



内外兼修的国际化龙头煤企，稳定高分红彰显投资价值

买入 (首次)

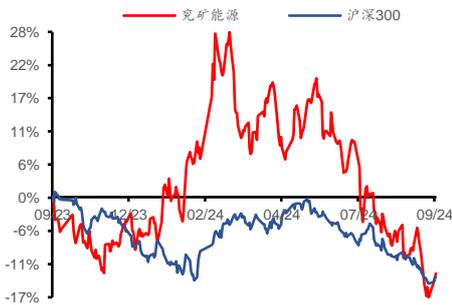
行业: 煤炭
日期: 2024年09月20日

分析师: 于庭泽
E-mail: yutingze@shzq.com
SAC 编号: S0870523040001

基本数据

最新收盘价 (元)	13.43
12mth A 股价格区间 (元)	12.80-27.47
总股本 (百万股)	10,039.86
无限售 A 股/总股本	58.64%
流通市值 (亿元)	1,337.99

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

具备全球视野的国际能源集团，产能持续扩张。兖矿能源背靠山东能源集团，以煤炭开采为主营业务，全产业链发展兼顾下游煤化工产业。2004 年布局海外煤炭业务，现已形成陕蒙、山东本部、澳大利亚三大能源基地，成为国际国内两翼齐飞的国际能源集团。截至 23 年底，公司所属煤炭产能 2.31 亿吨/年。公司近三年外延并购与内生增长并举，产能不断扩张，2024-2025 年随着万福煤矿（180 万吨/年）、五彩湾煤矿（1000 万吨/年）建成后，我们预期将合计新增 1180 万吨核定产能，届时公司核定产能为 2.42 亿吨/年。此外，山东能源集团另有直属产能 0.93 亿吨，根据兖矿能源制定的《发展战略纲要》，计划将在未来 5-10 年内将煤炭产量提升至 3 亿吨/年，我们认为，未来山东能源集团直属的煤炭资产有望持续注入上市公司主体。

坐拥海外稀缺煤炭资源，深耕多年现已步入优质发展新阶段。2023 年兖煤澳洲（含兖煤国际）共实现商品煤产量 3886 万吨，占兖矿能源集团产量的 29%。兖矿能源也是国内唯一拥有海外大型煤矿资产的上市煤企，稀缺性凸显。作为澳大利亚第三大煤炭公司以及最大的专营煤炭生产公司，兖澳是澳洲煤炭行业的优质核心资产。自 2004 年起，兖矿能源布局澳大利亚并深耕多年，陆续获取了莫拉本、沃克山、亨特谷等优质主力矿井。2012 年兖煤澳大利亚实现澳交所上市，2018 年实现港交所上市。2023 年，兖煤澳大利亚实现主营业务收入 77.83 亿澳元，实现扣非后归母净利润 18.31 亿澳元。

产业链一体化发展，煤化工板块盈利有望触底回升。公司依托自有煤炭资源向下发展煤化工板块，拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，部分化工品产能位居全国前列，相较于其他需外购煤炭的化工企业具备较强的原料成本优势。我们预计 24 年公司煤化工板块盈利将得到修复，受益于行业供需格局改善，煤化工业务盈利有望触底反弹。

承诺最低现金分红股利，稳定经营高分红凸显配置价值。公司承诺 23-25 年公司分配的现金股利总额应占扣法定储备后净利润的约 60%，并且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。此外，根据公司 2024 年 6 月 28 日《2023 年度权益分派实施公告》，每股派发现金股利 1.49 元（含税），每股派送红股 0.3 股，合计现金分红金额达到 115.07 亿元，A 股分红率达 57%。公司目前现金流充裕稳定，有望继续维持较高的现金分红比。

■ 投资建议

我们预计未来 2-3 年内煤价将保持高位运行，公司作为华东地区最大的煤炭生产商，产销量未来仍有较大的增长空间。我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 1485.63 亿元、1559.63 亿元和 1639.18 亿元，归母净利润分别为 163.58 亿元、197.34 亿元、215.42 亿元；每股收益分别为 1.63、1.97、2.15 元，对应 PE 估值为 8.24 倍、6.83 倍、6.26 倍。我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

经济衰退导致煤价大幅下跌；煤炭下游需求不及预期；煤矿安全生产事故风险；煤化工产品价格大幅波动

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150025	148563	155963	163918
年增长率	-33.3%	-1.0%	5.0%	5.1%
归母净利润	20140	16358	19734	21542
年增长率	-39.6%	-18.8%	20.6%	9.2%
每股收益（元）	2.01	1.63	1.97	2.15
市盈率（X）	6.70	8.24	6.83	6.26
市净率（X）	1.85	1.41	1.17	1.11

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年09月20日收盘价）

目 录

1 国际化煤炭龙头企业	5
1.1 积极布局海外稀缺煤炭资源，外延空间巨大	5
1.2 立足煤炭主业，兼顾全产业链发展.....	6
1.3 煤炭储量丰富，未来增量巨大	7
1.4 煤炭产量稳步增长，海外稀缺资源提供高业绩弹性	10
1.5 现金流稳定，高分红凸显价值.....	12
2 兖煤澳洲：集团重要的稀缺性海外煤炭资产	14
2.1 深耕澳洲二十年，开启海外发展新阶段	14
2.2 澳大利亚：重要的煤炭出口国	15
2.3 澳大利亚煤炭主要用于出口.....	18
2.4 兖煤澳洲资源优势突出，产销量稳定	19
3 盈利预测	23
4 风险提示	24

图

图 1：公司实控人为山东省国资委	5
图 2：公司营收结构及煤炭业务收入占比（亿元）	6
图 3：公司毛利结构及煤炭业务毛利占比（亿元）	6
图 4：兖矿能源可采储量分布（JORC 标准）	9
图 5：公司历年商品煤产量（万吨，%）	11
图 6：2023 年煤炭产量分布情况	11
图 7：国内及国际煤价走势对比.....	12
图 8：公司历年经营性现金流（亿元，%）	12
图 9：公司历年账上现金情况（亿元，%）	12
图 10：煤炭上市公司 ROE（摊薄）比较	13
图 11：公司 A 股股利支付情况（亿元，%）	13
图 12：兖煤澳洲关键事件.....	14
图 13：兖煤澳洲收入占比情况（亿元 RMB）	15
图 14：兖煤澳洲利润占比情况（亿元 RMB）	15
图 15：澳大利亚煤炭储量位居全球第三.....	15
图 16：截至 2021 年底，澳大利亚黑煤和褐煤的总可采已探 明资源量分布（百万吨）	16
图 17：兖煤澳洲矿区分布.....	17
图 18：澳大利亚煤炭产量（百万吨）	18
图 19：中国煤炭进口情况（万吨）	19
图 20：兖煤澳洲煤炭销售情况（百万吨）	20
图 21：2022&2023 年兖煤澳洲煤炭销售情况（按终端目的地 分类）	20
图 22：澳大利亚煤炭出口价格	21
图 23：兖煤澳洲煤炭平均售价（澳元/吨）	22
图 24：自产煤生产成本（澳元/吨）	22

表

表 1: 兖矿能源主要煤化工产品产销数据 (万吨、元/吨)	7
表 2: 兖矿能源煤炭储量情况.....	8
表 3: 公司重大煤矿建设项目情况	9
表 4: 截至 2022 年末山东能源集团主要矿井情况.....	10
表 5: 兖矿能源商品煤产量 (万吨)	11
表 6: 兖澳煤炭资源储量情况 (截至 2023 年末)	17
表 7: 兖煤澳洲商品煤产量 (权益统计, 百万吨)	19
表 8: 可比公司估值表 (截至 2024 年 9 月 20 日)	23

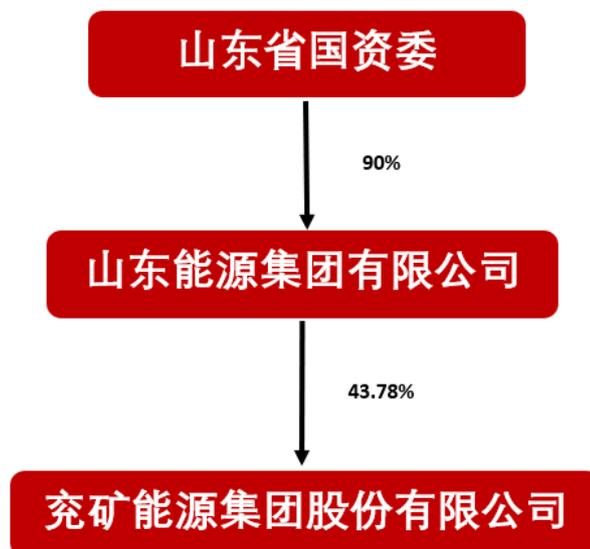
1 国际化煤炭龙头企业

1.1 积极布局海外稀缺煤炭资源，外延空间巨大

华东地区煤炭龙头企业，拥有海外稀缺煤炭资源。兖矿能源集团股份有限公司（兖矿能源）成立于 1997 年，以矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流为主导产业，是中国唯一一家拥有上海、香港、纽约、澳大利亚等境内外四地上市平台的特大型能源企业，是中国国际化程度、资本市场利用效率最高的能源上市公司之一。集团资产分布于山东、陕蒙、新疆、澳洲，截至 2023 年底，公司煤炭原地资源量达到 471 亿吨（JORC 标准），位居行业前列，是华东地区最大煤炭生产商，国内动力煤龙头企业；在澳洲拥有 8 座生产矿井，煤炭原地资源量 87 亿吨（JORC 标准），商品煤年产量达到 3,887 万吨，成为澳大利亚最大专营煤炭生产商。

兖矿集团与山东能源集团于 2020 年重组。2020 年，兖矿集团与山东能源集团重组合并，兖矿集团更名为山东能源集团有限公司，作为存续主体，合并前山东能源集团和兖矿集团的资产、负债、业务、人员等。截至 2024 年 7 月，山东能源集团直接持有公司 43.78% 的股权，山东省国资委是公司实际控制人。

图 1：公司实控人为山东省国资委



资料来源：公司公告，Wind，上海证券研究所

1.2 立足煤炭主业，兼顾全产业链发展

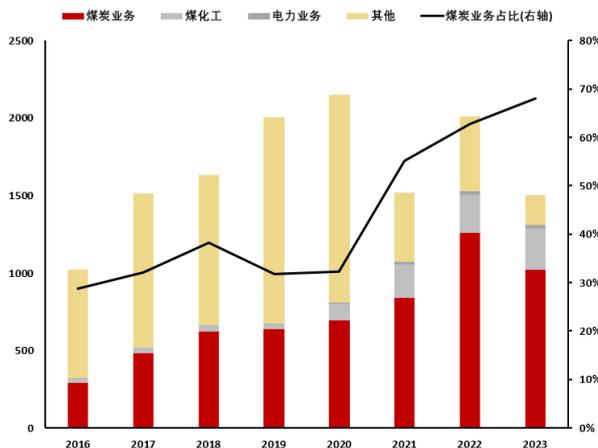
立足华东，国内国际并驾齐驱发展。兖矿能源煤炭业务主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区和澳大利亚；产品主要包括动力煤、喷吹煤和焦煤，适用于电力、冶金及化工等行业；产品主要销往中国的华东、华南、华中、华北、西北等地区及日本、韩国、澳大利亚、泰国等国家。

煤化工业务主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区和新疆维吾尔自治区；产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、石脑油、粗液体蜡等；产品主要销往中国的华北、华东、西北等地区。

煤炭业务是公司主要营收和利润来源。2016-2023 年，公司煤炭业务营收及营收占比均有较大幅度的提升；从 2016 年的 293 亿元增长至 2023 年的 1020 亿元，所占比例也从 2016 年的 29% 提升至 2023 年的 68%。

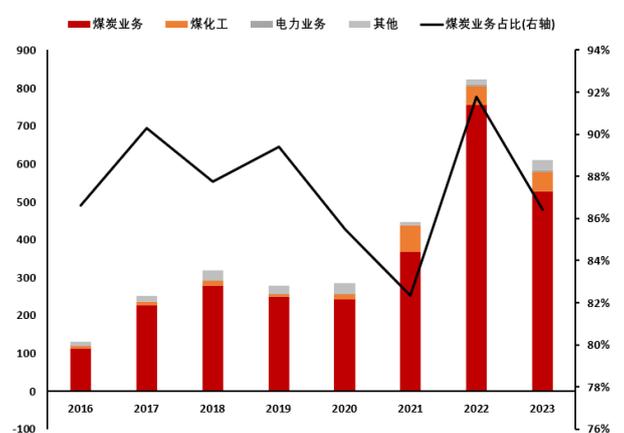
毛利方面，整体来看煤炭业务毛利占比常年保持在 80% 以上，2023 年，公司煤炭业务毛利为 527 亿元，占比 86%，是公司主要的利润来源；煤化工业务是公司第二大利润来源，2023 年实现毛利 53 亿元。

图 2：公司营收结构及煤炭业务收入占比（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：公司毛利结构及煤炭业务毛利占比（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，醋酸产能位居全国前列。根据公司规划，未来将按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地；化工品年产量 2,000 万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%。

表 1：兖矿能源主要煤化工产品产销数据（万吨、元/吨）

产品种类	2021				2022				2023			
	产量	销量	产销率	销售价格	产量	销量	产销率	销售价格	产量	销量	产销率	销售价格
甲醇	250.3	233.9	93.45%	1947.41	378.9	378.9	100%	2010.82	401.6	395.5	98.48%	1829.33
醋酸	109.2	75.7	69.32%	5647.29	103.6	71.2	68.73%	3445.22	113.9	73.8	64.79%	2787.26
醋酸乙烯	40.1	40.2	100.25%	7676.62	36.8	36.4	98.91%	6296.70	42.3	42.6	100.71%	5683.10
己内酰胺	/	/	/	/	27.3	27.3	100%	11234.43	29.7	29.7	100%	10855.22
聚甲醛	/	/	/	/	7.4	7.4	100%	15189.19	7.4	7.4	100%	10486.49
粗液体蜡	44.8	44.5	99.33%	4892.13	24.2	25.2	104.13%	6785.71	16.2	14.6	90.12%	6815.07
柴油	/	/	/	/	15.8	15.4	97.47%	7428.57	27.7	26.9	97.11%	6691.45
石脑油	/	/	/	/	8.4	8.1	96.43%	6543.21	25.6	25.4	99.22%	6681.10
乙二醇	29.2	29.5	101.03%	4172.88	31.1	32.1	103.22%	3900.31	36.0	39.1	108.61%	3406.65
尿素	/	/	/	/	65.8	63.3	96.20%	2101.11	59.1	61.5	104.06%	1964.23

资料来源：联合资信，公司公告，上海证券研究所

1.3 煤炭储量丰富，未来增量巨大

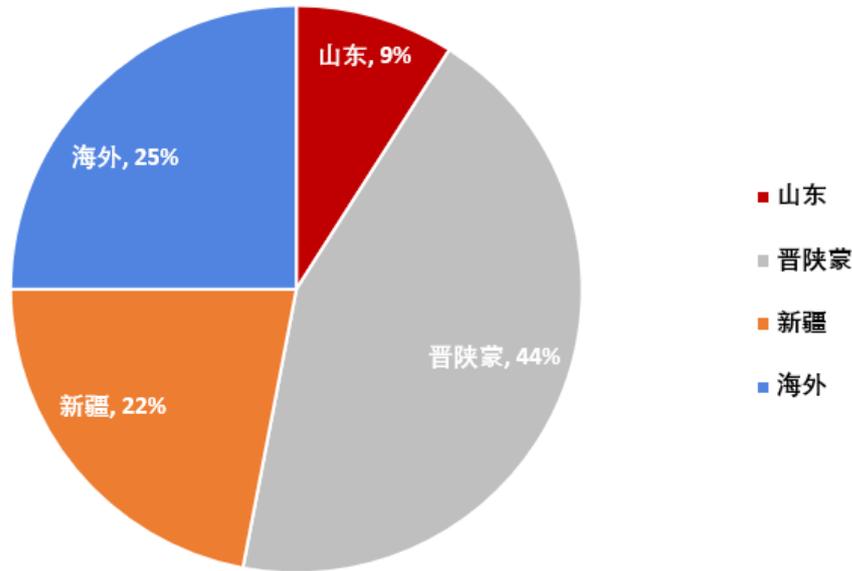
坐拥亿吨级煤炭资源，可采储量位居行业前列。截至 2023 年末，公司供给拥有可采储量 61.58 亿吨（JORC 标准下），其中境内（含新疆能化、鲁西矿业）可采储量 45.88 亿吨，境外可采储量 15.70 亿吨；山东本部基地（公司所属煤矿、菏泽能化、鲁西矿业）可采储量 5.52 亿吨，占比 9%；晋陕蒙地区（天池能源、鄂尔多斯能化、内蒙古矿业、昊盛煤业、未来能源）可采储量为 26.88 亿吨，占比 44%；新疆地区可采储量 13.49 亿吨，占比 22%；海外基地（兖煤澳洲、兖煤国际）可采储量为 15.7 亿吨，占比 25%。

表 2：兖矿能源煤炭储量情况

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 标准	
			资源量 (百万吨)	证实储量 (百万吨)	可信储量 (百万吨)	资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)
公司所属煤矿	山东省济宁市、内蒙古通辽市	动力煤	4143	288	140	1808	260
菏泽能化所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤	646	163	106	163	81
鲁西矿业所属煤矿	山东省菏泽市	动力煤、1/3 焦煤	3788	476	384	1822	211
天池能源所属煤矿	山西省和顺县	动力煤	103	33	15	45	20
未来能源所属煤矿	陕西省榆林市	动力煤	1611	632	226	943	478
鄂尔多斯公司所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	492	196	36	307	205
昊盛煤业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	2310	679	386	729	570
内蒙古矿业所属矿区	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6430	1039	447	6113	1415
新疆能化所属矿区	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	27285	1356	987	26418	1349
境内矿井煤炭储量小计	-	-	46807	4862	2728	38349	4588
兖煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	/	/	/	7207	1440
兖煤国际所属煤矿	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	/	/	/	1541	130
境外矿井煤炭储量小计	-	-	/	/	/	8748	1570
合计	-	-	46807	4862	2728	47097	6158

资料来源：兖矿能源年报，上海证券研究所

图 4：兖矿能源可采储量分布（JORC 标准）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

截至 2023 年末，公司共拥有两对在建矿井，设计产能 1180 万吨/年，预计分别在 2024 年及 2025 年建成投产。

表 3：公司重大煤矿建设项目情况

项目名称	设计产能（万吨/年）	截至报告期末投资额（亿元）	建设进度
万福煤矿	180	58.28	计划 2024 年投产
五彩湾四号煤矿	1000	0.67	计划 2025 年投产
总计	1180	58.95	

资料来源：公司年报，上海证券研究所

山东能源集团煤炭资源有望注入。截至 2022 年末，山东能源集团拥有煤炭资源总量 908.72 亿吨，可采储量 180.55 亿吨，核定产能 3.24 亿吨/年；其中上市公司兖矿能源拥有资源总量 731.22 亿吨，可采储量 123.69 亿吨，核定产能 2.31 亿吨/年（含鲁西矿业、新疆能化数据）。除上市公司兖矿能源之外，山东能源集团仍拥有煤炭资源储量 177.5 亿吨，开采储量 56.86 亿吨，核定产能 9288 万吨。我们认为，兖矿能源作为山东能源集团所属上市公司，集中了大部分优质煤炭资源，根据兖矿能源 2021 年指定的《发展战略纲要》，公司将采取内涵式和外延式增长并举等方式获取优质煤炭资源，所以未来山东能源集团直属的煤炭资产有望持续注入上市公司。

请务必阅读尾页重要声明

表 4：截至 2022 年末山东能源集团主要矿井情况

单位名称	煤炭品种	开采条件	资源总量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能(万 吨/年)	剩余可采年 限(年)	2022 年产 量(万吨)
兖矿能源 所属	气肥煤、 长焰煤、 不沾煤	地下开采 露天开采	333.41	53.48	18190	103	15444
	气肥煤、 长焰煤	地下开采	53.93	10.38	2872	35	1795
	长焰煤	地下开采	343.88	59.83	2020	82	1965
	合计	-	731.22	123.69	23082	-	19204
集团直属	气肥煤、 长焰煤、 不沾煤	地下开采	89.24	22.05	3296	127	2388
	气肥煤、 长焰煤	地下开采 露天开采	14.70	3.23	2585	18	1851
	气肥煤、 长焰煤	地下开采	53.86	27.70	3140	53	2977
	无烟煤	地下开采	19.70	3.88	267	70	96
	合计	-	177.50	56.86	9288	-	7312
合计	-	908.72	180.55	32370	-	26516	

资料来源：山东能源集团债券募集说明书，上海证券研究所

备注：山东能源集团所属煤矿鲁西矿业、新疆能化已于 2023 年并入兖矿能源

1.4 煤炭产量稳步增长，海外稀缺资源提供高业绩弹性

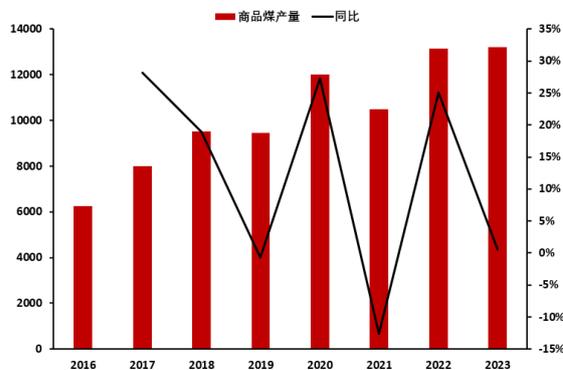
兖矿能源产量稳步增长。从煤炭产量来看，2023 年公司商品煤产量为 1.3 亿吨，相较于 2016 年的 0.6 亿吨，增长超过一倍。2023 年公司成功并表鲁西矿业和新疆能化，公司商品煤产量因此增长 3016 万吨，占 2023 年全年产量的 23%。另外根据 2021 年公司制定的《发展战略纲要》，公司计划将在未来 5-10 年内将煤炭产量（100%权益的原煤产量）提升至 3 亿吨/年，按照 2023 年 1.3 亿吨煤炭产量来看，我们认为公司煤炭产量未来几年仍有超过一倍的增长空间。

表 5：兖矿能源商品煤产量（万吨）

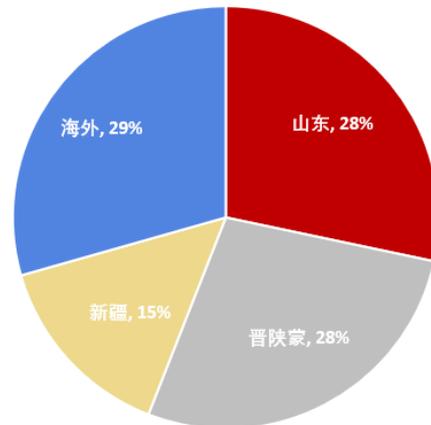
产地	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
公司本部	2397.8	2494.7	2678.8	3065.9	3117.2	3247.4	3221.4	3467.9
菏泽能化	264.5	168.6	253.3	328.2	272.5	324.7	236.8	323.3
鲁西矿业	1079.8	1131.3	-	-	-	-	-	-
山西能化（天池能源）	120.1	108.6	130	161.2	171.7	171.4	131.9	159.3
未来能源	1721.8	1736.8	1711.2	1776.2	-	-	-	-
鄂尔多斯公司	961.4	1171.1	1151.1	1582.1	1378.4	1485.1	1211.8	483
昊盛煤业	460.1	428.4	318.8	824.1	390.7	328.6	609.6	-
内蒙古矿业	382.6	409	83.2	-	-	-	-	-
新疆能化	1936.2	2046.6	-	-	-	-	-	-
兖煤澳洲	3341.2	2943.5	3669.9	3777.6	3551.7	3359.9	1926.6	1205
兖煤国际	545.3	492.2	506.3	511.8	564.7	593	654.3	598
合计	13210.7	13130.6	10502.5	12027	9446.9	9510.1	7992.4	6236.5

资料来源：兖矿能源公司公告，上海证券研究所

备注：2023 年山西能化将天池能源股权无偿划转至兖矿能源。

图 5：公司历年商品煤产量（万吨，%）


资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 6：2023 年煤炭产量分布情况


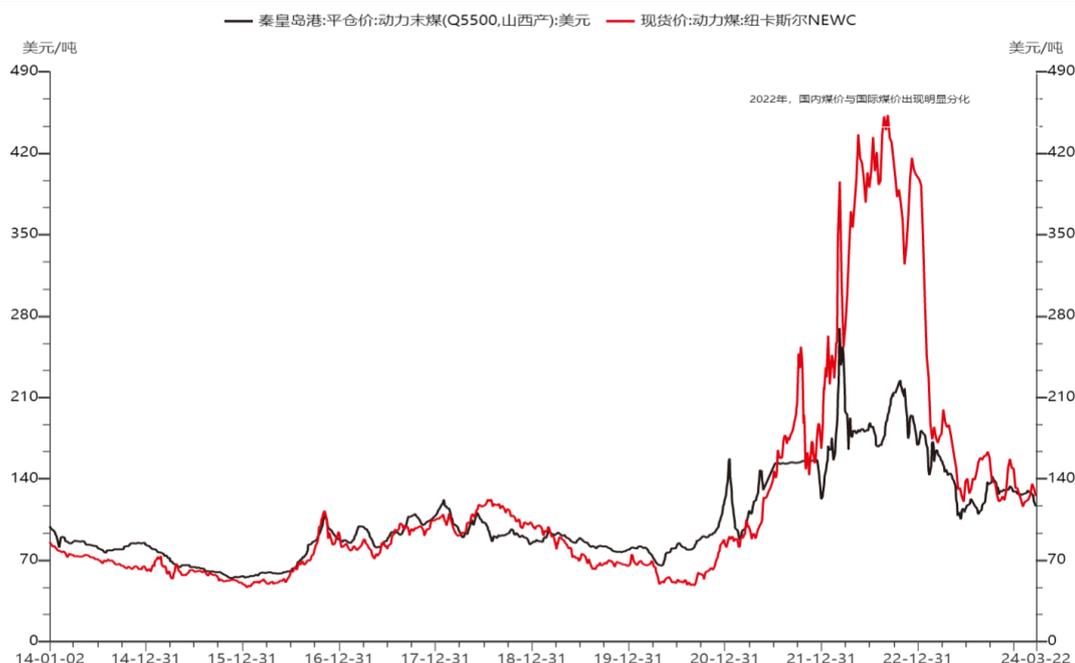
资料来源：2023 年年报，上海证券研究所

海外煤炭资源占比高，定价机制更具市场化。2023 年公司海外商品煤产量为 3886.5 万吨（兖煤澳洲+兖矿国际），占公司总产量的 29%。公司海外煤炭销售一般按照各类价格指数或年度固定价格定价，一般而言，不同灰分产品分别参考纽卡斯尔指数和 API5 动力煤指数定价，年度固定价格主要根据日本电厂基准价格定价，市场化程度相对较高。

公司海外煤炭销售不受限价政策影响，业绩弹性高。2021 年以来，全球范围内煤炭价格出现较大幅度的上涨。2022 年 4 月 30

日，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，对国内的煤炭价格进行调控，严查哄抬煤价的行为，该限价政策仅针对国内煤炭，公司海外煤炭销售不受影响。我们认为，由于公司拥有海外煤炭资源，在全球煤价上行阶段，公司将表现出较高的利润弹性。

图 7：国内及国际煤价走势对比



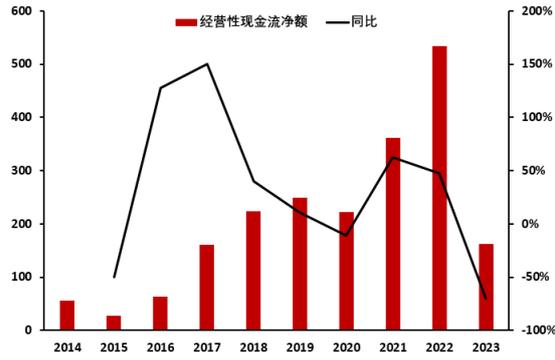
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.5 现金流稳定，高分红凸显价值

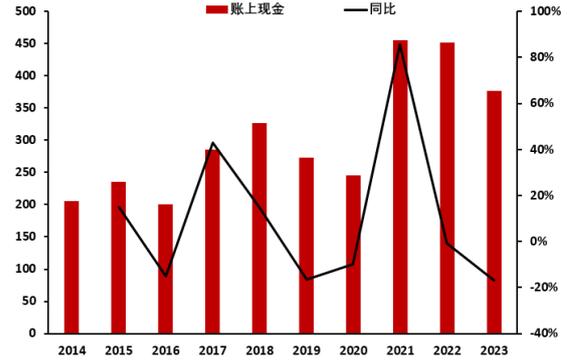
公司经营稳定，现金流充裕。近十年以来，公司经营性现金流中枢出现较大水平的提升，2021、2022 年公司经营性现金流分别为 362 亿元、535 亿元，同比大幅提升，2023 年由于煤价下跌，经营性现金流为 162 亿元，同比出现较大幅度的下滑，但从 2021-2023 近三年数据来看，经营性现金流整体中枢仍较往年有显著的上升。截至 2023 年底，公司货币资金为 376 亿元，账上现金较为充裕。

图 8：公司历年经营性现金流（亿元，%）

图 9：公司历年账上现金情况（亿元，%）



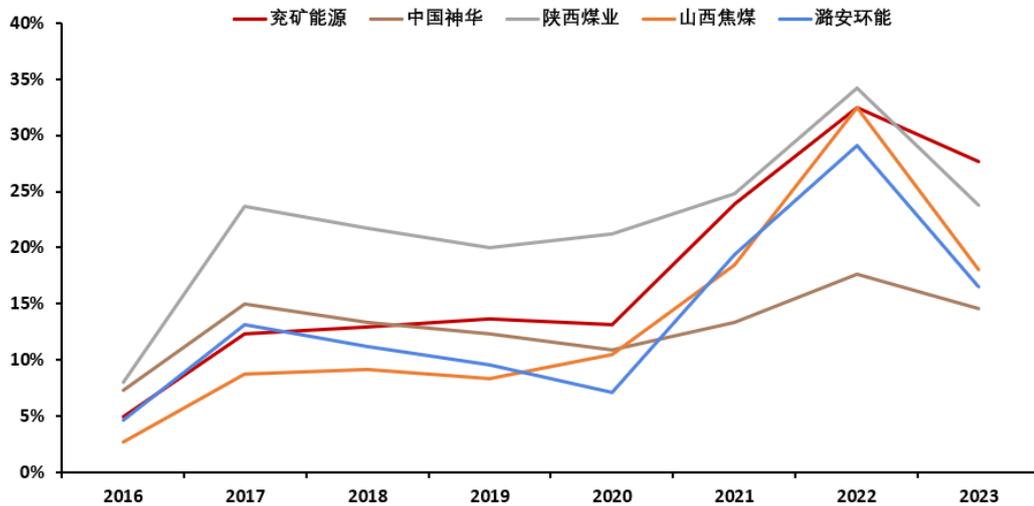
资料来源: Wind, 上海证券研究所



资料来源: Wind, 上海证券研究所

兖矿能源盈利能力处于行业前列。通过对比煤炭行业其他上市公司, 兖矿能源 ROE(摊薄)指标处于领先水平, 并且自 2016 年以来整体呈上升趋势, 2023 年兖矿能源的 ROE 为 27.70%, 高于中国神华、陕西煤业、山西焦煤、潞安环能, 位于可比公司首位。

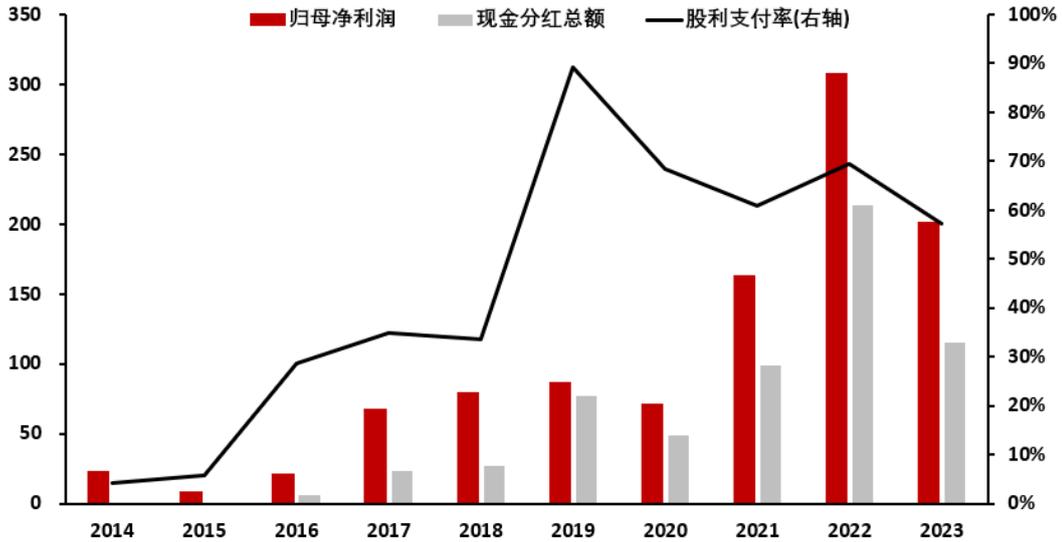
图 10: 煤炭上市公司 ROE (摊薄) 比较



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2019 年以来公司维持高比例分红。2019 年公司股利支付率高达 89%, 此后 2020-2023 年, 公司股利支付率均保持在 55% 以上。并且根据 2023 年公司发布的 2023-2025 年度利润分配政策的公告, 承诺 2023-2025 年各会计年度分配的现金股利总额, 占公司该年度扣法定储备后净利润的约 60%, 且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。高于此前制定的 2020-2024 年占公司该年度扣法定储备后净利润的约 50% 的股利分配政策。

图 11: 公司 A 股股利支付情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 兖煤澳洲：集团重要的稀缺性海外煤炭资产

2.1 深耕澳洲二十年，开启海外发展新阶段

兖煤澳洲成立于 2004 年，最初收购了位于新南威尔士州（NSW）猎人谷地区的井工煤矿，随后通过战略收购建立了公司的业务，成为澳大利亚最具创新性的煤炭勘探公司之一。2009 年，兖煤澳洲成功收购了菲利克斯资源公司（Felix Resources），获得了行业领先的莫拉本煤矿（Moolarben），并成为了新南威尔士州煤炭行业的主要参与者和雇主。2012 年，兖煤澳洲与格罗斯特煤炭公司进行了战略合并，在澳大利亚证券交易所上市，并成为澳大利亚最大的上市专营煤炭生产商之一。

目前兖煤澳洲在三个州（新南威尔士州，昆士兰州，西澳大利亚州）经营或管理煤矿，在新南威尔士州和昆士兰州的主要煤炭码头拥有股权或运力配额。

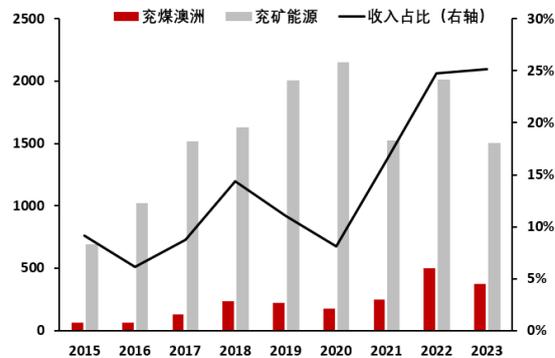
图 12: 兖煤澳洲关键事件



资料来源: 兖煤澳洲官网, 上海证券研究所

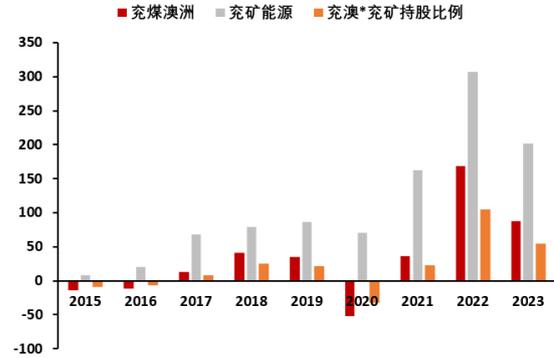
兖煤澳洲在兖矿能源集团内的重要性在不断提升，已经成为集团重要的收入及利润来源。2023 年实现收入 377.35 亿元 (RMB)，占兖矿能源总收入 25%，实现净利润 88.19 亿元，按股权占比相对于兖矿能源的归母净利润贡献约 54.91 亿元。

图 13: 兖煤澳洲收入占比情况 (亿元 RMB)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 14: 兖煤澳洲利润占比情况 (亿元 RMB)

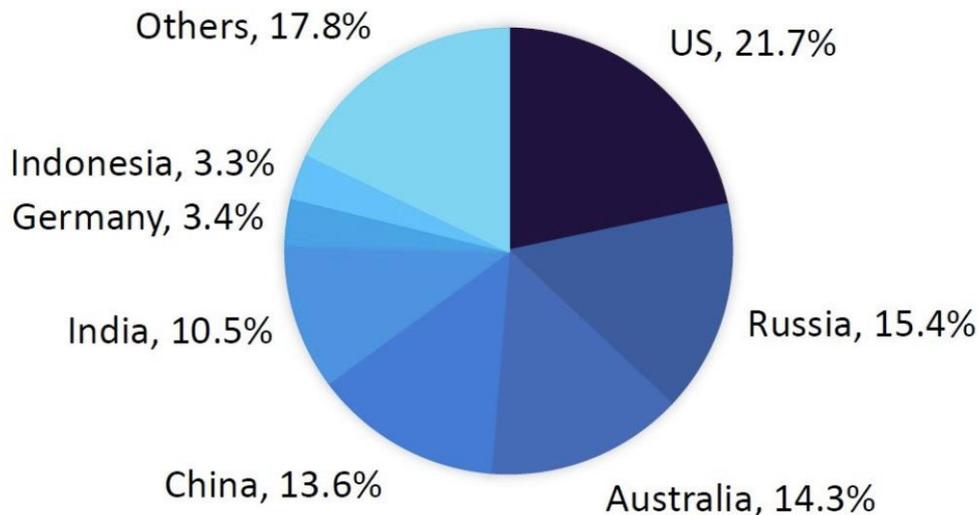


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 澳大利亚: 重要的煤炭出口国

澳大利亚拥有世界第三大煤炭储量国，约占全球总储量的 14.3%，仅次于美国 (21.7%) 和俄罗斯 (15.4%)。根据美国能源信息署的数据，截至 2021 年 12 月，已探明煤炭储量为 1503 亿吨。

图 15: 澳大利亚煤炭储量位居全球第三



资料来源: Mine Australia, US EIA, 上海证券研究所

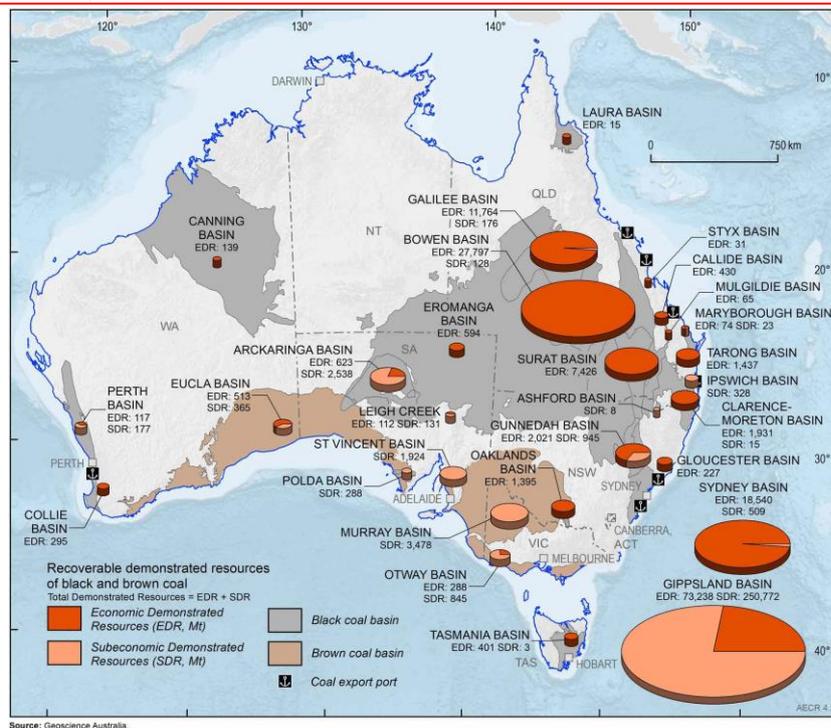
根据澳大利亚政府官网相关报告，2021 年，黑煤原地经济示范资源量 (EDR) 为 89,012 百万吨 (Mt)，褐煤原地经济示范资源量为 81,234 Mt。截至 2021 年 12 月，澳大利亚黑煤总可采探明资源量估计为 162,279Mt，其中可采 EDR 为 75,433 Mt。澳大利亚

在经济性黑煤资源方面位居全球第四，仅次于美国、中国和印度。褐煤总可采探明资源量估计为 436,652 Mt，其中可采 EDR 为 74,039 Mt。在全球范围内，澳大利亚的经济型褐煤资源量排名第二，仅次于俄罗斯。

澳大利亚大部分黑煤可采储量位于昆士兰州和新南威尔士州，其次是西澳大利亚州、南澳大利亚州、以及塔斯马尼亚州。黑煤产品主要有两类：冶金煤和动力煤。冶金煤（也称为金属煤或炼焦煤）主要用于炼钢和其他工业过程。动力煤（也称为蒸汽煤）用于发电。

澳大利亚几乎所有可采褐煤资源都位于维多利亚州，超过 90% 的分布在吉普斯兰盆地（拉特罗布河谷）。已确定的褐煤总可采资源量估计为 436,652Mt，其中可采 EDR 为 74,039Mt，次经济探明资源量为 257,385Mt，推断资源量为 105,228Mt。

图 16: 截至 2021 年底，澳大利亚黑煤和褐煤的总可采已探明资源量分布（百万吨）



资料来源：澳大利亚政府官网，上海证券研究所

兖煤澳洲主要矿井位于澳大利亚的新南威尔士州及昆士兰州。兖煤澳洲在新南威尔士州、昆士兰州及西澳大利亚州拥有、经营或参与九个生产煤矿：位于新南威尔士州的煤矿包括莫拉本煤矿、亨特谷运营、索利山沃克沃思煤矿、斯特拉福德杜拉里、艾诗顿煤矿、澳思达煤矿和唐纳森煤矿；位于昆士兰州的煤矿包括雅若碧煤矿和中山矿合资实体。此外兖煤澳洲还代表兖州煤业股份有限公司分别管理位于昆士兰州的凯贝唐煤矿和位于西澳大利亚州的普瑞马煤矿。

请务必阅读尾页重要声明

图 17: 兖煤澳洲矿区分布



资料来源: 兖煤澳洲官网, 上海证券研究所

煤炭资源储量丰富。截至 2023 年末, 兖煤澳洲可采储煤炭总储量 14.4 亿吨, 可销售煤炭储量 10.7 亿吨; 按照各矿区所占权益计算, 可采储煤炭总量 9.7 亿吨, 可销售煤炭储量 7.2 亿吨。其中多为中低水分基准及低灰分含量的动力煤和半软焦煤, 煤质较为优异。

表 6: 兖澳煤炭资源储量情况 (截至 2023 年末)

项目	兖煤所有权	煤炭类型	水分基准	灰分	可采储煤炭储量 (百万吨)	可销售煤炭储量 (百万吨)
莫拉本 (露天)	95%	动力煤	9%	24%	175	143
莫拉本 (地下)	95%	动力煤	9%	17%	34	35
Mount Thorley (露天)	80%	半软焦煤/ 动力煤	10%	13.9%	20	14
Warkworth (露天)	84.47%	半软焦煤/ 动力煤	10%	13.3%	226	155
HVO (露天)	51%	半软焦煤/ 动力煤	10%	12.9%	788	582
雅若碧 (露天)	100%	喷吹煤/ 动力煤	10%	10.5%	76	57
Gloucester (露天)	100%	冶金煤/ 动力煤	8%	19%	0.4	0.2
中山 (露天)	50%	冶金煤/ 动力煤	10%焦煤 10.5%喷 吹煤	10%焦煤 /10.5%喷 吹煤	85	65
Ashton RUMEx (地下)	100%	半软焦煤/ 动力煤	8.5%	9.5%	18	12
艾诗顿 (地下)	100%	半软焦煤/ 动力煤	8.5%	9.5%	20	12

煤炭总储量 (100%基准)	-	-	-	-	1440	1070
充煤应占份额	-	-	-	-	970	720

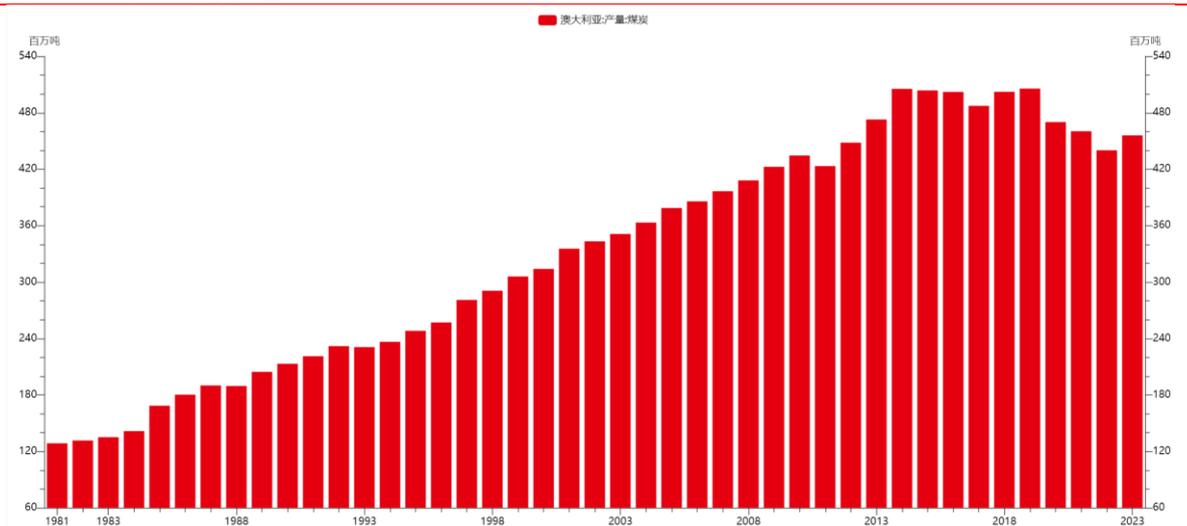
资料来源：兖煤澳洲 2023 年资源储量报表，上海证券研究所

备注：2023 年煤炭储量已按照 JORC 规范及兖煤报告标准进行约整

2.3 澳大利亚煤炭主要用于出口

2023 年澳大利亚煤炭产量为 455.8Mt，相较于 2022 年的 440.1Mt 上涨约 3.6%。1981 年以来，澳大利亚煤炭产量总体呈上升趋势，2019 年达到历史峰值 505.6Mt。2020-2023 年由于公共卫生事件的影响，澳大利亚的煤炭产量出现较为明显的下滑；2023 年煤炭产量出现一定幅度回升，但距离 2019 年的峰值仍有一定的差距。

图 18：澳大利亚煤炭产量（百万吨）

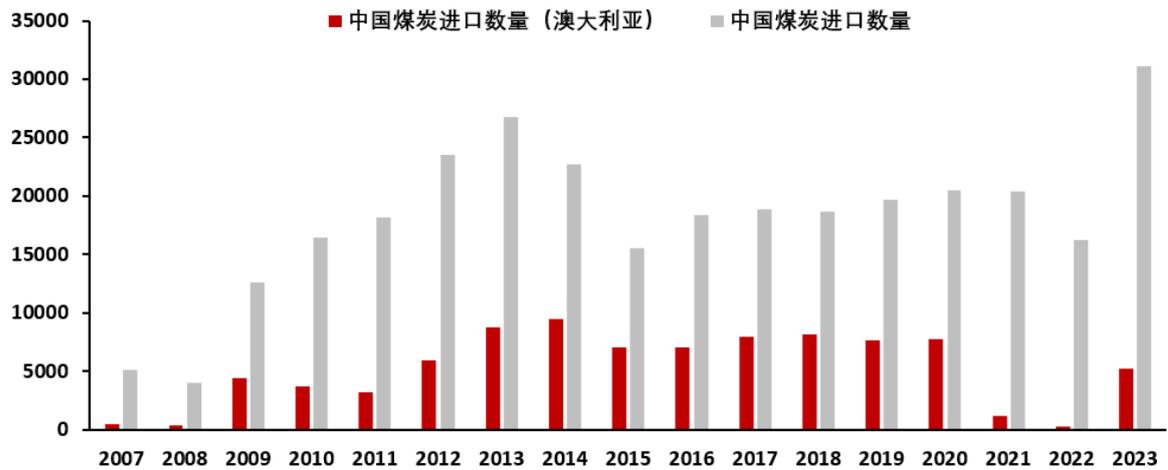


资料来源：Wind，世界能源委员会，海证券研究所

澳大利亚生产煤炭主要出口亚洲国家。从澳大利亚的煤炭流向来看，其生产的大部分煤炭都用于出口，国内消费的部分则比较则相对较少。通过统计澳大利亚煤炭的终端目的地，可以看出澳大利亚煤炭主要销往日本、中国、韩国、印度等亚洲国家。

我国重启澳煤进口。2021 年以前，澳大利亚是我国主要的海外煤炭进口国，根据海关总署统计数据，2015 年我国进口煤炭近半数来自澳大利亚，此后直至 2020 年，澳煤占据我国进口煤炭的三成以上。自 2020 年 10 月起，我国对澳大利亚煤炭进口实施“非正式禁令”，澳煤进口量显著下滑，2022 年再次跌至历史低点。但 2023 年我国允许国内企业进口澳大利亚煤炭，2023 年全年我国共进口澳煤 5246 万吨，已恢复至历史平均水平。

图 19: 中国煤炭进口情况 (万吨)



资料来源: 海关总署, Wind, 上海证券研究所

2.4 兖煤澳洲资源优势突出, 产销量稳定

2023 年, 兖煤澳洲商品煤产量为 4360 万吨 (按 100% 权益计算), 与 2022 年相比, 增加近 500 万吨; 2021 年以来受矿区降水增多、劳动力供应短缺等因素影响, 集团煤炭产量有较大幅度的下降, 2022 年产量为 3890 万吨, 跌至 2018 年以来的最低水平。2023 年, 澳大利亚矿区复产稳步推进、极端天气因素逐步消除, 兖澳煤炭产量也逐步恢复至往年水平。

从兖煤澳洲各矿区权益产量来看, 虽然各矿区整体产量有较大幅度的波动, 但兖澳煤炭权益产量相比较为稳定, 2023 年权益产量为 3450 万吨, 占总产量的 79%, 相较于 2018 年的 66%, 提升了将近 13 个百分点, 主要原因系集团增加了对部分主矿区的投资力度。

表 7: 兖煤澳洲商品煤产量 (权益统计, 百万吨)

所属矿区	所有权	2023	2022	2021	2020	2019	2018
莫拉本	95%*	16.7	14.9	18.4	19.7	17.8	16.5
沃克山	82.9%	11.3	8.1	11.2	11.9	12.1	12.1
亨特谷	51%	10.5	9.6	10.6	12.0	13.7	13.3
雅若碧	100%	1.9	2.1	2.6	3.0	2.8	2.6
艾诗顿	100%	0.4	0.9	1.2	1.8	-	-

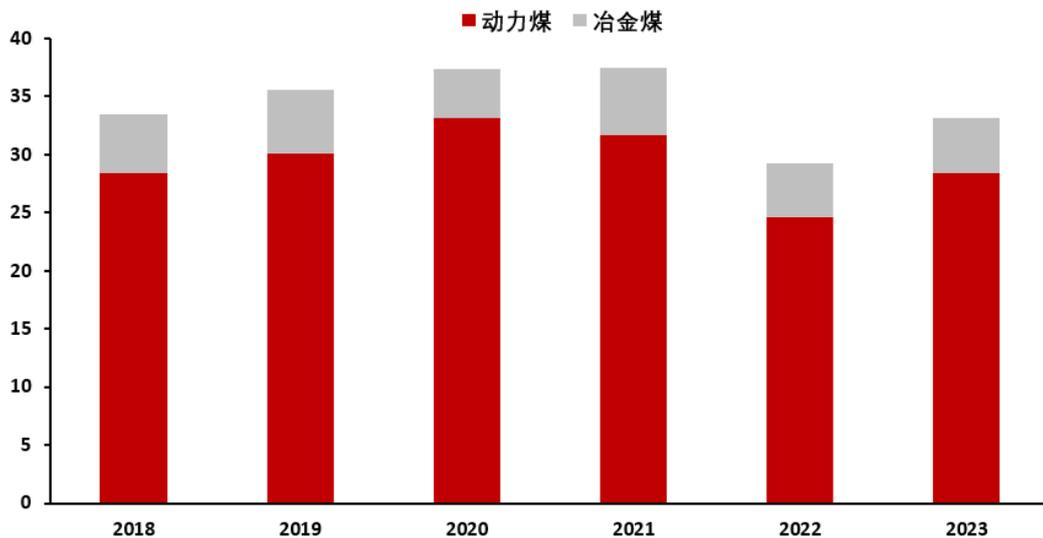
斯特拉福德/杜拉里	100%	0.6	0.7	0.8	0.5	0.8	0.5
中山（权益入账）	~50%	2.2	2.6	3.7	2.9	2.7	3.8
合计（按 100%基准计）		43.6	38.9	48.5	51.8	52.1	50.0
合计（按权益计）		34.5	30.7	38.6	39.3	35.6	32.9

资料来源：兖煤澳洲公司公告，上海证券研究所

备注：兖煤澳洲于 2020 年收购莫拉本煤炭项目 10% 股权，并对莫拉本按 95% 权益进行计量。

兖煤澳洲销售情况较为稳定，除 2022 年外，2018-2023 年煤炭销量均保持在 3000 万吨以上，其中 2023 年全年煤炭销售量为 3310 万吨，动力煤销售量 2840 万吨，冶金煤销售量 470 万吨。

图 20：兖煤澳洲煤炭销售情况（百万吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

东亚地区是兖煤澳洲的主要销售区域。兖煤澳洲煤炭主要销往东亚国家，日本、韩国、中国是其主要销售区域，2023 年三国总占比达 84%。2021 及 2022 年由于地缘因素，兖煤澳洲销往中国的煤炭骤降，2023 年我国重启澳煤进口，销售占比恢复至 21%。我们认为随着中澳两国经济合作逐步重启，未来兖澳有望承接更多来自中国的煤炭需求。

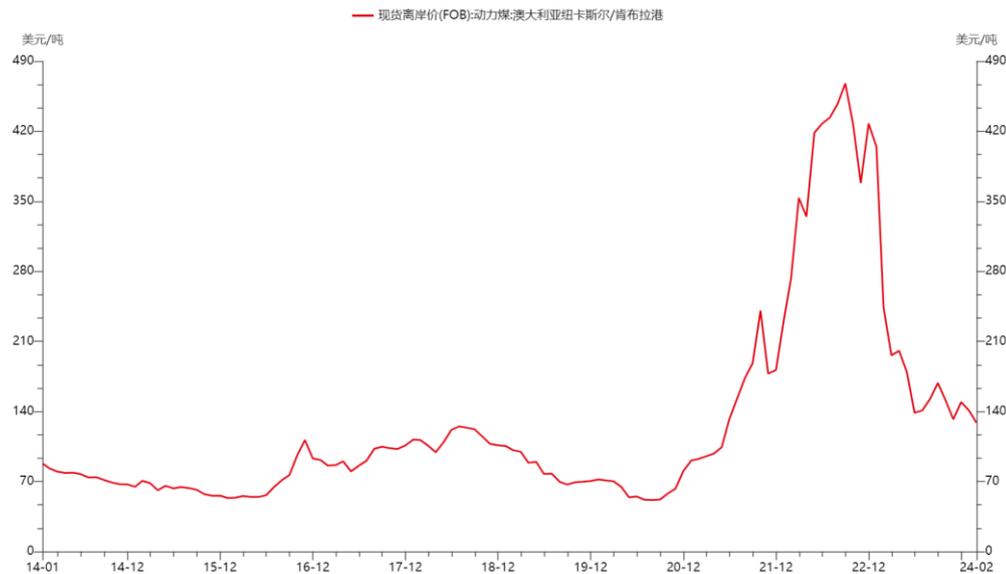
图 21：2022&2023 年兖煤澳洲煤炭销售情况（按终端目的地分类）



资料来源：兖煤澳洲年报，上海证券研究所

兖煤澳洲出口煤炭一般以各类指数或者年度固定价格进行定价，较低灰分产品根据纽卡斯尔指数定价，而较高灰分产品则根据 API5 动力煤指数定价。年度固定价格合约主要根据日本电厂基准价格定价。通过对比兖澳 2018 年以来的煤炭销售均价和澳大利亚煤炭出口价格指数可以看出，兖澳煤炭售价与指数走势基本一致，相较于历史价格，当前国际煤价中枢仍处于较高位置。

图 22：澳大利亚煤炭出口价格



资料来源：Wind，上海证券研究所

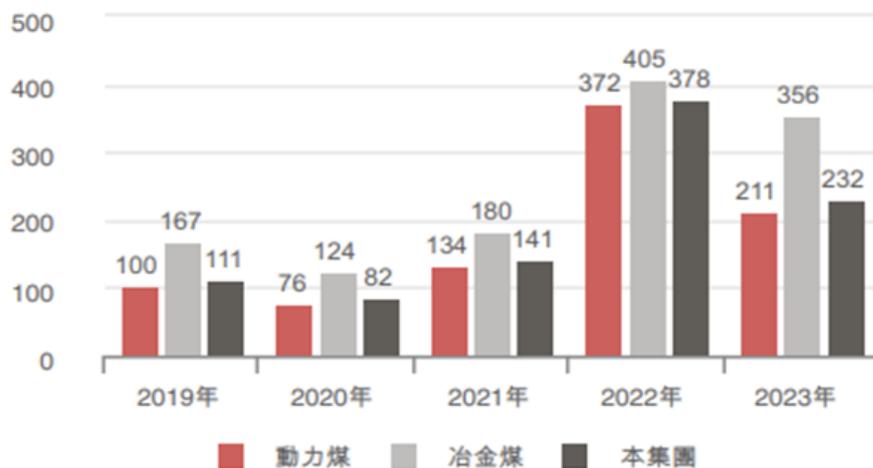
兖煤澳洲所售煤炭中冶金煤均价较高，2023 年销售均价为 356 澳元/吨，每吨均价比动力煤高出 145 澳元。根据《世界金属导报》统计数据称，澳大利亚是全球最大的冶金煤出口国，约占全球冶金煤海运供应量的一半。由于经济状况疲软，来自欧洲和北亚的需求可能会有所放缓，但来自印度、南亚和中东国家的需求有望对全球冶金煤市场形成有力支撑。

2022 年之前兖澳自产煤生产成本基本保持稳定，2022 年及 2023 年吨煤生产成本显著上涨，主要系现金经营成本及特许权使

请务必阅读尾页重要声明

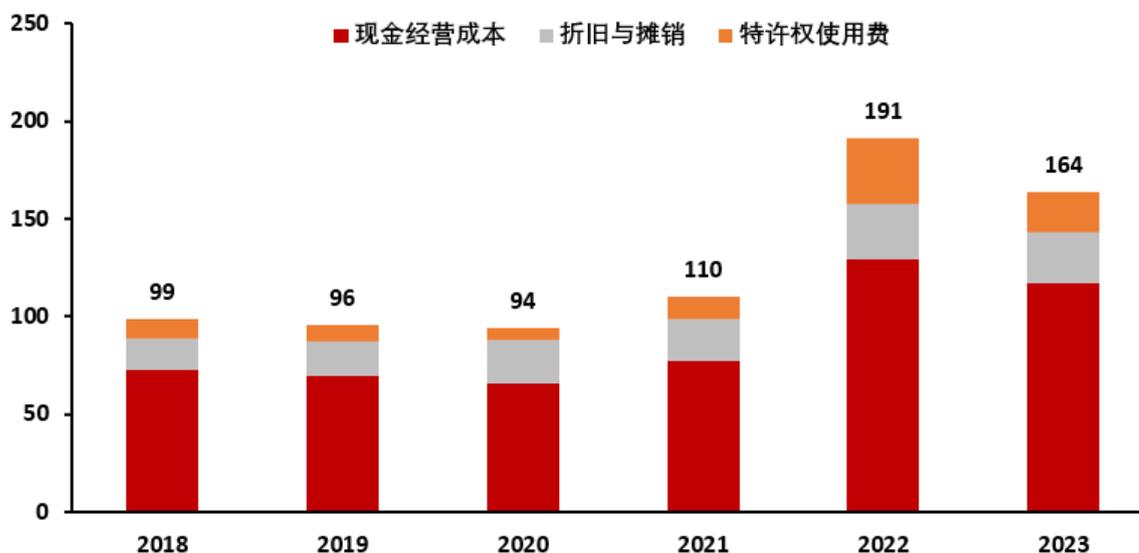
用费相较往年有较大幅度的增长。而吨煤平均售价上涨幅度显著大于成本上涨幅度，煤价的上行带动充澳业绩向上弹性巨大。

图 23: 充煤澳洲煤炭平均售价 (澳元/吨)



资料来源: 充煤澳洲年报, 上海证券研究所

图 24: 自产煤生产成本 (澳元/吨)



资料来源: 充煤澳洲年报, 上海证券研究所

3 盈利预测

煤炭业务关键假设及收入预测

煤炭销量上，我们预计 2024-2026 年公司自产煤销量为 12012、13024、13880 万吨，同比变化分别为-0.71%、+8.42%、+6.57%。煤炭价格上，未来 3-5 年内预计煤价高位运行、均价波动较小，我们预计 2024-2026 年公司自产煤平均售价将维持在 790-810 元/吨区间。

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司自产煤销售收入分别为 948.95 亿元、1045.83 亿元、1124.28 亿元，同比-0.10%、+10.21%、+7.50%。

盈利预测及投资评级

我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 1485.63 亿元、1559.63 亿元和 1639.18 亿元，归母净利润分别为 163.58 亿元、197.34 亿元、215.42 亿元；每股收益分别为 1.63、1.97、2.15 元，对应 PE 估值为 8.24 倍、6.83 倍、6.26 倍。我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值表（截至 2024 年 9 月 20 日）

代码	名称	收盘价	PB	每股收益			市盈率		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601088.SH	中国神华	38.50	2.17	3.00	3.02	3.10	10.43	12.60	12.27
601225.SH	陕西煤业	23.49	2.57	2.19	2.24	2.38	9.54	10.29	9.69
601898.SH	中煤能源	12.93	1.17	1.47	1.48	1.56	6.58	8.65	8.22
	平均值	/	1.97	/	/	/	8.85	10.51	10.06
600188.SH	兖矿能源	13.43	2.38	2.01	1.63	1.97	6.70	8.24	6.83

资料来源：Wind，上海证券研究所

备注：除兖矿能源外，其他公司采用 Wind 一致预期

4 风险提示

- (1) 经济衰退导致煤价大幅下跌
- (2) 煤炭下游需求不及预期
- (3) 煤矿安全生产事故风险
- (4) 煤化工产品价格大幅波动

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	37597	2840	11720	9954
应收票据及应收账款	7815	6635	7171	7799
存货	7742	7764	7821	8300
其他流动资产	43015	41174	41164	42586
流动资产合计	96169	58413	67876	68638
长期股权投资	23993	28664	31673	34767
投资性房地产	1110	1183	1109	1036
固定资产	11247	13761	14599	14853
在建工程	6	5	0	5
无形资产	20205	24908	28596	32385
其他非流动资产	67156	80416	89114	99120
非流动资产合计	33170	36235	36212	36210
其他非流动资产	25810	30902	33269	35205
非流动资产合计	9	2	4	3
资产总计	35427	36743	40057	42069
短期借款	8	5	0	2
应付票据及应付账款	4084	5446	5356	4979
合同负债	31430	27826	29418	31614
其他流动负债	5091	4423	4487	5053
流动负债合计	82503	69997	75211	79391
长期借款	12310	10769	11447	12103
应付债券	9	2	2	7
其他非流动负债	61355	61355	61355	61355
非流动负债合计	12173	12173	12173	12173
其他非流动负债	39307	39790	39790	39790
非流动负债合计	11283	11331	11331	11331
其他非流动负债	5	8	8	8
非流动负债合计	23594	22101	22779	23435
其他非流动负债	4	0	0	5
其他非流动负债	7439	10040	10040	10040
其他非流动负债	-79	4115	4115	4115
其他非流动负债	51865	65421	85154	91637
其他非流动负债	72694	95525	11525	12174
其他非流动负债	9	1	1	1
其他非流动负债	45640	50900	57521	64596
其他非流动负债	11833	14642	17278	18633
其他非流动负债	4	5	0	7
其他非流动负债	35427	36743	40057	42069
其他非流动负债	8	5	0	2

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	16168	49564	83157	93191
净利润	27151	21618	26355	28617
折旧摊销	15115	37092	47162	56743
营运资金变动	-28251	-13070	6287	4413
其他	2152	3924	3353	3418
投资活动现金流量	-12203	-86013	-69300	-74521
资本支出	-17987	-81528	-68916	-74050
投资变动	3241	-4745	-2934	-3021
其他	2543	260	2550	2550
筹资活动现金流量	-32513	2178	-4977	-20437
债权融资	9605	734	-90	-377
股权融资	5119	4478	0	0
其他	-47237	-3033	-4887	-20060
现金净流量	-28045	-34757	8880	-1767

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15002	14856	15596	163918
5	3	3		
营业成本	89061	96880	97035	100544
营业税金及附加	6432	5659	6137	6477
销售费用	5002	4469	4869	5113
管理费用	8482	7210	7719	8253
研发费用	2907	2269	2536	2697
财务费用	3904	4564	3849	4013
资产减值损失	-35	-1065	-836	-788
投资收益	2259	2550	2550	2550
公允价值变动损益	90	0	0	0
营业利润	36963	29297	35833	38884
营业外收支净额	45	-180	-180	-180
利润总额	37009	29117	35653	38704
所得税	9857	7499	9297	10087
净利润	27151	21618	26355	28617
少数股东损益	6567	4939	6301	6754
归属母公司股东净利润	20140	16358	19734	21542

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	40.6%	34.8%	37.8%	38.7%
净利率	13.4%	11.0%	12.7%	13.1%
净资产收益率	27.7%	17.1%	17.1%	17.7%
资产回报率	5.7%	4.5%	4.9%	5.1%
投资回报率	13.0%	10.2%	10.8%	11.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	-33.3%	-1.0%	5.0%	5.1%
EBIT 增长率	-44.0%	-12.5%	17.3%	8.1%
归母净利润增长率	-39.6%	-18.8%	20.6%	9.2%
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	1.63	1.97	2.15
每股净资产	7.24	9.51	11.48	12.13
每股经营现金流	1.61	4.94	8.28	9.28
每股股利	1.49	1.50	1.50	1.50
营运能力指标				
总资产周转率	0.41	0.41	0.41	0.40
应收账款周转率	20.00	22.81	25.01	24.46
存货周转率	10.23	12.50	12.45	12.47
偿债能力指标				
资产负债率	66.6%	60.1%	56.9%	55.7%
流动比率	0.78	0.54	0.59	0.57
速动比率	0.44	0.17	0.24	0.22
估值指标				
P/E	6.70	8.24	6.83	6.26
P/B	1.85	1.41	1.17	1.11
EV/EBITDA	3.89	3.26	2.56	2.24

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。