

兖煤澳大利亚(3668 HK)

高质低成本煤炭生产商

- ❖ **概要：**我们首次覆盖澳洲最大纯煤生产商兖煤澳大利亚，给予**买入**评级，以及基于现金流折现净目标价 24 港元，基于长期电煤 100 澳元/吨的价格和焦煤 165 澳元/吨的价格，相对现时为 140 澳元/吨 (6,000 大卡/公斤) 及 86 澳元/吨 (5,500 大卡/公斤) 纽卡斯尔港动力煤现货价格。公司目前估值为 6.7 倍 2019 年预期市盈率，收益率 6%，我们认为并不昂贵。我们同时看到公司的派息比率有空间从我们的基础假设(40%)之上提升。我们相信兖煤澳大利亚先前收购资产所带来的协同效应，以及资产负债表改善，均有助提升公司抵御煤价下跌的能力。
- ❖ **澳洲最大的纯煤生产商。**兖煤澳大利亚在澳洲从事电煤和焦煤生产，公司由控股股东兖州煤业 (1171 HK, 600188 CH, 未评级) 于 2004 年成立。以煤炭总储量和可销售煤炭生产计算，兖煤澳大利亚是澳洲最大的纯煤生产商。兖煤澳大利亚自 2012 年起在澳洲证券交易所 (股票代码: YAL AU) 上市，并于 2018 年 12 月起在香港交易所上市。
- ❖ **具规模和优质的煤炭资产。**兖煤澳大利亚 2017 年 9 月完成从 Rio Tinto (RIO AU) 的煤炭资产重大收购。兖煤澳大利亚现时控制的旗舰煤矿 Moolarben、HVO 和 MTW，分别是澳洲第二、第三和第五大电煤矿 (就 2018 年上半年的可销售产量而言)。该三个煤矿运营规模庞大，矿场寿命长且成本低。
- ❖ **收购产生的协同效应。**通过整合资产，兖煤澳大利亚可充份利用邻近地理位置的优势，以提高 HVO、MTW 和 Moolarben 的运营效率。此外，此次收购还带来新的销售渠道，包括向印度和欧洲销售半软焦煤，以及在亚洲市场售卖电煤。
- ❖ **盈利下行风险将随债务减少已被部份抵消。**由于我们保守地假设 2019/20/21 年煤炭平均销售价格分别下跌 7%/4%/5%，因此我们预计兖煤的核心净利润为 7.42 亿/6.97 亿/5.81 亿澳元。我们估计动力煤价格每改变 1% (根据我们的基础假设)，将导致 2019-20 每年净利润变动 3%；焦煤价格每改变 1%，将导致净利润变动 1.2%。我们预期兖煤澳大利亚将继续偿还债务，而财务成本下降将是支持盈利的关键因素。
- ❖ **风险：**(1) 煤炭价格疲软；(2) 煤炭运输受制约；(3) 高于预期的生产成本。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万澳元)	2,601	4,850	4,769	4,681	4,478
核心净利润 (百万澳元)	88	713	742	697	581
EPS (澳元)	0.11	0.57	0.56	0.53	0.44
EPS 变动 (%)	n/a	425.5	-0.6	-6.0	-16.7
EV/EBITDA (x)	9.8	4.2	4.6	5.0	5.7
市盈率 (x)	12.5	5.3	6.7	7.1	8.6
市帐率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	0.0	11.2	6.0	5.6	4.7
权益收益率 (%)	2.8	13.1	12.5	11.1	8.8
净财务杠杆率 (%)	89.1	53.0	39.3	20.0	12.1

资料来源：公司及招银国际预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$24.0
潜在升幅	+15%
当前股价	HK\$20.9

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国煤炭行业

市值(百万港元)	27,597
3 个月平均流通(百万港元)	0.3
52 周内高/低(港元)	23.7/15.7
总股本 (百万)	1,320

资料来源：彭博

股东结构

兖州煤业	62.26%
中国信达	15.89%
Glencore Coal	6.40%
鲁信投资	5.41%
自由流通	10.04%

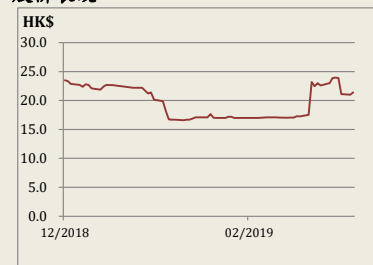
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	+26.0%	+21.8%
3 月	-6.1%	-15.0%
6 月	n/a	n/a

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 信永中和

公司网站: www.yancoal.com.au

利潤表

年結: 12月31日 (百萬澳元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
煤炭銷售	2,623	4,740	4,550	4,475	4,290
海运	12	66	68	70	70
撥自對沖儲備的公允價值損	(229)	(160)	0	0	0
收益	2,406	4,646	4,618	4,545	4,360
利息收入	114	119	61	45	29
采礦服務費	52	46	50	50	50
其他	29	39	40	40	40
其他收入總額	195	204	151	135	119
總收益	2,601	4,850	4,769	4,681	4,478
其他收入	294	150	24	23	22
成品及在製品存貨變動	7	31	0	0	0
原料及耗材	(349)	(669)	(722)	(742)	(752)
僱員福利	(302)	(518)	(553)	(572)	(588)
運輸	(312)	(537)	(533)	(543)	(550)
合同服務及廠房租賃	(274)	(418)	(422)	(431)	(437)
政府特許權使用費	(173)	(347)	(334)	(323)	(309)
遞延采礦成本變動	0	0	0	0	0
煤炭采購	(340)	(332)	(215)	(211)	(202)
其他經營開支	(330)	(278)	(272)	(267)	(255)
折舊及攤銷	(256)	(523)	(536)	(550)	(557)
息稅前收益	567	1,410	1,207	1,066	852
融資成本	(287)	(293)	(211)	(139)	(88)
聯營及合資公司利潤	32	56	49	56	55
除稅前溢利	311	1,172	1,045	982	818
所得稅開支	(82)	(320)	(303)	(285)	(237)
稅後溢利	229	852	742	697	581
非控股權益	0	0	0	0	0
淨利潤	229	852	742	697	581
核心利潤	88	713	742	697	581
折舊及攤銷	256	523	536	550	557
EBITDA	823	1,933	1,743	1,616	1,408

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬澳元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流動資產					
物業、廠房及設備	2,832	2,939	2,893	2,832	2,756
采礦權	4,296	4,218	4,032	3,847	3,671
採用權益法入賬的投資	251	307	349	396	443
勘探及評估資產	565	563	563	563	563
向聯營公司作出之計息貸款	712	835	775	715	715
貿易及其他應收款項	473	292	292	292	292
無形資產	99	97	93	89	85
其他	2	8	8	8	8
遞延稅項資產	1,219	1,062	759	474	474
定期存款	175	165	165	165	165
	10,624	10,486	9,929	9,382	9,171
流動資產					
存貨	150	226	126	233	129
應收賬及其他應收款項	658	552	624	530	574
應收特許權使用費	24	28	63	26	60
持有待售資產	613	57	57	57	57
其他	37	28	28	28	28
銀行結余及現金	207	1,031	539	428	399
	1,689	1,922	1,438	1,302	1,247
總資產	12,313	12,408	11,367	10,684	10,418
流動負債					
應付賬及其他應付款項	758	840	767	875	787
应付非或然特許權使用費	112	25	25	25	25
借貸	17	13	13	13	13
撥備	59	34	34	34	34
其他	0	1	1	1	1
	1,013	913	840	948	860
非流動負債					
借貸	4,682	4,111	2,911	1,711	1,211
遞延稅項負債	1,037	1,029	1,029	1,029	1,029
撥備	488	488	488	488	488
应付非或然特許權使用費	48	27	27	27	27
其他	2	2	2	2	2
	6,257	5,657	4,457	3,257	2,757
資本及儲備					
股本	6,217	6,482	6,482	6,482	6,482
儲備	(1,777)	(646)	(415)	(6)	317
股東權益	5,040	5,836	6,067	6,476	6,799
非控股權益	3	2	2	2	2
權益總額	5,043	5,838	6,069	6,478	6,801
權益及負債	12,313	12,408	11,367	10,684	10,418

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结: 12月31日 (百万澳元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	311	1,172	1,045	982	818
融资成本	176	293	211	139	88
利息收入	(114)	(119)	(61)	(45)	(29)
应占按权益法入账的投资亏损/(利润)	(32)	(56)	(49)	(56)	(55)
折旧及摊销	256	523	536	550	557
已付所得税	0	0	0	0	(237)
营运资金变动	9	73	(80)	133	(62)
其他	(88)	1	0	0	0
经营活动所得现金净额	518	1,887	1,601	1,703	1,080
购买物业、厂房及设备净投资	(298)	(189)	(300)	(300)	(300)
投资/(出售)合营企业权益	40	524	0	0	0
收购/(出售)附属公司权益	(3,247)	(353)	0	0	0
无形资产投资	(35)	(2)	0	0	0
合营企业股息收入	6	17	7	8	8
已收利息	59	96	61	45	29
其他	85	(169)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(3,390)	(76)	(232)	(246)	(263)
股权融资	3,125	268	0	0	0
净银行贷款	(8)	(1,014)	(1,200)	(1,200)	(500)
垫付向联营企业作出之借款	63	117	60	60	0
已付股息	0	(130)	(511)	(289)	(258)
已付利息	(169)	(236)	(211)	(139)	(88)
其他	(118)	(28)	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	2,893	(1,023)	(1,862)	(1,568)	(846)
现金及等同现金(减少)增加净额	21	788	(492)	(111)	(29)
年初之现金及等同现金项目	190	207	1,031	539	428
汇兑及其他	(4)	36	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	207	1,031	539	428	399

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售组合 (%)					
煤炭销售	100.8	97.7	95.4	95.6	95.8
海运	0.5	1.4	1.4	1.5	1.6
拨自对冲储备的公允价值亏损	(8.8)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
利息收入	4.4	2.5	1.3	1.0	0.6
采矿服务费	2.0	0.9	1.0	1.1	1.1
其他	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9
合共	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
EBITDA 利润率	34.2	41.6	37.7	35.5	32.3
息税前利润率	21.8	29.1	25.3	22.8	19.0
净利润率	8.8	17.6	15.6	14.9	13.0
核心净利润率	3.4	14.7	15.6	14.9	13.0
增长率 (%)					
收入	110.1	86.5	(1.7)	(1.9)	(4.3)
EBITDA	2,255.9	134.8	(9.8)	(7.3)	(12.8)
息税前利润	n/a	148.6	(14.4)	(11.7)	(20.1)
净利润	n/a	272.1	(12.9)	(6.0)	(16.7)
核心净利润	n/a	710.2	4.1	(6.0)	(16.7)
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	2.1	1.7	1.4	1.4
净负债/ 总权益比率 (%)	89.1	53.0	39.3	20.0	12.1
回报率 (%)					
资产回报率	2.3	6.9	6.2	6.3	5.5
资本回报率	7.2	15.7	12.5	11.1	8.8
每股数据					
每股盈利(澳元)	0.28	0.68	0.56	0.53	0.440
每股账面值(澳元)	4.01	4.42	4.59	4.90	5.15
每股股息(澳元)	0.00	0.40	0.22	0.21	0.176

来源: 公司资料, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。