

## 【广发煤炭&海外】首钢资源 (00639.HK)

现金生产成本管控突出，全年派息率约 97%

### 核心观点:

- **全年派息率约 97%，公司净现金 80 亿港元，净现金/市值比例 59%。** 公司发布 25 年年报，全年股东应占溢利 6.3 亿港元，同比-57.7%，其中 H2 业绩 2.3 亿港元，同比-65.2%/环比-43.5%。公司拟派发末期股息 0.06 港元/股，加上中期股息，全年派息率 96.6%。截至年末，公司可用现金及存款余额约 80 亿港元，净现金/市值比例 59%（按 4 月 16 日收盘价），资产负债率仅 17.1%。
- **25 年原煤产量增长 6%，现金生产成本下降 16%。** 产销量：根据年报，全年原煤产量 525 万吨，同比+6%（兴无煤矿达产）；精煤产销量分别为 315/313 万吨，同比均持平；精煤洗出率 60%/同比-6pct。此外，公司新增煤炭产品贸易业务，贸易煤销量达 170 万吨。**价格成本：**25 年公司精煤价格 1066 元/吨，同比-36%；吨原煤成本 373 元，同比-13%，其中现金生产成本 287 元，同比-16%（可控和不可控成本分别-9%/-34%），生产成本管控突出；吨精煤加工费 52 元，同比+11%。根据 Wind，年初以来（截至 4 月 16 日），柳林 9# 炼焦煤车板价均价为 1316 元/吨，较 25 年均价 1240 元/吨小幅上涨，公司盈利有望稳步增长。
- **公司盈利和现金流能力强，股息优势明显。** 公司经营效率高，成本管控能力强。此外，由于公司资产负债率极低，无有息负债，维护性资本开支压力不大，现金流充裕，分红能力和可持续性均较强。同时，考虑到公司获取资源能力较强，成长性可期。公司连续多年保持 80% 以上高分红率，其中 24-25 年度分别达 101%/97%。预计公司 26-28 年股东应占溢利分别为 10.0/10.4/11.0 亿港元，根据可比公司估值，给予公司 26 年 16 倍 PE，对应合理价值 3.13 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 下游需求低预期，煤价超跌，新获取资源进展偏慢等。

### 盈利预测:

单位:港元百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	5,057	5,056	6,141	6,323	6,511
增长率 (%)	-14.2%	0.0%	21.5%	3.0%	3.0%
EBITDA	2,894	880	1,928	2,012	2,100
归母净利润	1,494	632	996	1,045	1,096
增长率 (%)	-20.9%	-57.7%	57.5%	4.9%	4.9%
EPS (元/股)	0.29	0.12	0.20	0.21	0.22
市盈率 (P/E)	8.6	23.6	13.7	13.1	12.4
ROE (%)	9.1%	3.8%	6.0%	6.3%	6.6%
EV/EBITDA	1.2	8.3	3.4	3.5	3.5

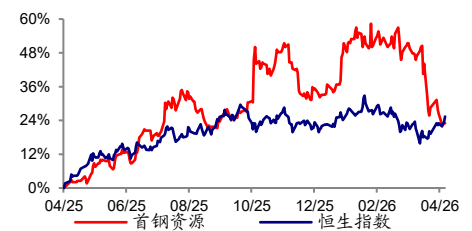
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	2.68 港元
合理价值	3.13 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-17

### 相对市场表现



### 分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

### 分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

### 分析师:

宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

### 相关研究:

- 【广发煤炭&海外】首钢资源 (00639.HK): 上半年成本管控突出，中期派息率提升至 76% 2025-09-10
- 【广发煤炭&海外】首钢资源 (00639.HK): 分红比例提升至 100%，高股息优势显著 2025-05-19

**资产负债表**

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产合计</b>	<b>11,002</b>	<b>9,729</b>	<b>9,926</b>	<b>10,036</b>	<b>10,159</b>
现金及现金等价物	7,676	5,773	5,314	4,904	4,505
应收账款及票据	538	407	574	591	608
存货	138	184	174	177	181
其他	2,650	3,365	3,865	4,365	4,865
<b>非流动资产合计</b>	<b>11,947</b>	<b>12,460</b>	<b>12,610</b>	<b>12,760</b>	<b>12,910</b>
固定资产净值	3,715	4,014	4,214	4,414	4,614
长期投资	439	883	883	883	883
商誉及无形资产	7,181	7,124	7,074	7,024	6,974
其他	611	440	440	440	440
<b>资产总额</b>	<b>22,949</b>	<b>22,189</b>	<b>22,536</b>	<b>22,797</b>	<b>23,069</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,591</b>	<b>2,417</b>	<b>2,537</b>	<b>2,560</b>	<b>2,584</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	758	720	798	814	830
其他	1,834	1,697	1,740	1,747	1,754
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,457</b>	<b>1,388</b>	<b>1,388</b>	<b>1,388</b>	<b>1,388</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,457	1,388	1,388	1,388	1,388
<b>总负债</b>	<b>4,048</b>	<b>3,805</b>	<b>3,925</b>	<b>3,949</b>	<b>3,972</b>
普通股股本	15,582	15,582	15,582	15,582	15,582
储备	1,872	853	902	955	1,009
其他	-975	0	0	0	0
归母权益总额	16,480	16,435	16,485	16,537	16,592
少数股东权益	2,421	1,949	2,126	2,311	2,505
<b>股东权益合计</b>	<b>18,901</b>	<b>18,384</b>	<b>18,611</b>	<b>18,848</b>	<b>19,097</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>22,949</b>	<b>22,189</b>	<b>22,536</b>	<b>22,797</b>	<b>23,069</b>

**利润表**

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,057</b>	<b>5,056</b>	<b>6,141</b>	<b>6,323</b>	<b>6,511</b>
营业成本	2,469	3,972	4,290	4,375	4,463
毛利	2,588	1,084	1,852	1,948	2,048
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	110	62	75	77	80
行政管理费用	209	262	319	328	338
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	11	21	21	21	21
<b>营业利润</b>	<b>2,258</b>	<b>739</b>	<b>1,437</b>	<b>1,522</b>	<b>1,609</b>
利息收入	187	159	55	51	47
利息支出	2	2	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	85	141	141	141	141
除税前利润	2,526	1,037	1,633	1,713	1,797
所得税	711	292	460	483	507
<b>合并净利润</b>	<b>1,815</b>	<b>745</b>	<b>1,173</b>	<b>1,230</b>	<b>1,290</b>
少数股东损益	321	112	177	185	194
<b>归母净利润</b>	<b>1,494</b>	<b>632</b>	<b>996</b>	<b>1,045</b>	<b>1,096</b>

**现金流量表**

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2,370</b>	-	<b>1,346</b>	<b>1,442</b>	<b>1,502</b>
合并净利润	1,815	745	1,173	1,230	1,290
折旧与摊销	551	-	350	350	350
营运资本变动	342	-	-36	3	3
其他非经营性调整	-17	-	-141	-141	-141
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-182</b>	-	<b>-859</b>	<b>-859</b>	<b>-859</b>
处置固定资产收益	5	-	141	141	141
资本性支出	-448	-	-500	-500	-500
投资资产支出	-113	-	-500	-500	-500
其他	373	-	0	0	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-972</b>	-	<b>-946</b>	<b>-993</b>	<b>-1,041</b>
长期债权融资	-1	-	0	0	0
股权融资	426	-	0	0	0
支付股利	-1,330	-	-946	-993	-1,041
其他	-66	-	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>1,124</b>	-	<b>-460</b>	<b>-410</b>	<b>-398</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>6,552</b>	-	<b>5,773</b>	<b>5,314</b>	<b>4,904</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,676</b>	-	<b>5,314</b>	<b>4,904</b>	<b>4,505</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	-14.2%	0.0%	21.5%	3.0%	3.0%
营业利润增长率	-25.8%	-67.3%	94.5%	5.9%	5.8%
归母净利润增长率	-20.9%	-57.7%	57.5%	4.9%	4.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.2%	21.4%	30.2%	30.8%	31.5%
净利率	35.9%	14.7%	19.1%	19.5%	19.8%
ROE	9.1%	3.8%	6.0%	6.3%	6.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.6%	17.1%	17.4%	17.3%	17.2%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9
利息保障倍数	1341.9	466.4			
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	43.6	33.6	33.6	33.6	33.6
存货周转天数	19.2	14.6	14.6	14.6	14.6
应付账款周转天数	100.5	67.0	67.0	67.0	67.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.29	0.12	0.20	0.21	0.22
每股净资产	3.71	3.61	3.66	3.70	3.75
每股经营现金流	0.47	0.00	0.26	0.28	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	8.6	23.6	13.7	13.1	12.4
PB	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	1.2	8.3	3.4	3.5	3.5

## 广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。  
张 云 瀚：资深分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。