

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

## 兖煤澳洲增产降本有望持续推进, 分红稳健股东回报优异

2024年2月25日

事件: 2024年2月23日, 兖矿能源的海外核心子公司兖煤澳大利亚(3668.HK)发布2023年报数据, 对此我们点评如下:

### 点评:

- **2023年产销量逐季度提升, 预计2024年产量将在3500-3900万吨之间。**2023年实现商品煤产量3340万吨, 同比+14%; 商品煤销量3310万吨, 同比+13%, 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。分季度来看, 兖煤澳洲商品煤产量实现逐季度快速恢复, Q1-4分别实现590/850/930/970万吨。过去两年为了应对澳洲暴雨天气对煤炭产量的消极影响, 以及抓住煤炭价格创历史新高的机会, 兖煤澳洲优先考虑煤炭开采而非预剥采及岩土剥离活动, 导致兖煤澳洲剥采活动滞后于煤炭开采活动。2023年初, 兖煤澳洲持续推进复产计划, 加强露天矿表土剥离工作, 实现商品煤产量逐季度快速增加。兖煤澳洲预计2024年权益商品煤产量将在3500-3900万吨之间。值得注意的是, 由于矿区计划产量每个季度不同, 预计下半年产量将高于上半年。
- **受俄乌冲突后国际煤价回落影响, 2023年兖煤澳洲商品煤价销售均价同比回落。**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年商品煤销售均价232澳元/吨, 同比-39%; 动力煤销售均价211澳元/吨, 同比-43%; 冶金煤销售均价356澳元/吨, 同比-12%。截至2月23日, 澳洲最新市场价格为API5指数约96美元/吨(约146澳元/吨)、GCNewc指数121美元/吨(约184澳元/吨)。我们认为, 俄乌冲突后煤炭价格回落主要是由情绪回归理性, 不可把俄乌冲突后价格回落当做趋势。本轮煤炭产能周期、供给约束带来的高景气周期仍在早中期, 煤炭中枢价格有望维持中高位运行。
- **2023年商品煤现金经营成本96澳元/吨, 2024年现金经营成本预计在89-97澳元/吨之间。**2023年兖煤澳洲现金经营成本为96澳元/吨, 同比+2.1%。受2023年初加强表土剥离工作持续推进复产计划的影响, 兖煤澳洲现金经营成本呈现前高后低态势。随着2023商品煤产量逐季度提升, 兖煤澳洲现金经营成本显著改善, 由2023上半年H1的109澳元/吨下降至下半年的86澳元/吨。随着矿区复产计划持续至2024年, 包括临时使用额外设备及劳动力、计划设备生命周期维护支出及成本上涨的综合影响, 进一步降低单位成本所需时间可能比产量恢复的时间更长。兖煤澳洲预计2024年的现金经营成本在89-97澳元/吨之间, 且预计下半年的现金经营成本将低于上半年。
- **兖煤澳洲创造正现金流的能力优越, 分红政策稳定, 股息率高。**兖煤澳

洲 2023 年内支付超过 14 亿澳元的全额免税股息（2022 年宣派 9.24 亿澳元和 2023 年中期宣派 4.89 亿澳元），现金回报水平优异。2023 年兖煤澳洲偿还最后一笔外债 3.33 亿美元后，即处于净现金状态，且年末现金余额达 14 亿澳元，在手货币资金充裕。兖煤澳洲宣派 2023 末期股息 4.29 亿澳元，则 2023 年全年股息为 9.18 亿澳元，分红率为 50.6%。对应 2 月 23 日收盘价，股息率为 11.3%，股息回报水平优异。

- **2024 年兖煤澳洲净利润有望实现 14.37 亿澳元，预计为兖矿能源带来盈利贡献约 42.23 亿元。**我们预期兖煤澳洲 2024 年将继续增产降本，商品煤销量实现 3900 万吨，现金经营成本实现 89 澳元/吨，折旧摊销费用实现 25 澳元/吨，特许权使用费实现 18 澳元/吨，生产成本总额为 132 澳元/吨。结合我们对煤炭产能周期的研判，煤炭中枢价格有望维持中高位运行，预计兖煤澳洲 2024 年动力煤销售均价实现 170 澳元/吨，冶金煤销售均价实现 280 澳元/吨，商品煤综合售价实现 186 澳元/吨。综上，我们预期兖煤澳洲 2024 年净利润有望实现 14.37 亿澳元，对应兖矿能源 62.26% 的持股比例，预计为兖矿能源带来盈利贡献约 42.23 亿元。
- **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 2 月 23 日收盘价的 PE 分别为 9.43、8.28、7.54 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	9.43	8.28	7.54
P/B	1.68	1.75	2.16	1.71	1.40
EV/EBITDA	4.21	2.75	5.14	4.64	4.09

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 2 月 23 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>89,529</b>	<b>88,699</b>	<b>107,989</b>	<b>104,112</b>	<b>112,293</b>	
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	
<b>非流动资产</b>	<b>199,167</b>	<b>207,097</b>	<b>246,433</b>	<b>283,650</b>	<b>318,250</b>	
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	
<b>资产总计</b>	<b>288,696</b>	<b>295,796</b>	<b>354,422</b>	<b>387,763</b>	<b>430,543</b>	
<b>流动负债</b>	<b>95,722</b>	<b>83,165</b>	<b>115,288</b>	<b>113,554</b>	<b>118,006</b>	
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	
<b>非流动负债</b>	<b>96,486</b>	<b>84,545</b>	<b>104,545</b>	<b>106,545</b>	<b>108,545</b>	
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	
<b>负债合计</b>	<b>192,208</b>	<b>167,710</b>	<b>219,833</b>	<b>220,099</b>	<b>226,551</b>	
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	
<b>负债和股东权益</b>	<b>288,696</b>	<b>295,796</b>	<b>354,422</b>	<b>387,763</b>	<b>430,543</b>	

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	9.43	8.28	7.54	
P/B	1.68	1.75	2.16	1.71	1.40	
EV/EBITDA	4.21	2.75	5.14	4.64	4.09	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>151,991</b>	<b>200,829</b>	<b>184,689</b>	<b>197,407</b>	<b>209,550</b>	
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	
<b>营业利润</b>	<b>24,265</b>	<b>54,096</b>	<b>38,612</b>	<b>44,000</b>	<b>48,338</b>	
营业外收支	-224	62	100	100	100	
<b>利润总额</b>	<b>24,041</b>	<b>54,159</b>	<b>38,712</b>	<b>44,100</b>	<b>48,438</b>	
所得税	5,474	14,720	9,678	11,025	12,110	
<b>净利润</b>	<b>18,567</b>	<b>39,438</b>	<b>29,034</b>	<b>33,075</b>	<b>36,329</b>	
少数股东损益	2,129	8,203	7,549	8,599	9,445	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>16,438</b>	<b>31,236</b>	<b>21,485</b>	<b>24,475</b>	<b>26,883</b>	
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	
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,182</b>	<b>53,450</b>	<b>55,602</b>	<b>52,115</b>	<b>63,365</b>	
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	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,830</b>	<b>-12,632</b>	<b>-54,010</b>	<b>-54,383</b>	<b>-54,261</b>	
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	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8,035</b>	<b>-43,271</b>	<b>-336</b>	<b>-1,735</b>	<b>-1,825</b>	
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	
<b>现金流净增加额</b>	<b>22,928</b>	<b>-1,421</b>	<b>1,256</b>	<b>-4,003</b>	<b>7,279</b>	

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。