

2024年7月22日

兖煤澳大利亚 (3668.HK)

## 二季度符合预期

事件：公司发布二季度运营报告，二季度平均煤炭价格为 181 澳元/吨，环比基本持平。其中动力煤平均销售价格 163 澳元/吨，环比上涨 3%；冶金煤平均销售价格 318 澳元/吨，环比下降 5%。实现煤炭销量 8.6 百万吨，环比增加 3%。公司上半年实现煤炭销售价格 180 澳元/吨，同比下降 35%；实现煤炭销量 16.9 百万吨，同比增长 18%。总体上半年公司经营表现较为稳健，生产经营按照预期进行。基于公司低成本煤矿良好的利润率水平、稳健的财务状况和吸引人的分红政策，给予 25 年 P/E 倍数 7x，目标价 43.2 元，维持买入评级。

### 报告摘要

二季度商品煤权益产量同环比小幅下降，销量环比小幅增长，库存水平恢复正常。公司 2024 年第二季度商品煤权益产量为 8.2 百万吨，同比小幅下降 4%，环比小幅下降 7%，主要是天气影响降雨较多以及开采计划的调整影响生产营运。预计下半年亨特谷和莫拉本矿山产量会继续恢复。公司一季度受到火车铁路脱轨影响库存偏高，二季度库存水平恢复正常。全年产量指引维持 3500-3900 百万吨不变。

平均销售价格持稳，预计全年保持平衡。公司二季度平均煤炭价格为 181 澳元/吨，环比稳定。去年三季度以来，实现煤价就已经相对稳定，料后续高基影响减弱。动力煤市场供需平衡，需求持续向好但是终端用户库存水平依旧较高。长期来看动力煤市场相对平衡。冶金煤价格也较为平衡。

成本指引不变，保持盈利水平高位。公司保持 89-97 澳元/吨的现金经营成本指引。二季度的煤炭实现价格相当于指引的现金成本下限的两倍，表明公司仍然保持较好的利润率。公司也是在澳洲行业当中成本具有竞争优势的生产商，无计息贷款以及庞大的现金头寸（截止 2024 年 6 月 30 日现金余额为 15.5 亿澳元），这将有助于公司在当前的煤炭市场状况下保持较为强劲的创造现金能力和竞争能力。

股息政策吸引。公司的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）。

维持“买入”评级，目标价 43.2 港元。我们认为公司今年产量会有进一步恢复，煤价总体保持较为平衡状态，利润率维持相对较好水平。对于公司 2024/2025 年的 EPS 预测，分别为 1.05/1.19 澳元。结合行业估值和公司的前景，我们给予 2025 年 P/E 倍数 7x，对应股价 43.2 港元。（汇率假设：1 澳元=5.2 港币）

风险提示：需求不及预期；煤价快速下行；产销不及预期

(12月31日年结；百万澳元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	5,404	10,548	7,778	7,231	7,481
增长率 (%)	55.6	95.2	-26.3	-7.0	3.5
净利润	791	3,586	1,819	1,380	1,565
增长率 (%)	-176.1	353.4	-49.3	-24.1	13.4
净利润率 (%)	14.6	34.0	23.4	19.1	20.9
每股收益 (澳元)	0.60	2.72	1.38	1.05	1.19
每股净资产(澳元)	4.65	6.08	6.39	6.73	7.43
市盈率	11.14	2.46	4.84	6.39	5.63
市净率	1.43	1.10	1.04	0.99	0.90
EV/EBITDA	2.98	1.18	2.14	2.62	2.40
净资产收益率 (%)	14.0	50.6	22.1	15.9	16.7
股息收益率 (%)	10.5	18.4	10.4	9.4	8.9

数据来源：iFind，安信国际预测

## 公司动态分析

证券研究报告

煤炭

投资评级： 买入  
目标价格： 43.2 元  
现价 (2024-7-22): 34.7 港元

总市值(百万港元)	45,819.25
流通市值(百万港元)	45,819.23
总股本(百万股)	1,320.44
流通股本(百万股)	1,320.44
12个月低/高(港元)	22.95/39.35
平均成交(百万港元)	74.98

### 股东结构

兖矿能源	62.26%
信达国际	7.69%
其他	30.05%
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	2023A	2024E	2025E
可售煤销量 Mt	37.5	29.3	33.1	37.1	38.9
YOY	-1.1%	-21.9%	13.0%	12.0%	5.0%
-动力煤销量	31.7	24.6	28.4	31.7	33.1
YOY	-5.9%	-22.4%	15.4%	11.6%	4.4%
-冶金煤销量	5.8	4.7	4.7	5.4	5.8
YOY	38.1%	-19.0%	0.0%	14.4%	8.6%
煤炭实现价格 A\$/t	141	378	232	194	186
YOY	72.0%	168.1%	-38.6%	-16.2%	-4.4%
-动力煤价格	134	372	211	173	168
YOY	76.3%	177.6%	-43.3%	-18.0%	-3.0%
-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	2023A	2024E	2025E
所用原材料及耗材	20	33	33	31	29
雇员福利	15	23	22	23	22
运输	17	20	21	21	19
合约服务及厂房租赁	11	16	16	15	15
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>96</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>88</b>
特许权使用费	11	33	21	20	20
现金经营成本	77	128	117	113	108
<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>142</b>	<b>137</b>	<b>131</b>
生产成本总额（不包括特许权使用费）	88	124	121	117	111

(转下页...)

## 财务报表预测

单位：百万澳元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>利润表</b>					
收入	5,404	10,548	7,778	7,231	7,481
其他收入	64	183	26	100	100
所用原材料及耗材	(757)	(969)	(1,104)	(1,150)	(1,129)
雇员福利	(578)	(662)	(730)	(853)	(857)
折旧及摊销	(831)	(834)	(881)	(890)	(896)
运输	(642)	(678)	(783)	(779)	(740)
合约服务及厂房租赁	(410)	(457)	(539)	(556)	(584)
政府特许权使用费	(421)	(967)	(685)	(757)	(796)
煤炭采购	(162)	(183)	(183)	(194)	(223)
融资成本	(259)	(459)	(53)	(9)	(9)
分占税后权益入账参股公司溢利/(亏损)	57	146	29	76	74
其他	(362)	(577)	(292)	(248)	(185)
除所得税前溢利/(亏损)	1,103	5,091	2,583	1,971	2,236
所得税利益/(开支)	(312)	(1,505)	(764)	(591)	(671)
除所得税后溢利/(亏损)	791	3,586	1,819	1,380	1,565
兖煤澳大利亚有限公司拥有人	791	3,586	1,819	1,380	1,565
非控股权益	-	-	-	-	-
<b>同比 (%)</b>					
营业收入	56%	95%	-26%	-7%	3%
税前利润	-197%	362%	-49%	-24%	13%
净利润	-176%	353%	-49%	-24%	13%
<b>现金流量表</b>					
税前利润	1,103	5,091	2,583	1,971	2,236
折旧和摊销	831	834	881	890	896
营运资本变动	(246)	25	(141)	304	(314)
税费	-	-	(2,123)	(764)	(591)
其他	212	578	61	-	-
经营性现金净流量	1,900	6,528	1,261	2,401	2,226
资本开支	(269)	(548)	(621)	(750)	(650)
其他	(37)	250	25	-	-
投资性现金净流量	(306)	(298)	(596)	(750)	(650)
支付股息	-	(1,625)	(1,413)	(842)	(807)
新增债务	464	-	-	-	-
偿还债务	(958)	(2,762)	(496)	-	-
其他	(267)	(746)	(72)	-	-
融资性现金净流量	(761)	(5,133)	(1,981)	(842)	(807)
净现金流	833	1,097	(1,316)	809	769
汇兑损益	25	107	14	-	-
期初现金余额	637	1,495	2,699	1,397	2,206
期末现金余额	1,495	2,699	1,397	2,206	2,976

(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	1,397	2,206	2,976
应收账款	707	736	662	624	706
存货	264	330	416	368	383
其他流动资产	65	45	58	58	58
<b>流动资产合计</b>	<b>2,531</b>	<b>3,810</b>	<b>2,533</b>	<b>3,256</b>	<b>4,124</b>
固定资产	3,232	3,486	3,582	3,817	3,919
采矿权	4,608	4,367	4,040	3,798	3,538
勘探及评估资产	541	275	238	238	238
长期投资	303	413	431	507	581
其他长期资产	585	450	430	430	430
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,269</b>	<b>8,991</b>	<b>8,721</b>	<b>8,790</b>	<b>8,706</b>
<b>总资产合计</b>	<b>11,800</b>	<b>12,801</b>	<b>11,254</b>	<b>12,046</b>	<b>12,829</b>
应付账款	743	863	734	951	735
短期借款	66	48	44	44	44
即期税项负债	-	1,542	222	591	671
其他流动负债	17	79	48	48	48
<b>流动负债合计</b>	<b>826</b>	<b>2,532</b>	<b>1,048</b>	<b>1,635</b>	<b>1,498</b>
长期借款	3,369	625	102	102	102
递延税及递延收入	516	383	344	200	200
拨备	935	1,217	1,314	1,217	1,217
其他	8	14	4	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,828</b>	<b>2,239</b>	<b>1,764</b>	<b>1,519</b>	<b>1,519</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,654</b>	<b>4,771</b>	<b>2,812</b>	<b>3,154</b>	<b>3,017</b>
股本	6,698	6,698	6,698	6,698	6,698
储备	(188)	(264)	(258)	(346)	(186)
累计亏损	(366)	1,594	2,000	2,538	3,297
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>8,442</b>	<b>8,893</b>	<b>9,812</b>
<b>主要财务比率</b>					
P/E (x)	11.1	2.5	4.8	6.4	5.6
P/B (x)	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
Dividend yield (%)	10.5	18.4	10.4	9.4	8.9
EV/EBITDA (x)	3.0	1.2	2.1	2.6	2.4
EV/EBIT (x)	5.5	1.4	2.9	3.8	3.4
Pre-tax profit margin (%)	20.4	48.3	33.2	27.3	29.9
Net margin (%)	14.6	34.0	23.4	19.1	20.9
Effective tax rate (%)	28.3	29.6	29.6	30.0	30.0
ROE (%)	14.0	50.6	22.1	15.9	16.7
ROA (%)	6.9	29.2	15.1	11.8	12.6
Current ratio (x)	3.1	1.5	2.4	2.0	2.8
A/R turnover days (s)	35.1	24.6	32.4	32.0	32.0
Interest coverage (x)	5.3	12.1	49.7	226.0	256.3
Net debt/ (cash) to equity (%)	31.6	-25.2	-14.8	-23.2	-28.8
Total asset to equity ratio (x)	1.9	1.6	1.3	1.4	1.3
Dividend payout ratio (%)	117.4	45.2	50.5	59.8	50.3

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