

兖矿能源 (600188.SH) 澳洲核心资产，助力兖矿能源乘势而上

2022年09月04日

——公司深度报告
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
陈晨（分析师）
薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

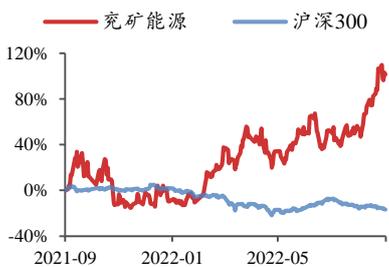
xuelei@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2022/9/2 |
| 当前股价(元) | 49.29 |
| 一年最高最低(元) | 52.10/21.50 |
| 总市值(亿元) | 2,439.22 |
| 流通市值(亿元) | 1,472.27 |
| 总股本(亿股) | 49.49 |
| 流通股本(亿股) | 29.87 |
| 近3个月换手率(%) | 49.23 |

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《H1 业绩大幅增长，H2 有望继续享受海外高煤价红利——公司2022年中报点评》-2022.8.28

《海内外煤价持续高位，催化2022Q2创历史最佳业绩——公司2022年中报预告点评》-2022.7.15

《海外煤价高弹性，增持兖煤澳洲有望进一步增厚业绩——公司信息更新报告》-2022.5.27

● 海外高煤价下兖澳业绩大增，有望大幅增厚公司业绩。维持“买入”评级。

兖煤澳洲是兖矿能源在澳洲持有的核心煤炭资产（持股62.26%），资源储量丰富，产能规模较大，定价机制灵活。考虑到在俄乌冲突后海外煤炭需求大涨背景下，兖澳具有强劲的盈利能力，有望为兖矿能源贡献显著的业绩弹性。我们维持盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为351.4/368.6/384.1亿元，同比+113.8%/4.9%/4.2%；EPS分别为7.10/7.45/7.76元；对应当前股价，PE为6.9/6.6/6.4倍。维持“买入”评级。

● 高弹性定价机制为售价开拓上升空间，兖澳上半年煤价大幅增长

兖澳动力煤定价机制主要参照API5价格指数和纽卡斯尔指数。低热值动力煤以API5进行定价，而剩余少部分高热值煤使用纽卡斯尔定价；冶金煤按照基准价或现货价进行定价，也具备一定弹性，高弹性定价机制为兖澳售价开拓上升空间。2022年3月以来，俄乌冲突后海外煤炭需求上涨拉动煤价，兖澳煤炭售价大幅上升。2022H1煤炭总体平均售价为314澳元/吨（+234%），其中动力煤平均售价为298澳元/吨（+235%），冶金煤平均售价为402澳元/吨（+230%）。

● 兖澳以价补量，2022H1业绩实现大幅增长

兖澳2022H1原煤产量/可售煤产量分别为2580/2080万吨，同比分别下降11.9%/10.3%，主要受上半年降雨影响；产量的下滑小幅提高了吨煤成本，2022H1兖澳单吨经营成本（不含特许权使用费）为83澳元/吨，同比增长23.9%。煤价涨幅显著高于成本涨幅，2022H1兖煤盈利实现大幅上涨，营收为47.8亿澳元，同比增长169.1%；归母净利润为17.38亿澳元，同比扭亏为盈，增量18.7亿元。

● 兖煤澳洲盈利能力显著提升，增持兖澳有望增厚股东兖矿能源业绩

我们预测兖煤澳洲2022-2024年归属于母公司的净利润分别为41.5/58.3/61.8亿澳元，同比增长326%/41%/6%，折合人民币为190.7/268.4/284.2亿元（假设1澳元等于4.6元人民币）。考虑到兖矿能源持股比例为62.26%，由此推算2022-2024年兖煤澳洲为股东兖矿能源贡献利润分别为118.8/167.1/177.0亿元。控股股东兖矿能源拟发行可转债增持兖煤澳洲，有望进一步增厚兖矿的业绩。

● 风险提示：煤价超预期下跌风险；安全生产风险；税收政策风险。
财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 214,992 | 151,991 | 254,704 | 260,791 | 265,333 |
| YOY(%) | 7.1 | -29.3 | 67.6 | 2.4 | 1.7 |
| 归母净利润(百万元) | 7,122 | 16,259 | 35,139 | 36,861 | 38,412 |
| YOY(%) | -28.2 | 128.3 | 113.8 | 4.9 | 4.2 |
| 毛利率(%) | 13.2 | 29.4 | 33.8 | 34.4 | 34.9 |
| 净利率(%) | 3.5 | 10.8 | 13.8 | 14.1 | 14.5 |
| ROE(%) | 8.6 | 19.2 | 32.9 | 25.7 | 21.0 |
| EPS(摊薄/元) | 1.54 | 3.32 | 7.10 | 7.45 | 7.76 |
| P/E(倍) | 32.0 | 14.8 | 6.9 | 6.6 | 6.4 |
| P/B(倍) | 5.0 | 4.1 | 2.9 | 2.0 | 1.5 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 兖煤澳大利亚：兖矿能源在澳洲持有的核心煤炭资产 | 4 |
| 2、 煤炭业务：国际高煤价背景下，兖澳弹性定价机制为营收上涨提供广阔空间 | 6 |
| 2.1、 兖煤澳洲煤炭储量丰富，权益储量达 60.13 亿吨 | 6 |
| 2.2、 高弹性定价机制为售价开拓上升空间 | 9 |
| 2.3、 2022H1 兖煤澳洲销量略有下滑，盈利能力依然出众 | 11 |
| 2.4、 原材料价格上涨叠加昆州税制改革，预计未来兖煤澳洲成本或将小幅提升 | 13 |
| 2.5、 兖煤澳洲盈利能力显著提升，测算 2022 年实现净利润约 200 亿元 | 13 |
| 3、 兖煤澳洲盈利能力显著提升，增持兖澳有望增厚股东兖矿能源业绩 | 15 |
| 4、 盈利预测与估值 | 17 |
| 5、 风险提示 | 17 |
| 附：财务预测摘要 | 18 |

图表目录

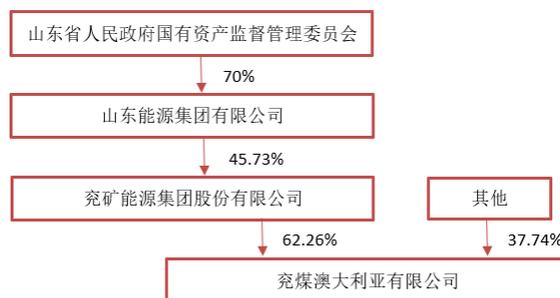
| | |
|---|----|
| 图 1： 截止 2021 年底，公司持有兖煤澳大利亚 62.26% 股份 | 4 |
| 图 2： 兖煤澳洲自 2004 年成立后不断扩张煤炭业务 | 4 |
| 图 3： 2022H1 兖煤澳洲营业收入为 48.11 亿澳元 | 5 |
| 图 4： 2022H1 兖煤澳洲实现归母净利润 17.38 亿澳元 | 5 |
| 图 5： 2021 年兖煤澳洲煤炭销售收入占比为 97.3% | 5 |
| 图 6： 2021 年兖煤澳洲自产煤业务收入为 52.9 亿澳元 | 6 |
| 图 7： 近年兖煤澳洲自产煤销售收入占营业收入比重整体保持上升（%） | 6 |
| 图 8： 2022 年兖煤澳洲资本开支预计为 6 亿澳元 | 9 |
| 图 9： 兖煤澳洲售价大多处两种指数之间，且与指数保持同步上涨态势 | 9 |
| 图 10： 兖煤澳洲动力煤两大参考价格自 2022 年 4 月出现分化，促使兖澳提升洗煤意愿 | 10 |
| 图 11： 近期海外动力煤较国内具有明显溢价 | 10 |
| 图 12： 2022H1 兖煤澳洲煤炭总售价为 314 澳元/吨 | 11 |
| 图 13： 2022H1 兖煤澳洲冶金煤、动力煤售价分别为 402 澳元/吨、298 澳元/吨（澳元/吨、%） | 11 |
| 图 14： 2022H1 兖煤澳洲动力煤销量占比为 84.7% | 12 |
| 图 15： 2022H1 兖煤澳洲动力煤、冶金煤销量同比均小幅减少（百万吨、%） | 12 |
| 图 16： 2021 年兖煤澳洲日、韩客户占比达到 39% | 12 |
| 图 17： 2022 年 H1 兖煤澳洲 ROE、ROA 分别上涨至 26.56%、13.66% | 15 |
| 图 18： 2022H1 公司资产负债率为 49.12% | 15 |
| 图 19： 2022H1 公司非流动负债占比为 78.04% | 15 |
| 图 20： 2022 年 H1 兖煤澳洲分派中期股息金额为 6.96 亿澳元（百万澳元、%） | 16 |
| 表 1： 兖煤澳洲煤炭总储量丰富（百万吨） | 6 |
| 表 2： 兖煤澳洲可销售煤炭储量丰富（百万吨） | 7 |
| 表 3： 2022 年 H1 受到天气和疫情影响，兖煤澳洲原煤和可售煤炭产量有所下滑（百万吨） | 8 |
| 表 4： 2021 年，兖煤澳洲权益煤炭可售产量较为稳定（百万吨） | 8 |
| 表 5： 2022 年上半年兖煤澳洲煤炭平均售价的大幅提升抵消了销量下滑对营收的影响 | 12 |
| 表 6： 因原材料、运输成本提升，2021 年兖煤澳洲单吨成本有所提高（澳元/吨） | 13 |

表 7: 兖煤澳洲公司煤炭板块盈利预测 14

1、兖煤澳大利亚：兖矿能源在澳洲持有的核心煤炭资产

兖矿能源集团股份有限公司持有兖煤澳大利亚 62.26% 股份，是兖煤澳大利亚的控股股东。2004 年，兖州煤业股份有限公司（即兖矿能源）收购澳思达煤矿，创立兖煤澳大利亚。之后公司通过不断收购煤矿以扩张煤炭业务，2012 年兖煤澳洲与格罗斯特集团进行战略合并，并在澳大利亚证券交易所上市。2017 年收购联合煤炭公司 100% 股权，实现产能规模跨越式增长。目前，兖煤澳大利亚已经是澳大利亚最大的上市专营煤炭生产商之一。2018 年，兖煤澳大利亚（以下简称兖煤澳洲）于香港证券交易所上市（港交所交易代码：3668.HK）。

图1：截止 2021 年底，公司持有兖煤澳大利亚 62.26% 股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：兖煤澳洲自 2004 年成立后不断扩张煤炭业务



资料来源：公司年报、开源证券研究所

2021 年以来兖煤澳洲业绩开始发力。受益于国际煤炭价格持续增长，兖煤澳洲 2021 年业绩表现非常亮眼，营业总收入达到 54.12 亿澳元，同比增长 55.7%，实现归属于上市公司股东净利润 7.91 亿澳元。2022 年上半年，兖煤澳洲在新南威尔士州的所有露天矿及昆士兰州的一处露天矿同时遭遇东海岸强低压天气带来的强降雨，导

致公司上半年产量有所下滑，但兖煤澳洲高额的煤炭售价完全抵消了产销量下滑对营收的影响，由此实现了非常可观的收益。2022年上半年，兖煤澳洲营业收入48.11亿港元，同比增长170.7%，归母净利实现17.38亿港元，同比增长18.7亿港元。

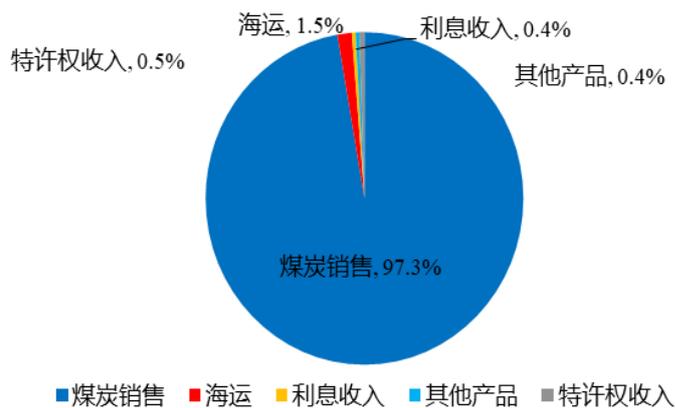
图3：2022H1 兖煤澳洲营业收入为 48.11 亿港元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

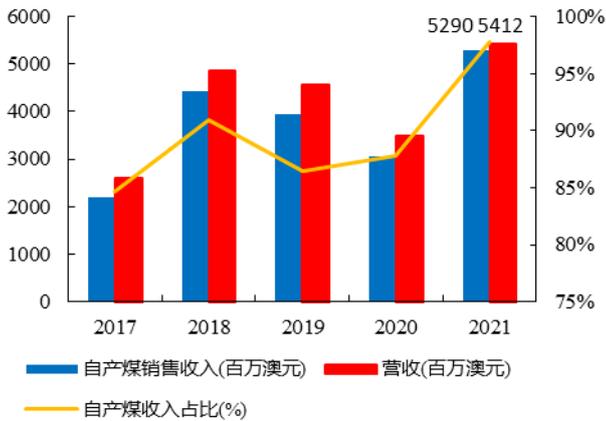
图4：2022H1 兖煤澳洲实现归母净利润 17.38 亿港元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

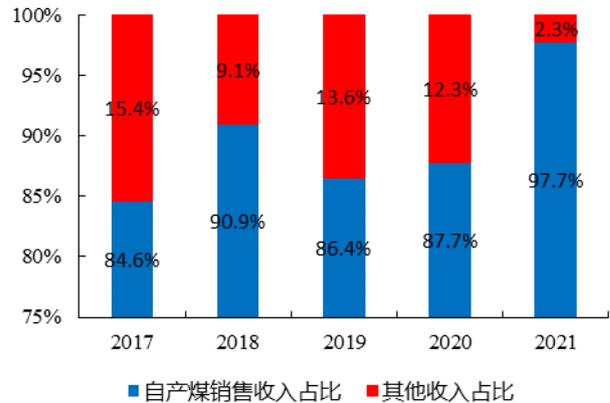
兖煤澳洲业务以煤炭销售为主，近些年自产煤收入及占比整体呈上升趋势。兖煤澳洲以煤炭销售为主要业务，2021年煤炭销售收入占比达到97.3%。其中自产煤收入方面，2017年-2021年，兖煤澳洲自产煤收入从22.04亿港元增长至52.9亿港元，涨幅约为140.0%。2017年-2021年，自产煤收入占比不断提升，2021年自产煤收入占比创近年新高，主要由于海外煤炭价格大幅上涨；兖煤澳洲其他业务包括探矿服务、海运等业务，但这些业务营收占比较小，2021年合计占比仅为2.7%。

图5：2021年兖煤澳洲煤炭销售收入占比为97.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021年兖煤澳洲自产煤业务收入为52.9亿港元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：近年兖煤澳洲自产煤销售收入占营业收入比重整体保持上升（%）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、煤炭业务：国际高煤价背景下，兖澳弹性定价机制为营收上涨提供广阔空间

2.1、兖煤澳洲煤炭储量丰富，权益储量达60.13亿吨

兖煤澳洲煤炭储量丰富，煤矿主要位于新南威尔士州和昆士兰州，2021年权益储量达到60.13亿吨。兖煤澳洲位于新南威尔士州的煤矿包括莫拉本煤矿、亨特谷、索利山、沃克沃思煤矿、Gloucester、艾诗顿煤矿、澳思达煤矿和唐纳森煤矿等；位于昆士兰州的煤矿包括雅若碧煤矿和中山矿。截止2021年，兖煤澳洲煤炭资源总量为85.71亿吨，权益煤炭资源总储量为60.13亿吨，可销售煤炭总储量为11.95亿吨，权益可销售煤炭总储量8.19亿吨。

表1：兖煤澳洲煤炭总储量丰富（百万吨）

| | 权益占比 | 类型 | 水分基准% | 煤炭资源探 测量 | 煤炭资源标 示量 | 煤炭资源推 断量 | 煤炭资源总 量 |
|-------------------|--------|----------|-------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 莫拉本（露天&地下） | 95% | 动力煤 | 6.00% | 700 | 170 | 200 | 1,070 |
| Mt Thorley（露天&地下） | 80% | 半软焦煤/动力煤 | 6至8% | 203 | 150 | 75 | 428 |
| Warkworth（露天&地下） | 84.47% | 半软焦煤/动力煤 | 6至8% | 497 | 260 | 175 | 932 |
| HVO（露天） | 51% | 半软焦煤/动力煤 | 6至8% | 780 | 1,300 | 2,400 | 4,480 |
| 雅若碧（露天） | 100% | 喷吹煤/动力煤 | 5.50% | 60 | 60 | 13 | 133 |
| Gloucester（露天） | 100% | 冶金煤/动力煤 | 6.00% | 8 | 195 | 110 | 313 |
| 中山（露天） | 50% | 焦煤/喷吹煤 | 5.00% | 83 | 56 | 19 | 158 |
| 澳思达（地下） | 100% | 冶金煤 | 5.00% | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 艾诗顿（露天&地下） | 100% | 半软焦煤/动力煤 | 6.50% | 85 | 95 | 90 | 270 |
| 唐纳森（露天&地下） | 100% | 半软焦煤/动力煤 | 4.00% | 190 | 400 | 100 | 690 |
| Monash（地下） | 100% | 冶金煤/动力煤 | 6.00% | 0 | 17 | 80 | 97 |

| 权益占比 | 类型 | 水分基准% | 煤炭资源探 测量 | 煤炭资源标 示量 | 煤炭资源推 断量 | 煤炭资源总 量 |
|----------------------|----|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 煤炭资源总量 (100%) | | | 2,606 | 2,703 | 3,262 | 8,571 |
| 充煤应占量 | | | | | | 6013 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：澳思达煤矿于2020年3月31日暂停生产并向保养及维护业务过渡，因此，澳思达不再报告煤炭资源及储量。当前并表煤矿中与历史并购有出入的为米诺华煤矿和新泰克，其中米诺华于2010年将51%股权全部出售给日本双日会社，新泰克现在归属于充煤国际。

表2：充煤澳洲可销售煤炭储量丰富（百万吨）

| 权益占比 | 类型 | 水分 | 灰分 | 证实煤炭储量 | 可能煤炭储 量 | 总煤炭储量 |
|----------------------|----------|-------------------|-------------------|------------|------------|-------------|
| 莫拉本（露天） | 动力煤 | 9% | 21% | 133 | 4 | 137 |
| 莫拉本（地下） | 动力煤 | 9% | 16% | 32 | 13 | 45 |
| 索利山（露天） | 半软焦煤/动力煤 | 10% | 10-14% | 1.3 | 11 | 13 |
| Warkworth（露天） | 半软焦煤/动力煤 | 10% | 10-14% | 104 | 61 | 165 |
| HVO（露天） | 半软焦煤/动力煤 | 10% | 13% | 290 | 330 | 620 |
| 雅若碧（露天） | 喷吹煤/动力煤 | 10% | 10% | 29 | 32 | 61 |
| Gloucester（露天） | 冶金煤/动力煤 | 8% | 19% | 0 | 1.4 | 1.4 |
| 中山（露天） | 焦煤/喷吹煤 | 10%焦煤 10.5%喷吹煤 | 10%焦煤 10.5%喷吹煤 | 53 | 16 | 69 |
| 艾诗顿(AWOC) | 半软焦煤/动力煤 | 9.50% | 9.50% | 0 | 9 | 9 |
| 艾诗顿（地下） | 半软焦煤/动力煤 | 8.50% | 9.50% | 8 | 5 | 13 |
| 唐纳森（地下） | 半软焦煤/动力煤 | 8% | 17% | 0 | 62 | 62 |
| 总煤炭储量（100%基准） | | | | 651 | 544 | 1195 |
| 充煤应占份额 | | | | | | 819 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2021年，充煤澳洲受到极端天气和疫情影响，原煤产量以及可售煤炭产量有所下降。2021年3月，受到拉尼娜天气现象的影响，新南威尔士州部分地区遭受严重洪灾，导致采矿、铁路及港口活动中断，同时也造成了纽卡斯尔港口船只拥挤。因此，公司位于新南威尔士州的莫拉本、沃克山、亨特谷的露天矿产量出现下降。2021年公司原煤产量、可售煤炭产量分别为6320万吨、4850万吨，分别同比下降7.2%、6.4%；公司权益可售煤炭产量为3860万吨，同比下降1.8%。

2022年3月份，再次受到强降雨天气的影响，充煤澳洲位于亨特谷附近的露天矿产量下滑比较严重。2022年H1，充煤澳洲原煤产量为2580万吨，同比下降11.9%，可售煤产量为2080万吨，同比下降10.3%。考虑到上半年持续强降雨所造成的矿井积水，公司认为下半年的产量会受到一定影响，由此，充煤澳洲在2022年半年度财务业绩报告中将全年权益可售煤产量指引下调至为3100万吨-3300万吨。未来随着天气情况转好，充煤澳洲产量有望恢复。

表3：2022年H1受到天气和疫情影响，兖煤澳洲原煤和可售煤炭产量有所下滑（百万吨）

| 地区 | 矿井 | 原煤产量 | | | | | 可售煤炭产量 | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022H1 | 2021H1 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022H1 | 2021H1 |
| 新南威尔士 | 莫拉本 | 20.5 | 21.7 | 20.4 | 9.3 | 10.1 | 17.8 | 19.7 | 18.4 | 8.4 | 9.2 |
| 新南威尔士州 | 沃克山 | 17.6 | 17.6 | 16.5 | 5.6 | 7.4 | 12.1 | 11.9 | 11.2 | 3.7 | 5 |
| 新南威尔士 | 亨特谷 | 19.2 | 16.9 | 14.4 | 6.6 | 6.4 | 13.7 | 12 | 10.6 | 5.6 | 5.1 |
| 昆士兰 | 雅若碧 | 3.4 | 3.3 | 3 | 1.1 | 1.1 | 2.8 | 3 | 2.6 | 1 | 1.2 |
| 新南威尔士 | 特斯拉福德/杜拉里 | 1.2 | 1 | 1.5 | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 0.5 | 0.8 | 0.3 | 0.3 |
| 昆士兰 | 中山 | 3.4 | 4 | 4.8 | 2 | 2.5 | 2.7 | 2.9 | 3.7 | 1.4 | 0.6 |
| 新南威尔士 | 艾诗顿 | 3.7 | 3.6 | 2.6 | 0.9 | 1.3 | 2.2 | 1.8 | 1.2 | 0.4 | 1.8 |
| 合计 | | 69 | 68.1 | 63.2 | 25.8 | 29.3 | 52.1 | 51.8 | 48.5 | 20.8 | 23.2 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

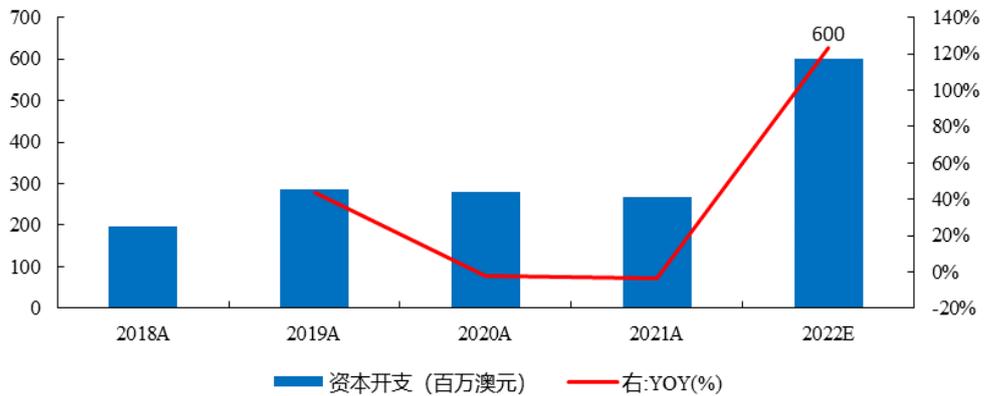
表4：2021年，兖煤澳洲权益煤炭可售产量较为稳定（百万吨）

| 百万吨 | 权益占比 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 莫拉本 | 95% | 13.3 | 15.2 | 18.2 | 17.4 |
| 沃克山 | 82.90% | 9.7 | 9.9 | 9.9 | 9.3 |
| 亨特谷 | 51% | 6.8 | 6.9 | 6.1 | 5.4 |
| 雅若碧 | 100% | 2.6 | 2.8 | 3 | 2.6 |
| 特斯拉福德/杜拉里 | 100% | 0.5 | 0.8 | 0.5 | 0.8 |
| 艾诗顿 | 100% | | | 0.1 | 1.2 |
| 中山（权益入账） | ~50% | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.9 |
| 沃特岗 | - | | | 0.1 | |
| 动力煤合计 | | 27.3 | 30.2 | 33.6 | 31.1 |
| 冶金煤合计 | | 7.5 | 6.7 | 5.7 | 7.5 |
| 合计权益可售产量 | | 34.8 | 36.9 | 39.3 | 38.6 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2020年12月16日，兖矿集团及兖矿香港与其他两名沃特岗发行债券持有人签订商业安排，兖煤重新获得沃特岗会计控制权

兖煤澳洲大幅增加资本开支，最大化释放产能。兖煤澳洲预计2022年资本开支为6亿澳元，同比增长123%。大幅增加资本开支的原因主要在于，一方面集团计划更换部分采矿车队，使大型、低成本的矿山能以最佳水平运行；另一方面用于莫拉本选煤厂的升级改造，预计提升200万吨产能，助力莫拉本露天矿井产能（1400万吨）或将达到1600万吨。

图8：2022年兖煤澳洲资本开支预计为6亿美元


数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.2、高弹性定价机制为售价开拓上升空间

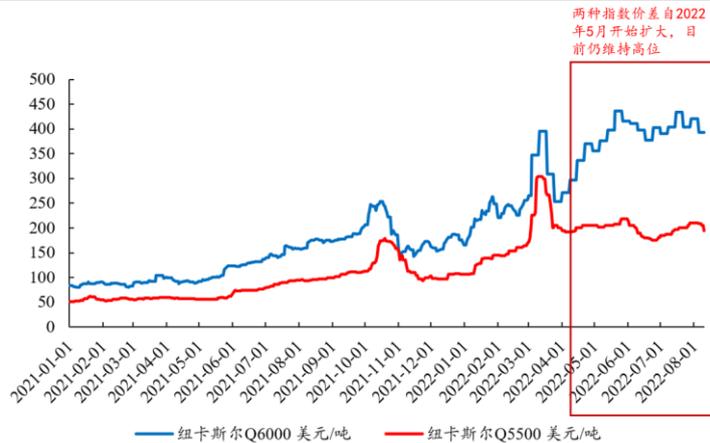
兖煤澳大利亚动力煤的定价机制主要参照市场价格。兖煤澳大利亚动力煤定价主要参考 API5 价格指数和纽卡斯尔动力煤价格指数两种指数。其中，API5 指数为纽卡斯尔离岸价 5500 kcal 和 IHS McCloskey 5500 kcal 价格指数的平均值（下文以纽卡斯尔 5500 FOB 近似替代），纽卡斯尔指数使用纽卡斯尔 6000 kcal 动力煤价格指数。兖煤澳大利亚动力煤中以高灰分、低热值煤为主，这部分动力煤以 API5 进行定价，而剩余少部分热值更高的动力煤会参考纽卡斯尔 6000 千卡动力煤价格指数进行定价。

图9：兖煤澳洲售价大多处两种指数之间，且与指数保持同步上涨态势


资料来源：公司年报

两种指数价差维持高位，集团加大洗煤力度以进一步提高利润。自2022年5月以来，海外 5500 千卡动力煤价格指数和 6000 千卡动力煤价格指数之间价差持续扩大，目前仍处于高位。8月上旬 6000 千卡动力煤达到 400 美元/吨左右，而 5500 千卡动力煤仅为 200 美元/吨左右。为提升整体销售利润率，兖煤澳洲提出加大洗煤力度相关政策，在公司若干矿场中如煤层具有适当的质量，则会提高该煤层的洗选成本和力度。

图10：兖煤澳洲动力煤两大参考价格自 2022 年 4 月出现分化，促使兖澳提升洗煤意愿

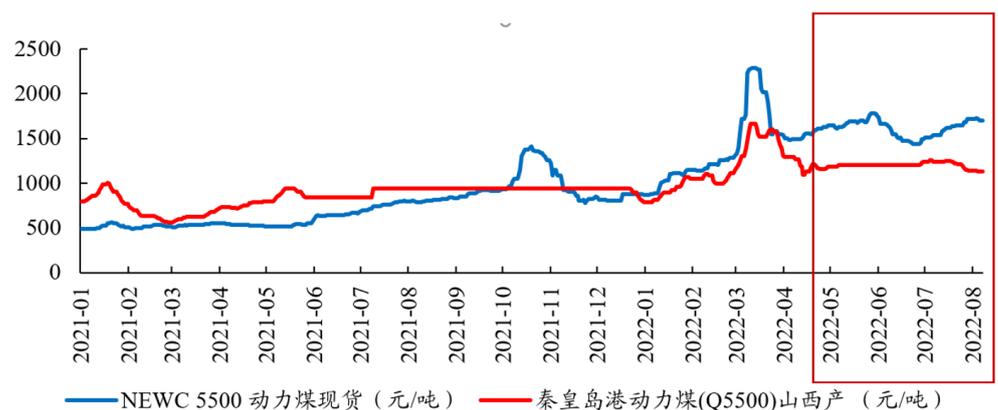


数据来源：Wind、开源证券研究所

海外能源价格大涨，国外动力煤价格相较国内出现溢价。2022 年 2 月以来，俄乌冲突影响欧洲煤炭及天然气供应，国际煤炭基本面呈现供减需增局面，海外煤价持续提升。

相较而言，国内动力煤价格缺乏上行弹性。国家发改委表示，自 5 月 1 日起，秦皇岛港下水煤（5500 千卡）现货价格若每吨超过 1155 元，如无正当理由，一般可认定为哄抬价格。因此，国内动力煤现货价格无法持续提升，而海外需求激增拉动煤价上涨，最终海内外动力煤价格在 2022 年 4 月之后出现明显分化。

图11：近期海外动力煤较国内具有明显溢价



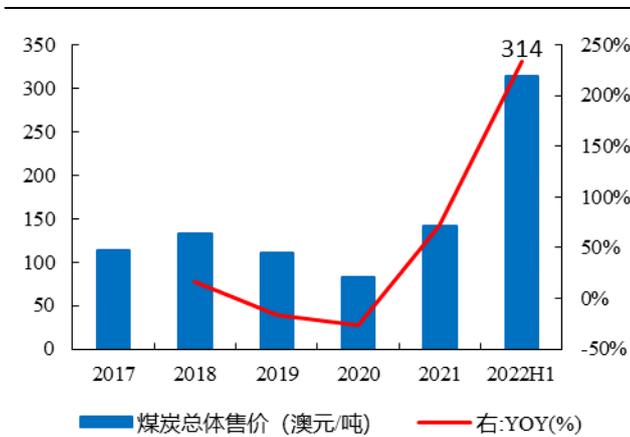
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：NEWC 5500 动力煤折算为国内价格时，假设国际运费为 15 美元/吨，美元对人民币汇率为 6.5

充煤澳洲冶金煤定价也存在一定弹性。充煤澳洲冶金煤按照基准价或现货价进行定价：大部分定期合约按照澳大利亚主要煤炭供应商与日本钢铁厂按季度价格进行磋商，现货销售按交易当日的市场价定价。充煤澳洲的大部分纽卡斯尔半软焦煤及昆士兰州低挥发分喷吹煤按照季度基准价进行定价。

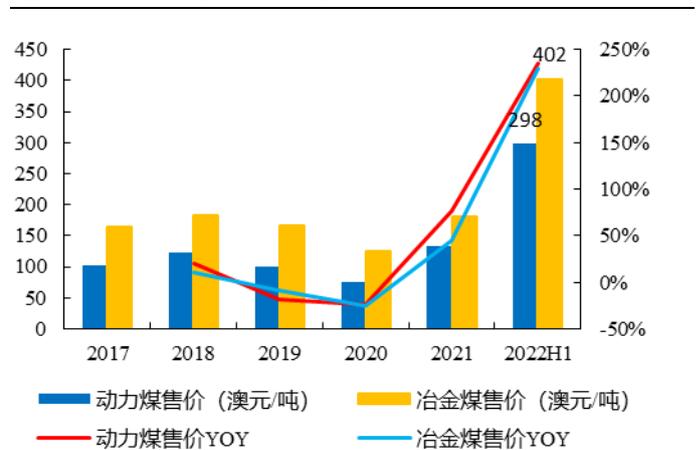
2021年，充煤澳洲煤炭平均售价大幅提升。其中，动力煤平均售价为134澳元/吨，同比增长76.32%；冶金煤平均售价为180澳元/吨，同比增长45.16%；煤炭总体售价为141澳元/吨，同比增长71.95%。2022年H1，由于俄乌冲突改变全球能源供需格局，能源价格大幅提升，煤炭市场价格持续高速上涨。2022H1，充煤澳洲动力煤平均售价为298澳元/吨，同比增长235%；冶金煤平均售价为402澳元/吨，同比增长230%；煤炭总体平均售价为314澳元/吨，同比增长234%。

图12：2022H1 充煤澳洲煤炭总售价为 314 澳元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2022H1 充煤澳洲冶金煤、动力煤售价分别为 402 澳元/吨、298 澳元/吨（澳元/吨、%）



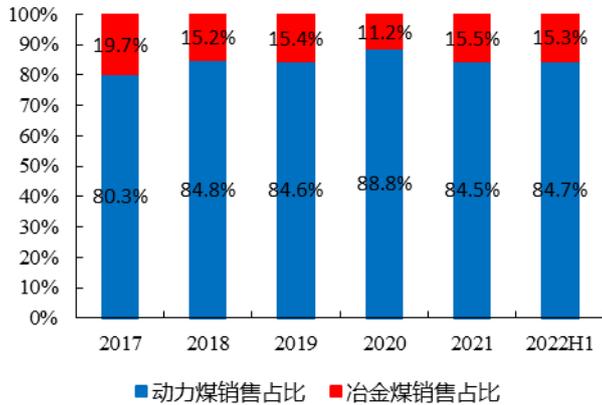
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、2022H1 充煤澳洲销量略有下滑，盈利能力依然出众

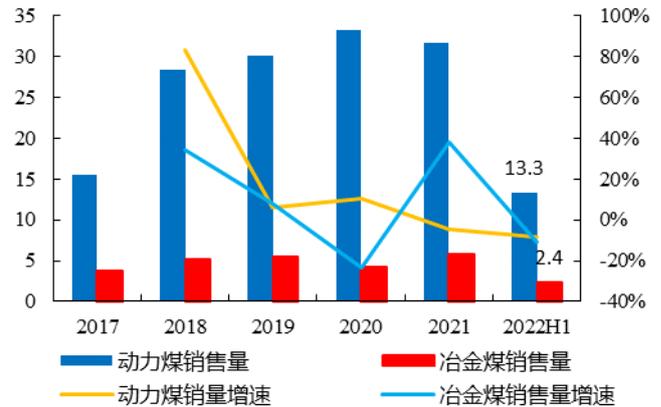
充煤澳洲产品结构以动力煤为主，2022H1 动力煤占比有所提升。充煤澳洲绝大部分产品为动力煤，销售量占比常年超过80%，2021年、2022年H1 动力煤销量占比分别达到84.5%、84.7%。

2022年上半年充煤澳洲动力煤、冶金煤销量较去年均出现小幅下滑。2021年，公司动力煤、冶金煤权益销量分别为3170万吨、580万吨，同比分别变动-4.5%、+38.1%。2022年H1 大暴雨对煤炭运输物流形成干扰，充煤澳洲上半年销量有所下滑，动力煤、冶金煤权益销量分别为1330万吨、240万吨，同比分别下降8.3%、11.1%。而价格的大幅上涨弥补了这部分销量的下降，2022H1 充煤实现营业收入48.11亿美元，同比增长170.7%。

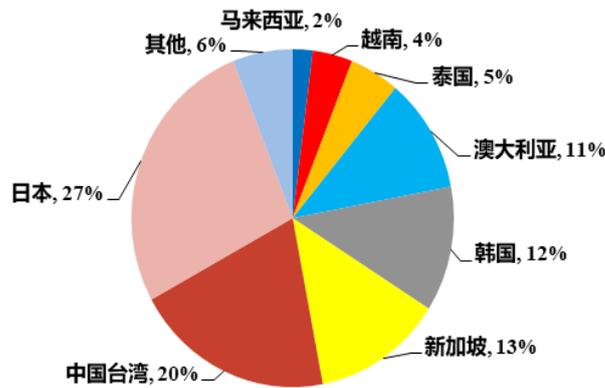
充煤澳洲客户主要分为两类，一类是价格敏感性客户，主要采购相对较低热值的动力煤，结算价格参考API5；另一类是处于环保指标考虑，而追求高热值、低灰分的客户，以日、韩国家为代表，这些国家价格承受能力强，结算价格通常参考纽卡斯尔6000 kcal 动力煤价格。2021年公司日、韩客户占比达到39%，较2020年增长7pct。

图14: 2022H1 兖煤澳洲动力煤销量占比为 84.7%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 2022H1 兖煤澳洲动力煤、冶金煤销量同比均小幅减少 (百万吨、%)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2021 年兖煤澳洲日、韩客户占比达到 39%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 2022 年上半年兖煤澳洲煤炭平均售价的大幅提升抵消了销量下滑对营收的影响

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022H1 | |
|------|----------------|------|------|------|------|--------|------|
| 动力煤 | 平均售价 (澳元/吨) | 102 | 123 | 100 | 76 | 134 | 298 |
| | 权益销售量 (百万吨) | 15.5 | 28.4 | 30.1 | 33.2 | 31.7 | 13.3 |
| | 动力煤销售总额 (百万澳元) | 1585 | 3484 | 3015 | 2535 | 4246 | - |
| 冶金煤 | 平均售价 (澳元/吨) | 165 | 182 | 167 | 124 | 180 | 402 |
| | 权益销售量 (百万吨) | 3.8 | 5.1 | 5.5 | 4.2 | 5.8 | 2.4 |
| | 冶金煤销售总额 (百万澳元) | 619 | 932 | 917 | 516 | 1044 | - |
| 煤炭总量 | 平均售价 (澳元/吨) | 114 | 132 | 111 | 82 | 141 | 314 |
| | 销售量 (百万吨) | 19.3 | 33.5 | 35.6 | 37.4 | 37.5 | 15.7 |
| | 煤炭销售总额 (百万澳元) | 2204 | 4416 | 3932 | 3051 | 5290 | - |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.4、原材料价格上涨叠加昆州税制改革，预计未来充煤澳洲成本或将小幅提升

预计 2022 年单吨现金经营成本（不包含特许权使用费）为 84-89 澳元/吨。2021 年，充煤澳洲现金经营成本（不考虑特许权使用费）为 66 澳元/吨，主要由于原材料（柴油价格上涨）和运输成本（极端天气导致船舶排队滞期费和全球运费上涨）提升导致；折旧和摊销部分的提升是由于产量下降所导致。2021 年充煤澳洲单位生产成本总额为 99 澳元/吨，相比 2020 年增长 11 澳元。2022H1 单吨现金经营成本（不包含特许权使用费）为 83 澳元/吨，同比增长 23.9%。根据公司 2022 年半年度财务业绩报告披露的全年成本指引，考虑到上半年产量有所下滑以及原材料价格的上涨，预计公司 2022 年单吨现金经营成本（不包括特许权使用费）上涨为 84 至 89 澳元/吨。

其中，特许权使用费上升较为明显。特许权使用费是参考已售煤炭的价值、煤矿类型及煤矿所在州按从价基准厘定，并支付给相关州政府的费用。由于 2021 年煤炭售价提升，特许权使用费也相应提升至 11 澳元/吨。

考虑到澳大利亚昆士兰州政府近期宣布提高煤炭生产特许权使用费，自 2022 年 7 月 1 日起生效，新方案将采取累进税制，对价格超过每吨 175 澳元的煤炭征收 20% 的税率，每吨超过 225 澳元的煤炭征收 30% 的税率，每吨超过 300 澳元的煤炭征收 40% 的税率。新南威尔士州维持 7% 的税率。因此，预计 2022 年充煤澳洲生产特许权使用费会有一定增长。

表6：因原材料、运输成本提升，2021 年充煤澳洲单吨成本有所提高（澳元/吨）

| 单位：澳元/吨 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 原材料及耗材 | 18 | 20 | 20 | 18 | 20 |
| 工资 | 16 | 16 | 15 | 15 | 15 |
| 运输 | 16 | 16 | 16 | 15 | 17 |
| 合约服务与厂房租赁 | 12 | 11 | 16 | 10 | 11 |
| 其他经营开支 | | | 2 | 2 | 2 |
| 现金经营成本（不包含特许权使用费） | 62 | 63 | 63 | 60 | 66 |
| 折旧和摊销 | 14 | 16 | 17 | 22 | 22 |
| 生产成本总额（不包括特许权使用费） | 76 | 79 | 80 | 82 | 88 |
| 特许权使用费 | 9 | 10 | 9 | 6 | 11 |
| 生产成本总额 | 85 | 89 | 89 | 88 | 99 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：表内成本为单位自产煤销量成本

2.5、充煤澳洲盈利能力显著提升，测算 2022 年实现净利润约 200 亿元

充煤澳洲商品煤业务拆分的主要预测依据：

(1) 根据充煤澳洲 2022 年度半年度财务业绩报告产量指引，公司权益可售煤产量为 3100 万吨-3300 万吨。考虑到下半年公司需要将前段时间持续的大暴雨所形

成的积水移出矿井，这一定程度会影响矿井生产恢复速度，同时我们预计明后年气候条件有所改善，因此我们预计 2022/2023/2024 年兖煤澳洲煤炭权益产量总计为 3100/3760/3960 万吨，假设产销率维持 97.15%，2022/2023/2024 年权益销量为 3010/3650/3850 万吨。

(2) 考虑 2022 年行业维持高景气，海外煤炭供需格局持续紧张，我们预测 2022/2023/2024 年公司市场煤单位售价分别为 331.4/367.5/367.5 澳元/吨。成本方面，考虑到原材料价格不断上涨，同时昆士兰州提升特许权使用费征收力度，我们预计未来兖煤澳洲单吨总成本会有小幅上涨，2022/2023/2024 年分别为 131.4/138.4/138.4 澳元/吨。2022/2023/2024 年吨财务费用分别假设为 8.0/6.4/5.1 澳元/吨。

表7：兖煤澳洲公司煤炭板块盈利预测

| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 原煤产量 | 百万吨 | 41.1 | 66.5 | 69 | 68.1 | 63.2 | 50.8 | 61.6 | 64.8 |
| 可售煤产量 | 百万吨 | 31.5 | 50 | 52.1 | 51.8 | 48.5 | 39.0 | 47.2 | 49.8 |
| 洗选比率 | % | 76.64% | 75.19% | 75.51% | 76.06% | 76.74% | 76.74% | 76.74% | 76.74% |
| 权益比例 | % | 64.76% | 69.60% | 70.83% | 75.87% | 79.59% | 79.59% | 79.59% | 79.59% |
| 权益原煤产量 | 百万吨 | 26.6 | 46.3 | 48.9 | 51.7 | 50.3 | 40.4 | 49.0 | 51.6 |
| 权益产量(可售煤) | 百万吨 | 20.4 | 34.8 | 36.9 | 39.3 | 38.6 | 31.0 | 37.6 | 39.6 |
| 权益销量(可售煤) | 百万吨 | 19.3 | 33.5 | 35.6 | 37.4 | 37.5 | 30.1 | 36.5 | 38.5 |
| 产销率 | % | 94.61% | 96.26% | 96.48% | 95.17% | 97.15% | 97.15% | 97.15% | 97.15% |
| 煤炭板块营业收入 | 亿澳元 | 22.0 | 44.2 | 39.3 | 30.5 | 52.9 | 99.8 | 134.2 | 141.4 |
| 单吨售价 | 澳元/吨 | 114.2 | 131.8 | 110.4 | 81.6 | 141.1 | 331.4 | 367.5 | 367.5 |
| 现金经营成本(不包含特 许权使用费) | 澳元/吨 | 62 | 63 | 69 | 60 | 65 | 86.4 | 90.9 | 90.9 |
| 折旧和摊销 | 澳元/吨 | 14 | 16 | 17 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 生产成本总额(不包括特 许权使用费) | 澳元/吨 | 76 | 79 | 86 | 82 | 87 | 108.4 | 112.9 | 112.9 |
| 特许权使用费 | 澳元/吨 | 9 | 10 | 9 | 6 | 11 | 23.0 | 25.5 | 25.5 |
| 单位生产成本总额 | 澳元/吨 | 85 | 89 | 95 | 88 | 98 | 131.4 | 138.4 | 138.4 |
| 总成本 | 亿澳元 | 16.4 | 29.8 | 33.8 | 32.9 | 36.8 | 39.6 | 50.6 | 53.2 |
| 吨煤毛利润 | 澳元/吨 | 29.2 | 42.8 | 15.4 | -6.4 | 43.1 | 200.0 | 229.1 | 229.1 |
| 吨煤财务费用 | 澳元/吨 | 15.2 | 8.7 | 6.5 | 5.1 | 6.9 | 8.0 | 6.4 | 5.1 |
| 所得税率 | % | 26.6% | 27.3% | 6.3% | - | 28.3% | 28.3% | 28.3% | 28.3% |
| 单吨归母净利润 | 澳元/吨 | 10.3 | 24.8 | 8.3 | -11.5 | 25.9 | 137.7 | 159.7 | 160.6 |
| 煤炭归母净利润 | 亿澳元 | 2.0 | 8.3 | 3.0 | -4.3 | 9.7 | 41.5 | 58.3 | 61.8 |

数据来源：公司年报、开源证券研究所

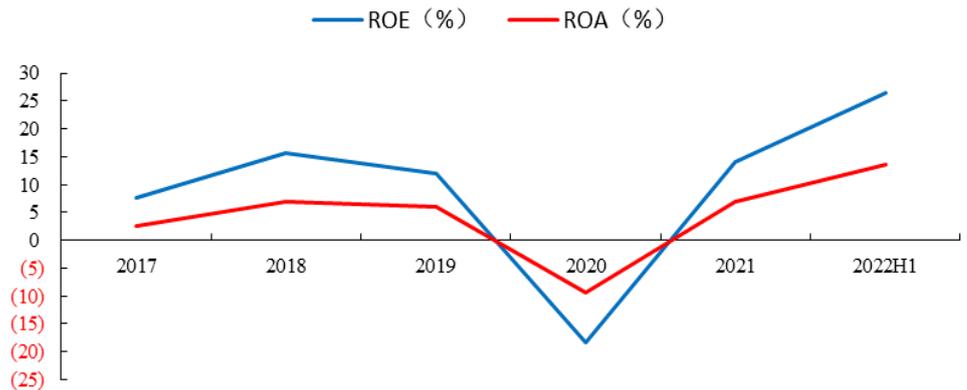
我们预测兖煤澳洲 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 41.5/58.3/61.8 亿港元，同比增长 326%/41%/6%，折合人民币为 190.7/268.4/284.2 亿元（假设 1 澳元等于 4.6 元人民币）。考虑到兖矿能源持股比例为 62.26%，由此推算 2022-2024 年兖煤澳洲为股东兖矿能源贡献利润分别为 118.8/167.1/177.0 亿元。

3、兖煤澳洲盈利能力显著提升，增持兖澳有望增厚股东兖矿能源业绩

兖煤澳洲盈利能力显著提升。2021年兖煤澳洲ROE、ROA分别为13.96%、6.92%，同比分别增长32.28pct、16.31pct，若剔除2020年因收购沃特岗对净利润产生的影响，公司近五年盈利能力较为稳定。受益于上半年国际高煤价，兖煤澳洲2022年H1盈利能力显著提升，ROE、ROA分别为26.56%、13.66%。

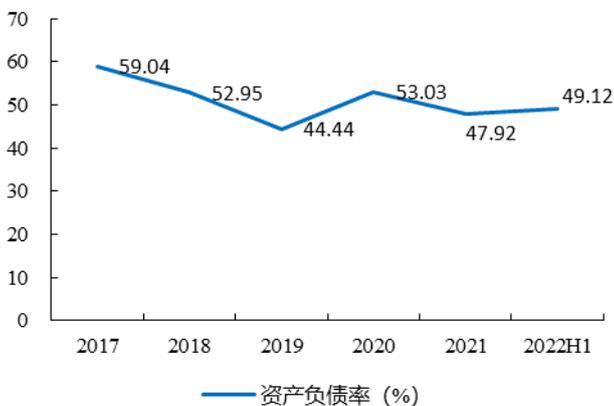
兖煤澳洲资产负债率良好，且负债结构中以非流动负债为主。得益于2021年较高的经营现金流，公司提前偿还部分抵押银行贷款，进一步降低公司负债水平。2021年公司资产负债率为47.92%，同比下降5.11pct。2022年上半年，兖煤澳洲资产负债率水平为49.12%，期间公司提前偿还约8亿美元债务，并于2022年7月达到零净债状态；兖煤澳洲负债结构中以非流动性负债为主，除2019年外，公司非流动性负债占比基本维持在80%左右。

图17：2022年H1兖煤澳洲ROE、ROA分别上涨至26.56%、13.66%



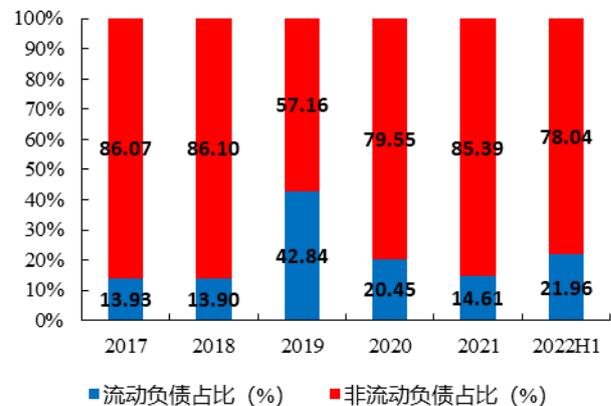
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022H1公司资产负债率为49.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

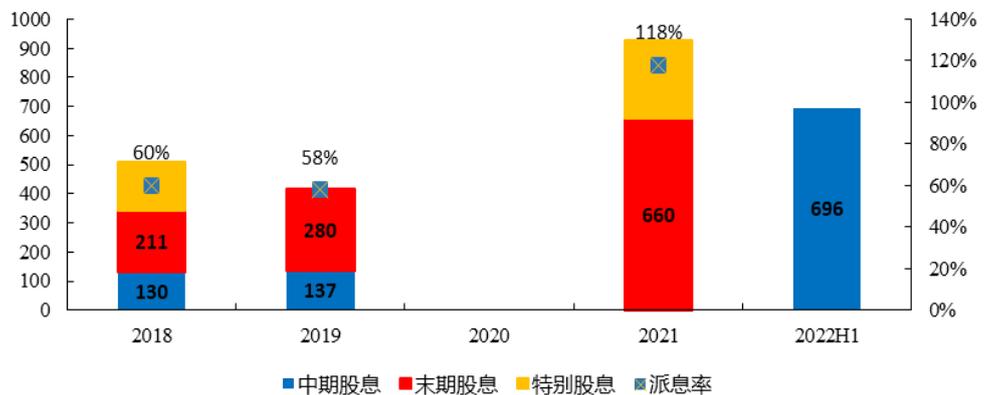
图19：2022H1公司非流动负债占比为78.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

兖煤澳洲股息分派政策灵活，金额可观。兖煤澳洲拥有两种派息标准，即年度股息派付不少于（1）税后净利润的 50%（不包括异常项目）；（2）自由现金流量的 50%（不包括异常项目）作为中期/或末期股息，并且派息决策权最终来自董事会，如果董事认为需要审慎管理公司财务状况，则可决定派付不低于税后净利润的 25%（不包括异常项目）作为中期/末期股息。近年来，兖煤澳洲派息金额可观，2021 年公司派息总额达到 9.29 亿元，据兖煤澳洲 2022 年半年度财务业绩报告披露，公司已宣派 6.96 亿澳元的中期股息，每股为 0.5271 澳元。

图20：2022年H1兖煤澳洲分派中期股息金额为6.96亿澳元（百万澳元、%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

股东兖矿能源拟发行可转债增持兖煤澳洲。2022年5月26日，兖矿能源发布公告称，将以每股3.6美元（折合约28.26港元）的交易对价收购兖煤澳洲已发行股份中除兖矿能源所持股份以外的其他股份（发行数量约为4.98亿股），截止公告日，兖矿能源持有兖煤澳洲股份比例达到62.26%。此次交易支付方式为兖矿能源拟发行的H股可转换债券，假设标的股份数量保持不变且最终全部被兖矿能源所收购，兖矿能源将发行的H股可转换债券本金金额约17.94亿美元。

考虑到流动性和交易成本等因素，持股比例较多的股东或有意参与本次交易。同时，转股价格拟定为在公司H股于综合文件的最后可行日期前20个交易日的加权平均价基础上溢价不低于50%，这或将促使少数股东不行使转股权。

海外高煤价背景下，增持有望进一步增厚股东兖矿能源业绩。在全球煤矿新建产能增速明显下滑的背景下，俄乌冲突持续发酵，俄煤遭受欧盟禁令，欧盟需要全球范围寻找新的煤源，全球煤炭供给偏紧；需求方面，油气价格依然维持高位，燃煤发电经济性凸显，欧美地区或将重启燃煤发电机组，此举将加剧全球煤炭供需紧张局面，支撑海外煤价高位运行。兖矿能源在此背景下，拟增持兖煤澳洲股份，有望进一步享受海外煤价大涨的红利。因此，兖矿能源全年业绩弹性或将维持强势。

4、盈利预测与估值

兖煤澳洲是兖矿能源在澳洲持有的核心煤炭资产，资源储量丰富，产能规模较大，定价机制灵活，盈利能力强劲，考虑到在俄乌冲突后海外煤炭需求大涨背景下，兖澳持续具有高业绩弹性。同时兖矿能源拟发行 H 股可转换债券收购兖澳其余股份，此举有望进一步增厚兖矿能源对应的业绩

我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 351.4/368.6/384.1 亿元，同比 +113.8%/4.9%/4.2%；EPS 分别为 7.10/7.45/7.76 元；对应当前股价，PE 为 6.9/6.6/6.4 倍。**继续推荐兖矿能源，维持“买入”评级。**

5、风险提示

(1) 煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。

(2) 安全生产风险，公司所处的煤炭开采和化工行业皆属于高风险行业，存在安全生产方面风险。

(3) 税收政策风险，昆士兰州率先提高煤炭税率，若新南威尔士州效仿，将会影响公司利润。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 58,072 | 89,529 | 103,409 | 156,590 | 203,909 |
| 现金 | 24,542 | 45,572 | 57,063 | 112,122 | 154,953 |
| 应收票据及应收账款 | 4,049 | 6,187 | 7,761 | 6,510 | 8,481 |
| 其他应收款 | 3,129 | 2,479 | 5,142 | 3,124 | 5,317 |
| 预付账款 | 3,395 | 4,890 | 5,472 | 5,572 | 5,935 |
| 存货 | 7,715 | 8,455 | 8,799 | 9,855 | 9,444 |
| 其他流动资产 | 15,242 | 21,946 | 19,172 | 19,407 | 19,778 |
| 非流动资产 | 200,838 | 199,167 | 200,257 | 201,007 | 199,114 |
| 长期投资 | 19,026 | 20,149 | 22,672 | 25,313 | 27,918 |
| 固定资产 | 66,114 | 75,835 | 86,463 | 91,717 | 92,312 |
| 无形资产 | 58,855 | 62,167 | 59,717 | 57,267 | 54,816 |
| 其他非流动资产 | 56,844 | 41,016 | 31,405 | 26,710 | 24,067 |
| 资产总计 | 258,910 | 288,696 | 303,665 | 357,596 | 403,023 |
| 流动负债 | 102,081 | 95,722 | 91,152 | 99,289 | 98,033 |
| 短期借款 | 15,714 | 5,716 | 5,716 | 5,716 | 5,716 |
| 应付票据及应付账款 | 23,924 | 25,690 | 24,154 | 30,536 | 26,053 |
| 其他流动负债 | 62,443 | 64,317 | 61,282 | 63,036 | 66,264 |
| 非流动负债 | 77,047 | 96,486 | 83,159 | 84,203 | 84,757 |
| 长期借款 | 60,881 | 75,049 | 76,583 | 77,600 | 78,149 |
| 其他非流动负债 | 16,166 | 21,437 | 6,576 | 6,603 | 6,608 |
| 负债合计 | 179,128 | 192,208 | 174,311 | 183,492 | 182,790 |
| 少数股东权益 | 25,664 | 28,301 | 35,703 | 43,592 | 51,308 |
| 股本 | 4,860 | 4,874 | 4,949 | 4,949 | 4,949 |
| 资本公积 | 155 | 814 | 814 | 814 | 814 |
| 留存收益 | 45,936 | 57,279 | 78,550 | 100,924 | 123,989 |
| 归属母公司股东权益 | 54,118 | 68,186 | 93,652 | 130,513 | 168,925 |
| 负债和股东权益 | 258,910 | 288,696 | 303,665 | 357,596 | 403,023 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 经营活动现金流 | 22,233 | 36,182 | 47,945 | 67,981 | 54,807 |
| 净利润 | 6,838 | 18,567 | 42,542 | 44,750 | 46,129 |
| 折旧摊销 | 9,597 | 10,471 | 10,284 | 11,806 | 12,991 |
| 财务费用 | 2,690 | 4,913 | 3,910 | 3,912 | 3,980 |
| 投资损失 | -3,686 | -2,144 | -1,339 | -1,442 | -1,424 |
| 营运资金变动 | -136 | -1,464 | 1,267 | 8,956 | -6,868 |
| 其他经营现金流 | 6,930 | 5,840 | -8,718 | -0 | -0 |
| 投资活动现金流 | -13,584 | -4,830 | -10,034 | -11,113 | -9,674 |
| 资本支出 | 12,012 | 10,440 | 7,266 | 20,048 | 20,048 |
| 长期投资 | 545 | 3,639 | -2,523 | -2,581 | -2,605 |
| 其他投资现金流 | -1,027 | 9,249 | -5,292 | 6,353 | 7,769 |
| 筹资活动现金流 | -14,408 | -8,035 | -26,420 | -1,809 | -2,302 |
| 短期借款 | 6,967 | -9,998 | -0 | -0 | -0 |
| 长期借款 | 20,180 | 14,168 | 1,534 | 1,018 | 549 |
| 普通股增加 | -52 | 14 | 75 | -0 | -0 |
| 资本公积增加 | -328 | 659 | -0 | -0 | -0 |
| 其他筹资现金流 | -41,175 | -12,878 | -28,028 | -2,827 | -2,851 |
| 现金净增加额 | -5,843 | 22,928 | 11,491 | 55,059 | 42,831 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 214,992 | 151,991 | 254,704 | 260,791 | 265,333 |
| 营业成本 | 186,571 | 107,336 | 168,700 | 171,106 | 172,770 |
| 营业税金及附加 | 3,421 | 4,225 | 7,080 | 7,250 | 7,376 |
| 营业费用 | 5,425 | 2,997 | 5,022 | 5,142 | 5,232 |
| 管理费用 | 5,376 | 6,837 | 11,457 | 11,731 | 11,936 |
| 研发费用 | 510 | 1,140 | 1,910 | 1,955 | 1,989 |
| 财务费用 | 2,690 | 4,913 | 3,910 | 3,912 | 3,980 |
| 资产减值损失 | -50 | -1,106 | -0 | -0 | -0 |
| 其他收益 | 107 | 118 | -0 | -0 | -0 |
| 公允价值变动收益 | 223 | -129 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 3,686 | 2,144 | 1,339 | 1,442 | 1,424 |
| 资产处置收益 | -46 | 73 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 14,194 | 24,265 | 57,964 | 61,137 | 63,474 |
| 营业外收入 | 2,106 | 439 | 905 | 1,035 | 1,121 |
| 营业外支出 | 7,047 | 663 | 2,147 | 2,506 | 3,091 |
| 利润总额 | 9,254 | 24,041 | 56,722 | 59,666 | 61,505 |
| 所得税 | 2,416 | 5,474 | 14,181 | 14,917 | 15,376 |
| 净利润 | 6,838 | 18,567 | 42,542 | 44,750 | 46,129 |
| 少数股东损益 | -775 | 2,129 | 7,402 | 7,888 | 7,716 |
| 归属母公司净利润 | 7,122 | 16,259 | 35,139 | 36,861 | 38,412 |
| EBITDA | 22,833 | 38,218 | 67,430 | 71,088 | 72,902 |
| EPS(元) | 1.54 | 3.32 | 7.10 | 7.45 | 7.76 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 7.1 | -29.3 | 67.6 | 2.4 | 1.7 |
| 营业利润(%) | 5.0 | 70.9 | 138.9 | 5.5 | 3.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | -28.2 | 128.3 | 113.8 | 4.9 | 4.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 13.2 | 29.4 | 33.8 | 34.4 | 34.9 |
| 净利率(%) | 3.5 | 10.8 | 13.8 | 14.1 | 14.5 |
| ROE(%) | 8.6 | 19.2 | 32.9 | 25.7 | 21.0 |
| ROIC(%) | 6.4 | 12.3 | 23.0 | 19.7 | 16.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 69.2 | 66.6 | 57.4 | 51.3 | 45.4 |
| 净负债比率(%) | 93.4 | 62.5 | 27.9 | -9.7 | -26.4 |
| 流动比率 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 1.6 | 2.1 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 50.3 | 29.7 | 36.5 | 36.5 | 35.4 |
| 应付账款周转率 | 8.6 | 4.3 | 6.8 | 6.3 | 6.1 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.54 | 3.32 | 7.10 | 7.45 | 7.76 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 4.49 | 7.31 | 9.69 | 13.74 | 11.07 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.88 | 12.14 | 17.27 | 24.72 | 32.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 32.0 | 14.8 | 6.9 | 6.6 | 6.4 |
| P/B | 5.0 | 4.1 | 2.9 | 2.0 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 15.1 | 8.7 | 4.7 | 3.8 | 3.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn