

2024年10月22日

兖煤澳大利亚 (3668.HK)

公司动态分析

证券研究报告

煤炭

三季度产量进度良好，维持全年指引

事件：公司发布2024年三季度经营情况，三季度权益煤炭产量10.2百万吨，同比上升10%，环比上升24%。平均煤炭实现价格为170澳元/吨，同比下降14%，环比下降6%。三季度公司产量恢复情况良好，四季度有望延续三季度的产量情况。现金营运成本保持89-97澳元/吨的指引未变。第三季度公司现金余额增加4.3亿澳元。公司的经营稳健，我们略微上调公司的产量预期。基于公司优质的低成本矿山资产和运营管理能力，给予2025年P/E为7x，维持“买入”评级，目标价38.2港元。

报告摘要

Q3产量恢复强劲，预计Q4延续态势。公司Q3实现权益产量10.2百万吨，权益销量10.4百万吨（YOY+10%，HOH+24%），当中动力煤9百万吨，冶金煤1.4百万吨。今年1-9月，商品煤权益总产量27.2百万吨，同比增长15%。上半年产量仍受到工作面接续和雨水的影响，重点矿山产量有所受影响，而Q3产量进一步恢复，预计Q4可以维持Q3的产量水平。公司维持全年35-39百万吨的指引。

Q3销售价格小幅下降，预计Q4保持平稳。Q3煤炭平均销售价格为170澳元/吨（YOY-14%，HOH-6%）。其中动力煤平均售价157澳元/吨（YOY-29%，HOH-4%）；冶金煤平均售价259澳元/吨（YOY-22%，HOH-19%）。总体动力煤市场供需相对平衡，由于中东紧张局势引发的天然气市场波动以及北半球高于平均的夏季气温带来的额外电力需求，使得动力煤指数在8月中旬达到峰值。再加上迎峰度冬即将来临，由此预计公司Q4的煤炭实现价格保持相对平衡。

成本指引不变，资本开支可能处在指引下端。公司上半年的现金成本仍然受到通胀等影响，但是随着产量的进一步提升，预计煤炭的单位成本能够有较好的下降。公司维持年初的现金经营成本指引在89-97澳元/吨。而公司的权益资本开支指引为6.5-8亿澳元，全年有望处于区间低端。

总体派息政策未变。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）。中期公司未宣派股息，料为潜在的企业活动做准备。

维持“买入”评级，目标价38.2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，利润率仍然维持相对较好水平。对于公司2024/2025年的EPS预测，分别为0.78/0.98澳元。结合行业估值和公司的前景，我们给予2025年P/E倍数7.5x，对应股价38.2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；生产不及预期；成本快速上行

(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	6,588	6,919
增长率 (%)	55.6	95.2	-26.3	-15.3	5.0
净利润	791	3,586	1,819	1,030	1,297
增长率 (%)	-176.1	353.4	-49.3	-43.4	25.9
净利润率 (%)	14.6	34.0	23.4	15.6	18.7
每股收益 (澳元)	0.60	2.72	1.38	0.78	0.98
每股净资产(澳元)	4.65	6.08	6.39	6.54	7.14
市盈率	10.41	2.30	4.52	7.99	6.35
市净率	1.34	1.03	0.98	0.95	0.87
EV/EBITDA	2.69	1.07	1.94	2.87	2.48
净资产收益率 (%)	14.0	50.6	22.1	12.1	14.4
股息收益率 (%)	11.3	19.7	11.2	7.6	7.9

数据来源：iFind，安信国际预测

投资评级： 买入
目标价格： 38.2 元
现价 (2024-10-21): 32.35 港元

总市值(百万港元)	42,716.22
流通市值(百万港元)	42,716.20
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)	63.25

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	37.0	38.3
YOY	-1.1%	-21.9%	13.0%	11.9%	3.3%
-动力煤销量	31.7	24.6	28.4	31.7	32.5
YOY	-5.9%	-22.4%	15.4%	11.5%	2.7%
-冶金煤销量	5.8	4.7	4.7	5.4	5.7
YOY	38.1%	-19.0%	0.0%	14.2%	6.9%
煤炭实现价格 A\$/t	141	378	232	177	175
YOY	72.0%	168.1%	-38.6%	-23.5%	-1.6%
-动力煤价格	134	372	211	160	159
YOY	76.3%	177.6%	-43.3%	-24.0%	-1.0%
-冶金煤价格	180	405	356	278	264
YOY	45.2%	125.0%	-12.1%	-22.0%	-5.0%

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	33	30
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
现金经营成本（不包括特许权使用费）	65	96	95	95	89
特许权使用费	11	33	21	16	16
现金经营成本	77	128	117	111	105
非现金经营成本					
折旧及摊销	22	29	25	24	23
生产成本总额	99	157	142	135	128
生产成本总额（不包括特许权使用费）	88	124	121	119	112

(转下页...)

财务报表预测

单位：百万澳元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
利润表					
收入	5,404	10,548	7,778	6,588	6,919
其他收入	64	183	26	100	100
所用原材料及耗材	(757)	(969)	(1,104)	(1,222)	(1,148)
雇员福利	(578)	(662)	(730)	(852)	(842)
折旧及摊销	(831)	(834)	(881)	(889)	(880)
运输	(642)	(678)	(783)	(778)	(727)
合约服务及厂房租赁	(410)	(457)	(539)	(555)	(574)
政府特许权使用费	(421)	(967)	(685)	(591)	(601)
煤炭采购	(162)	(183)	(183)	(177)	(209)
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	71	71
其他	(362)	(577)	(292)	(216)	(246)
除所得税前溢利/(亏损)	1,103	5,091	2,583	1,472	1,853
所得税利益/(开支)	(312)	(1,505)	(764)	(441)	(556)
除所得税后溢利/(亏损)	791	3,586	1,819	1,030	1,297
兖煤澳大利亚有限公司拥有人	791	3,586	1,819	1,030	1,297
非控股权益	-	-	-	-	-
同比 (%)					
营业收入	56%	95%	-26%	-15%	5%
税前利润	-197%	362%	-49%	-43%	26%
净利润	-176%	353%	-49%	-43%	26%
现金流量表					
税前利润	1,103	5,091	2,583	1,472	1,853
折旧和摊销	831	834	881	889	880
营运资本变动	(246)	25	(141)	410	(446)
税费	-	-	(2,123)	(764)	(441)
其他	212	578	61	-	-
经营性现金净流量	1,900	6,528	1,261	2,007	1,845
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)	(743)	(638)
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)	(743)	(638)
净现金流	833	1,097	(1,316)	513	557
汇兑损益	25	107	14	-	-
期初现金余额	637	1,495	2,699	1,397	1,910
期末现金余额	1,495	2,699	1,397	1,910	2,468

(转下页...)

财务报表预测 (续)

单位: 百万澳元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
资产负债表					
现金	1,495	2,699	1,397	1,910	2,468
应收账款	707	736	662	509	721
存货	264	330	416	400	354
其他流动资产	65	45	58	58	58
流动资产合计	2,531	3,810	2,533	2,878	3,600
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	502	573
其他长期资产	585	450	430	430	430
非流动资产合计	9,269	8,991	8,721	8,786	8,698
总资产合计	11,800	12,801	11,254	11,664	12,298
应付账款	743	863	734	976	695
短期借款	66	48	44	44	44
即期税项负债	-	1,542	222	441	556
其他流动负债	17	79	48	48	48
流动负债合计	826	2,532	1,048	1,509	1,343
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	-	-
非流动负债合计	4,828	2,239	1,764	1,519	1,519
负债合计	5,654	4,771	2,812	3,028	2,862
股本	6,698	6,698	6,698	6,698	6,698
储备	(188)	(264)	(258)	(351)	(210)
累计亏损	(366)	1,594	2,000	2,287	2,945
少数股东权益	2	2	2	2	3
所有者权益合计	6,146	8,030	8,442	8,636	9,436
主要财务比率					
P/E (x)	10.4	2.3	4.5	8.0	6.3
P/B (x)	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
Dividend yield (%)	11.3	19.7	11.2	7.6	7.9
EV/EBITDA (x)	2.7	1.1	1.9	2.9	2.5
EV/EBIT (x)	5.0	1.2	2.6	4.6	3.7
Pre-tax profit margin (%)	20.4	48.3	33.2	22.3	26.8
Net margin (%)	14.6	34.0	23.4	15.6	18.7
Effective tax rate (%)	28.3	29.6	29.6	30.0	30.0
ROE (%)	14.0	50.6	22.1	12.1	14.4
ROA (%)	6.9	29.2	15.1	9.0	10.8
Current ratio (x)	3.1	1.5	2.4	1.9	2.7
A/R turnover days (s)	35.1	24.6	32.4	32.0	32.0
Interest coverage (x)	5.3	12.1	49.7	169.0	212.5
Net debt/ (cash) to equity (%)	31.6	-25.2	-14.8	-20.4	-24.6
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	61.0	50.0

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到日本、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