

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 电力公用联席首席分析师

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

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

兖煤澳洲 23Q4 继续增产降本, 创造正现金流能力优越

2024 年 1 月 23 日

事件: 2024 年 1 月 18 日晚, 兖矿能源的海外核心子公司兖煤澳大利亚(3668.HK)发布 2023Q4 季度生产经营数据, 对此我们点评如下:

点评:

- **23Q4 兖澳实现综合平均售价 196 澳元/吨, 环比微降 0.5%。**兖煤澳洲的主要产品为动力煤(约占 85%左右), 其定价机制为低卡煤参考 API5 指数、高卡煤参考 GCNewc 6000K 指数、且较指数有约一个季度的滞后性; 炼焦煤产品则主要参考低挥发分喷吹和半软焦煤指数定价。2023 年实现动力煤平均售价 211 澳元/吨, 同比-43%; 实现冶金煤平均售价 356 澳元/吨, 同比-12%; 实现综合平均售价 232 澳元/吨, 同比-39%。其中, 23Q1/23Q2/23Q3/23Q4 的综合平均售价分别为 347/226/197/196 澳元/吨, 动力煤平均售价分别为 338/197/178/180 澳元/吨, 冶金煤平均售价分别为 383/403/360/292 澳元/吨。澳洲市场煤价方面, API5 指数 22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4 均价分别为 141/125/102/88/96 美元, 环比分别为 -27.7%/-11.3%/-18.4%/-13.7%/+9.1%; GCNewc 指数 22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4 均价分别为 381/242/158/149/136 美元, 环比 -9.5%/-36.5%/-34.7%/-5.7%/-8.7%。公司售价趋势与市场价格一致。截至 1 月 18 日, 澳洲最新市场价格为 API5 指数 93 美元(约 140 澳元)、GCNewc 指数 133 美元(约 200 澳元)。
- **23Q4 产销量继续明显恢复, 公司将致力于 2024 年维持 23Q4 的产量水平。**随着澳洲天气有所好转和公司积极实施复产措施, 公司煤炭产量连续第四个季度实现正增长, 23Q1/23Q2/23Q3/23Q4 的权益商品煤产量分别为 590/850/930/970 万吨, 合计全年实现权益产量 3340 万吨, 同比增加 14%。受益于产量的增长, 公司权益销量同样逐季提升, 2023 的权益销量为 3310 万吨, 同比+13%, 23Q1/23Q2/23Q3/23Q4 的权益销量分别为 590/850/860/1010 万吨; 其中动力煤销量 2840 万吨, 同比+15%, 冶金煤销量 470 万吨, 同比持平。公司表示 2024 年将致力于维持 23 年 Q4 的产量水平, 若单季度维持 970 万吨产量则预计 2024 年公司有望实现 3880 万吨权益产量(同比有望进一步增加 16.2%)。
- **随着产量恢复, 23 年下半年吨煤现金成本下降明显, 24 年有望进一步降本。**2023 年公司对于现金成本的指引区间为 92-102 澳元/吨, 公司公告表示预计全年现金成本将处于指引的中间位置, 即 97 澳元/吨左右, 其中 23 年上半年的吨煤现金成本高达 109 澳元/吨。我们估算, 伴随着 2023 年下半年煤炭产量的提升以及公司有效的降本措施, 预计公司有望将现金成本降至 88 澳元/吨左右的水平。展望 2024 年, 若公司煤炭产量稳定在 23Q4 的水平, 其吨煤现金成本预计有望呈现进一步下降的趋势。
- **公司创造正现金流的能力优越, 分红政策稳定, 股息率高。**受益于公司稳健的经营, 2023Q4 公司现金持有量进一步增加 4.77 亿澳元(已扣

除相应的经营成本、资本开支、月度税项), 兖煤澳洲在继续保持无负债的状态下, 截至 2023 年末的现金余额高达 14 亿澳元, 充分说明了公司资产的优质特性和创造正现金流的能力。公司承诺分红率为自由现金流和税后净利润(孰高)的 50%以上, 优质现金流和稳定的分红政策保障了其高股息的投资价值。

- **盈利预测及评级:** 我们持续看好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的能源化工龙头兖矿能源, 我们维持兖矿能源 2023-2025 年归母净利润的预测分别为 214.85、244.75、268.83 亿元, 对应 2024 年 1 月 22 日收盘价的 PE 分别为 7.12、6.25、5.69 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 国内外能源政策变化带来短期影响; 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期; 发生重大煤炭安全事故风险; 公司资产注入进程受到不可抗力影响。

| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 151,991 | 200,829 | 184,689 | 197,407 | 209,550 |
| 同比(%) | -29.3% | 32.1% | -8.0% | 6.9% | 6.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 16,438 | 31,236 | 21,485 | 24,475 | 26,883 |
| 同比(%) | 115.9% | 90.0% | -31.2% | 13.9% | 9.8% |
| 毛利率(%) | 29.4% | 40.9% | 33.0% | 34.1% | 34.9% |
| ROE(%) | 24.1% | 33.0% | 22.9% | 20.7% | 18.5% |
| EPS(摊薄)(元) | 3.34 | 6.30 | 2.89 | 3.29 | 3.61 |
| P/E | 7.05 | 5.33 | 7.12 | 6.25 | 5.69 |
| P/B | 1.68 | 1.75 | 1.63 | 1.29 | 1.05 |
| EV/EBITDA | 4.21 | 2.75 | 4.14 | 3.76 | 3.30 |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2024 年 1 月 22 日收盘价。

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 89,529 | 88,699 | 107,989 | 104,112 | 112,293 | |
| 货币资金 | 45,572 | 45,178 | 46,434 | 42,431 | 49,710 | |
| 应收票据 | 7 | 132 | 1,265 | 1,082 | 1,148 | |
| 应收账款 | 6,179 | 6,558 | 7,590 | 7,572 | 7,463 | |
| 预付账款 | 4,890 | 4,129 | 4,949 | 5,201 | 5,455 | |
| 存货 | 8,455 | 8,917 | 7,457 | 7,125 | 7,472 | |
| 其他 | 24,425 | 23,786 | 40,294 | 40,701 | 41,044 | |
| 非流动资产 | 199,167 | 207,097 | 246,433 | 283,650 | 318,250 | |
| 长期股权投资 | 20,149 | 22,330 | 27,330 | 32,330 | 37,330 | |
| 固定资产(合计) | 75,835 | 82,961 | 106,452 | 127,324 | 145,579 | |
| 无形资产 | 62,167 | 59,737 | 65,025 | 70,314 | 75,603 | |
| 其他 | 41,016 | 42,069 | 47,626 | 53,683 | 59,739 | |
| 资产总计 | 288,696 | 295,796 | 354,422 | 387,763 | 430,543 | |
| 流动负债 | 95,722 | 83,165 | 115,288 | 113,554 | 118,006 | |
| 短期借款 | 5,716 | 1,319 | 6,700 | 6,700 | 6,700 | |
| 应付票据 | 10,690 | 10,783 | 13,559 | 14,250 | 14,944 | |
| 应付账款 | 14,999 | 18,989 | 16,948 | 17,813 | 18,680 | |
| 其他 | 64,317 | 52,074 | 78,081 | 74,791 | 77,681 | |
| 非流动负债 | 96,486 | 84,545 | 104,545 | 106,545 | 108,545 | |
| 长期借款 | 50,942 | 38,224 | 58,224 | 60,224 | 62,224 | |
| 其他 | 45,544 | 46,321 | 46,321 | 46,321 | 46,321 | |
| 负债合计 | 192,208 | 167,710 | 219,833 | 220,099 | 226,551 | |
| 少数股东权益 | 28,301 | 33,350 | 40,899 | 49,498 | 58,944 | |
| 归属母公司股东权益 | 68,186 | 94,735 | 93,690 | 118,165 | 145,048 | |
| 负债和股东权益 | 288,696 | 295,796 | 354,422 | 387,763 | 430,543 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万 元 | | | | |
|------------|---------|------------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 151,991 | 200,829 | 184,689 | 197,407 | 209,550 | |
| 同比(%) | -29.3% | 32.1% | -8.0% | 6.9% | 6.2% | |
| 归属母公司净利润 | 16,438 | 31,236 | 21,485 | 24,475 | 26,883 | |
| 同比(%) | 115.9% | 90.0% | -31.2% | 13.9% | 9.8% | |
| 毛利率(%) | 29.4% | 40.9% | 33.0% | 34.1% | 34.9% | |
| ROE% | 24.1% | 33.0% | 22.9% | 20.7% | 18.5% | |
| EPS(摊薄)(元) | 3.34 | 6.30 | 2.89 | 3.29 | 3.61 | |
| P/E | 7.05 | 5.33 | 7.12 | 6.25 | 5.69 | |
| P/B | 1.68 | 1.75 | 1.63 | 1.29 | 1.05 | |
| EV/EBITDA | 4.21 | 2.75 | 4.14 | 3.76 | 3.30 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 151,991 | 200,829 | 184,689 | 197,407 | 209,550 | |
| 营业成本 | 107,336 | 118,609 | 123,724 | 130,035 | 136,367 | |
| 营业税金及附加 | 4,225 | 6,790 | 6,464 | 6,909 | 7,334 | |
| 销售费用 | 2,997 | 6,338 | 5,541 | 5,922 | 6,286 | |
| 管理费用 | 6,837 | 6,589 | 7,388 | 7,896 | 8,382 | |
| 研发费用 | 1,140 | 2,117 | 1,847 | 1,974 | 2,095 | |
| 财务费用 | 4,913 | 5,052 | 2,646 | 2,342 | 2,552 | |
| 减值损失合计 | -1,106 | -2,408 | -500 | -500 | -500 | |
| 投资净收益 | 2,144 | 2,156 | 1,847 | 1,974 | 2,095 | |
| 其他 | -1,317 | -985 | 185 | 197 | 210 | |
| 营业利润 | 24,265 | 54,096 | 38,612 | 44,000 | 48,338 | |
| 营业外收支 | -224 | 62 | 100 | 100 | 100 | |
| 利润总额 | 24,041 | 54,159 | 38,712 | 44,100 | 48,438 | |
| 所得税 | 5,474 | 14,720 | 9,678 | 11,025 | 12,110 | |
| 净利润 | 18,567 | 39,438 | 29,034 | 33,075 | 36,329 | |
| 少数股东损益 | 2,129 | 8,203 | 7,549 | 8,599 | 9,445 | |
| 归属母公司净利润 | 16,438 | 31,236 | 21,485 | 24,475 | 26,883 | |
| EBITDA | 39,816 | 71,360 | 49,930 | 56,581 | 62,902 | |
| EPS(当年)(元) | 3.34 | 6.30 | 2.89 | 3.29 | 3.61 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 36,182 | 53,450 | 55,602 | 52,115 | 63,365 | |
| 净利润 | 18,567 | 39,438 | 29,034 | 33,075 | 36,329 | |
| 折旧摊销 | 10,728 | 11,003 | 16,121 | 18,739 | 21,357 | |
| 财务费用 | 4,840 | 4,965 | 3,186 | 3,735 | 3,825 | |
| 投资损失 | -2,144 | -2,156 | -1,847 | -1,974 | -2,095 | |
| 营运资金变动 | 1,529 | -2,423 | 8,708 | -1,860 | 3,550 | |
| 其它 | 2,662 | 2,623 | 400 | 400 | 400 | |
| 投资活动现金流 | -4,830 | -12,632 | -54,010 | -54,383 | -54,261 | |
| 资本支出 | -9,939 | -17,873 | -51,357 | -51,357 | -51,357 | |
| 长期投资 | 3,463 | 4,516 | -4,500 | -5,000 | -5,000 | |
| 其他 | 1,646 | 724 | 1,847 | 1,974 | 2,095 | |
| 筹资活动现金流 | -8,035 | -43,271 | -336 | -1,735 | -1,825 | |
| 吸收投资 | 9,193 | 5,812 | 861 | 0 | 0 | |
| 借款 | 61,300 | 22,685 | 25,381 | 2,000 | 2,000 | |
| 支付利息或股息 | -10,704 | -21,506 | -26,186 | -3,735 | -3,825 | |
| 现金流净增加额 | 22,928 | -1,421 | 1,256 | -4,003 | 7,279 | |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。