

买入

2024年4月2日

产量逐季度恢复，公司业绩符合预期

全年业绩符合预期，下半年产量回升：2023年国际煤炭市场达到新的供需平衡，煤炭价格回归理性，公司全年业绩同比下降。全年录得收入77.8亿澳元，同比-26%。归母净利润为18.2亿澳元，同比-49%。主要受煤价下跌所致，公司全年动力煤均价为211澳元/吨，冶金煤为356澳元/吨，平均煤价为232澳元/吨，同比-39%。2023年公司积极恢复产能，H2煤炭产量恢复至历史高位。

全年现金成本增长，下半年明显改善：由于公司产量减少原材料和用工成本增长及公司额外增加机器和人员进行复产，公司全年现金成本为96澳元/吨，同比增长2%。其中中原材料基本持平为33澳元/吨；员工福利基本持平22澳元/吨，同时运输费用及合约服务费分别上涨1澳元至21澳元/吨及16澳元/吨。虽然H1成本大幅增加至109澳元/吨，但得益于下半年产量增加，单位现金成本有明显下滑，H2的单吨现金成本下降至86澳元/吨。2024年公司依然需要投入额外资金用于恢复生产及更新设备，预计2024年公司在产量恢复及复产工作逐步完成下，现金成本将保持公司在指引区间92-102澳元/吨。

有息负债提前归还完毕，免税股息提升投资价值：2023年一季度公司偿还最后一笔3.33亿美元计息贷款。截止2023年底，公司无计息负债，仅有租赁负债1.65亿澳元。截至年底公司持有现金为14亿澳元。公司派发年末股息4.29亿元全额免税股息，即每股0.33澳元，加上上半年年分红，全年派息金额达到9.18亿澳元，每股0.695澳元，派息比例为50%；名义股息率为14%。

国际煤炭市场平衡，煤价逐步回归理性：2023年随着澳洲产量恢复，国际煤炭市场供需重新平衡，煤价在上半年出现较大下降，下半年恢复平稳态势，下半年NEWC6000K指数平均为142美元/吨，API5指数平均为92美元/吨。2024年国际海运煤市场达到新的平衡，预计NEWC6000K指数全年平均维持在126美元/吨，API5指数平均为95美元/吨。往后三年煤价随通货膨胀增速震荡上行。

目标价 37.2 港元，买入评级：综合国际地缘经济，国内对澳煤的重新放开及经济发展等因素，预计国际煤炭市场重新恢复至供需基本平衡。预计公司2024年煤炭售价为183澳元/吨，现金成本为93澳元/吨及权益销量3720万吨。预计2024年归母净利润为14.05亿澳元，往后净利润将保持稳定小幅增长。2025/26年净利润预计为15.8/18.8亿澳元，给予公司行业平均7倍PE，调整公司2024年目标价至37.2港元，较目前价格有41.8%上涨空间，买入评级。

邹瀚逸
852-69539760
Robin.zou@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	煤炭行业
股价	26.25 港元
目标价	37.2 港元 (+41.8%)
股票代码	3668
已发行股本	13.20 亿股
总市值	346.5 亿港元
52周高/低	33.9/22.05 港元
每股净资产	6.39 澳元
主要股东	兖矿能源... 62.26%

盈利摘要

截至12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入(百万澳元)	10,548	7,778	7,234	7,642	7,903
变动(%)	95%	-26%	-7%	6%	3%
净利润(百万澳元)	3,586	1,819	1,405	1,582	1,842
每股收益(澳元)	2.72	1.38	1.06	1.20	1.40
变动(%)	353%	-49%	-23%	13%	16%
市盈率@26.25港元	1.9	3.7	4.8	4.3	3.7
每股股息(港元)	6.26	3.63	2.80	3.16	3.57
股息率(%)	24%	14%	11%	12%	14%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表							财务分析					
人民币 百万元, 财务年度截至12月												
	2021实际	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	5,404	10,548	7,778	7,234	7,642	7,903	盈利能力					
现金成本	-2,462	-2,883	-3,288	-3,443	-3,377	-3,243	毛利率 (%)	55.6%	37.6%	30.1%	31.9%	35.6%
特许使用费	-421	-967	-685	-733	-956	-985	EBITDA 利率 (%)	56.2%	44.5%	39.8%	40.8%	44.1%
折旧及摊销	-831	-834	-881	-882	-874	-866	净利率 (%)	34.0%	23.4%	19.4%	20.7%	23.3%
毛利	1,690	5,864	2,924	2,175	2,435	2,810	营运表现					
财务费用	-259	-459	-53	-19	-19	-19	SG&A/收入 (%)	7.9%	11.3%	12.2%	11.4%	11.0%
其他经营开支	-127	-180	-202	-187	-198	-205	实际税率 (%)	-29.6%	-29.6%	-29.6%	-29.6%	-29.6%
经营利润	1,103	5,091	2,583	1,995	2,247	2,616	股息支付率 (%)	45.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	-312	-1,505	-764	-590	-665	-774	库存周转天数	23.1	28.0	28.0	28.0	28.0
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	1	应收账款天数	25.5	29.1	29.1	29.1	29.1
归母净利润	791	3,586	1,819	1,405	1,582	1,842	应付账款天数	62.6	60.0	58.0	58.0	58.0
折旧及摊销	831	834	881	882	874	866	财务状况					
EBITDA	1,934	5,925	3,464	2,877	3,121	3,482	净负债/权益					
EPS(澳元)	0.60	2.72	1.38	1.06	1.20	1.40	收入/总资产	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
增长							总资产/权益	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
总收入 (%)	55.6%	95.2%	-26.3%	-7.0%	5.6%	3.4%	估值比率					
每股收益 (%)		353.4%	-49.3%	-22.8%	12.7%	16.4%	PE(倍)	1.9	3.7	4.8	4.3	3.7
							PB(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
资产负债表							现金流量表					
人民币 百万元, 财务年度截至12月							人民币 百万元, 财务年度截至12月					
	2021实际	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	1,495	2,699	1,397	2,463	3,408	4,465	净利润	3,586	1,819	1,405	1,582	1,842
应收账款	707	736	662	578	610	631	折旧摊销	834	881	882	874	866
存货	264	330	416	389	400	391	财务费用	4	5	6	7	8
其他流动资产	42	25	36	36	36	36	投资损失	239	1	0	0	0
总流动资产	2,531	3,810	2,533	3,488	4,477	5,545	其他营运活动	-146	-29	0	0	0
固定资产	3,232	3,486	3,582	3,761	3,917	4,052	营运性现金流	6,528	1,261	2,469	2,436	2,678
无形资产	138	133	131	128	125	123	资本开支	-548	-621	-700	-700	-700
探矿权	4,608	4,367	4,040	3,681	3,354	3,056	投资性现金流	-298	-596	-700	-700	-700
非流动资产	9,269	8,991	8,721	8,557	8,382	8,217	短期借款	-1,320	-496	0	0	0
总资产	11,800	12,801	11,254	12,044	12,859	13,762	长期借款	-2,122	0	0	0	0
应付帐款	66	48	44	44	44	44	支付股息	-1,626	-1,413	-702	-791	-921
短期银行贷款	66	48	44	44	44	44	其他筹资现金					
拨备	79	48	48	48	0	0	融资性现金流	-5,133	-1,981	-702	-791	-921
总短期负债	826	2,532	1,048	1,118	1,142	1,123	现金变化	1,097	-1,316	1,066	945	1,057
长期银行贷款	3,369	625	102	120	120	120	期初持有现金	1,495	2,699	1,397	2,463	3,408
拨备	935	1,217	1,314	1,314	1,314	1,314	期末持有现金	2,699	1,397	2,463	3,408	4,465
总负债	5,654	4,771	2,812	2,900	2,924	2,905						
少数股东权益	2	2	2	2	2	2						
股东权益	6,146	8,030	8,442	9,144	9,936	10,857						
每股账面值 (澳元)	5	6	6	7	8	8						
营运资金	1,705	1,278	1,485	2,370	3,335	4,422						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。