

买入

稳定高派息，期权激励彰显信心

首钢资源 (0639.HK)

2026-10-14 星期三

【投资要点】

目标价: **3.50 港元**

现价: **2.81 港元**

预计升幅: **25%**

重要数据

日期	2026-10-13
收盘价(港元)	2.81
总股本(亿股)	50.91
总市值(亿港元)	143
净资产(亿港元)	185
总资产(亿港元)	228
52 周高低(港元)	3.29/1.94
每股净资产(港元)	3.23

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
(29.03%)

相关报告

深度报告-20251219

更新报告-20260512

更新报告-20260810

➤ 焦煤处于安监供给收缩与政策保供的博弈阶段，短期预计高位震荡

2026 年 9 月 18 日三部门联合印发煤炭稳产稳供通知后，保供政策逐步发力，部分煤矿复产进度加快，但安监力度不减，整体供给恢复仍偏慢，预期短期受保供政策推进、钢厂减产传导及焦炭提降影响，价格面临一定回调压力；但中期来看，山西安监趋严带来的供给刚性约束仍是核心支撑，价格不具备大幅下跌基础，短期预计高位震荡。展望明年，焦煤供需从偏紧转向平衡，但焦煤价格中枢或有望维持在相对较高水平。

➤ 公司 2026 年全年业绩高增确定性高，高派息增强红利资产属性

公司 2026 年上半年精焦煤产量 195 万吨，同比上升 27%；自产精焦煤平均实现售价(含税) 1,237 元/吨，同比上升 16%。受益量价齐升，公司上半年实现收入 32.43 亿港元，同比+54%；盈利 5.89 亿港元，同比+46%，每股基本盈利 11.56 港仙，中期股息每股 10 港仙(2025H1: 6 港仙)，派息比率 87%(2025H1: 67%)。基于焦煤价格走势判断，我们更新盈利预测，预计 2026 年盈利同比+99.1%，2026 年预测股息率约 7%，红利资产价值凸显。

➤ 公司现金宽裕，期权激励彰显信心

截至 20260630，公司无任何借贷，可动用银行结余及现金约 90.48 亿港元，较 2025 年底增加约 10.53 亿港元，连同可动用应收票据合计可动用自由资金约 92.60 亿港元，占当前市值约 65%，主要受益经营业务正现金流 12.22 亿港元(2025 年上半年: 4.53 亿港元)；公司于 2026 年 9 月 29 日向 111 名激励对象首次授出 4,336.4 万份股票期权，占已发行股份约 0.85%，行权价 2.736 港元，期权分三批于授予日起 24/36/48 个月后按 33%/33%/34%比例行权，业绩考核涵盖盈利能力、净资产收益率、生产效率、煤矿智能化建设及安全管理标准，管理层及核心骨干利益与股东深度绑定。

➤ 提升公司目标价至 3.50 港元/股，维持“买入”评级

我们提升公司目标价至 3.50 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 13 倍 PE，目标价较现价有 25%的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万港元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	5,057	5,056	6,083	6,272	6,423
变动(%)	-14.2%	0.0%	20.3%	3.1%	2.4%
归属股东净利润	1,494	632	1,259	1,338	1,408
变动(%)	-20.9%	-57.7%	99.1%	6.2%	5.3%
基本每股盈利(港仙)	30.12	12.42	24.74	26.28	27.66
市盈率@2.81 港元(倍)	9.3	22.6	11.4	10.7	10.2
每股股息(港仙)	30.00	12.00	19.79	21.02	22.13
股息现价比率(%)	10.7%	4.3%	7.0%	7.5%	7.9%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 焦煤处于安监供给收缩与政策保供的博弈阶段，短期预计高位震荡

2026 年 9 月 18 日三部门联合印发煤炭稳产稳供通知后，保供政策逐步发力，部分煤矿复产进度加快，但安监力度不减，整体供给恢复仍偏慢，预期短期受保供政策推进、钢厂减产传导及焦炭提降影响，价格面临一定回调压力；但中期来看，山西安监趋严带来的供给刚性约束仍是核心支撑，价格不具备大幅下跌基础，短期预计高位震荡。展望明年，焦煤供需从偏紧转向平衡，但焦煤价格中枢或有望维持在相对较高水平。

➤ 公司 2026 年全年业绩高增确定性高，高派息增强红利资产属性

公司 2026 年上半年精焦煤产量 195 万吨，同比上升 27%，主要因原焦煤入洗量增加及精焦煤回收率提高（中硫原焦煤产出比例上升、煤层夹矸厚度下降）；自产精焦煤平均实现售价（含税）1,237 元/吨，同比上升 16%。受益量价齐升，公司上半年实现收入 32.43 亿港元，同比+54%；盈利 5.89 亿港元，同比+46%，每股基本盈利 11.56 港仙，中期股息每股 10 港仙（2025H1：6 港仙），派息比率 87%（2025H1：67%）。

基于焦煤价格走势判断，我们更新盈利预测，预计 2026 年盈利同比+99.1%，2026 年预测股息率约 7%，红利资产价值凸显。

➤ 公司现金宽裕，期权激励彰显信心

截至 20260630，公司无任何借贷，可动用银行结余及现金约 90.48 亿港元，较 2025 年底增加约 10.53 亿港元，连同可动用应收票据合计可动用自由资金约 92.60 亿港元，占当前市值约 65%，主要受益经营业务正现金流 12.22 亿港元（2025 年上半年：4.53 亿港元）；

公司于 2026 年 9 月 29 日向 111 名激励对象首次授出 4,336.4 万份股票期权，占已发行股份约 0.85%，行权价 2.736 港元，期权分三批于授予日起 24/36/48 个月后按 33%/33%/34%比例行权，业绩考核涵盖盈利能力、净资产收益率、生产效率、煤矿智能化建设及安全管理标准，该计划已获北京市国资委批准并经股东大会通过，管理层及核心骨干利益与股东深度绑定。

➤ 提升公司目标价至 3.50 港元/股，维持"买入"评级

公司高派息政策延续，账上净现金充裕，2026 年预测股息率约 7%，红利价值凸显。我们提升公司目标价至 3.50 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 13 倍 PE，目标价较现价有 25% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20261013)

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1088.HK	中国神华	HKD	43.88	12,050	15.9	13.4	13.8	14.1	1.8	1.7	1.7	1.7
1898.HK	中煤能源	HKD	10.64	1,997	8.8	6.0	6.8	7.2	0.7	0.7	0.7	0.7
1171.HK	兖矿能源	HKD	11.59	1,849	12.3	5.8	5.4	5.0	1.3	1.3	1.3	1.3
0866.HK	中国泰发	HKD	1.88	49	-	5.4	3.2	2.4	1.9	1.5	1.0	0.7
平均					12.3	7.7	7.3	7.1	1.4	1.3	1.2	1.1
0639.HK	首钢资源	HKD	2.81	143	22.6	11.4	10.7	10.2	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 宏观经济下滑，国内焦煤需求不及预期；
2. 稳产保供政策压制煤价
3. 国际焦煤价格大幅下跌
4. 联山煤化郭家沟煤矿审批不及预期
5. 分红派息不及预期

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	5,057	5,056	6,083	6,272	6,423
经营成本	(2,469)	(3,972)	(3,966)	(4,077)	(4,110)
销售费用	(110)	(62)	(74)	(76)	(77)
行政费用	(209)	(262)	(283)	(255)	(260)
财务开支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益净额	95	141	142	156	158
其他营运开支	(13)	(21)	(20)	(20)	(20)
税前盈利	2,526	1,037	2,040	2,161	2,274
所得税	(711)	(292)	(575)	(605)	(637)
少数股东应占利润	321	112	205	218	229
归属股东净利润	1,494	632	1,259	1,338	1,408
折旧及摊销	551	617	588	561	537
EBITDA	1,992	343	1,386	1,521	1,658
增长					
总收入 (%)	-14%	0%	20%	3%	2%
EBITDA (%)	-27%	-83%	305%	10%	9%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	7,676	5,773	5,672	5,706	5,671
应收账款	520	370	381	393	404
存货	138	184	190	196	202
其他流动资产	2,668	3,401	3,503	3,608	3,716
流动资产	11,002	9,729	9,747	9,902	9,994
固定资产	3,715	4,014	4,504	4,940	5,365
其他固定资产	8,232	8,447	8,207	7,890	7,650
非流动资产	11,947	12,460	12,712	12,829	13,015
总资产	22,949	22,189	22,458	22,731	23,009
流动负债	2,591	2,417	2,441	2,465	2,490
应付帐款	758	720	727	734	742
短期银行贷款	0	0	0	0	1
其他短期负债	1,834	1,697	1,714	1,731	1,748
非流动负债	1,457	1,388	1,430	1,473	1,516
长期银行贷款	0	0	0	0	1
其他负债	1,457	1,388	1,430	1,473	1,516
总负债	4,048	3,805	3,871	3,938	4,007
少数股东权益	2,421	1,949	1,988	2,028	2,068
股东权益	16,480	16,435	16,599	16,765	16,933
每股账面值(港元)	3.32	3.23	3.26	3.29	3.33
营运资金	8,411	7,312	7,305	7,437	7,503

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	39%	7%	23%	24%	26%
净利率 (%)	30%	13%	21%	21%	22%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	5%	5%	4%	4%
实际税率 (%)	28%	28%	28%	28%	28%
股息支付率 (%)	100%	97%	80%	80%	80%
库存周转	20	17	17	18	18
应付账款天数	112	66	67	66	66
应收账款天数	39	29	25	25	25
ROE (%)	9%	4%	8%	8%	8%
ROA (%)	7%	3%	6%	6%	6%
财务状况					
净负债/股本	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
收入/总资产	0.22	0.23	0.27	0.28	0.28
总资产/股本	1.39	1.35	1.35	1.36	1.36
收入对利息倍数	(2,896.3)	(2,680.7)	(3,258.0)	(3,393.1)	(3,509.6)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	1,992	343	1,386	1,521	1,658
融资成本	2	2	2	2	2
营运资金变化	342	(4)	(28)	(29)	(31)
所得税	(850)	(439)	(575)	(605)	(637)
营运现金流	2,370	917	1,843	1,923	1,978
资本开支	(442)	(359)	(305)	(259)	(220)
其他投资活动	260	(563)	(204)	(206)	(208)
投资活动现金流	(182)	(922)	(509)	(465)	(428)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,330)	(1,375)	(1,008)	(1,070)	(1,127)
其他融资活动	358	(723)	(638)	(574)	(689)
融资活动现金流	(972)	(2,097)	(1,646)	(1,645)	(1,816)
现金变化	1,216	(2,102)	(311)	(187)	(266)
期初持有现金	6,552	7,676	5,773	5,672	5,706
汇率变动	(92)	200	210	220	231
期末持有现金	7,676	5,773	5,672	5,706	5,671

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>