

买入

焦煤资源得天独厚，高股息凸显价值

首钢资源 (0639.HK)

2025-12-19 星期五

【投资要点】

➤ 焦煤资源得天独厚，煤种品质优越

公司在中国山西省柳林县拥有兴无、金家庄、寨崖底三座在产焦煤矿，公司煤炭三矿核定产能均为 175 万吨/年，合计为 525 万吨/年。三矿均配备三个坑口选煤厂和独立的洗煤厂，三个洗煤厂入洗能力总共为 630 万吨/年。公司井田位于河东煤田离柳矿区，该区域为中国优质硬焦煤的主要储量区域之一，出产的焦煤由于其稀缺性及高经济价值，被誉为“熊猫煤”。此外，公司正在积极推进联山煤化郭家沟煤矿探转采的审批工作，一旦获批投产，将有效解决公司长期资源接续问题，打开新的成长空间。

➤ 2026 年焦煤价格回归合理中枢，公司盈利同比修复

公司煤矿逐步转下组煤以后，目前以 8 号和 9 号煤层为主，对标柳林 9 号煤车板价。2025 年上半年公司精焦煤综合平均实现（含税）售价同比下跌 45%至 1,067 元/吨。从对标的柳林 9 号煤车板价来看，6 月低点为 970 元/吨，2025 年 11 月中旬反弹至高点为 1490 元/吨，目前最新价格 1290 元/吨。随着 Q3 价格触底回升，预计下半年公司盈利将有所改善。展望 2026 年，预期焦煤供需整体平衡，在国内查超产且安监趋严形势下，或存在阶段性供应偏紧，带来价格向上弹性，利好公司盈利持续修复。

➤ 公司财务稳健，现金流充裕，高派息凸显中长期价值

公司无有息负债，财务稳健，现金流充裕。截至 2025 年 6 月底，公司银行结余及现金（包括超过 3 个月定期存款）高达 94.56 亿港元，充裕现金流有效保障公司维持高分红率回报股东。公司承诺保底分红率 40%，但近几年实际派息率平均在 80%左右。2024 年虽然公司盈利下滑，但公司派息率达到 100%，处于行业最高水平。2025 年公司中期派息 6 港股，派息率约 76%，2026 年公司动态股息率约 5.7%具吸引，中长期投资价值显现。

➤ 给予买入评级，目标价 3.52 港元

我们看好公司 2026 年盈利改善以及未来联山煤化郭家沟煤矿投产后带来成长空间，给予目标价 3.52 港元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，目标价较现价有 22%上涨空间，给予“买入”评级。

百万港元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,891	5,057	3,506	4,051	4,328
变动(%)	-28.3%	-14.2%	-30.7%	15.6%	6.8%
归属股东净利润	1,889	1,494	900	1,115	1,191
变动(%)	-30.4%	-20.9%	-39.8%	23.9%	6.8%
基本每股盈利(港仙)	37.55	30.12	17.68	21.90	23.40
市盈率@2.89 港元(倍)	7.7	9.6	16.3	13.2	12.3
每股股息(港仙)	28.00	30.00	13.26	16.43	17.55
股息现价比率(%)	9.7%	10.4%	4.6%	5.7%	6.1%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **3.52 港元**

现价: **2.89 港元**

预计升幅: **22%**

重要数据

日期	2025-12-18
收盘价 (港元)	2.89
总股本 (亿股)	50.91
总市值 (亿港元)	147
净资产 (亿港元)	183.57
总资产 (亿港元)	228.92
52 周高低 (港元)	3.31/2.02
每股净资产 (港元)	3.12

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

首钢集团有限公司 (29.99%)

富德生命人寿保险股份有限公司
(28.38%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司收入利润	7
2. 焦煤新增产能有限，价格回归中枢	8
2.1 国内查超产+安监趋严，新增产能有限	8
2.2 海外进口下降	10
2.3 下游钢铁需求仍具韧性	11
2.4 焦煤价格趋向合理中枢	12
3. 公司亮点	13
3.1 资源得天独厚，煤种品质优越	13
3.2 提质增效，严控成本	14
3.3 财务稳健，现金流充裕	15
3.4 高派息，股息率吸引	16
3.5 郭家沟煤矿投产值得期待，打开后续成长空间	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	19
【财务报表摘要】	20
投资评级定义及免责条款	21

图目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司煤炭三矿井	6
图 3: 2021-2025H1 营收 (百万港元) 及同比增速	7
图 4: 2021-2025H1 盈利 (百万港元) 及同比增速	7
图 5: 2020-2025H1 公司原/精焦煤产量 (万吨)	7
图 6: 2020-2025H1 公司自产精焦煤销量 (万吨)	7
图 7: 各地区焦煤产量对比	8
图 8: 国内炼焦煤月度产量 (万吨)	8
图 9: 国内炼焦煤产量增速 VS 原煤产量增速	9
图 10: 国内炼焦煤产量 (万吨)	9
图 11: 我国炼焦煤进口总量 (万吨)	10
图 12: 焦炭开工率 (%)	11
图 13: 全国 247 家钢厂日均铁水产量 (万吨)	11
图 14: 2025 年 1-11 月累计钢材出口量同比+6.7%	11
图 15: 钢材进出口价格走势	11
图 16: 山西主焦煤平均价和京唐港库提价 (含税) 走势 (元/吨)	12
图 17: 柳林 4 号和 9 号焦煤价格走势 (元/吨)	12
图 18: 河东煤田地理位置与矿区分布	13
图 19: 公司原焦煤生产成本结构 (元/吨)	14
图 20: 公司精煤加工成本 (元/吨)	14
图 21: 公司期间费用率	14
图 22: 公司历年流动比率和资本负债比率	15
图 23: 公司历年银行结余及现金 (包含超过 3 个月的定期存款, 百万港元)	15
图 24: 香港上市主要煤炭公司分红率	16
图 25: 香港上市主要煤炭公司股息率	16
图 26: 联山煤化郭家沟煤矿股权结构	17

表目录

表 1：公司主要矿井情况	6
表 2：炼焦煤煤分国别进口量（万吨）	10
表 3：主要精焦煤平均质量特征	13
表 4：公司金家庄和兴无上组煤 3、4、5 号煤层煤质特征	17
表 5：公司收入和盈利预测	18
表 6：行业估值	18

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

公司成立于 1985 年，地处国内优质焦煤矿核心产区山西柳林县，主要从事焦煤开采以及原焦煤及精焦煤生产和销售。

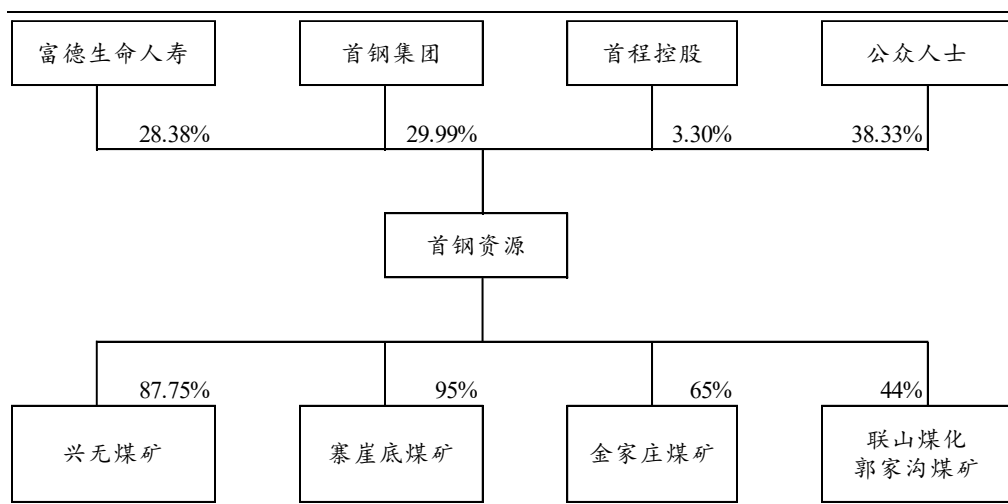
公司主要发展历程：

2008 年，公司与其主要客户——首钢集团签订长期战略合作协议，每年向公司采购不少于 200 万吨优质精煤，并引入其为主要股东。

2009 年，香港首控开展资本运作收购了福山国际能源集团有限公司，并于 2011 年更名为首钢资源。2021 年 2 月 18 日，控股股东首钢集团以 14.4 亿港元收购首钢资源 11.88% 股权（折合每股 2.4 港元），并于 2022 年 1 月 27 日完成收购。

目前首钢集团主要通过其全资子公司首钢控股(香港)直接持有公司股权约 29.99%，首程控股持有股权 3.3%，共同构成首钢系一致行动人；富德生命人寿为公司第二大股东，持有公司 28.38% 股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司在中国山西省柳林县拥有兴无、金家庄、寨崖底三座在产焦煤矿，配套建有三个坑口选煤厂。公司煤炭三矿核定生产能力均为 175 万吨/年，累计生产能力为 525 万吨/年。目前，三矿均配备有独立的洗煤厂，三个洗煤厂入洗能力总共为 630 万吨/年。

此外公司持有郭家沟煤矿（400 万吨/年）约 44%权益，目前公司正积极开展煤矿探转采的审批工作。

图 2：公司煤炭三矿井



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

- 兴无煤矿：位于山西省柳林县以南 6 公里，采矿面积为 11.63 平方公里，于 1968 年开始投产。
- 金家庄煤矿：位于山西省柳林县以南 14 公里，采矿面积为 6.35 平方公里，于 1996 年开始投产。
- 寨崖底煤矿：位于山西省柳林县以西南 16 公里，采矿面积为 13.91 平方公里，于 1988 年开始投产。

表 1：公司主要矿井情况

矿井名称	权益比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	资源量 (百万吨)	可采储量 (百万吨)	洗煤厂规模 (万吨/年)	投产时间	采矿区面积 (平方公里)
兴无煤矿	87.75%	175	154	34.68	17.79	120	1968	11.63
金家庄煤矿	65%	175	114	39.83	19.45	300	1996	6.35
寨崖底煤矿	95%	175	166	42.8	16.67	210	1988	13.91
合计	83%	525	434	117.31	53.91	630		

资料来源：公司官网及年报（可采储量数据至2024年底）、国元证券经纪（香港）整理

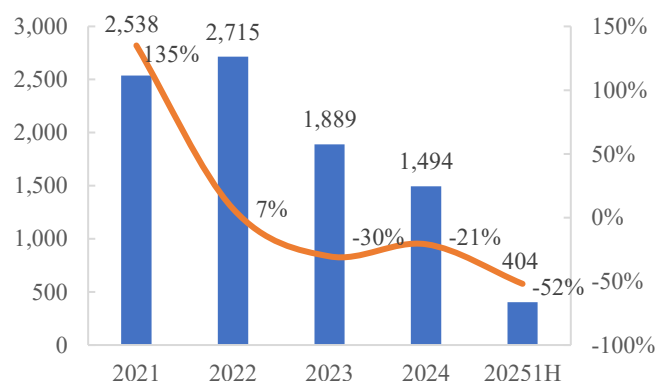
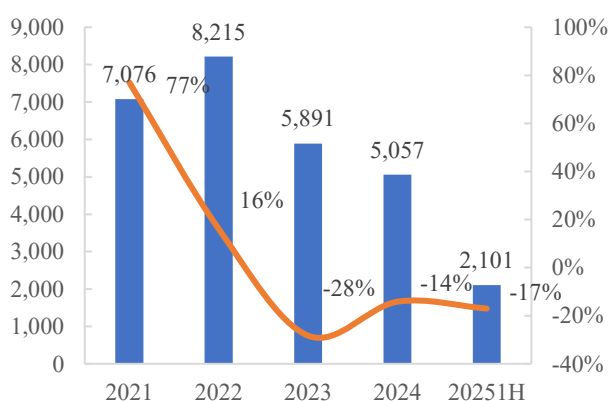
1.2 公司收入利润

公司煤矿产量整体稳定，收入和盈利主要来自精焦煤的销售，因此精焦煤销量和价格是影响公司业绩的主要因素。2023 年公司收入和利润下降，一方面精焦煤销量有所下降，主要因为有 14 万吨在途，另一方面是价格下跌因素。2024 年产量下降带来收入和利润下跌，主要因为兴无煤矿于 2024 年上半年完成其上下组煤层生产更替暂时停产，后续已于 2024 年 7 月中旬恢复正常生产。

2025 年上半年，受焦煤价格下行影响，公司期内实现收入 21.01 亿港元，同比下降 17%，盈利 4.04 亿港元，同比下降 52%。

图 3：2021-2025H1 营收（百万港元）及同比增速

图 4：2021-2025H1 盈利（百万港元）及同比增速

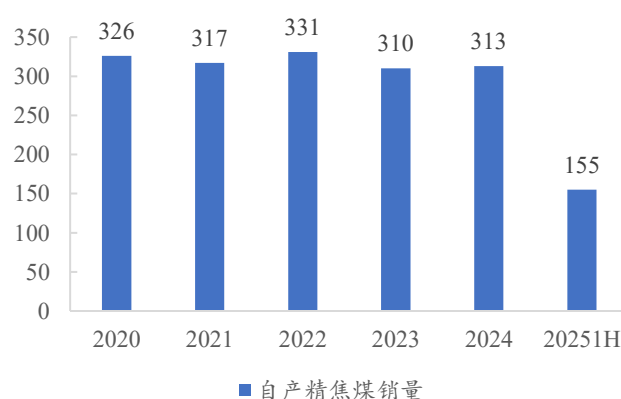
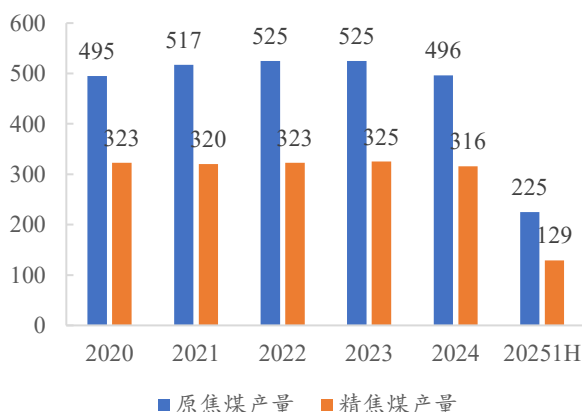


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2020-2025H1 公司原/精焦煤产量（万吨）

图 6：2020-2025H1 公司自产精焦煤销量（万吨）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

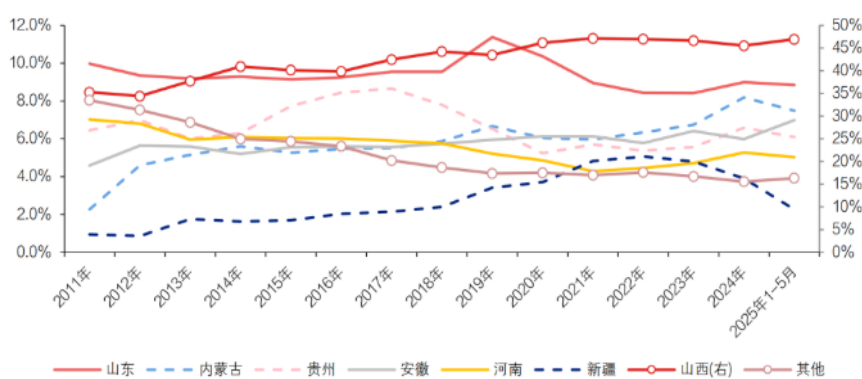
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 焦煤新增产能有限，价格回归中枢

2.1 国内查超产+安监趋严，新增产能有限

2025 年上半年，国内煤炭产量增加，尤其是山西地区增幅明显。2025 年 1-5 月全国炼焦精煤产量 19724 万吨，同比增长 5.4%，其中，山西 1-5 月炼焦精煤产量 9257 万吨，同比增长 11.4%。山西作为炼焦煤主产地由于 2024 年上半年安监压力较大，产量基数较低，今年复产后，产量出现明显增长。

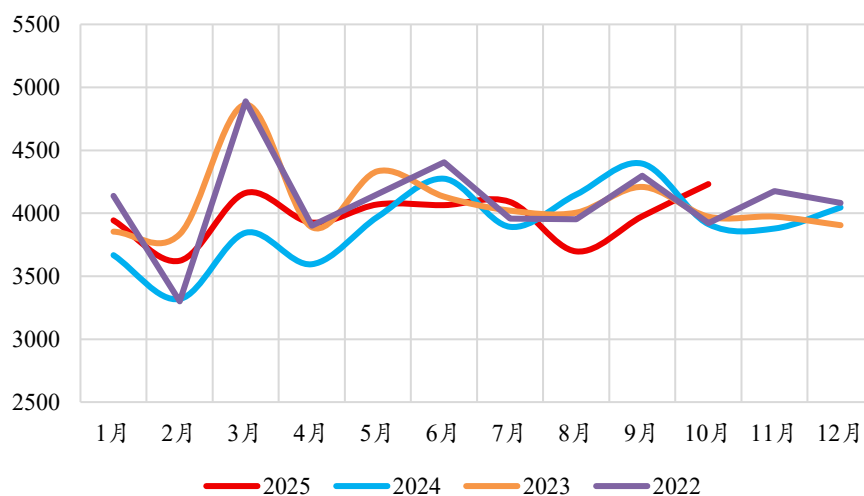
图 7：各地区焦煤产量对比



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2025 年 6 月中旬以来，煤矿事故频发安全检查趋严，以及中央环保督察组入驻煤炭主产区，致使产量有所下降。6-9 月，炼焦煤产量 1.18 亿吨，同比减量 672 万吨，下降-5.4%，政策效应明显。

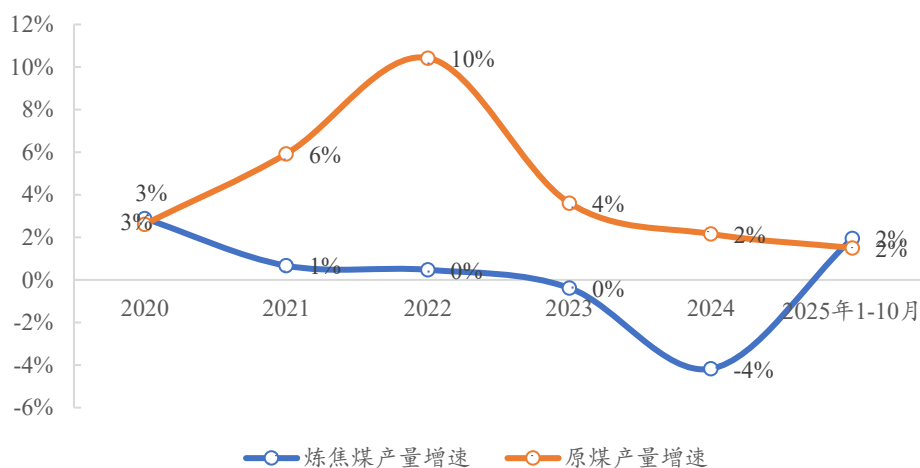
图 8：国内炼焦煤月度产量（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

对比近几年原煤产量增速，焦煤产量增速要明显偏低一些。中长期来看，国内焦煤新增矿井数量有限，开采难度的上升以及焦精煤洗选率缓慢下滑多重因素影响下，预期焦煤供应增长相对有限。

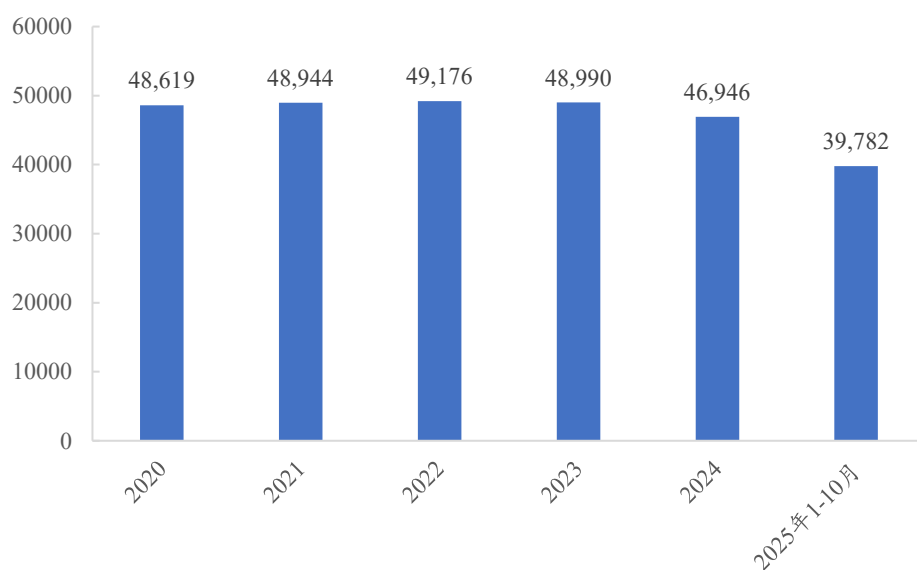
图 9：国内炼焦煤产量增速 VS 原煤产量增速



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理

2025 年 1-10 月，我国炼焦煤产量约 3.98 亿吨，同比增长 2%。随着国内煤炭产能的进一步治理和管控，国内炼焦煤产量已经临近峰值，后续主要增量来源将逐步由国内转向海外进口。

图 10：国内炼焦煤产量（万吨）

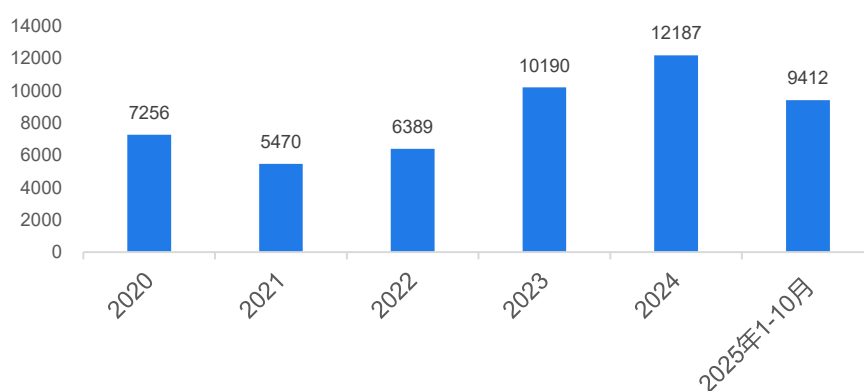


资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理

2.2 海外进口下降

据海关总署数据显示，2025 年 1-10 月我国炼焦煤累计进口量达 9412 万吨，同比下降 4.8%，减量主要来自于美国。2025 年 2 月起，中美互加对等关税以后，进口美国炼焦煤的关税由 2024 年的 3% 飙升到 2025 年 5 月的 28%，美国焦煤自 5 月起进口已基本停滞，1-10 月累计进口仅 290 万吨，同比锐减 65.7%。

图 11：我国炼焦煤进口总量（万吨）



资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

从贸易结构来看，“蒙煤”+“俄煤”的主导地位未变。蒙古国：1-10 月累计对华出口炼焦煤 4711 万吨，同比微降 0.5%，占总进口量的 50%。俄罗斯：作为第二大来源国表现稳健，1-10 月进口量 2648 万吨，同比增长 4.29%，占总炼焦煤进口比例的 28%，其高性价比的肥煤资源通过长协渠道稳定供应，是不可或缺的进口骨架煤种之一。预期 2025 年“蒙+俄”煤的进口占比由 2024 年 71% 上升至 78%，进口来源更加向头部进口国集中。

表 2：炼焦煤分国别进口量（万吨）

国家	2025年1-10月（万吨）	累计同比	占比	2024年全年（万吨）	占比
蒙古	4711	-0.50%	50%	5679	46.45%
俄罗斯	2642	4.29%	28%	3051	24.96%
加拿大	917	28.31%	10%	903	7.38%
美国	291	-65.69%	3%	1067	8.73%
印尼	194	-3.73%	2%	279	2.28%
澳大利亚	623	-9.57%	7%	1037	8.48%

资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

2.3 下游钢铁需求仍具韧性

下游需求端，国内钢厂铁水产量仍处历史同期较高水位，未出现大幅下降，焦炭开工率保持在 70% 以上，焦煤需求整体呈现韧性。

2025 年，中国钢铁行业凭借显著的价格优势和灵活的出口策略，中国钢材出口再创历史新高。据海关总署数据显示，2025 年 1-11 月，中国累计出口钢材 1.077 亿吨，同比增长 6.7%；其中仅 11 月单月出口 998 万吨，同比由降转升，增长 7.6%。结合前 11 个月数据及四季度出口惯性，预测全年钢材出口总量有望达到 1.17 亿吨左右，略高于 2024 年的 1.1 亿吨，刷新近十年新高。

值得重点关注的是，近期商务部、海关总署公布对部分钢铁产品实施出口许可证管理，自 2026 年 1 月 1 日起执行，或可能影响明年钢材出口。

图 12：焦炭开工率（%）

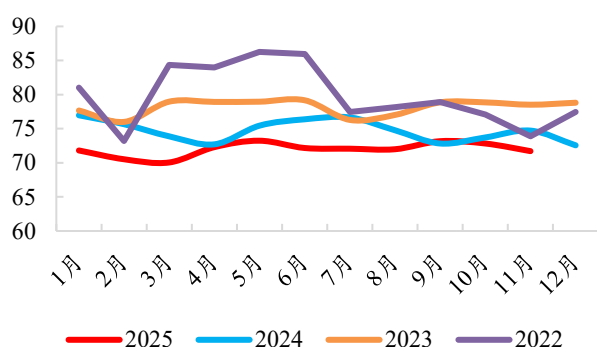
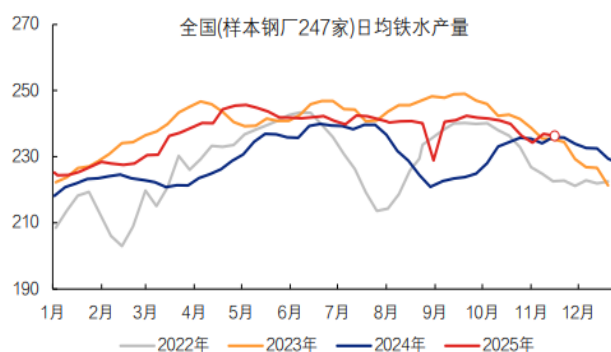


图 13：全国 247 家钢厂日均铁水产量（万吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 14：2025 年 1-11 月累计钢材出口量同比+6.7%

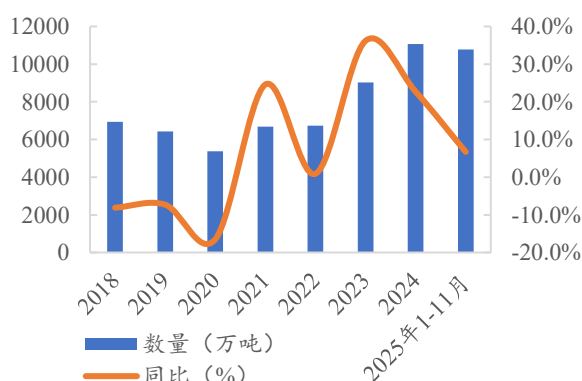


图 15：钢材进出口价格走势



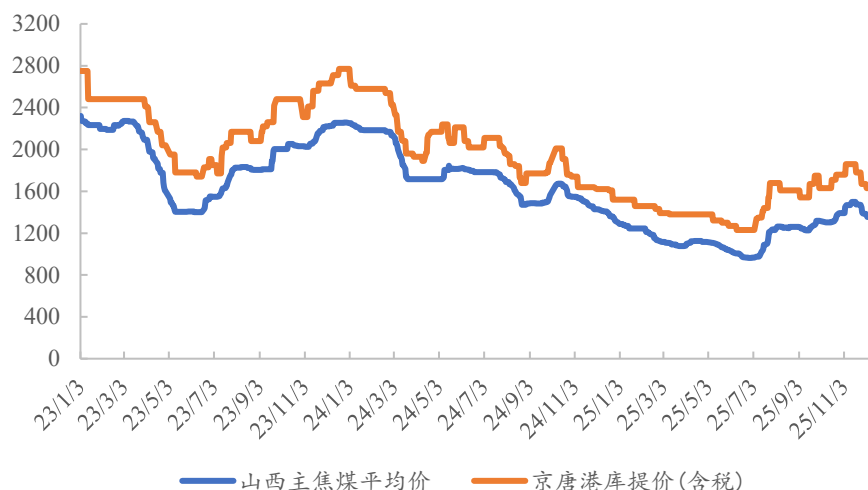
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

2.4 焦煤价格趋向合理中枢

山西产主焦煤京唐港库提价（含税），2025 年全年价格在 1230-1860 元/吨区间震荡，年内低点出现在 6 月底，最低价为 1230 元/吨，高点在 11 月中旬为 1860 元/吨，11 月底价格从高点有所回落，目前最新价格为 1630 元/吨。

图 16：山西主焦煤平均价和京唐港库提价（含税）走势（元/吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

柳林 9 号煤：2025 年 11 月中旬高点为 1490 元/吨，6 月底低点为 970 元/吨，价格反弹+520 元/吨，目前最新价格为 1290 元/吨。综合判断，预期 2026 年焦煤供需整体平衡，在国内查超产且安监趋严，叠加海外进口收缩态势下，或存在阶段性供应偏紧，带来价格向上弹性。

图 17：柳林 4 号和 9 号焦煤价格走势（元/吨）



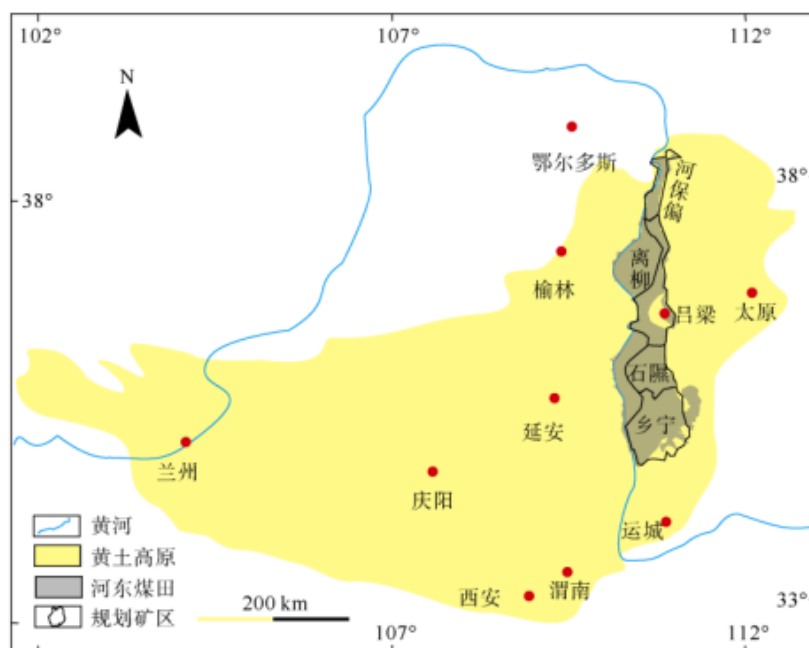
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司亮点

3.1 资源得天独厚，煤种品质优越

公司井田位于河东煤田离柳矿区，该区域为中国优质硬焦煤的主要储量区域之一，出产的焦煤由于其稀缺性及高经济价值，被誉为“熊猫煤”。

图 18：河东煤田地理位置与矿区分布



资料来源：《煤田地质与勘探》、国元证券经纪（香港）整理

主焦煤具有低硫、低灰、低磷、高发热量、结焦性强之优点，适用于生产高质量的焦炭，是焦化、钢铁、冶金企业所必须的稀有原料煤。山西柳林县是中国低硫焦煤的主要产区，然而随着优质低硫焦煤资源的逐渐枯竭，近年来市场上的主流焦煤品种已逐渐转变为中硫焦煤。公司主要开采优质硬焦煤和半硬焦煤，煤矿逐步转下组煤以后，目前以 8 号和 9 号煤层为主。

表 3：主要精焦煤平均质量特征

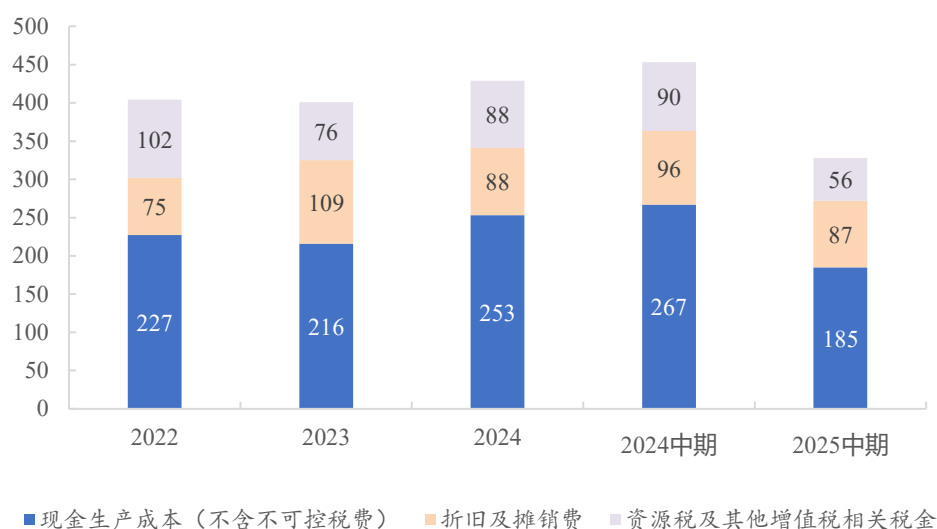
主要精焦煤平均质量特征	基准	参数
水分 (%)	Ad	0.31-0.41
灰分 (%)	D	7.9-9.61
总含硫量 (%)	D	1.18-2.2
挥发物含量 (%)	Daf	17.14-19.94
固炭 (%)	Ad	70-75
发热量 (千卡/千克)	Gr.v.d	7,425-7,490
粘结指数(G)		68-85

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.2 提质增效，严控成本

2025 年上半年，在公司产量同比增长 17%并持续投资环保、安全与智能化项目的同时，仍实现可控现金生产成本（不含折摊及资源税等销售税金）同口径大幅下降 31%，凸显公司在材料、人工、电力、管理等各个环节成本管控的卓越成效。

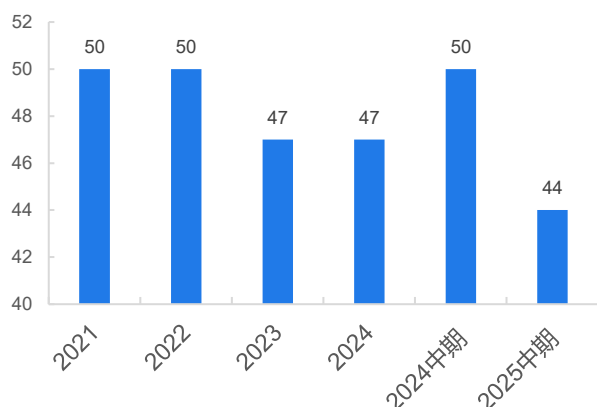
图 19：公司原焦煤生产成本结构（元/吨）



资料来源：公司业绩 PPT、国元证券经纪（香港）整理

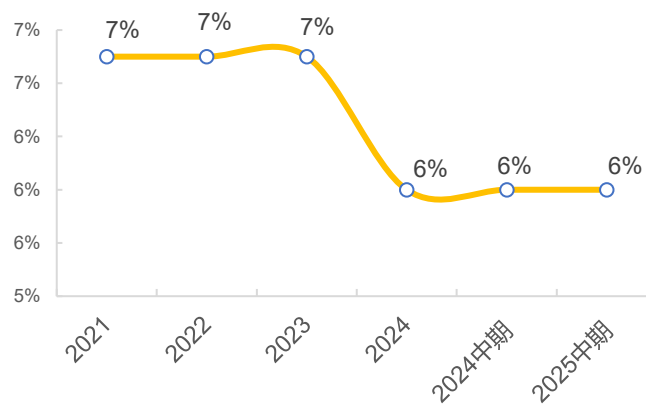
2025 年上半年公司精煤加工成本进一步下降至 44 元/吨，期间费用率保持在 6% 较低水平。

图 20：公司精煤加工成本（元/吨）



资料来源：公司业绩 PPT、国元证券经纪（香港）整理

图 21：公司期间费用率

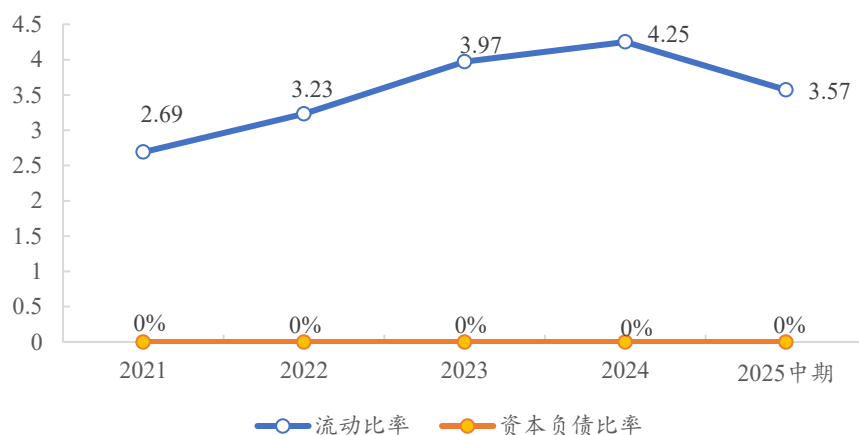


资料来源：公司业绩 PPT、国元证券经纪（香港）整理

3.3 财务稳健，现金流充裕

公司主要客户为以首钢集团（2024 年收入占比约 40%）为主的大型钢铁生产商，下游需求相对稳定，煤炭产销量和经营保持稳健。且公司没有有息负债，流动比率长期保持较高水平，财务稳健。

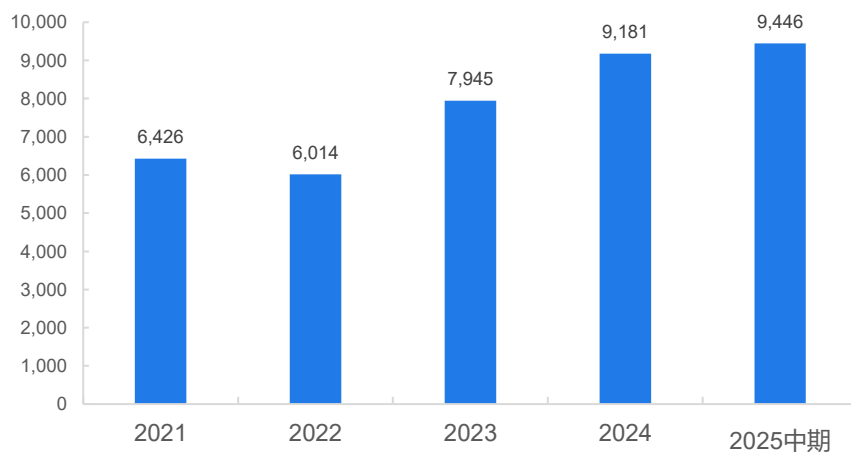
图 22：公司历年流动比率和资本负债比率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司现金流充裕，截至 2025 年 6 月底，公司银行结余及现金（包括超过 3 个月定期存款）高达 94.56 亿港元，扣除超过 3 个月定期存款 25.66 亿港元后，公司手头现金也高达 68.80 亿港元，充裕现金流有效保障公司维持高分红率回报股东。

图 23：公司历年银行结余及现金（包含超过 3 个月的定期存款，百万港元）

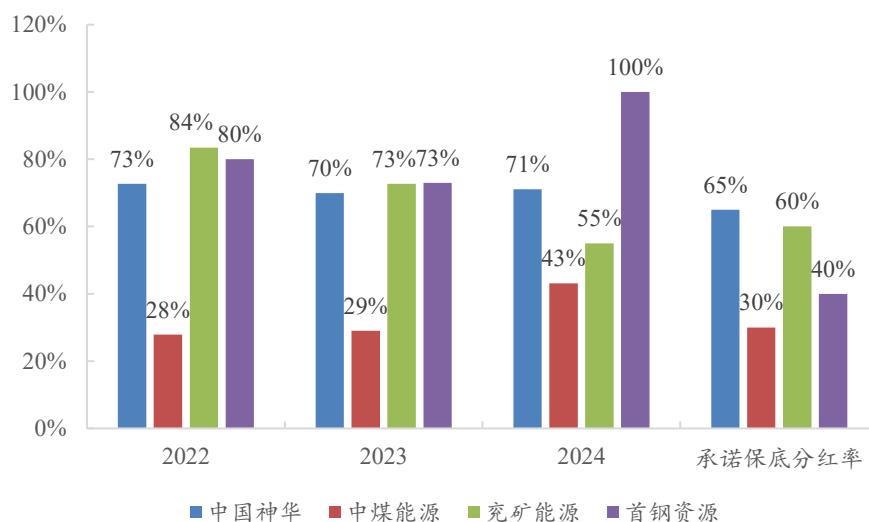


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.4 高派息，股息率吸引

公司长期坚持高比例分红回馈股东，公司承诺保底分红率 40%，但实际派息率平均在 80%左右。2024 年虽然公司盈利下滑，但公司派息率达到 100%，处于行业最高水平。

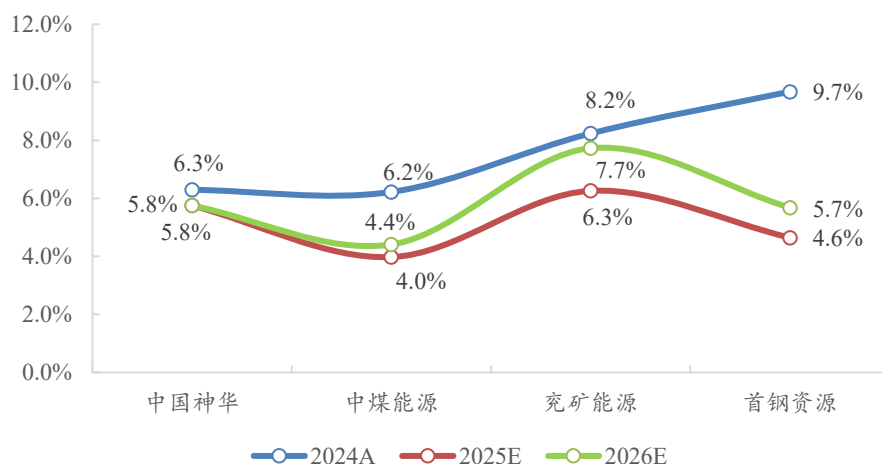
图 24：香港上市主要煤炭公司分红率



资料来源：各上市公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2024 年股息率达到 9.7%，处于行业最高水平。2025 年受煤价下行影响，煤企利润下滑，行业整体股息率对比 2024 年有所下降，但随着 2026 年煤价回归合理中枢，盈利改善后预计股息率将提升。预期首钢资源股息率将从 2025 年的 4.6%提升至至 5.7%左右。

图 25：香港上市主要煤炭公司股息率



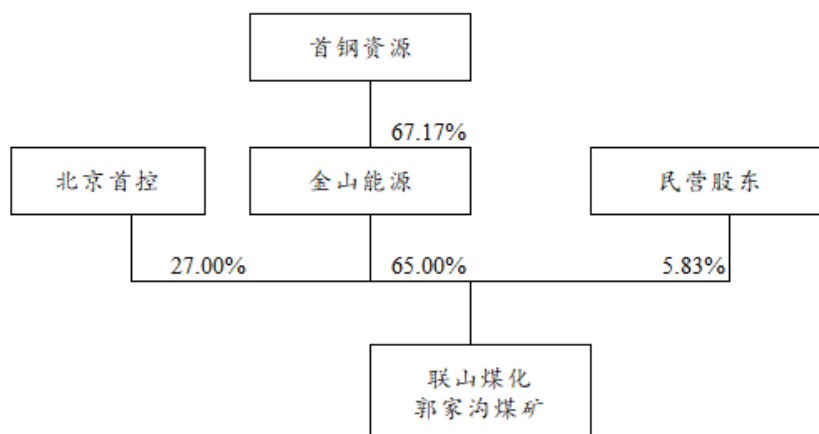
资料来源：各上市公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.5 郭家沟煤矿投产值得期待，打开后续成长空间

国家能源局 2025 年 3 月以国能发煤炭[2025]28 号文件下达了《关于山西离柳矿区郭家沟煤矿项目核准的批复》，核准建设规模为 4.0Mt/a。

公司通过持有金山能源 67.17% 股权，进而享有联山煤煤化郭家沟煤矿权益约 44%，折合年度权益产能约 176 万吨。

图 26：联山煤化郭家沟煤矿股权结构



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

2025 年 8 月 22 日，郭家沟煤矿项目环境影响评价信息进行第一次公示。根据环评信息：郭家沟矿井可采储量 2.03 亿吨（上组煤），矿井服务年限 36.3 年，设计开采 2、3、4、5 号煤层。

通过参考公司金家庄和兴无过往开采上组煤 3、4、5 号煤层煤质特征，预计郭家沟煤矿取得采矿权所有手续正式投产后，煤质品位将处于较高水平，有望享有资源溢价，打开公司后续成长空间。

表 4：公司金家庄和兴无上组煤 3、4、5 号煤层煤质特征

煤质特征	基准	金家庄		兴无	
煤层		3 号	4 号	4 号	5 号
水分 (%)	Ad	0.6	0.7	0.9	0.3
灰分 (%)	D	6.3	11	11.3	10.1
总含硫量 (%)	D	0.32	0.47	0.36	0.85
挥发物含量 (%)	Daf	21.3	22.4	21.6	23.4
固炭 (%)	Ad	73.1	68.4	68.6	67
发热量 (千卡/千克)	Gr.v.d	7920	7520	7500	7200
粘结指数 (G)		49	77	86	75

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

2025 年上半年，煤炭市场供应显著增加，需求提振有限，焦煤价格大幅下行，公司所售精焦煤综合平均实现（含税）售价同比下跌 45%至 1,067 元人民币/吨。对标柳林 9 号焦煤价格走势，我们假设公司 2026 年精焦煤综合均价为 1300 元/吨，并以此预测 2026 年公司收入约 40.51 亿港元，归属股东净利润 11.15 亿港元，分别同比增长 16%和 24%。

表 5：公司收入和盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（千港元）	5,891,068	5,057,000	3,505,950	4,051,320	4,327,680
同比增长	-28%	-14%	-31%	16%	7%
产量（万吨）					
原焦煤	525	496	520	520	525
精焦煤	325	316	320	320	325
精焦煤销量（万吨）	310	313	318	318	320
精焦煤综合均价（人民币元/吨）	1932	1666	1125	1300	1380
销售成本	-2,425,040	-2,468,686	-1,928,273	-2,106,686	-2,250,394
毛利	3,466,028	2,588,314	1,577,678	1,944,634	2,077,286
毛利率	59%	51%	45%	48%	48%
归母净利润（千港元）	1,889,247	1,494,066	900,066	1,115,044	1,191,371
	-30%	-21%	-40%	24%	7%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

我们看好公司 2026 年盈利改善以及未来联山煤化郭家沟煤矿投产后带来成长空间，给予目标价 3.52 港元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，目前价较现价有 22% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 6：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1088.HK	中国神华	HKD	39.34	8,749	11.6	12.1	12.1	12.0	1.7	1.4	1.4	1.3
1898.HK	中煤能源	HKD	10.40	1,760	7.0	7.4	6.7	7.2	0.8	0.8	0.8	0.8
1171.HK	兖矿能源	HKD	10.04	1,311	6.6	9.3	7.6	6.7	1.8	1.8	1.8	1.8
0639.HK	首钢资源	HKD	2.89	147	9.8	16.1	13.1	11.6	0.9	0.9	0.8	0.9
平均					8.8	11.2	9.9	9.4	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

5. 风险提示

- 宏观经济下滑，国内焦煤需求不及预期；
- 安监及限产政策风险带来产量下降
- 国际焦煤价格大幅下跌
- 联山煤化郭家沟煤矿审批不及预期

【财务报表摘要】

损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	5,891	5,057	3,506	4,051	4,328
经营成本	(2,425)	(2,469)	(1,928)	(2,107)	(2,250)
销售费用	(215)	(110)	(112)	(115)	(117)
行政费用	(201)	(209)	(213)	(217)	(222)
财务开支	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益净额	8	95	96	97	98
其他营运开支	(10)	(13)	(13)	(13)	(13)
税前盈利	3,219	2,526	1,522	1,885	2,014
所得税	(918)	(711)	(428)	(531)	(567)
少数股东应占利润	412	321	193	239	256
归属股东净利润	1,889	1,494	900	1,115	1,191
折旧及摊销	702	551	522	496	473
EBITDA	2,726	1,992	1,018	1,409	1,562
增长					
总收入 (%)	-	-14%	-31%	16%	7%
EBITDA (%)	-	-27%	-49%	38%	11%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	6,552	7,676	8,050	8,480	8,902
应收账款	530	520	535	551	568
存货	126	138	142	146	150
其他流动资产	2,816	2,668	2,748	2,831	2,916
流动资产	10,024	11,002	11,475	12,008	12,536
固定资产	3,693	3,715	3,790	3,865	3,943
其他固定资产	8,775	8,232	8,039	7,719	7,406
非流动资产	12,468	11,947	11,829	11,585	11,349
总资产	22,492	22,949	23,304	23,593	23,886
流动负债	2,523	2,591	2,617	2,643	2,670
应付帐款	621	758	765	773	780
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	1,901	1,834	1,852	1,870	1,889
非流动负债	1,498	1,457	1,500	1,545	1,592
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	1,498	1,457	1,500	1,545	1,592
总负债	4,021	4,048	4,117	4,188	4,261
少数股东权益	2,189	2,421	2,542	2,593	2,645
股东权益	16,282	16,480	16,645	16,811	16,979
每股账面值(港元)	3.24	3.32	3.27	3.30	3.34
营运资金	7,501	8,411	8,858	9,365	9,867

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	46%	39%	29%	35%	36%
净利率 (%)	32%	30%	26%	28%	28%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	4%	6%	5%	5%
实际税率 (%)	29%	28%	28%	28%	28%
股息支付率 (%)	75%	100%	75%	75%	75%
库存周转	19	20	27	25	24
应付账款天数	94	112	145	134	127
应收账款天数	43	39	58	51	50
ROE (%)	12%	9%	5%	7%	7%
ROA (%)	8%	7%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
收入/总资产	0.26	0.22	0.15	0.17	0.18
总资产/股本	1.38	1.39	1.40	1.40	1.41
收入对利息倍数	(2,016.8)	(2,896.3)	(2,028.3)	(2,367.5)	(2,554.5)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,726	1,992	1,018	1,409	1,562
融资成本	3	2	2	2	2
营运资金变化	1,796	342	(32)	(34)	(35)
所得税	(1,093)	(2,094)	(2,175)	(2,390)	(2,495)
营运现金流	4,543	2,370	1,369	1,601	1,667
资本开支	(489)	(442)	(447)	(451)	(456)
其他投资活动	1,249	260	263	265	268
投资活动现金流	759	(182)	(184)	(186)	(188)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,907)	(1,330)	(675)	(836)	(894)
其他融资活动	(435)	358	(39)	(47)	(57)
融资活动现金流	(2,342)	(972)	(714)	(883)	(950)
现金变化	2,961	1,216	471	532	529
期初持有现金	3,834	6,552	7,676	8,050	8,480
汇率变动	(242)	(92)	(97)	(102)	(107)
期末持有现金	6,552	7,676	8,050	8,480	8,902

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>