

# 力量发展 (01277.HK)

## 立足蒙宁，掘金海外，“三高”赋能，可有大为

### 立足“蒙、宁”，掘“金”海外，“高”吨煤盈利。

- 公司煤矿主要分布于内蒙古、宁夏、南非三地，资源涵盖动力煤与炼焦煤，目标是成为中国领先的民营综合煤炭供应商。
- 公司煤种优势强，成本管控能力突出，2024年公司吨煤毛利率达60%，于17家样本主流上市煤企中位列第一。同时2014-2024年公司ROE远超中国神华、兖矿能源、中煤能源、陕西煤业等头部煤企。

### “大饭铺”类比“现金奶牛”。

- 截至2025年6月30日，公司拥有四座煤矿，合计产能达到1010万吨/年，储量合计达到10.05亿吨，其中大饭铺煤矿（650万吨/年）、永安煤矿（120万吨/年，试运转）为在运煤矿。
- 公司主营煤矿大饭铺煤矿位于鄂尔多斯市准格尔旗东部，煤炭产品为“力量2”和“力量混”，热值均在4000大卡以上，其中“力量2”主要在北方港口销售，该产品属低硫、高灰熔点的环保煤炭，已成为多个港口的品牌煤种。
- 煤质优异，享有品牌溢价。公司“力量2”动力煤，热值5000大卡左右，主要在北方港口销售，硫分在0.6%以下，低于秦港5000卡的0.7%硫分，其售价相较于指数一般溢价成交。

### 布局宁夏+掘“金”海外，“高”成长。

- 力量矿业于2022年完成后宁夏力量矿业有限公司的100%股权收购后，进而拥有永安煤矿（120万吨/年）、韦一煤矿（90万吨/年）主要资产。宁夏两矿完全投产后，预计为公司带来210万吨/年焦煤产能增长，有望为公司利润新增长极。
- 截至2025年10月30日公司通过第二次交割，将MCMing持股比例提高至40.13%，最终目标为持股比例提高至51%实现控股，并将MCMing并表。MCMing拥有Uitkomst（40万吨/年，在产）、Makhado（400万吨/年，在建）、Vele（120-150万吨/年，拟建）、GreaterSoutpansberg（拟建）四座矿权，煤种以焦煤和动力煤为主，Makhado、Vele两座在建/拟建矿井可采年限均在25年以上，资源储备较为雄厚。Makhado项目已经于2024年11月开工建设，预计2026年初投入运营生产。根据Thungela和Exxaro两家南非上市公司吨煤完全成本数据，及2025年11月国际焦煤、动力煤市场价格数据，我们测算马卡杜项目投产后吨煤利润有望至少贡献约40美元/吨，为MCMing提供广阔盈利成长空间。

获得金红石合作开采项目，预计增加毛利0.8亿美元。2025年12月力量发展全资子公司Metal Mining与塞拉利昂Minenet签署罗蒂丰克金红石项目合作协议，产品为重砂矿（含有约30%-45%金红石（TiO<sub>2</sub>含量95%）、35%-55%钛铁（TiO<sub>2</sub>含量52.66%）、及2.3%-6%锆英），力量发展享有

## 买入（首次）

### 股票信息

行业	煤炭开采
01月26日收盘价（港元）	1.63
总市值（百万港元）	13,740.90
总股本（百万股）	8,430.00
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	14.00

### 股价走势



### 作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

### 相关研究

80%权益，完全投产年产 48 万吨重砂矿，对应权益量约 38.4 万吨/年。综合测算，收入约 1.6 亿美元，毛利约 0.80 亿美元，毛利率约 50%。

**“高分红”。**公司 2023-2025 年多次派发特别股息，张力、张量父子已经于 2022 年退出公司董事会，公司管理基本交由职业经理人，进而提高了实控人对分红的诉求。公司在 2025 年中报公告派发中期股息 0.05 港元/股，并在上半年派发特殊股息 0.035 港元/股，以当前股价 1.63 港元/股（1 月 26 日收盘价），测算半年度股息率达到 5%，高股息属性突出。

**盈利预测、估值及投资评级：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.34 亿元、60.13 亿元、65.53 亿元，实现归母净利润分别为 12.37 亿元、16.80 亿元、24.04 亿元，对应 PE 分别为 10.0X/7.3X/5.1X，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

**风险提示：** MCMing 开发进度不及预期。下游需求不及预期。统计数据风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	4,745	5,656	4,834	6,013	6,553
增长率 yoy (%)	-22.9	19.2	-14.5	24.4	9.0
归母净利润(百万人民币)	2,078	2,110	1,237	1,680	2,404
增长率 yoy (%)	-22.0	1.5	-41.4	35.8	43.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.25	0.25	0.15	0.20	0.29
净资产收益率 (%)	28.2	25.6	13.8	16.8	21.0
P/E (倍)	5.9	5.8	10.0	7.3	5.1
P/B (倍)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 26 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2157	3269	3540	3965	4491
现金	734	630	765	678	1010
应收票据及应收账款	7	7	249	310	338
其他应收款	187	194	175	218	238
预付账款	0	0	0	0	0
存货	115	1716	1440	1691	1754
其他流动资产	1114	722	911	1068	1151
<b>非流动资产</b>	8781	9722	10016	10917	11809
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2484	3431	3527	3620	3712
无形资产	3488	3439	4199	4950	5695
其他非流动资产	2809	2851	2290	2346	2403
<b>资产总计</b>	10938	12991	13556	14882	16300
<b>流动负债</b>	2572	3426	3210	3539	3535
短期借款	1033	536	1423	1323	1127
应付票据及应付账款	59	107	94	110	114
其他流动负债	1480	2783	1693	2105	2294
<b>非流动负债</b>	946	1290	1336	1336	1336
长期借款	270	343	343	343	343
其他非流动负债	676	948	993	993	993
<b>负债合计</b>	3518	4716	4545	4874	4871
少数股东权益	52	46	38	26	3
股本	54	54	54	54	54
资本公积	7271	8106	8851	9860	11304
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7368	8228	8972	9982	11426
<b>负债和股东权益</b>	10938	12991	13556	14882	16300

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1712	2350	147	1743	2348
净利润	2078	2110	1237	1680	2404
折旧摊销	139	176	109	118	128
财务费用	101	82	70	89	82
投资损失	11	11	8	28	218
营运资金变动	-104	-47	-1219	-61	21
其他经营现金流	-514	18	-57	-110	-503
<b>投资活动现金流</b>	-904	-819	-337	-972	-778
资本支出	-490	-454	-963	-963	-963
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-414	-365	627	-8	186
<b>筹资活动现金流</b>	-621	-1630	323	-861	-1240
短期借款	733	-497	888	-100	-196
长期借款	-313	73	0	0	0
普通股增加	0	-24	0	0	0
资本公积增加	996	835	744	1010	1444
其他筹资现金流	-2036	-2018	-1308	-1771	-2487
<b>现金净增加额</b>	182	-104	135	-88	332

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4745	5656	4834	6013	6553
营业成本	1942	2533	2592	3045	3158
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	17	40	48	60	66
管理费用	257	344	541	459	459
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	101	82	70	89	82
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	2	69	34	42	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	11	8	28	218
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2529	2739	1759	2367	2871
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	2441	2737	1731	2348	3053
所得税	368	656	502	681	672
<b>净利润</b>	2073	2081	1229	1667	2381
少数股东损益	-5	-29	-8	-13	-22
<b>归属母公司净利润</b>	2078	2110	1237	1680	2404
EBITDA	2682	2995	1909	2555	3262
EPS (元/股)	0.25	0.25	0.15	0.20	0.29

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-22.9	19.2	-14.5	24.4	9.0
营业利润(%)	-33.0	8.3	-35.8	34.6	21.3
归属母公司净利润(%)	-22.0	1.5	-41.4	35.8	43.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.1	55.2	46.4	49.4	51.8
净利率(%)	43.8	37.3	25.6	27.9	36.7
ROE(%)	28.2	25.6	13.8	16.8	21.0
ROIC(%)	24.7	23.4	11.9	14.8	19.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.2	36.3	33.5	32.8	29.9
净负债比率(%)	7.7	3.0	11.1	9.9	4.0
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	793.2	852.7	37.8	21.5	20.2
应付账款周转率	66.1	30.6	25.9	29.9	28.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.25	0.15	0.20	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.28	0.02	0.21	0.28
每股净资产(最新摊薄)	0.87	0.98	1.06	1.18	1.36
<b>估值比率</b>					
P/E	5.9	5.8	10.0	7.3	5.1
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	1.8	3.3	7.0	5.2	3.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 26 日收盘价

## 内容目录

1.立足“蒙、宁”，掘“金”海外，“高”吨煤盈利.....	5
2.“大饭铺”类比“现金奶牛”，未来“高”成长.....	7
2.1 产品享品牌溢价优势，核心资产具备“现金奶牛”属性.....	7
2.2 布局宁夏+掘“金”海外，中期利润增量显著.....	10
3.2026 年煤炭市场：动力煤、焦煤中枢均有望上移.....	13
4.“高”分红.....	15
5.盈利预测与关键假设.....	16
6.风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1: 股权结构图（截止 2025 年 6 月末）.....	5
图表 2: 公司历程.....	5
图表 3: 公司盈利能力远超同行煤企（%）.....	6
图表 4: 力量发展 ROE 水平远超主要上市煤企（%）.....	6
图表 5: 2013-2025H 营业收入以及同比增速（亿元、%）.....	7
图表 6: 煤炭以及其他业务营业收入占比（%）.....	7
图表 7: 2013-2025H 归母净利润以及同比增速（亿元、%）.....	7
图表 8: 煤炭以及其他业务毛利润（亿元）.....	7
图表 9: 公司煤炭资产情况.....	8
图表 10: 公司煤炭产品情况.....	8
图表 11: 力量发展煤价相较于指数报价一般溢价成交（元/吨）.....	9
图表 12: 2013-2024 年吨煤售价、吨煤销售成本、吨煤毛利润情况（元/吨）.....	9
图表 13: 2013-2024 年吨煤折旧及摊销情况（元/吨，%）.....	10
图表 14: 2014-2025H 商品煤销量以及同比增速（万吨、%）.....	10
图表 15: 2014-2024 测算吨归母净利润（元/吨、%）.....	10
图表 16: MCMing 煤矿分布于南非北部地区.....	11
图表 17: MCMing 煤矿资产情况.....	11
图表 18: 2021-2025 年澳洲半软炼焦煤 CFR 价格（美元/吨）.....	12
图表 19: 2021-2025 年理查德 6000 大卡动力煤 FOB 价格（美元/吨）.....	12
图表 20: 2020-2025H 年 Thungela 和 Exxaro 吨煤完全成本情况（美元/吨）.....	12
图表 21: 钛合金产业链图谱.....	13
图表 22: 北港动力煤价格走势（元/吨）.....	14
图表 23: 产地低硫主焦价格趋势（元/吨）.....	15
图表 24: 公司现金分红梳理（港元、%）.....	15
图表 25: 力量发展盈利预测关键假设.....	16
图表 26: 可比公司估值情况（港元、元/股、倍）.....	16

## 1.立足“蒙、宁”，掘“金”海外，“高”吨煤盈利

**立足“蒙、宁”，掘“金”海外，目标成为领先民营煤企。**力量发展于2010年7月成立，2012年3月在港交所成功上市，公司主要从事煤炭开采与销售业务，其煤矿主要分布于内蒙古、宁夏、南非三地，资源涵盖动力煤与炼焦煤，目标是成为中国领先的民营综合煤炭供应商。截止2025年6月末，力量发展实控人为张力与张量父子（合计持有74.26%），其中张力与李思廉合伙创办广州富力地产股份有限公司（1277.HK），张量是实地建设集团有限公司实控人。

图表1: 股权结构图（截止2025年6月末）



资料来源：公司公告，ifind，gurufocus，国盛证券研究所

图表2: 公司历程



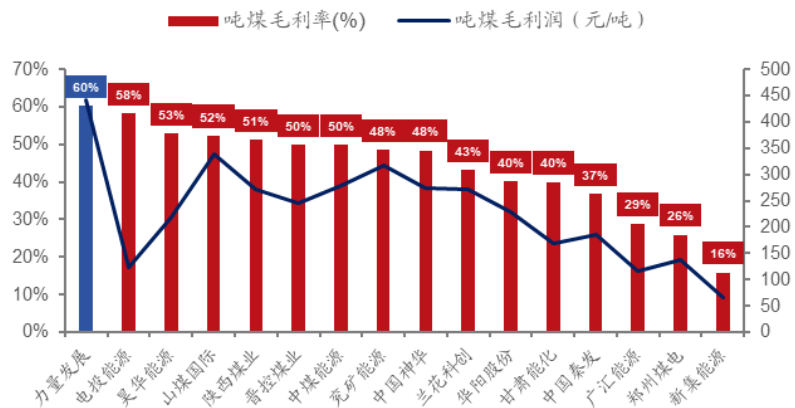
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**煤炭业务为核心，盈利能力远超同行煤企。**力量发展以煤炭业务为核心，并于2022年建成广太昌原种猪场，开始扩展农牧业务。

- 2024年公司营业收入、归母净利润分别为56.56亿元、21.10亿元，同比增速分别为19.19%、1.54%。2025年上半年，由于煤价持续走弱，公司盈利能力下滑，净利润同比下降48.73%至5.62亿元。
- 房地产&物业业务：2024年以来以应收账款抵偿债务的交易方式完成对秦皇岛、茂名、太原实地等资产收购，进而盘活和重组债权优化资产结构。
- 煤炭业务：煤炭业务是公司主要收入以及利润来源，2024年煤炭业务营业收入占比达到95%，毛利润占比达到104%，2021-2025H1期间，公司2022年煤炭业务营收和毛利润分别为61.36、40.58亿元，均创历史最高。

公司煤种优势强，成本管控能力突出，2024年公司吨煤毛利率达60%，于17家样本主流上市煤企中位列第一。同时2014-2024年公司ROE远超中国神华、兖矿能源、中煤能源、陕西煤业等头部煤企。

图表3: 公司盈利能力远超同行煤企 (%)



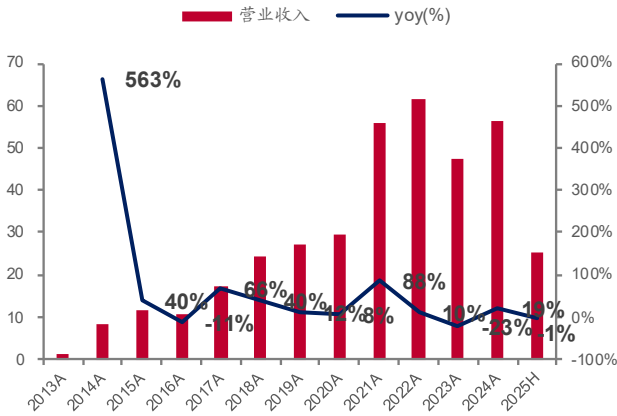
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 力量发展 ROE 水平远超主要上市煤企 (%)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
力量发展	7	0	14	41	45	37	30	54	42	28	26
陕西煤业	3	-10	8	24	22	20	21	25	34	24	25
兖矿能源	2	0	4	16	16	17	11	25	34	20	24
电投能源	7	6	9	16	16	15	12	17	17	15	15
新集能源	-29	-59	5	0	5	9	12	26	18	16	15
晋控煤业	2	-37	4	11	12	14	12	39	21	20	15
郑州煤电	1	-16	-22	19	5	-34	-52	-14	4	2	15
中国神华	13	6	8	16	13	12	10	14	18	16	15
山煤国际	-28	-64	8	8	4	14	9	42	46	27	14
中煤能源	0	-4	2	4	5	6	5	13	15	14	12
广汇能源	15	2	2	6	12	10	8	24	39	18	11
昊华能源	3	-7	0	9	10	4	1	21	13	9	9
甘肃能化	12	3	4	8	8	7	5	8	25	11	7
华阳股份	6	1	3	11	9	8	6	17	27	19	7
兰花科创	1	0	-8	8	11	6	3	18	21	13	4

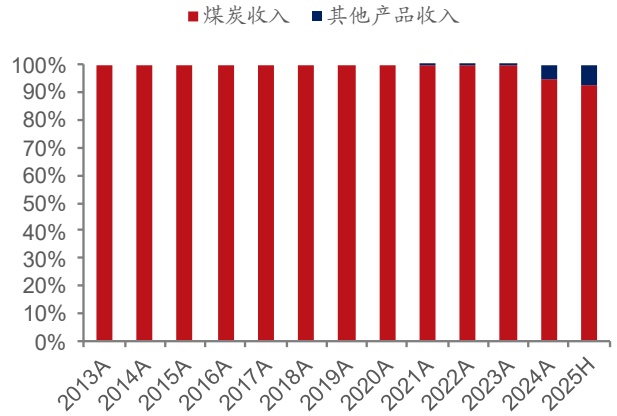
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 2013-2025H 营业收入以及同比增速 (亿元、%)



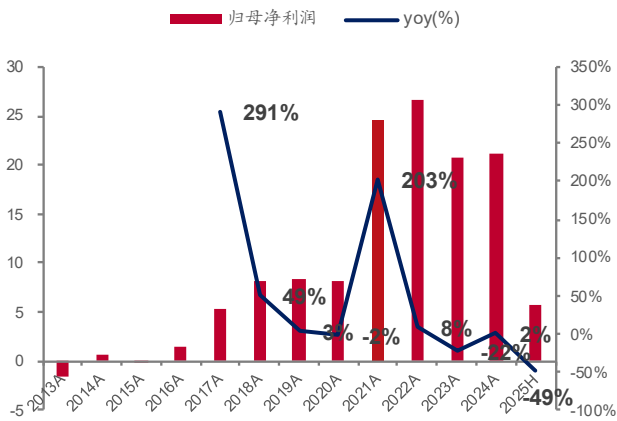
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 煤炭以及其他业务营业收入占比 (%)



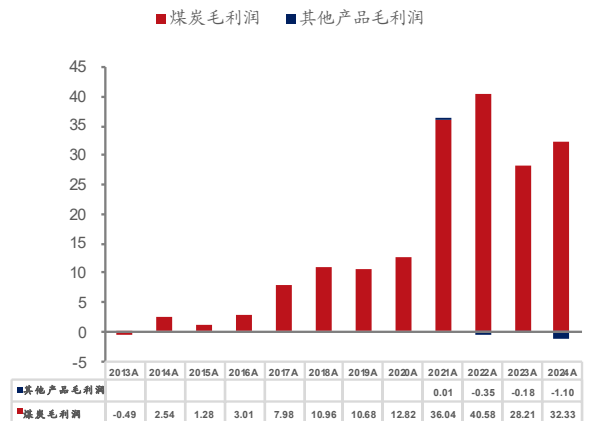
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2013-2025H 归母净利润以及同比增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 煤炭以及其他业务毛利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. “大饭铺” 类比 “现金奶牛”，未来 “高” 成长

### 2.1 产品享品牌溢价优势，核心资产具备 “现金奶牛” 属性

**产储资源丰富，煤种优势突出。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有四座煤矿，合计产能达到 **1010 万吨/年**，储量合计达到 **10.05 亿吨**，其中大饭铺煤矿（650 万吨/年）、永安煤矿（120 万吨/年，试运转）为在运煤矿。

- 公司主营煤矿大饭铺煤矿位于鄂尔多斯市准格尔旗东部，煤炭产品为“力量 2”和“力量混”，热值均在 **4000 大卡** 以上，其中“力量 2”主要在北方港口销售，该产品属低硫、高灰熔点的环保煤炭，已成为多个港口的品牌煤种。
- 宁夏永安煤矿于 2024 年 11 月进入联合试运转，在 2025 年 7 月因事故暂停生产，2026 年初有望恢复生产，初期产品“力量肥煤”具备灰分低、粘结性强、结焦好等优点，后期伴随韦一煤矿投运预计将产出低硫主焦煤等多个品种。

图表9: 公司煤炭资产情况

矿井名称	区域	资源储量 (百万吨)	产能 (万吨/年)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨/年)	煤质特性
大饭铺煤矿 (在产)	内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗	359.79	650	100%	650	低硫、高灰熔点、低水分动力煤
永安煤矿 (试运转)	宁夏吴忠市	224.22	120	100%	120	焦煤、1/3焦煤、肥煤
韦一煤矿 (在建)	宁夏吴忠市	118.61	90	100%	90	焦煤、1/3焦煤、肥煤
泰麟煤矿 (在建)	贵州	302.36	150	75%	112.5	焦煤
<b>合计</b>		<b>1004.98</b>	<b>1010</b>		<b>972.5</b>	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 自然资源部, 天眼查, 贵州省自然资源厅, 贵州省能源局, 国盛证券研究所

### 运销一体化布局, 享有品牌溢价优势。

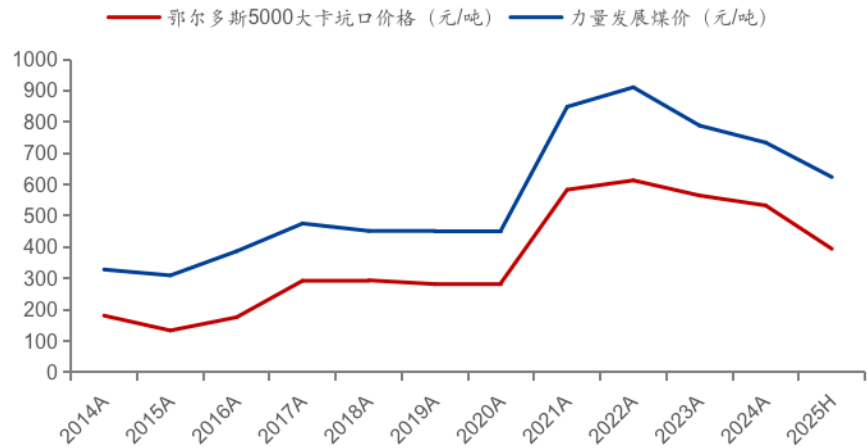
- **入股肖家集运站, 铁路直达港口销售。**力量发展持有肖家集运站 45% 股权 (神华准能持有 55% 股权), 其位于大饭铺煤矿工业广场以北 1200 米, 与大准线点南支线接轨。同时集团经太原铁局批准单独设立铁路运输户头, 可独立申请铁路运输计划, 确保自产煤及外购煤炭的发运需求, 公司煤炭从地下矿井经由运输带送往地面, 进入洗煤厂处理最后直达肖家装载站经铁路运往港口, 运销一体化布局, 运费成本偏低。
- **煤质优异, 享有品牌溢价。**公司通过竞价的销售模式, 根据客户报价情况择优销售, 最大化保障销售收益, 同时自有品牌“力量 2”动力煤, 热值 5000 大卡左右, 主要在北方港口销售, 已成为多个港口的品牌煤种, 该产品的硫分在 0.6% 以下, 低于秦港 5000 卡的 0.7% 硫分, 其售价相较于指数一般溢价成交, 即表现为在行情上行过程中可以具备更高的价格弹性, 在行情下跌过程中其跌幅更低。**2025 年上半年公司煤价同比下降 18.61%, 低于秦港 5000 大卡平仓价的 22.67% 的降幅。**

图表10: 公司煤炭产品情况

产品名称	参考热值(Qnet,ar)	全水分(Mt)	全硫(St,ar)	挥发分(Var)	灰分(Ar)	灰熔融性
力量 2	5,000K	≤ 15	≤ 0.6	< 30	15-25	> 1450℃
力量混	4,000-4,500K	≤ 17	≤ 0.6	< 30	20-35	> 1450℃
产品名称	空干基灰分(Aad)	干燥无灰基挥发分(Vdaf)	空干基硫分(St,ad)	粘结指数(G)	胶质层厚度(Y)	全水(Mt)
力量肥煤	≤ 7.5%	≤ 31%	≤ 3.0%	≥ 94	≥ 23mm	≤ 12.5%

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表11: 力量发展煤价相较于指数报价一般溢价成交(元/吨)

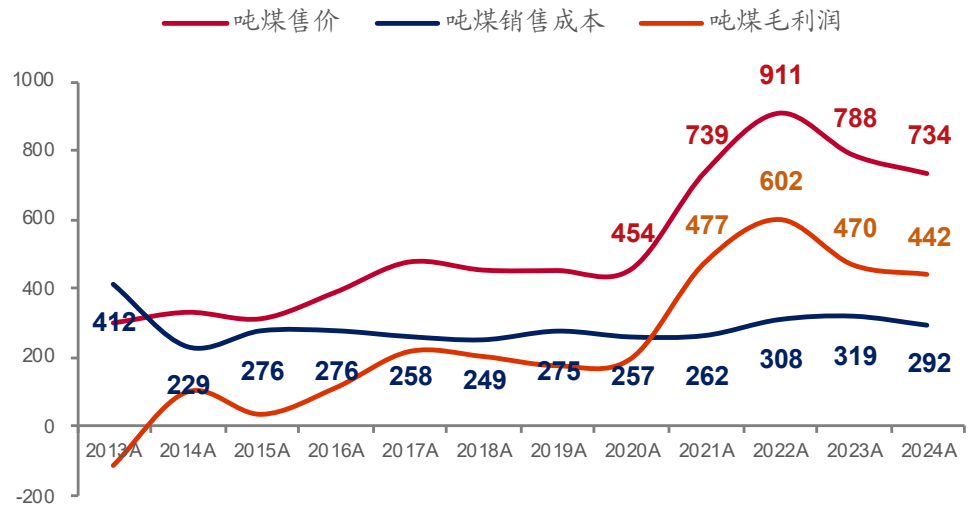


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**大饭铺煤矿具备“现金奶牛”属性。**

- **煤质优构建先天溢价优势。**公司“力量2”动力煤热值5000大卡左右，硫分0.6%以下，低于秦港5000卡0.7%硫分，故其售价溢价能力突出，具备更高的价格弹性和较强的抵御煤价下跌压力优势。
- **成本控制能力突出。**大饭铺煤矿于2012年投运以来，已经稳定运营超13年，折旧及摊销已过高峰期并趋于稳定，吨销售成本基本维持在300元/吨左右，成本稳定且具备较强竞争优势，在煤炭市场行情波动中构建高盈利护城河。

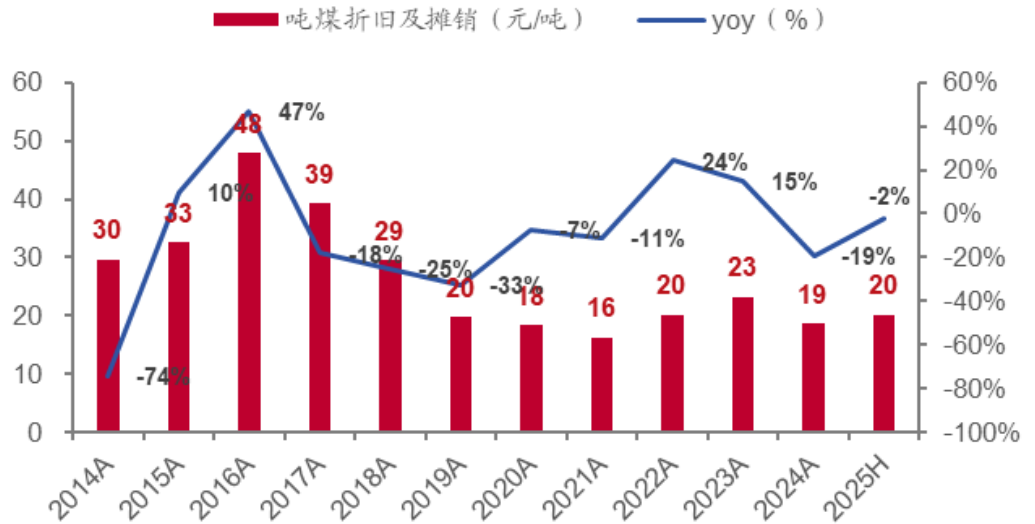
图表12: 2013-2024年吨煤售价、吨煤销售成本、吨煤毛利情况(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

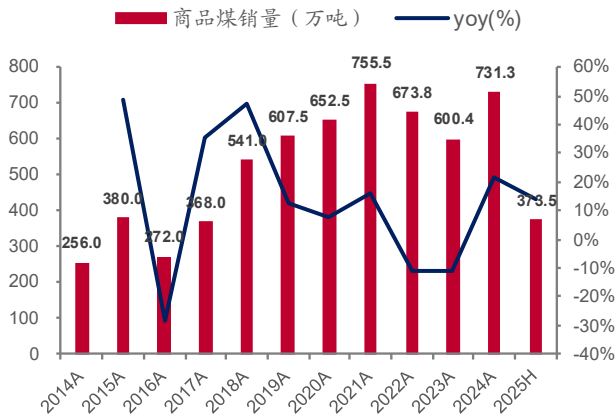
备注: 商品煤销量、吨煤售价为根据年报同比变动推算值

图表13: 2013-2024年吨煤折旧及摊销情况(元/吨, %)



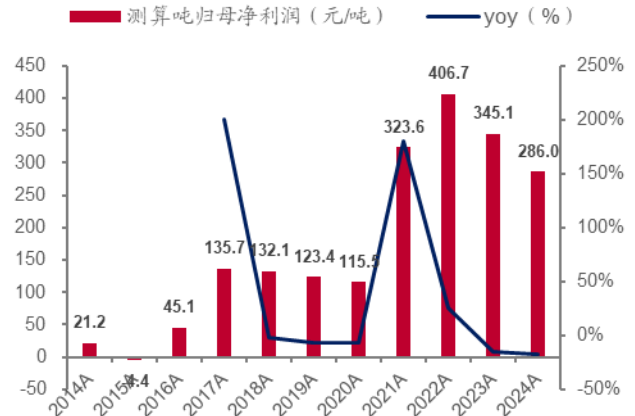
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 2014-2025H 商品煤销量以及同比增速(万吨, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所  
备注: 商品煤销量为根据年报同比变动推算值

图表15: 2014-2024 测算吨归母净利润(元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 布局宁夏+掘“金”海外，中期利润增量显著

两座焦煤矿井有望于 2026 年贡献增量，成为利润新增长极。力量矿业于 2022 年完成对宁夏力量矿业有限公司的 100% 股权收购后，进而拥有永安煤矿（120 万吨/年）、韦一煤矿（90 万吨/年）主要资产。宁夏两矿完全投产后，预计为公司带来 210 万吨/年焦煤产能增长，有望为公司利润新增长极。

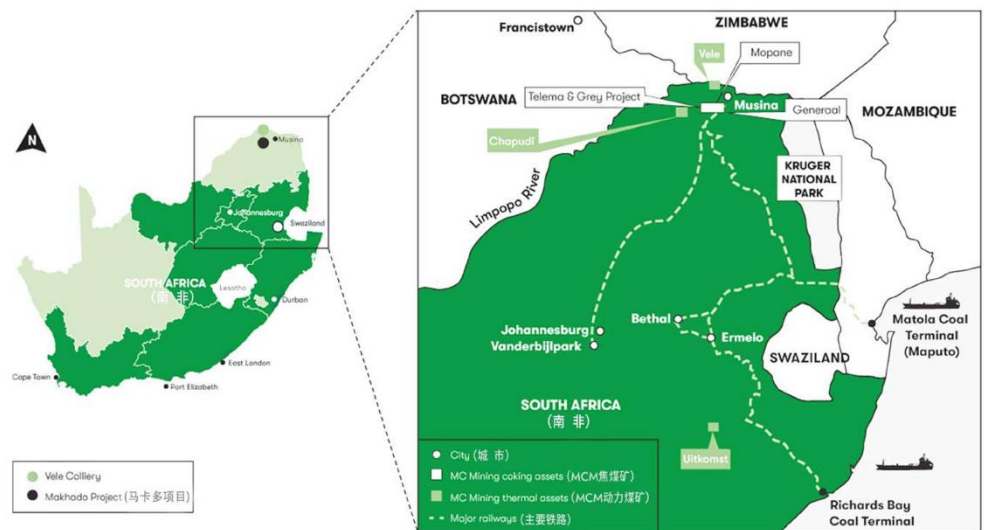
- **永安煤矿**：120 万吨/年井工矿，位于宁夏回族自治区吴忠市太阳山开发区，拥有煤炭资源量 224.22 百万吨，煤种为焦煤、1/3 焦煤、肥煤。配套一座年处理能力为 240 万吨的大型炼焦煤选煤厂（采用目前世界最先进的重介无压三产品+粗煤泥分选+细煤泥浮选联合工艺），用于永安及韦一煤矿的生产运营。**永安煤矿已于 2024 年 11 月 8 日进入矿井联合试运转阶段，计划于 2026 年达到满产。**

- **韦一煤矿**：90万吨/年井工矿，位于宁夏回族自治区吴忠市同心县韦州矿区拥有煤炭资源量118.61百万吨，煤种为焦煤、1/3焦煤、肥煤，**预计于2026年上半年建成，计划于2027年达到满产。**

**收购南非煤炭企业 MCMing，海外布局锦上添花。**2024年8月公司完成对 MCMing 第一阶段收购，持股比例为13.04%，截至2025年10月30日公司通过第二次交割持股比例提高至40.13%，力量发展最终目标为将 MCMing 持股比例提高至51%实现控股，并将 MCMing 并表。

- MCMing 拥有 Uitkomst (40万吨/年，在产)、Makhado (400万吨/年，在建)、Vele (120-150万吨/年，拟建)、Greater Soutpansberg (拟建) 四座矿权，煤种以焦煤和动力煤为主，Makhado、Vele 两座在建/拟建矿井可采年限均在25年以上，资源储备较为雄厚。

图表16: MCMing 煤矿分布于南非北部地区



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

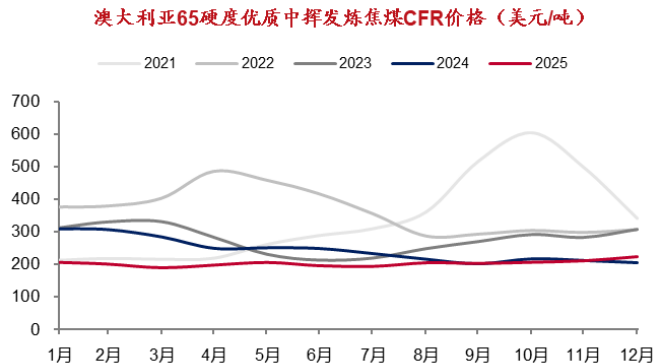
图表17: MCMing 煤矿资产情况

煤矿名称	状态	持股比例	煤种	产能(万吨/年)	资源量(百万吨)	储量(百万吨)	可采年限	开采方法
Uitkomst Colliery	在产	70%	冶金煤和动力煤	40	25.4	14.4	16	地下开采
Makhado Project	在建	67%	硬焦煤和动力煤	300-400	344.8	188.3	28	露天开采
Vele Colliery	拟建	100%	半软焦煤和动力煤	120-150	361.6	325.2	超过 50	先露天后井工
Greater Soutpansberg	拟建	74%	硬焦煤、半软焦煤和动力煤		1593.4			

资料来源：MCMing 官网，国盛证券研究所

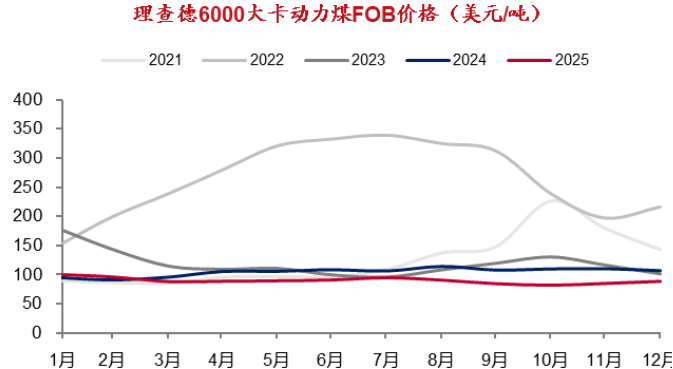
**Makhado 项目预计 2026 年初投运，MCMing 盈利成长空间广阔。**Makhado 项目已经于 2024 年 11 月开工建设，2026 年初投入运营生产。根据 Thungela 和 Exxaro 两家南非上市公司吨煤完全成本数据，2025 年 11 月国际焦煤、动力煤市场价格数据，我们测算马卡杜项目投产后吨煤利润有望至少贡献约 40 美元/吨，为 MCMing 提供广阔盈利成长空间。

图表18: 2021-2025年澳洲半软炼焦煤CFR价格(美元/吨)



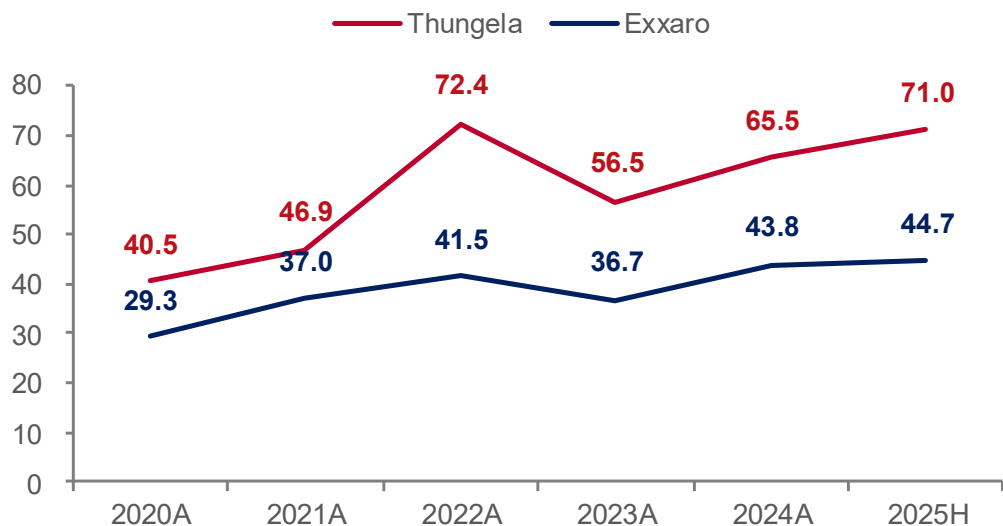
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表19: 2021-2025年理查德6000大卡动力煤FOB价格(美元/吨)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表20: 2020-2025H年Thungela和Exxaro吨煤完全成本情况(美元/吨)



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

获得金红石合作开采项目, 预计增加毛利 0.8 亿美元。2025 年 12 月力量发展全资子公司 Metal Mining 与塞拉利昂 Minenet 签署罗蒂丰克金红石项目合作协议, Metal Mining 获得指定 50 平方公里范围内的独家勘探、开采、加工和销售权, 合作期至 2049 年 2 月。项目产品为重砂矿(含有约 30%—45% 金红石 (TiO<sub>2</sub> 含量 95%)、35%—55% 钛铁 (TiO<sub>2</sub> 含量 52.66%)、及 2.3%—6% 锆英), 在此框架下, 力量发展获得其中 80% 的产出, 并计划主要销往中国市场并拓展全球客户。

建设计划: 1) 第一阶段建设 3 条生产线, 每条年处理能力达到 200 万吨原矿石, 总投资约 1800 万美元, 预计 2026 年 9 月投产, 预计年产约 28 万吨重砂矿。2) 第二阶段在二期稳定运行及资源量确认充足后, 新增 2 条生产线, 总计 5 条, 完全投产后年产约 48 万吨重砂矿。

盈利及影响: 1) Metal Mining 享有 80% 权益, 完全投产后年产 48 万吨重砂矿, 对应权益量约 38.4 万吨/年。综上测算, 收入约 1.6 亿美元, 毛利约 0.80 亿美元, 毛利率约 50%。2) 公司由煤炭主业延伸至钛产业链上游原料(天然金红石/钛铁矿/锆英), 顺应新能源与高端制造对钛原料长期需求趋势; 塞拉利昂在金红石资源储量端具备重要性, 若项目顺利推进, 将形成中国市场优先承购与全球客户拓展的双轮驱动, 增强公司资源端的议价力与抗周期能力。

- **钛合金有望布局航天市场。**钛合金产业链一条是钛铁矿和金红石通过硫酸法和氯化法生成化工中间产品钛白粉，下游主要可用于涂料、塑料和造纸等行业；另一条以金红石和钛铁矿为主要原料，经选矿、富集后得到天然金红石精矿和钛铁精矿，再通过镁还原法等提取工艺获得海绵钛，海绵钛经熔铸等工序得到钛锭，或添加中间合金熔炼为钛合金铸锭，最终可采用锻造、轧制等工艺生产出不同规格、形状的钛材，应用于航空航天、化工、海洋工程等广泛领域。2024年国内钛材下游化工行业耗用占比近半，航空航天、3C、电力等也是主要消费领域。

图表21: 钛合金产业链图谱



资料来源：撼地大数据，国盛证券研究所

### 3.2026年煤炭市场：动力煤、焦煤中枢均有望上移

**动力煤：26年价格中枢上移，时刻关注“黑天鹅”事件冲击。**26年动力煤市场供需格局较25年边际改善（由供需平衡偏宽松转向供需平衡），我们预计26年动力煤价格多在650~850元/吨区间运行，中枢价格750元/吨左右，较25年的703元/吨有所提升。

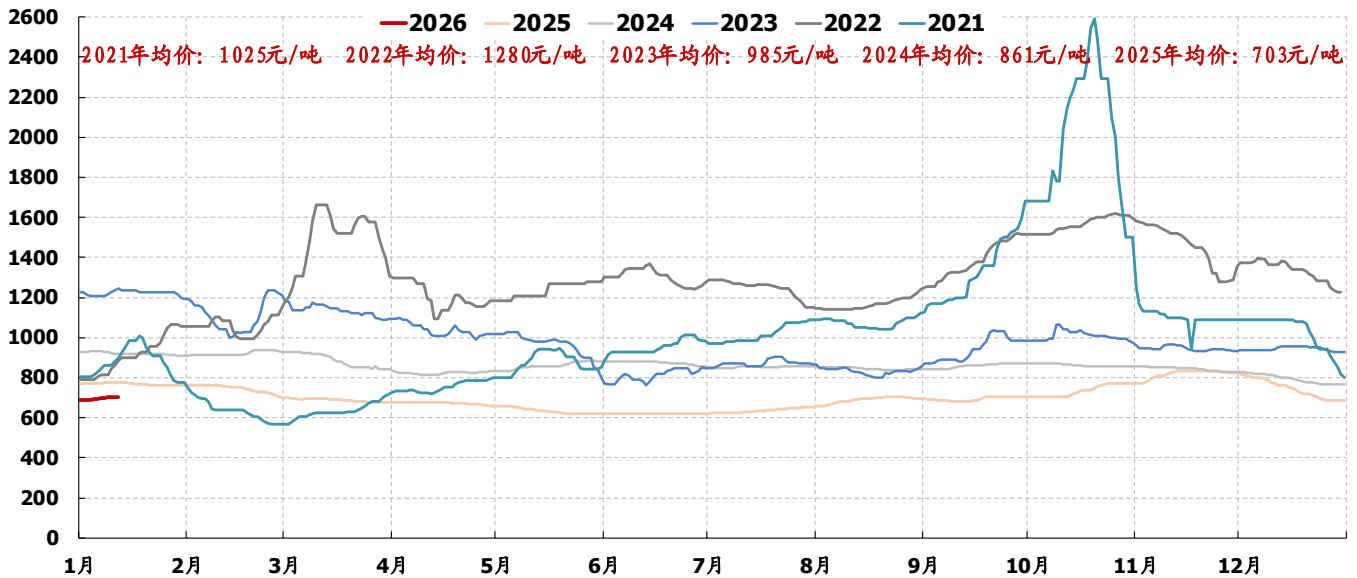
值得注意的是，26年市场变量较多，无论是国内政策还是海外市场中美、印尼的扰动，都会对国内有效供应造成较大扰动，需保持重点关注：

- **国内产能核增退出情况。**2021年9月以来核增煤炭产能超5亿吨/年。煤炭产能置换即煤炭企业如需开发新的煤矿项目或为现有煤矿核增生产能力，必须通过关闭退出自身或其他企业的落后产能、过剩产能，来获取相应的产能置换指标，以保证区域乃至全国煤炭总产能的基本稳定或有序下降。综上，2021年以来煤炭核增产能已面临规范性“大考”。2021年以来超过5亿吨核增煤矿产能都必须在2025年底完成产能置换指标承诺要求，若未完成，2026年或将面临被撤销核增批复的风险。

- **印尼：收紧 RKAB，有意压减产量&提高国内 DMO→达到减少出口、支撑煤价。**  
 2025年11月，能源和矿产资源部部长发布关于工作计划和预算（RKAB）的新条例，此项新规对超产行为引入了“立即暂停+次年配额削减”的双重处罚机制。此外，印尼国内煤炭消费量亦呈现逐年上升态势，2024年印尼煤炭消费量增长9%，达到2.47亿吨，其中，矿产冶炼行业预计2025年煤炭消费占比31.2%，电力行业预计煤炭消费占比为58%。随着印尼国内煤炭需求持续增长，印尼煤矿企业将更加依赖国内市场，叠加法规约束，印尼煤矿出口下降&煤矿减产现实。成本刚性，低热值印尼煤经营效益不再，亦促进减产。根据印尼煤炭公司成本统计，2025年H1印尼主流煤炭企业平均成本37美元/吨（上市公司成本为行业左侧偏低水平），2025年以来全球煤炭市场价格整体下行，以印尼3800K动力煤出口价格计算，2025年最低售价曾跌至39美元/吨，可见即使在不考虑运费、税收的情况下，印尼“低卡高成本”煤企利润空间被急剧压缩甚至转为亏损，理性的矿山运营商和贸易商唯一的自救手段是“减产”/“停产”，以期逐步扭转供需失衡，支撑价格

图表22：北港动力煤价格走势（元/吨）

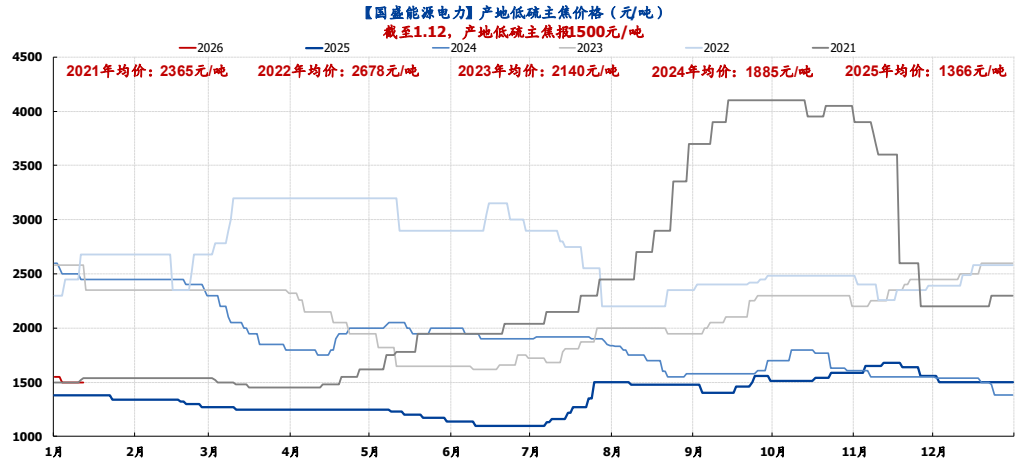
【国盛能源电力】北港现货价格（元/吨）  
（截至1-12日 北港报703元/吨）



资料来源：cctd, 国盛证券研究所

**炼焦煤：保持乐观，把握节奏。**25年上半年焦煤价格在供需矛盾加剧、资金因素共同作用下快速下挫，产地低硫主焦一度跌至1100元/吨附近，随后在国家“反内卷”大背景下，对煤矿开展超能力生产查处工作，焦煤供应明显收缩，价格止跌大幅上行，随后进入区间震荡。值得注意的是，上半年因市场的一致悲观预期，导致下游终端用户持续主动去库，即使后期随着价格回暖，有适当补库行为，但截至目前终端环节和贸易商库存均处于相对低位，焦煤库存的重构仍未结束。近期焦煤价格出现一定幅度调整，其更多是对未来需求弱预期的计提。26年是“十五五”开局之年，需求的弱预期存在被证伪可能，我们对焦煤价格保持乐观态度，预计2026年产地低硫主焦价格多在1300~1900元/吨区间运行，中枢1550~1600元/吨左右，较2025年的1366元/吨有所提升。在盘面交易过程中，最大的不确定性来自进口端，一旦国内价格受进口冲击跌至相对低位，随后有相应政策出台后，把握焦煤触底回升的机会。

图表23: 产地低硫主焦价格趋势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4. “高” 分红

公司在 2023-2025 年多次派发特别股息，体现了公司积极回馈股东的态度。

- 公司依靠“大饭铺”煤矿贡献的优异现金流，具备回馈股东的能力；
- 公司于 2022、2023 年先后发布股权激励计划，职业经理人亦对现金分红存在较大需求，我们认为在力量发展更可能会在分红方面去满足实控人及职业经理人需求。
- 张力、张量父子已经于 2022 年退出公司董事会，公司管理基本交由职业经理人，进而提高了实控人对分红的诉求。
- 公司在 2025 年中报公告派发中期股息 0.05 港元/股，并在上半年派发特别股息 0.035 港元/股，以当前股价 1.63 港元/股（1 月 26 日收盘价），测算半年度股息率达到 5%，高股息属性突出。

图表24: 公司现金分红梳理 (港元, %)

年份	EPS (元)	分红比例	股息率	每股股息 (港元)	特别股息 (港元)	说明
2016	0.02	90%	1%	0.02		每股末期股息 0.02 港元
2017	0.06	120%	4%	0.06	0.02	每股末期股息 0.03 港元, 每股年中股息 0.01 港元, 每股特殊分红 0.02 港元
2018	0.1	41%	3%	0.045		每股末期股息 0.03 港元, 每股年中股息 0.015 港元
2019	0.1	41%	3%	0.045		每股末期股息 0.03 港元, 每股年中股息 0.015 港元
2020	0.1	50%	3%	0.055		每股末期股息 0.04 港元, 每股年中股息 0.015 港元
2021	0.29	37%	7%	0.12		每股末期股息 0.065 港元, 每股年中股息 0.055 港元
2022	0.32	37%	8%	0.13		每股年末股息 0.07 港元, 每股年中股息 0.06 港元
2023	0.25	58%	7%	0.12	0.04	每股年末股息 0.05 港元, 每股年中股息 0.03 港元, 每股特殊分红 0.04 港元
2024	0.25	106%	12%	0.19	0.105	每股年末股息 0.045 港元, 每股年中股息 0.04 港元, 每股特殊股息 0.105 港元
2025H	0.07	154%	5%	0.085	0.035	每股中期股息 0.05 港元, 每股特别股息 0.035 港元

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

备注: 采用港币兑人民币汇率为 0.9 元/港币

## 5. 盈利预测与关键假设

关键假设如下：

- **销量：**考虑永安煤矿（120万吨/年）于2024年11月进入试运转，预计2026年达产；韦一煤矿（90万吨/年）预计2026年上半年进入试运转，计划2027年达产，我们假设公司2025-2027年煤炭销量分别为755、889、918万吨，同比分别增长3.29%、17.69%、3.23%。
- **吨煤售价：**截至2025年12月30日，2025年秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价为697元/吨，同比下滑18.5%。假设2026年秦皇岛港5500大卡动力煤价格中枢为750元/吨，同比上涨约7.6%。据此，我们假设公司2025-2027年吨煤售价分别为602、644、683元/吨，同比分别增长-18%、7%、6%。
- **吨煤销售成本：**考虑宁夏、内蒙古煤炭资源税分别为6.5%、10%，煤价波动会带动资源税变动，进而导致成本端变动，我们假设公司2025-2027年吨煤销售成本分别为291、298、301元/吨，同比分别增长-0.5%、2.5%、1.0%。

图表25：力量发展盈利预测关键假设

指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量(万吨)	674	600	731	755	889	918
yoy (%)	-10.81%	-10.90%	21.80%	3.29%	17.69%	3.23%
吨煤售价(元/吨)	911	788	734	602	644	683
yoy (%)	23.30%	-13.42%	-6.89%	-18.00%	7.00%	6.00%
吨煤销售成本(元/吨)	308	319	292	291	298	301
yoy (%)	17.88%	3.33%	-8.36%	-0.50%	2.50%	1.00%
吨煤毛利润(元/吨)	602	470	442	311	346	382
yoy (%)	26.27%	-22.00%	-5.90%	-29.56%	11.20%	10.30%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**盈利预测、估值及投资评级：**预计公司2025-2027年营业收入分别为48.34亿元、60.13亿元、65.53亿元，实现归母净利润分别为12.37亿元、16.80亿元、24.04亿元。按照2026年1月26日收盘价，可比公司兖矿能源(H)、中国神华(H)、中煤能源(H)2025年平均PE为11.1倍，我们预计公司2025-2027年每股收益分别为0.15、0.20、0.29元，当前股价1.63港元，对应PE分别为10.0X/7.3X/5.1X，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

图表26：可比公司估值情况(港元、元/股、倍)

公司名称	收盘价(港元)	PB(倍)	EPS(元/股)				PE(倍)			
	2026/1/26		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
兖矿能源(H)	11.39	1.35	1.42	0.98	1.16	1.35	7.2	10.5	8.8	7.6
中国神华(H)	42.5	1.84	3.14	2.72	2.88	3.04	12.1	14.0	13.2	12.5
中煤能源(H)	11.25	0.87	1.37	1.14	1.21	1.30	7.4	8.9	8.3	7.7
平均		<b>1.35</b>					<b>8.9</b>	<b>11.1</b>	<b>10.1</b>	<b>9.3</b>
力量发展	1.63	1.53	0.25	0.15	0.20	0.29	5.8	10.0	7.3	5.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

备注：1) 兖矿能源(H)、中国神华(H)、中煤能源(H)2025-2027年eps涨跌幅采取国盛能源电力组对应A股标的预测。2) 采用港币兑人民币汇率为0.9元/港币

## 6.风险提示

**MCMing 开发进度不及预期。**MCMing 位于南非地区，当地政策以及民众意愿对于煤矿开发影响较大，若当地政策存在变动，可能会导致 MCMing 在建项目开发延后。

**下游需求不及预期。**受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求的现象，造成煤价大幅下跌，从而影响公司盈利能力。

**统计数据风险。**在测算宁夏、南非煤矿资产盈利能力时，其所用部分数据为假设数据，可能与实际数据存在偏差，从而导致测算结果存在统计误差，对基于数据结果分析得到的观点可能产生影响。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com