

力量发展 (01277. HK)

成长可期的高股息优质民营煤企

优于大市

核心观点

优质民营煤企，开启区域与品类扩张新阶段。公司是优质的民营综合型煤炭企业，2012年3月在香港上市，截至2025年6月30日，实控人张量持有公司62.96%的股份，张力夫妇（张量父母）持有公司11.33%的股份。公司以煤炭产业为主，正致力于从单一的动力煤生产商向全煤种生产转型，2024年煤炭业务营收和毛利占比分别约95%、102%。

主力矿井盈利能力较强。大饭铺煤矿自2012年投产以来就是公司唯一的主力矿井，产能650万吨/年，截至2024年末资源量约3.6亿吨，储量约1.6亿吨。矿井煤质优良，产品属低硫、高灰熔点的环保煤炭，售价较高；且属安全高效矿井，同时智能化程度高，开采成本较低；盈利能力位于可比公司前列，是支撑公司营收与现金流稳步增长的主要力量。

煤炭业务实现品类&区域拓展，成长可期。公司还拥有两座在建炼焦煤矿——永安煤矿、韦一煤矿。永安煤矿年产120万吨，截至2024年末资源量约2.2亿吨，储量约0.3亿吨；已于2024年11月进入联合试运转，计划2026年达至满产；其生产的炼焦煤具有灰分低、粘结性强、结焦性好等特点，吨煤售价高于行业平均。韦一煤矿年产90万吨，截至2024年末资源量约1.2亿吨，储量约0.15亿吨；其原煤质量好，焦炭灰分、硫分特低，是优质的炼焦用煤；计划于2026年上半年进行联合试运转，2027年达至满产。2024年8月公司宣布以增资扩股方式认购南非MC Mining 51%的股份，重点开发位于南非年产400万吨的马卡多露天煤矿，煤种为硬焦煤及动力煤，2024年11月开工，计划于2025年底投产。

非煤矿业有望贡献增量。2025年12月公司全资子公司Metal Mining与海外公司Minenet签订金红石项目协议：Minenet拥有塞拉利昂莫延巴区的大型金红石开采许可证，Metal Mining将在协议指定的50平方公里范围内投资并进行采矿业务，并拥有约80%的矿产品。项目建设分为两个阶段，一期建设3条生产线，年产28万吨重砂矿，在第一阶段生产线成功稳定营运且确认资源量充足的情况下，二期将在十二个月内完成另外两条生产线的建设，年产20万吨重砂矿。根据测算，预计一期生产线投产后，有望增加毛利约3.3亿元，二期生产线投产后，有望再增加毛利约2.3亿元。该项目正在建设中，预计于2026年9月投产。

随着经营向好，分红频次增加、分红率提高。公司上市后经营稳健向好，资产负债率由2013年的68%最低降至2021年的24%，2017年起公司实现常态化分红（年均≥2次派息）。2024年公司派发“中期分红1次，期末分红1次，特别分红2次”，合计分红率为56.6%。2025年公司已宣派“特别分红1次，中期分红1次”，合计宣派股息0.085港元/股，对应2月6日收盘价的股息率已有4.8%。

盈利预测与估值：预计公司2025-2027年归母净利润分别为13.1/17.0/20.2亿元，对应PE分别为10.6/8.2/6.9。我们认为公司合理估值区间在人民币1.8-2.0元之间，折合港币2.03-2.26港元，相对于2月6日收盘价有15%-28%的溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓、新能源快速发展等致煤炭需求下降、安全生产事故影响、煤炭销售不及预期、分红率不及预期、非煤业务影响业绩、关联交易影

公司研究·深度报告

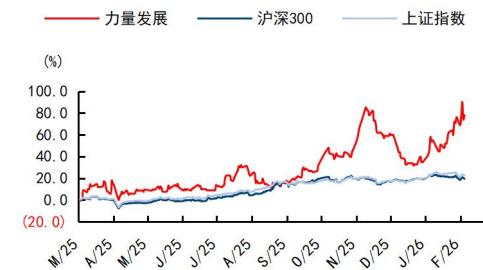
煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦	证券分析师：胡瑞阳
010-88005312	0755-81982908
liumengluan@guosen.com.cn	huruiyang@guosen.com.cn
S0980520040001	S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	2.03 - 2.26 港元
收盘价	1.77 港元
总市值/流通市值	14921/14921 百万港元
52周最高价/最低价	1.92/0.97 港元
近3个月日均成交额	30.53 百万港元

市场走势



相关研究报告

响公司现金流及业绩。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,745	5,656	5,160	6,179	7,135
(+/-%)	-22.9%	19.2%	-8.8%	19.7%	15.5%
归母净利润(百万元)	2078	2110	1311	1696	2018
(+/-%)	-22.0%	1.5%	-37.9%	29.4%	19.0%
每股收益(元)	0.25	0.25	0.16	0.20	0.24
EBIT Margin	52.7%	47.8%	35.0%	37.4%	38.1%
净资产收益率(ROE)	28.2%	25.6%	14.9%	17.8%	19.4%
市盈率(PE)	6.7	6.6	10.6	8.2	6.9
EV/EBITDA	7.0	6.8	10.4	8.6	7.6
市净率(PB)	1.89	1.69	1.58	1.46	1.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况	6
优质民营煤企，股权集中度较高	6
稳扎稳打，从单一煤矿运营向跨煤种、跨区域拓展	7
主营煤炭业务盈利能力较强、成长可期	9
主力煤矿资源优质，盈利能力较强	9
煤炭业务从单一动力煤领域向全煤种生产突破	11
海外拓展再填增量	12
非煤矿业有望贡献新增量	12
多元化拓展附属业务	13
财务分析	15
盈利能力	15
营运能力	16
偿债能力	17
盈利预测	18
假设前提	18
未来 3 年业绩预测	19
估值与投资建议	20
相对估值	20
投资建议	21
风险提示	21
附表：财务预测与估值	23

图表目录

图1: 公司股权结构示意图	6
图2: 2025H1 公司营收结构	6
图3: 公司发展历程示意图	7
图4: 公司营收变化（亿元）	8
图5: 公司净利润变化（亿元）	8
图6: 公司经营活动产生的现金流量净额变化（亿元）	8
图7: 公司现金及现金等价物变化（亿元）	8
图8: 公司资产负债率	8
图9: 公司分红金额及分红率变化（亿元）	8
图10: 公司吨煤售价较高（元/吨）	9
图11: 公司生产成本低于中国神华（元/吨）	10
图12: 公司吨煤销售成本较高（元/吨）	10
图13: 公司吨煤毛利高于可比公司（元/吨）	10
图14: 公司煤炭业务毛利率水平较高	10
图15: 公司吨煤销售成本构成（元/吨）	11
图16: 永安煤矿吨煤售价较高（元/吨）	11
图17: 公司非煤业务营收快速增加（亿元）	15
图18: 可比公司营业收入（亿元）	16
图19: 可比公司净利润（亿元）	16
图20: 可比公司毛利率（%）	16
图21: 可比公司净利率（%）	16
图22: 可比公司 ROE（%）	16
图23: 可比公司 ROA（%）	16
图24: 可比公司存货周转天数（天）	17
图25: 可比公司应收账款周转天数（天）	17
图26: 可比公司总资产周转率	17
图27: 可比公司净营业周期	17
图28: 可比公司资产负债率（%）	17
图29: 可比公司现金流量利息保障倍数	17
图30: 秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价（元/吨）	18

表1：截至 2024 年末公司煤炭储备情况	9
表2：公司动力煤产品参数	10
表3：公司焦煤产品参数	11
表4：MC Mining 矿业资产梳理	12
表5：Makhado 项目盈利测算	12
表6：公司业务拆分	19
表7：未来 3 年盈利预测表	19
表8：可比公司对比	20
表9：同类公司估值比较	21

公司概况

优质民营煤企，股权集中度较高

力量发展集团有限公司是优质的民营综合型煤炭企业，公司于2010年7月注册成立，2012年3月在香港主板上市。截至2025年6月30日，实际控制人张量通过King Lok Holdings Limited持有公司62.96%的股份，张力夫妇（张量父母）持有公司11.33%的股份，股权集中度较高。

子公司方面，公司通过力量煤业、宁夏力量开发及经营位于内蒙古的大饭铺煤矿、位于宁夏的永安煤矿及韦一煤矿。此外，公司正在通过认购MC Mining Limited 51%的股份拓展海外业务，重点开发位于南非的马卡多露天煤矿项目。

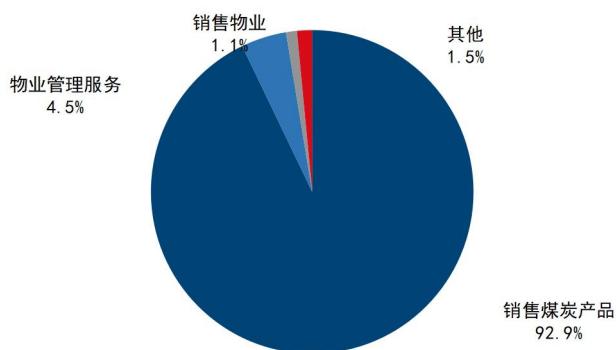
图1：公司股权结构示意图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

煤炭业务是公司营收和利润的主要来源，附属业务多元化。公司以煤炭产业为主，业务覆盖煤炭生产、洗选、装载、运输及贸易，正致力于从单一的动力煤生产商向全煤种生产转型，同时经营包含农牧业、房地产、物业管理服务、雪茄烟草等多元化附属业务。从收入占比上看，2025H1 煤炭销售、物业管理服务、销售物业、其他占比分别为 92.9%、4.5%、1.1%、1.5%。

图2：2025H1 公司营收结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

稳扎稳打，从单一煤矿运营向跨煤种、跨区域拓展

纵观公司发展历程，可分为四个阶段：

阶段一：初创期（2006 - 2012）——资源获取与产能落地。在这一阶段，公司主力矿井大饭铺煤矿于2012年正式投产，同年公司于香港联交所主板上市。

阶段二：成长期（2013 - 2016）——形成环渤海四港战略布局。公司完成秦皇岛港、国投曹妃甸港、唐山港、国投京唐港立户，形成环渤海四港战略布局，打通下水煤核心通道。2015年成立力量（天津）煤炭贸易有限公司。2016年环渤海四港到港量达870万吨，实现销售收入超35亿元。

阶段三：成熟期（2017 - 2021）——主力矿井持续安全高效生产。大饭铺煤矿陆续被评为“一级安全生产标准化煤矿”、通过鄂尔多斯市自然资源局“绿色矿山”建设验收等。2018年公司入选中国煤炭行业产能百强（第34位）。2021年公司更名为力量发展集团有限公司。

阶段四：煤炭业务实现品类&区域拓展（2022年至今）——高效推进主业，并积极拓展多元化附属业务。2022年公司战略收购宁夏永安煤矿（设计年产能120万吨）与韦一煤矿（设计年产能90万吨），将业务从动力煤拓展至焦煤领域。2024年8月，公司宣布以增资扩股方式认购南非MC Mining 51%股份（总价值0.9亿美元，分期交割），布局海外优质焦煤/动力煤资源。此外，公司还持续探索非煤业务（农牧业、物业等）领域。

图3: 公司发展历程示意图

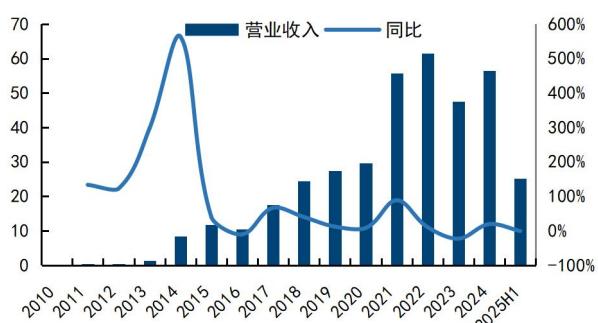


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

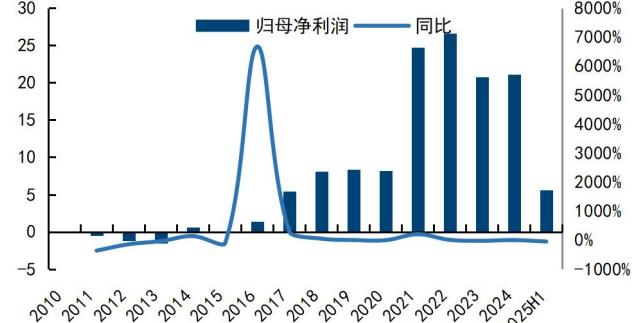
2021年以来受益于煤价中枢的大幅上行，公司营业收入和净利润显著改善。2023年公司营收同比-23%，净利润同比-22%，主要系煤价下行以及大饭铺煤矿受地质条件影响上半年产量大幅下滑。

2024年，由于主力矿井（大饭铺煤矿）生产全面恢复，且开采效率提升，公司营业收入和净利润均实现逆势增长。当年公司实现营业收入56.56亿元，同比+19.2%；净利润21.1亿元，同比+1.5%，净利润增速低于收入主要系煤价中枢下移。

2025H1市场煤价中枢大幅下滑公司营业收入仅同比减少0.9%，主要系煤炭销量增加（5000大卡低硫环保动力煤产品销售量较去年同期增长14.16%），但净利润同比大幅减少48.7%，主要系煤价中枢下滑、永安煤矿联合试运转致营运成本增加以及行政开支增加所致。

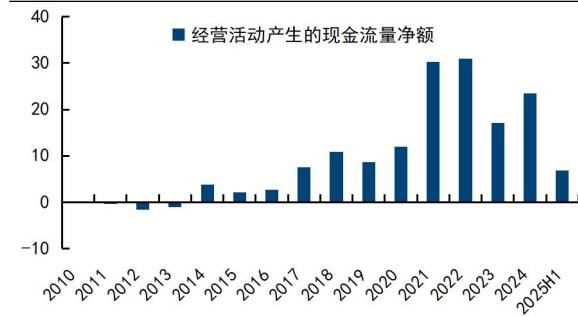
图4: 公司营收变化 (亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

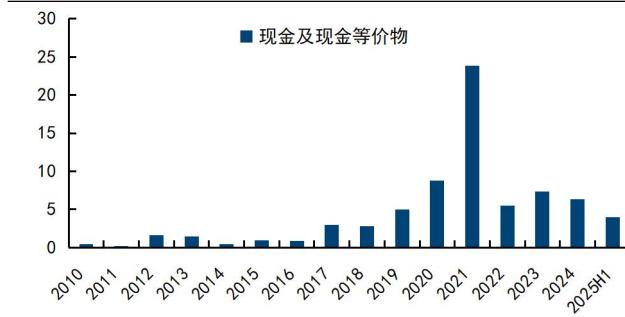
图5: 公司净利润变化 (亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

随着经营向好，分红频次增加、分红率提高。公司上市后经营持续向好，资产负债率由2013年的68%最低降至2021年的24%，2017年起公司实现常态化分红（年均≥2次派息）。其中2023年公司派发“中期分红1次，期末分红1次，特别分红1次”，合计分红率为44.4%；2024年公司派发“中期分红1次，期末分红1次，特别分红2次”，合计分红率为56.6%。2025年公司已宣派“特别分红1次，中期分红1次”，合计宣派股息0.085港元/股，对应2月6日收盘价的股息率已有4.8%。

图6: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)


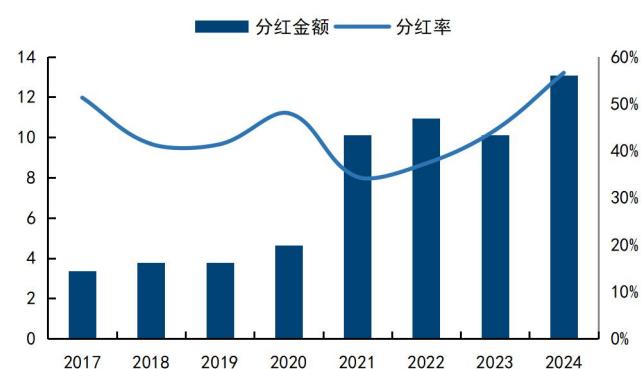
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7: 公司现金及现金等价物变化 (亿元)


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8: 公司资产负债率


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9: 公司分红金额及分红率变化 (亿元)


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

主营煤炭业务盈利能力较强、成长可期

主力煤矿资源优质，盈利能力较强

截至 2024 年末公司合计拥有煤炭产能 860 万吨/年，其中在产产能 650 万吨/年，在建产能 210 万吨/年。截至 2024 年末公司在国内拥有煤炭资源量约 7 亿吨，储量约 2.1 亿吨。

表1：截至 2024 年末公司煤炭储备情况

主要矿区	主要煤种	所在地	状态	资源量（百万吨）	储量（百万吨）	产能（万吨）
大饭铺煤矿	动力煤	内蒙古自治区鄂尔多斯市	在产	359.79	159.12	650
永安煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	宁夏吴忠市	试运转	224.22	33.2	120
韦一煤矿	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	宁夏吴忠市	在建	118.61	15.02	90
合计	-	-	-	702.62	207.34	860

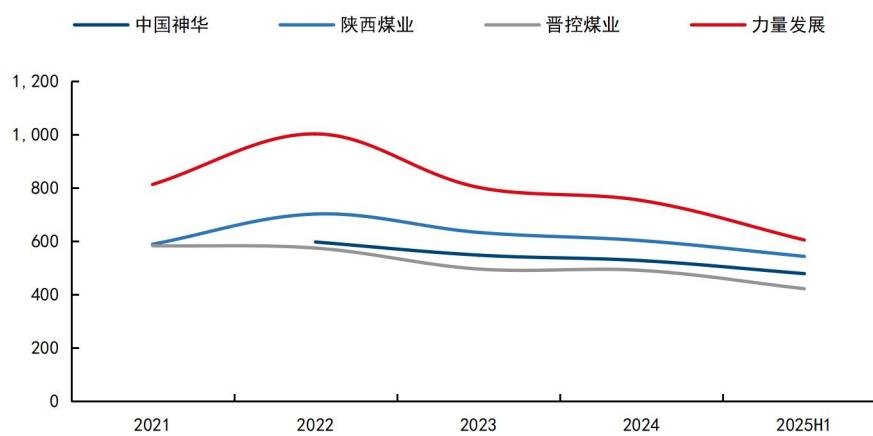
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

大饭铺煤矿是支撑公司营收与现金流稳步增长的主要力量。自 2012 年投产以来大饭铺煤矿就是公司唯一的主力矿井，最初设计产能为 240 万吨/年，2014 年核增至 510 万吨，2021 年列入国家第五批核增保供煤矿名单，后完成相关手续、产能正式核增至 650 万吨/年，井配套建有年入洗能力 650 万吨的选煤厂。截至 2025 年 6 月 30 日，矿井拥有煤炭资源量 355.82 百万吨，储量约 155.87 百万吨。

■ 煤质优良、销售策略灵活，煤炭售价较高。

- ✓ **低硫动力煤受客户认可。**大饭铺煤矿煤种为动力煤，其代表性高质量动力煤产品“力量 2”（热量 5000 大卡）是低硫、高灰熔点的环保煤炭，是北方港口销售的主要煤种，已成为各港口的品牌煤种。
- ✓ **灵活调整销售节奏及策略。**2024 年公司准确预判市场行情，在第四季度进行预售，提前锁定价格。同时，公司采用竞价的销售模式，快速锁定了不同阶段的高价需求。2025H1 市场煤价重心继续深度回调，公司采用竞价的销售模式，抬高煤炭售价。

图10：公司吨煤售价较高（元/吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表2: 公司动力煤产品参数

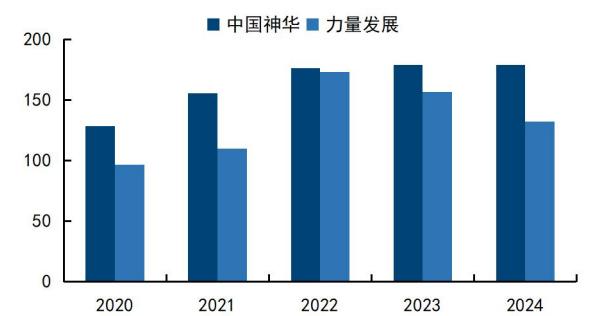
产品名称	参考热值(Qnet, ar)	全水分(Mt)	全硫(St, ar)	挥发分(Var)	灰分(Ar)	灰熔融性
力量2	5,000K	≤15	≤ 0.6	<30	15-25	>1450°C
力量混	4,000 - 4,500K	≤17	≤ 0.6	<30	20-35	>1450°C

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

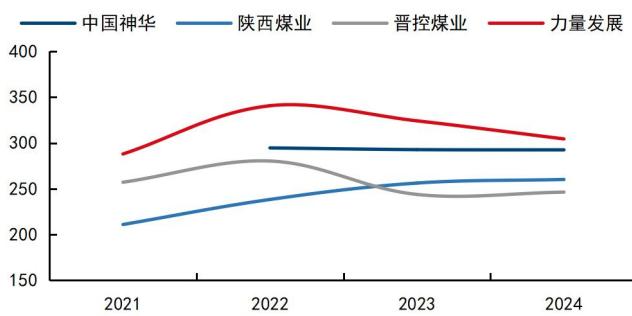
■ **吨煤开采成本低于中国神华、盈利能力强。**

- ✓ **煤矿甲烷气体含量低，属于安全高效矿井。**大饭铺煤矿资源优越，甲烷气体含量低，曾连续多年被国家矿山安全监察局评为“一级安全生产标准化煤矿”、被中国煤炭工业协会授予“煤炭工业特级安全高效矿井”称号等。
- ✓ **智能化建设提高生产效率。**2021年公司开始大饭铺煤矿智能化建设工作，2023年10月完成并通过全矿井智能化验收，2024年12月通过选煤厂智能化验收，提高了生产效率。
- ✓ **运输便利、基建全面覆盖矿区。**大饭铺整个矿区均完全以运输带覆盖并连接各主要设施，大大减少耗损及提高成本效益。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。

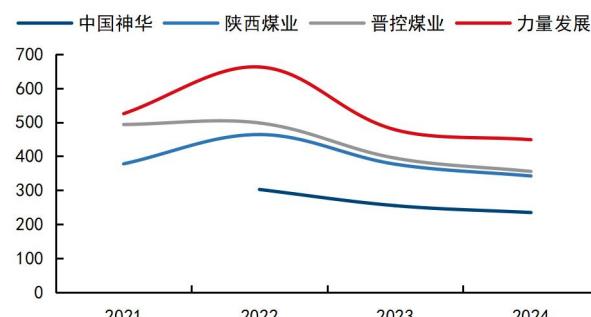
综合来看，大饭铺煤矿生产效率较高，开采成本较低，且煤质优良，单吨售价较高；但由于煤矿距离消费地区较远，较高的运输费用抬高了吨煤销售成本；整体看，大饭铺煤矿吨煤毛利仍高于可比公司，盈利能力较强。

图11: 公司生产成本低于中国神华（元/吨）


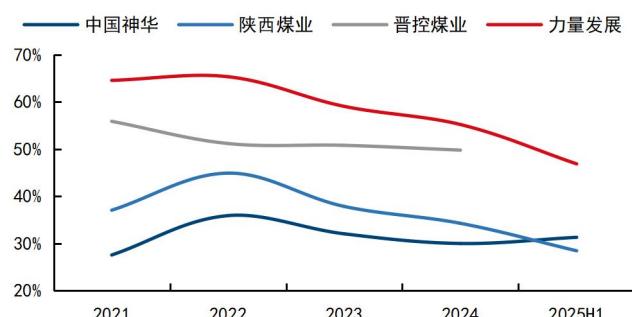
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12: 公司吨煤销售成本较高（元/吨）


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图13: 公司吨煤毛利高于可比公司（元/吨）


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图14: 公司煤炭业务毛利率水平较高


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图15: 公司吨煤销售成本构成 (元/吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

煤炭业务从单一动力煤领域向全煤种生产突破

为突破单一煤种格局，切入焦煤赛道，增厚资源储备与产能规模，2022年公司收购宁夏阳光矿业100%股权，从而获得位于宁夏吴忠韦州矿区的两座焦煤煤矿——永安煤矿、韦一煤矿。

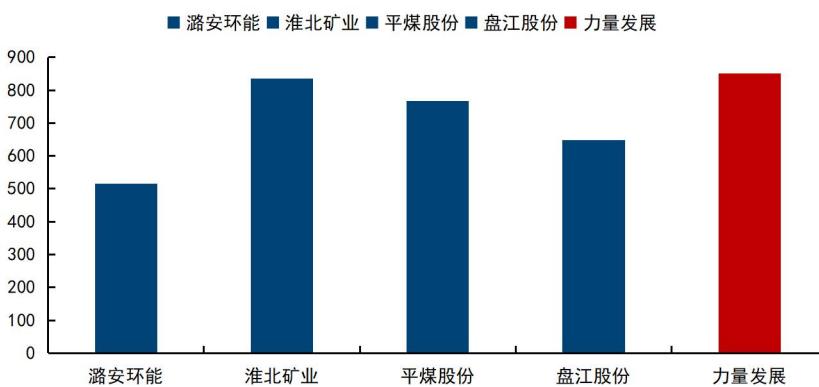
- 永安煤矿：矿井设计年产能为120万吨，煤种为焦煤、1/3焦煤、肥煤，永安煤矿已于2024年11月进入矿井联合试运转阶段，计划于2026年达至满产。永安煤矿生产的炼焦煤产品“力量肥煤”具有灰分低、粘结性强、结焦性好等特点，已收到下游客户的好评；2025H1吨煤售价约850.5元，高于行业平均。

表3: 公司焦煤产品参数

产品名称	空干基灰分 (Ad)	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	≥ 23 mm	≤ 12.5%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图16: 永安煤矿吨煤售价较高 (元/吨)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 韦一煤矿：仍处于建设阶段，矿井设计年产能为 90 万吨，计划于 2026 年上半年进行矿井联合试运转，2027 年达至满产。韦一煤矿煤种为焦煤、1/3 焦煤、肥煤，原煤质量好，加之焦炭灰分、硫分特低，是优质的炼焦用煤，还可供作化工用原料煤、动力用煤等。

此外宁夏永安及韦一煤矿还配套一间年处理能力为 240 万吨的大型炼焦煤选煤厂，经过洗选后的精煤为优质的炼焦煤，可作为焦化用煤、炼焦配煤、动力用煤、液化用煤等。

海外拓展再填增量

2024 年 8 月，公司公告以增资扩股的方式分期认购矿业公司 MC Mining Limited 51% 的股份，总价 90,000,000 美元。截至 2025 年 10 月 30 日，公司持股约 40.13%。MC Mining Limited 于澳大利亚、约翰内斯堡两地上市，主要开发及经营位于南非的 Uitkomst 煤矿、Makhado(马卡多)项目、Vele 煤矿及 Greater Soutpansberg 项目，煤种涵盖动力煤和焦煤，总资源量超过 80 亿吨，资源禀赋优质。

公司重点开发位于南非年产 400 万吨的马卡多露天煤矿。马卡多煤矿位于南非林波波省 Soutpansberg 煤田，为露天煤矿，面积为 7651.28 公顷，煤炭资源量 7.57 亿吨，其中可采储量 2.96 亿吨，煤种为 1/3 焦煤及动力煤。在公司的注资下，马卡多煤矿的采矿工程及选煤厂建设已于 2024 年 11 月启动，计划于 2025 年底投入生产及运营。根据公司公告，投产后预计 2026-2028 年利息、税项、折旧及摊销前盈利分别约 5.3/3.5/3.1 亿元。

表4: MC Mining 矿业资产梳理

矿业资产	地理位置	煤种	开发阶段	MC Mining 持有股权	产能（万吨/年）
Uitkomst	Utrecht Coalfield, 跨祖鲁—纳塔尔省(KwaZulu-Natal)	硬焦煤及动力煤	生产中	84%	约 40
Makhado	Soutpansberg Coalfield, 林波波省(Limpopo Province)	硬焦煤及动力煤	建设中	67.30%	400
Vele	Tuli Coalfield, 林波波省(Limpopo Province)	半软焦煤及动力煤	生产中	100%	120-150
Greater Soutpansberg	Soutpansberg Coalfield, 林波波省(Limpopo Province)	焦煤及动力煤	勘探中	74%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: Makhado 项目盈利测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
煤炭产量：万吨	100	400	400	400	400	400	400	400	400
吨煤售价：元/吨	329.8	343.1	312.6	307.0	307.7	303.2	300.7	297.1	295.8
吨煤成本：元/吨	200.2	200.3	200.3	200.3	200.3	200.3	200.3	200.3	200.3
吨煤毛利：元/吨	129.6	142.8	112.3	106.7	107.4	102.9	100.4	96.8	95.6
营业收入：百万元	329.8	1372.4	1250.2	1227.8	1230.6	1212.8	1202.6	1188.3	1183.4
营业成本：百万元	200.2	801.1	801.0	801.1	801.1	801.0	801.1	801.1	801.1
毛利：百万元	129.6	571.3	449.2	426.7	429.5	411.7	401.5	387.1	382.2
运营开支：百万元	250.3	870.3	926.5	937.0	941.3	942.6	935.3	934.4	933.3
利息、税项、折旧及摊销前盈利：百万元	104.7	527.1	346.4	313.6	312.2	293.1	290.3	277.1	273.4

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：假设美元兑人民币汇率为 1USD=7CNY

非煤矿业有望贡献新增量

2025 年 12 月公司全资子公司 Metal Mining 与 Minenet（塞拉利昂注册成立的公司）就位于塞拉利昂罗蒂丰克的金红石项目签订协议（金红石为二氧化钛的主要来源）。Minenet 拥有塞拉利昂莫延巴区的大型金红石开采许可证，覆盖面积约 117 平方公里，有效期直至 2049 年 2 月。根据协议，Metal Mining 将在许可证指定的 50 平方公里范围内投资并进行采矿业务，且拥有勘探、开采、加工及销售的独家权利，产品预计主要销往中国市场。

项目建设分为两个阶段，共建设 5 条生产线，全部达产后 预计每年生产约 48 万吨重砂矿。目前，项目正在建设中，预计 2026 年 9 月投产。

- ✓ 第一阶段：建设三条生产线，每条生产线年处理能力超过 2 百万吨原矿石。三条生产线预计投资额约 18 百万美元，预计年产能约为 28 万吨矿产品（重砂矿）。在三条生产线正常生产后，按 Metal Mining 80% 及 Minenet 20% 的比例分配所有矿产品。
- ✓ 第二阶段：在第一阶段生产线成功稳定营运且确认资源量充足的情况下，Metal Mining 承诺在十二个月内完成另外两条生产线的建设及调试。

Metal Mining 拥有约 80% 的矿产品，一期生产线投产后，公司毛利有望增加约 3.3 亿元，二期生产线投产后，毛利有望再增加约 2.3 亿元。矿区重砂矿含 30%-45% 金红石（二氧化钛含量 95%），35%-55% 钛铁（二氧化钛含量 52.66%），2.3%-6% 锆英。根据公司公告，重砂矿每吨售价 410 美元，项目重砂矿单位成本约每吨 200 美元。由此计算可得，一期生产线投产后，公司毛利有望增加约 3.3 亿元，二期生产线投产后，毛利有望再增加约 2.3 亿元。

预计未来 10 年二氧化钛市场规模年复合增速约 6%。二氧化钛是白色固体或粉末状的两性氧化物，相比其他白色颜料，二氧化钛更具备白度、稳定性、着色力、耐候性、遮盖力、耐热性，尤其是基本没有毒性，被认为是现今世界上性能最好的一种白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、化妆品等工业。此外，随着技术的进步，纳米材料和特定应用表面处理等细分领域也在快速发展，如纳米二氧化钛在光催化、储能和环境修复等前沿领域得到越来越广泛的应用。根据弈赫市场咨询数据，2025 年全球二氧化钛市场规模约为 234.9 亿美元，到 2034 年将达到 385.8 亿美元，2025 年至 2034 年的年复合增长率为 6.02%。

多元化拓展附属业务

公司开拓多元化附属业务，如农牧业、房地产、物业管理服务及雪茄烟草等，非煤业务营收快速增加。

房地产业务方面，公司近年来收购了位于乌海、太原、广州、秦皇岛及茂名的多个优质房地产项目，业态涵盖住宅、别墅、写字楼、公寓及商铺。在全力推进销售的同时，公司也密切监督在建项目的施工进度，确保各项在建项目按计划有序推进及交付。其中，太原力量盈通广场已于 2025 年上半年竣工，销售情况超出预期。

- 2022 年公司与实地地产集团有限公司的附属公司订立物业购买协议及补充协议，包括青岛实录海洋大数据投资开发有限公司、遵义实地房地产开发有限公司、荆门实强房地产置业有限公司、无锡实地房地产开发有限公司、中山实地房地产开发有限公司及武汉平安中信置业有限公司（均由公司主要股东张量控制），以总价 809,480,000 元收购特定物业。2025 年 12 月公司收购太原实地后，该预付款已全部抵消。

- ✓ **2024年6月收购太原和泰。**2024年6月公司完成收购太原和泰盛瑞置业有限公司的100%股权，总价2.2亿元，与2022年实地地产集团有限公司附属公司及力量（秦皇岛）能源集团有限公司订立的物业买卖协议项下的预付款中的同等金额抵销。太原和泰主要从事房地产开发及销售，开发力量盈通广场。力量盈通广场位于太原高新技术产业开发区，开发项目包括12幢楼宇、地面商铺及地下车库，总建筑面积约296,500平方米。项目地理位置优越，毗邻机场、火车站及一个在建地铁站。
- ✓ **2024年收购广州商用物业。**公司完成收购若干商用物业，包括位于广东省广州市天河区华夏路16号的六个商用单位，总建筑面积约为1,182.0平方米，总价为45,000,000元。自总价扣除卖方应付的销售税后，余额40,816,000元已悉数与实地预付款的同等金额抵销。
- ✓ **2024年11月收购茂名晟大及茂名晟城。**2024年11月公司以总价7千万元从珠海实地（公司主要股东张量最终持有100%的股份）收购茂名晟大及茂名晟城各自100%的股权。自总价扣除卖方应付所得税后，余额57,750,000元已悉数与实地预付款的同等金额抵销。茂名晟大及茂名晟城现时在开发及建设位于广东茂名的力量桃园住宅项目。项目位于广东省茂名市茂南区。第一期包括6幢商住楼宇，预计于2025年三季度或之前竣工，第二期包括另外3幢楼宇，预计于2026年四季度或之前竣工。
- ✓ **2025年12月收购太原实地。**公司以总价384,000,000元从遵义实地收购太原实地100%的股权，同2022年与实地预付款抵消后，还应付遵义实地的余额为130,266,000元。至此2022年与实地预付款已全部抵消。
- ✓ **2025年12月收购东直门物业。**公司以总价收购86,330,000元从北京实地收购房东直门物业，扣除相关应付税项、北京实地的应付债务后应付总价为56,890,000元，该款项一部分与2024年实地对上市公司的相关应付款项抵销，余款2,835,200元与2025年根据物业管理服务框架协议实地应向上市公司支付的款项抵消。
- 2022年5月，公司与广州富力地产股份有限公司（公司主要股东张力为其主要股东之一）所控制的海南航孝房地产开发有限公司订立物业购买框架协议，以总价1,000,939,000元收购特定物业。
- ✓ **2024年12月收购秦皇岛极富。**2024年12月公司收购秦皇岛极富房地产开发有限公司100%股权。公司就广州富力地产股份有限公司（公司主要股东张力为其主要股东之一）对秦皇岛极富持有的债权617,394,475元而应付的收购价564,625,000元已由公司根据于2022年5月签署的物业购买框架协议预付予海南航孝的款项564,625,000元悉数抵销。秦皇岛极富正在开发及建设位于河北省秦皇岛的力量湾别墅项目，预期将于2030年竣工。

农牧业方面，公司将绿色矿山建设、土地复垦与现代农牧业发展相结合，构建了集农产品种植与牲畜养殖于一体的生态产业链。2022年内蒙古量蕴牧业发展有限公司建成广太昌原种猪场，并从法国引入650头法系原种猪。一期项目计划建设一个养殖小区，含一个扩繁场及两个育肥场，其中2023年8月李家塔育肥场投产；2024年5月铧尖村前壕扩繁场建成投产；乌兰不浪育肥场（一期）预计于2026年底完工投产。预计一期项目在2026年中存栏种猪达到7200头满负荷生产，2027年上市17万头各类猪只。此外，公司已在内蒙古大饭铺煤矿复垦区建成1500亩果园及一座年产200吨的酒庄。

物业管理服务方面，2025年1月公司收购Seedlife Holding Limited 100%股权，通过其在中国境内的全资附属公司经营物业管理服务业务。目前服务网络已覆盖

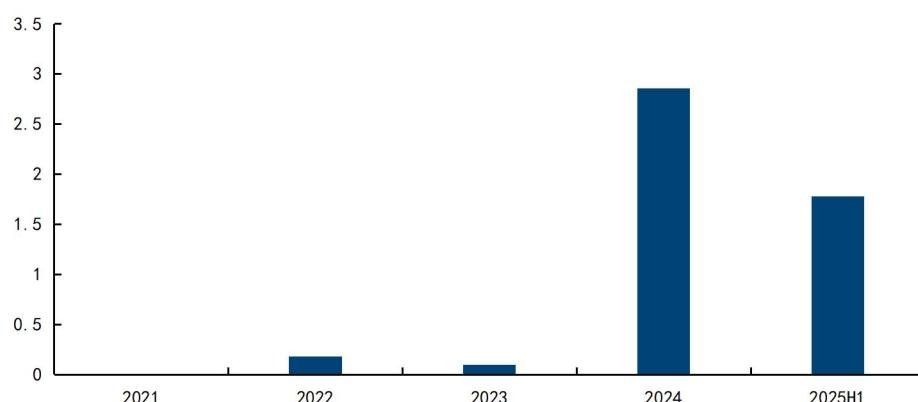
全国 31 座城市，在管面积近 1000 万平方米。该业务可有效与公司现有房地产项目形成协同，提升整体资产管理效率。

- ✓ **2024 年 9 月收购 Seedlife。** Seedlife 此前为 Seedland Smart Service 全资子公司，公司主要股东张量持有 Seedland Smart Service 100% 的股份。2024 年 9 月公司以 4.23 亿元收购 Seedlife 的 100% 股权。经扣除 1 亿元的现金付款后，总价中代表卖方已付税项 42,300,000 元以及卖方及其附属公司应付 Seedlife 的应收账款 50,000,000 元，余额 230,700,000 元与 2022 年实地地产集团有限公司附属公司及力量（秦皇岛）能源集团有限公司订立的物业买卖协议项下的预付款中的同等金额所抵销。

雪茄烟草业务方面，2023 年 10 月公司通过收购星耀企业有限公司（此前由公司主要股东张力先生控制）73% 的股权涉足位于柬埔寨的雪茄及烟草生产运营及销售业务，总价为 6.1 亿元，2024 年 12 月公司提供星耀的贷款 200 百万元连同应计利息资本化为星耀的股本，截至目前公司持有星耀 82.81% 的股权。2024 年公司推出“亚洲之星”香烟两款新口味产品，在东南亚及国际市场获得好评。

随着多元化拓展附属业务，公司非煤业务营收快速增长，2025H1 同比大幅增加 639.2% 至 1.8 亿元，主要系房地产开发业务交付完成，以及物业管理服务业务产生的收益，而去年同期公司并无经营这些业务。**但值得关注的是，2024 年非煤业务整体毛利约 -26%，未来需关注非煤业务盈利情况。**

图17：公司非煤业务营收快速增长（亿元）



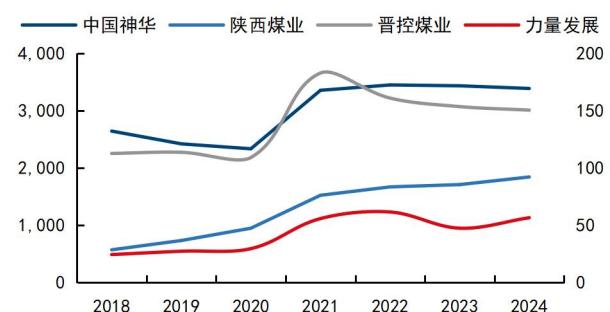
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析

公司主营业务为煤炭，截至 2024 年底主要产品为动力煤，因此我们选取中国神华、陕西煤业、晋控煤业 3 家上市公司作为同行业可比公司。

盈利能力

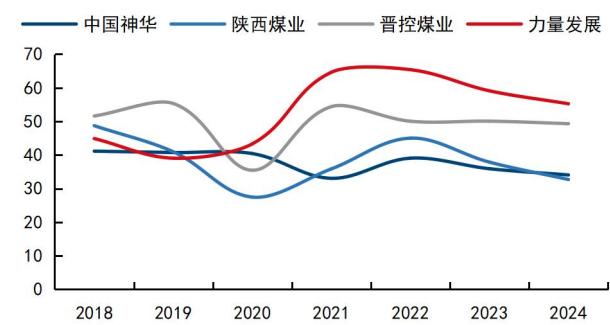
从体量上看，相比于行业龙头公司，公司营收体量较低，由于 2023 年大饭铺煤矿因地质条件影响产量减少，波动趋势和可比公司出现差异。公司毛利率、净利率、ROE、ROA 均处于较高位置，反应出公司较好的盈利能力和管理效率。

图18: 可比公司营业收入 (亿元)


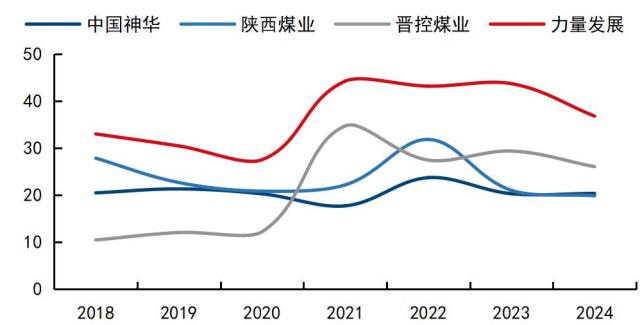
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 注: 晋控煤业、力量发展数据在右轴

图19: 可比公司净利润 (亿元)

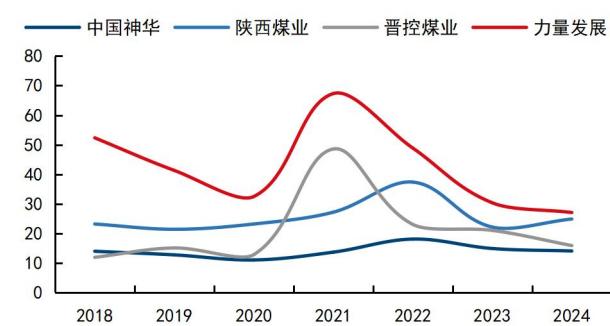

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 注: 晋控煤业、力量发展数据在右轴

图20: 可比公司毛利率 (%)


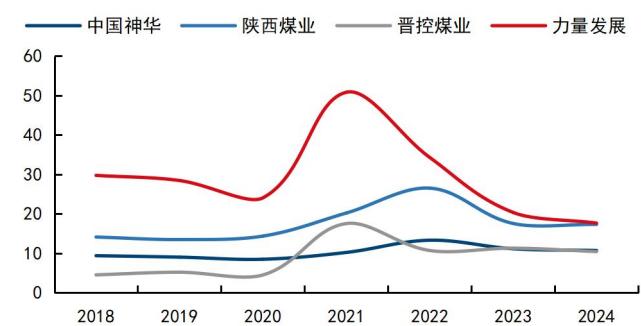
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图21: 可比公司净利率 (%)


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图22: 可比公司 ROE (%)


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图23: 可比公司 ROA (%)


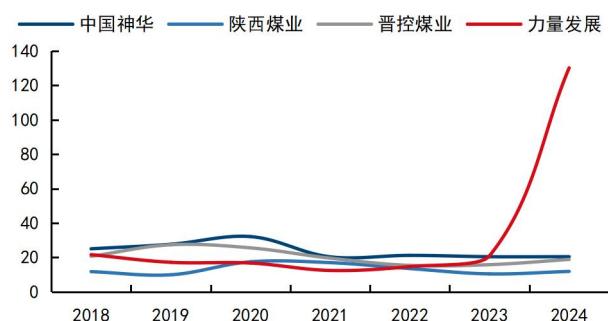
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

营运能力

营运能力方面，公司的存货周转天数在 2024 年前较少，2024 年大幅增加主要系存货中计入开发中的物业，约 15 亿。应收账款周转天数较少，总资产周转率 2022 年大幅下滑主要系收购煤炭资源所致，净营业周期 2024 年大幅增加主要系存货周

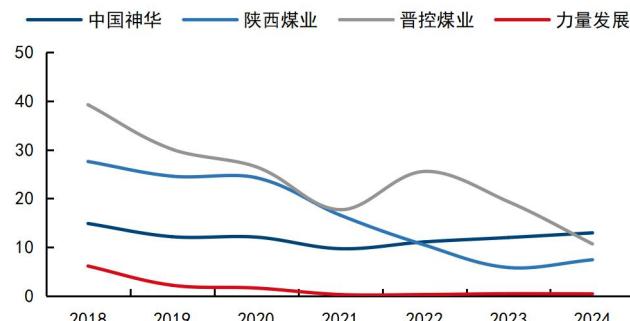
转天数大幅增加。整体看，公司营运能力较好。

图24: 可比公司存货周转天数（天）



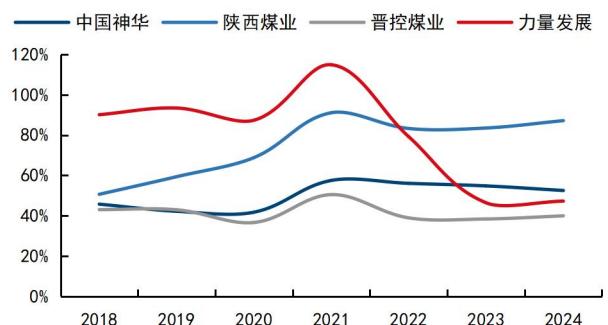
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司应收账款周转天数（天）



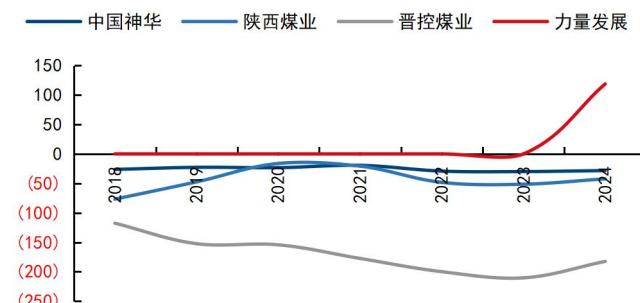
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司总资产周转率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图27: 可比公司净营业周期

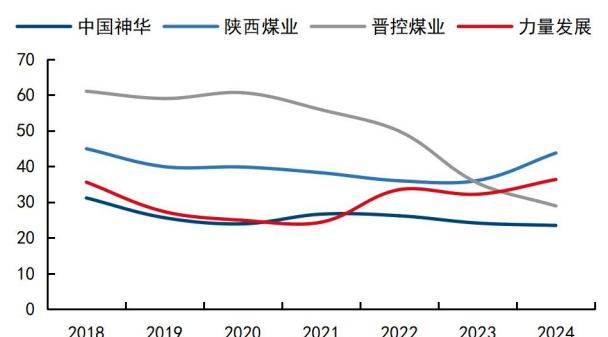


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

偿债能力

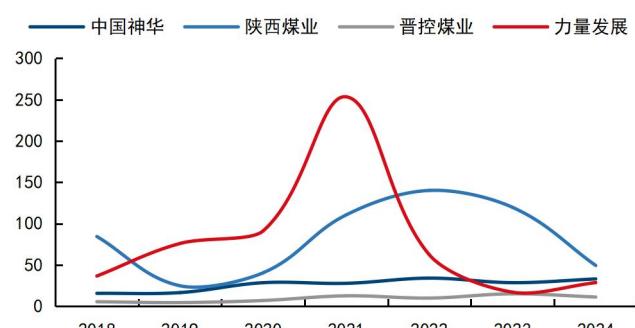
由于近年来公司进行较多收购，尤其是在 2022 年收购煤炭资源后，资产负债率有所增加，未来随着在建煤矿的投产，资本结构有望改善。

图28: 可比公司资产负债率 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

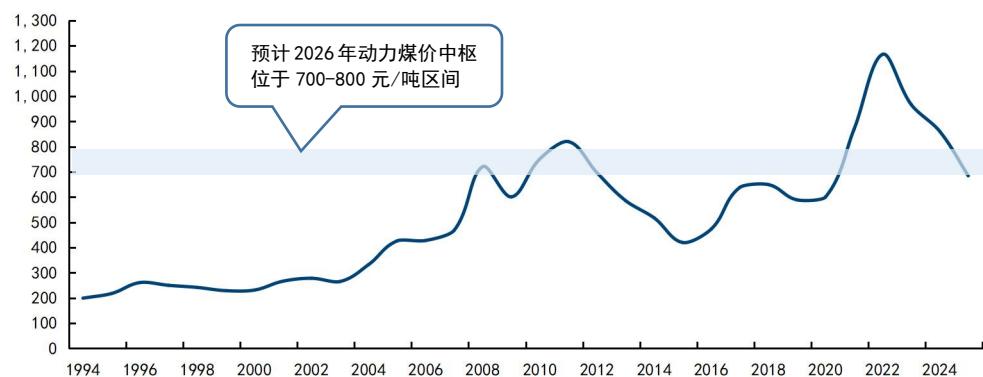
公司从事的主要业务是煤炭生产及销售业务，产品为动力煤、炼焦煤等，我们的盈利预测基于以下假设条件：

■ 煤价假设：预计 2026 年动力煤价中枢位于 700-800 元/吨区间

预计 2026 年煤价中枢相比 2025 年温和上移。结合近期发布的报告《煤炭行业 2026 年度策略：改善可期，价值重塑》中提到的观点：

- 动力煤方面，供应端，从 2025 年经验可以看出，随着新能源发电占比的提升，需求表现“平淡”越来越常态化，政策对供应的管控显得尤为重要。安检/查超产力度、对未完成手续的核增产能的处理方式等均将影响未来供应变化。考虑政策聚焦行业安全生产&煤价稳定、在建产能有限、老旧煤矿即将面临退出问题，预计 48 亿吨左右是国内煤炭年产量的峰值。此外，印尼 2026 年计划减少煤炭产量，有望抬高出口煤价。需求端，新能源发电量增速边际放缓，挤出效应减弱；水力发电量位于近两年高位，在装机量增长较小的情况下增长空间有限；2026 年火力发电有望恢复正增长，同时峰值期维持 5 年左右，支撑煤炭需求维持高位。非电需求方面，化工煤需求有望维持增长，钢铁、水泥预计下滑幅度收窄。综上，2026 年行业供需基本面有望改善，预计动力煤价中枢相比 2025 年提高 50 元/吨左右，在 750 元/吨左右。
- 炼焦煤方面，国内资源稀缺、产量增长空间相比动力煤更加有限，但性价比更高的蒙古煤进口量仍有增长空间，且用煤需求呈下滑趋势。因此，预计炼焦煤供应仍偏宽。但考虑一方面 2025 年炼焦煤价格探底时间较久且底部较低，另一方面政策调控生产对炼焦煤影响更大，同时若 2026 年行业整体基本面向好，利好炼焦煤价格中枢回升。因此预计 2026 年炼焦煤价格中枢提高 100 元/吨左右。

图30：秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价（元/吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 业务假设：

➤ 煤炭业务假设：

产量和售价：假设 2025–2027 年永安煤矿产量分别为 80/120/120 万吨，韦一煤矿产量分别为 0/30/90 万吨，则相应公司产量 730/800/860 万吨；2025H1 公司 5000

大卡低硫环保动力煤的售价约 604.6 元, 宁夏焦煤平均售价约 850.5 元, 考虑 2025 年下半年煤价大幅反弹, 假设 2025 年吨煤售价分别为 660 元/吨, 2026-2027 年吨煤售价分别为 708/728 元/吨。

成本: 公司 2022-2024 年吨煤成本分别为 341/324/304 元/吨, 2025H1 吨煤成本预计降至 300 元/吨以下, 因此假设 2025-2027 年煤成本分别为 300/338/349 元/吨。

综上: 预计 2025-2027 年煤炭业务营收为 48.2/56.7/62.7 亿元, 毛利为 24.3/29.7/32.7 亿元。

➤ 非煤矿山业务假设:

产量: 项目正在建设中, 预计 2026 年 9 月投产, 因此假设 2026-2027 年金红石项目的矿产品产量为 0/6/25 万吨。

售价与成本: 考虑未来二氧化钛需求有望持续增长, 根据公司公告, 假设 2026-2027 年矿产品每吨售价均为 410 美元, 每吨成本均为 200 美元。

综上: 预计 2026-2027 年非煤矿山业务营收为 1.4/5.7 亿元, 毛利为 0.7/2.9 亿元。

➤ 其他业务假设: 其他业务包括房地产开发业务、物业管理服务业务等。

表6: 公司业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭业务						
收入(亿元)	61.4	47.3	53.7	48.2	56.7	62.7
毛利(亿元)	40.5	28.2	32.0	24.3	29.7	32.7
毛利率	66.0%	59.6%	59.6%	50.4%	52.3%	52.1%
非煤矿山业务						
收入(亿元)	-	-	-	-	1.4	5.7
毛利(亿元)	-	-	-	-	0.7	2.9
毛利率	-	-	-	-	50.0%	50.9%
其他业务						
收入(亿元)	0.2	0.1	2.9	3.4	3.7	3.0
毛利(亿元)	-0.3	-0.2	-0.7	-0.2	0.0	0.0
毛利率	-144.6%	-156.8%	-26.1%	-5.0%	0.0%	0.0%
合计						
总营收(亿元)	61.6	47.5	56.6	51.6	61.8	71.4
毛利(亿元)	40.2	28.0	31.2	24.1	30.4	35.6
毛利率	65.4%	59.1%	55.2%	46.7%	49.1%	49.8%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2025-2027 年营收 51.6/61.8/71.4 亿元, 同比 -8.8%/+19.7%/+15.5%; 毛利率 46.7%/49.1%/49.8%, 毛利 24.1/30.4/35.6 亿元。

未来 3 年业绩预测

表7: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入: 百万元	5656	5160	6179	7135
营业成本: 百万元	2533	2752	3144	3580
销售费用: 百万元	40	36	43	50
管理费用: 百万元	379	568	680	785
财务费用: 百万元	-82	-55	-67	-67
营业利润: 百万元	2737	1748	2262	2691
利润总额: 百万元	2737	1748	2262	2691

归属于母公司净利润：百万元	2110	1311	1696	2018
EPS：元/股	0.25	0.16	0.20	0.24
ROE：%	25.6%	14.9%	17.8%	19.4%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025–2027 年营业总收入分别为 51.6/61.8/71.4 亿元，归属母公司净利润 13.1/17.0/20.2 亿元，同比-37.9%/+29.4%/+19.0%，每股收益 2025–2027 年分别为 0.16/0.20/0.24 元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，以及公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计力量发展 2025–2027 年 EPS 分别为 0.16/0.20/0.24 元，我们重点选取与公司同行业的煤炭公司进行比较，分别为中国神华、陕西煤业、中煤能源、晋控煤业、兖矿能源、山煤国际。

- 1) **中国神华：**公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，资源丰富、产能先进。公司煤电路港航一体化运营，长协煤占比高，业绩稳定性较强；公司资产负债率较低，现金分红比例高。
- 2) **中煤能源：**公司煤炭资源储备丰富，产量增长可期。公司商业模式为以煤为基础的煤化一体运营，长协煤占比较高，业绩相对稳健；现金分红比例较低。
- 3) **陕西煤业：**公司是西部煤炭龙头，拥有优质的动力煤资源。公司商业模式为以煤为基础的煤电一体运营，长协煤占比较低；现金分红比例较高。
- 4) **兖矿能源：**公司煤矿储量丰富，煤炭产能有较大增长空间，且公司持续推进高端煤化工、高端装备制造、物流等产业，成长潜力较大。公司商业模式为以煤为基础的煤化一体运营，长协煤占比低；现金分红比例较高。
- 5) **晋控煤业：**公司拥有优质的煤炭资源，经营稳健，资产质量好；资产注入正在推进、产能增长可期；且背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大。
- 6) **山煤国际：**公司生产优质的配焦用煤和动力用煤，其中动力煤基本为长协煤；分红比例较高。

表8：可比公司对比

	中国神华	中煤能源	陕西煤业	兖矿能源	晋控煤业	山煤国际
业务模式	煤电陆港航一体	以煤为主，煤化一体	以煤为主，煤电一体	煤化一体	以煤为主	以煤为主
煤矿资源	煤炭主业规模居于全国前列，拥有优质、丰富的煤炭资源，适宜建设现代化高产高效煤矿，煤炭资源储量位于中国煤矿上市公司前列。	煤炭主业规模居于全国前列，生产布局向国家规划的生产基地和中西部资源富集省区集中，优质产能占比高，煤炭资源储量位于中国煤矿上市公司前列。	煤炭资源丰富，煤矿公司主采低硫、中高发热量的优质动力煤，气化技术行业领先，煤矿规模化、化煤和理想的化工用煤。	煤炭资源丰富，煤矿公司主采低硫、中高发热量的优质动力煤，气化技术行业领先，煤矿规模化、化煤和理想的化工用煤。	下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等地，煤质优良，属特低灰、特东省、陕西省、内蒙古分适中、高等煤炭主产区，煤种多变，具有低磷、特低硫、中高发热量煤种，以贫煤为主，适用于发电、硫化、低灰分、高发热量的优质动力煤，气化自治区和澳大利亚产品涵盖动力煤、水泥、建材等等特点，属于优质的配煤。	下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等地，煤质优良，属特低灰、特东省、陕西省、内蒙古分适中、高等煤炭主产区，煤种多变，具有低磷、特低硫、中高发热量煤种，以贫煤为主，适用于发电、硫化、低灰分、高发热量的优质动力煤，气化自治区和澳大利亚产品涵盖动力煤、水泥、建材等等特点，属于优质的配煤。
2024 年长协煤占比	85%+	约 80%	60%左右	25%左右	50%左右	60%-70%
2024 年营业收入：亿元	3,383.75	1,893.99	1,841.45	1,391.24	150.33	295.61
2024 年归母净利润：亿元	586.71	193.23	223.6	144.25	28.08	22.68
2024 年分红率：%	76.53	32.87	58.45	53.58	45	60.3

2025年三季度末资产负债率：%	24.36	45.82	42.17	66.91%	21.17	49.71
------------------	-------	-------	-------	--------	-------	-------

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表9：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE
					2025E	2026E	2027E	
601898.SH	中煤能源	优于大市	14.18	1,899	1.28	1.37	1.44	11.04
601088.SH	中国神华	优于大市	41.67	8,317	2.65	2.74	2.79	15.71
601225.SH	陕西煤业	优于大市	22.08	2,136	1.81	2.05	2.10	12.20
601001.SH	晋控煤业	优于大市	15.67	263	1.04	1.35	1.35	15.07
600546.SH	山煤国际	无评级	11.03	221	0.78	0.93	1.04	14.16
600188.SH	兖矿能源	优于大市	15.57	1,550	1.05	1.33	1.34	14.80
平均值			—	—	—	—	—	13.83
1277.HK	力量发展	优于大市	1.58	133	0.16	0.20	0.24	10.14
								7.84
								6.59

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及预测，股价按照2月6日收盘价 注：山煤国际盈利预测来自Wind一致预期

根据Wind一致性预期，上述可比公司2026年PE平均值为11.9。我们认为力量发展虽然营收规模相对较小，但公司拥有优质的煤炭资源，成长性佳，且分红率高，经营稳健。参考业内平均估值水平，预计公司2026年合理PE水平为9-10，对公司股票合理估值区间为人民币1.8-2.0元。

投资建议

预计公司2025-2027年收入分别为51.6/61.8/71.4亿元，归属母公司净利润13.1/17.0/20.2亿元，每股收益分别为0.16/0.20/0.24元。我们认为公司股票合理估值区间在人民币1.8-2.0元之间，相对于公司2月6日收盘价有15%-28%的溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在人民币1.8-2.0元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、陕西煤业等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2026年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态PE的基础上相对于公司2月6日收盘价给予有15%-28%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入同比-8.8%/+19.7%/+15.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为46.7%/49.1%/49.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

公司非煤业务影响业绩

近年来公司为拓展附属业务，持续收购非煤资产，2024年非煤业务处于亏损状态，若未来盈利能力得不到改善，可能会影响公司业绩。

内控风险

近年来公司关联交易较多，涉及房地产、物业等领域，这些领域与公司主业煤炭相比盈利能力较差，因此可能会对公司现金流、业绩等造成影响。

海外经营风险

公司拥有海外煤矿、金红石等业务，可能面临当地政策变化风险、汇兑风险。政治风险等，从而影响公司业绩释放。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	734	630	1544	1947	2482	营业收入	4745	5656	5160	6179	7135
应收款项	194	200	183	219	253	营业成本	1942	2533	2752	3144	3580
存货净额	115	1716	1866	2133	2431	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	893	388	354	423	489	销售费用	17	40	36	43	50
流动资产合计	2157	3269	4280	5057	5989	管理费用	285	379	568	680	785
固定资产	2484	3431	3686	3923	4139	财务费用	(101)	(82)	(55)	(67)	(67)
无形资产及其他	3488	3439	3796	4193	4634	投资收益	0	0	11	11	11
投资性房地产	2729	2677	2677	2677	2677	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	80	174	268	362	457	其他收入	(162)	(50)	(121)	(127)	(107)
资产总计	10938	12991	14708	16213	17897	营业利润	2441	2737	1748	2262	2691
短期借款及交易性金融负债	1033	536	1000	1000	1000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	630	748	813	930	1060	利润总额	2441	2737	1748	2262	2691
其他流动负债	909	2142	2439	2818	3225	所得税费用	368	656	437	565	673
流动负债合计	2572	3426	4252	4748	5284	少数股东损益	(5)	(29)	0	0	0
长期借款及应付债券	270	343	393	393	393	归属于母公司净利润	2078	2110	1311	1696	2018
其他长期负债	676	948	1219	1491	1763						
长期负债合计	946	1290	1612	1883	2155	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3518	4716	5864	6632	7439	净利润	2078	2110	1311	1696	2018
少数股东权益	52	46	46	46	46	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	7368	8228	8798	9534	10411	折旧摊销	134	169	188	206	227
负债和股东权益总计	10938	12991	14708	16213	17897	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(101)	(82)	55	67	67
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(291)	573	536	395	411
每股收益	0.25	0.25	0.16	0.20	0.24	其它	(3)	(13)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.09	0.11	0.14	经营活动现金流	1918	2839	2035	2297	2655
每股净资产	0.87	0.98	1.04	1.13	1.23	资本开支	0	(1082)	(800)	(840)	(884)
ROIC	27%	24%	15%	19%	22%	其它投资现金流	(30)	(114)	0	0	0
ROE	28%	26%	15%	18%	19%	投资活动现金流	(5)	(1290)	(894)	(934)	(978)
毛利率	59%	55%	47%	49%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	53%	48%	35%	37%	38%	负债净变化	(313)	73	50	0	0
EBITDA Margin	56%	51%	39%	41%	41%	支付股利、利息	0	0	(742)	(960)	(1142)
收入增长	-23%	19%	-9%	20%	15%	其它融资现金流	(1104)	(1799)	464	0	0
净利润增长率	-22%	2%	-38%	29%	19%	融资活动现金流	(1731)	(1653)	(227)	(960)	(1142)
资产负债率	33%	37%	40%	41%	42%	现金净变动	182	(104)	914	403	535
息率	0.0%	0.0%	5.0%	6.4%	7.7%	货币资金的期初余额	552	734	630	1544	1947
P/E	6.7	6.6	10.6	8.2	6.9	货币资金的期末余额	734	630	1544	1947	2482
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3	企业自由现金流	0	1716	1277	1494	1793
EV/EBITDA	7	7	10	9	8	权益自由现金流	0	53	1750	1444	1743

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032