1           | 2.8           |
| A/R turnover days (s)           | 35.1          | 22.0          | 30.0          | 30.0          | 35.0          |
| Interest coverage (x)           | 5.3           | 12.1          | 93.5          | 221.0         | 201.3         |
| Net debt/ (cash) to equity (%)  | 31.6          | -25.2         | -19.6         | -25.3         | -30.9         |
| Total asset to equity ratio (x) | 1.9           | 1.6           | 1.4           | 1.3           | 1.3           |
| Dividend payout ratio (%)       | 117.4         | 45.2          | 50.0          | 50.8          | 54.8          |

数据来源: 公司; 安信国际预测

## 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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，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、意见及推测反映安信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。安信国际，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。

安信国际及其高级职员、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。安信国际，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)，安信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。

收件人应注意安信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，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信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。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 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。
- 安信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。

## 安信国际证券(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