

买入
成本持续优化，稳定高分红
首钢资源 (0639.HK)

2026-5-12 星期二

【投资要点】

目标价: **3.18 港元**
 现价: **2.61 港元**
 预计升幅: **22%**

重要数据

日期	2026-5-11
收盘价(港元)	2.61
总股本(亿股)	50.91
总市值(亿港元)	133
净资产(亿港元)	184
总资产(亿港元)	222
52周高低(港元)	3.50/2.21
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

➤ 2025年吨煤成本同比下降13%，精细管控成效显著

2025年原焦煤单位生产成本373元人民币/吨，同比下降13%。其中：可控现金生产成本（不含资源税等从价税费及折旧摊销）229元/吨，同比下降9%；资源税等从价计征税费随煤价下行大幅减少。成本下降主要受益于：(i)原煤产量增长6%带来规模效应；(ii)煤价下跌导致资源税等从价税费减少约30元/吨；(iii)材料消耗管控措施见效；(iv)利润下降带动效益工资相应减少，期间费率维持在6%左右。2026年公司目标成本再降3.5%-10%，措施包括：加大减员力度、材料招标透明化、提升洗出率等。

➤ 2026年焦煤有望供需边际改善，近期焦炭三轮提涨落地支撑焦煤价格

预期2026年焦煤市场供需格局有望边际改善。供给端，国内反内卷政策叠加安全生产管控趋严，部分21-22年保供核增产能因未获产能置换指标面临退出，国内焦煤供应预计平稳甚至下行。需求端，中东局势持续扰动全球能源供给，动力煤价格上行间接带动焦煤价格；26Q1经历两轮焦炭提涨后钢厂盈利依然增加，开工保持积极性，近期第三轮提涨也开始落地执行，有利支撑焦煤价格稳健偏强运行。

➤ 公司三矿全面达产稳产，2026年Q1运营数据向好

2025年原焦煤产量525万吨，同比增长6%，主要受益兴无煤矿完成上下组煤转化后恢复满产；精焦煤产量315万吨，精焦煤销量313万吨。2026年一季度公司原焦煤产量138万吨（同比+22%），精焦煤产量96万吨（同比+39%），自产精焦煤销量98万吨（同比+17%）。虽然售价受煤质影响同比微跌3%至1,170元/吨，但较2025年综合平均售价1,066元人民币有所回升。受益焦煤价格筑底回升叠加公司精细管控成本，公司全年盈利改善可期。

➤ 高股息价值凸显，给予“买入”评级，更新目标价至3.18港元/股

公司现金储备充足，长期坚持高分红政策（2025年97%）。我们更新公司目标价3.18港元/股，分别对应2026年和2027年16.5倍和15倍PE，目标价较现价有22%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	5,197	5,229	5,410
变动(%)	-14.2%	0.0%	2.8%	0.6%	3.4%
归属股东净利润	1,494	632	983	1,083	1,120
变动(%)	-20.9%	-57.7%	55.5%	10.2%	3.4%
基本每股盈利(港仙)	30.12	12.42	19.32	21.28	22.00
市盈率@2.61港元(倍)	8.7	21.0	13.5	12.3	11.9
每股股息(港仙)	30.00	12.00	14.49	15.96	16.50
股息现价比率(%)	11.5%	4.6%	5.6%	6.1%	6.3%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年吨煤成本同比下降 13%，精细管控成效显著

2025 年原焦煤单位生产成本 373 元人民币/吨，同比下降 13%。其中：可控现金生产成本（不含资源税等从价税费及折旧摊销）229 元/吨，同比下降 9%；资源税等从价计征税费随煤价下行大幅减少。成本下降主要受益于：(i)原煤产量增长 6%带来规模效应；(ii)煤价下跌导致资源税等从价税费减少约 30 元/吨；(iii)材料消耗管控措施见效；(iv)利润下降带动效益工资相应减少，期间费率维持在 6%左右。2026 年公司目标成本再降 3.5%-10%，措施包括：加大减员力度、材料招标透明化、提升洗出率等。

➤ 2026 年焦煤有望供需边际改善，近期焦炭三轮提涨落地支撑焦煤价格

预期 2026 年焦煤市场供需格局有望边际改善。供给端，国内反内卷政策叠加安全生产管控趋严，部分 21-22 年保供核增产能因未获产能置换指标面临退出，国内焦煤供应预计平稳甚至下行。需求端，中东局势持续扰动全球能源供给，动力煤价格上行间接带动焦煤价格；

26Q1 经历两轮焦炭提涨后钢厂盈利依然增加，开工保持积极性，近期第三轮提涨也开始落地执行，有利支撑焦煤价格稳健偏强运行。

➤ 公司三矿全面达产稳产，2026 年 Q1 运营数据向好

2025 年原焦煤产量 525 万吨，同比增长 6%，主要受益兴无煤矿完成上下组煤转化后恢复满产；精焦煤产量 315 万吨，精焦煤销量 313 万吨。2026 年一季度公司原焦煤产量 138 万吨（同比+22%），精焦煤产量 96 万吨（同比+39%），自产精焦煤销量 98 万吨（同比+17%）。

虽然售价受煤质影响同比微跌 3%至 1,170 元/吨，但较 2025 年综合平均售价 1,066 元人民币有所回升。受益焦煤价格筑底回升叠加公司精细管控成本，公司全年盈利改善可期。

➤ 高股息价值凸显，给予"买入"评级，更新目标价至 3.18 港元/股

公司现金储备充足，长期坚持高分红政策（2025 年 97%）。我们更新公司目标价 3.18 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 16.5 倍和 15 倍 PE，目标价较现价有 22%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20260511)

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	44.72	10,967	16.2	-	-	-	1.8	1.8	1.8	1.8
1898.HK	中煤能源	HKD	12.68	2,246	10.5	8.3	7.7	-	0.9	0.8	0.8	0.8
1171.HK	兖矿能源	HKD	14.74	2,060	15.7	-	-	-	1.7	1.7	1.7	1.7
0866.HK	中国泰发	HKD	3.07	81	-77.6	14.3	7.2	4.6	3.8	2.7	2.0	1.4
0639.HK	首钢资源	HKD	2.61	133	21.0	13.5	12.3	11.9	0.8	0.8	0.8	0.8
平均					-2.9	12.0	9.0	8.2	1.8	1.6	1.4	1.3

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. 安监及限产政策风险带来产量下降
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	5,197	5,229	5,410
经营成本	(2,469)	(3,972)	(3,534)	(3,399)	(3,516)
销售费用	(110)	(62)	(63)	(64)	(66)
行政费用	(209)	(262)	(268)	(273)	(279)
财务开支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益净额	95	141	142	143	145
其他营运开支	(13)	(21)	(20)	(20)	(20)
税前盈利	2,526	1,037	1,612	1,776	1,836
所得税	(711)	(292)	(455)	(501)	(518)
少数股东应占利润	321	112	174	192	199
归属股东净利润	1,494	632	983	1,083	1,120
折旧及摊销	551	617	588	561	537
EBITDA	1,992	343	948	1,138	1,221
增长					
总收入 (%)	-14%	0%	3%	1%	3%
EBITDA (%)	-27%	-83%	177%	20%	7%

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	5,635	5,646	5,580
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	9,710	9,843	9,902
固定资产	3,715	4,014	4,541	4,999	5,456
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	12,749	12,889	13,107
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	1,517
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	7,269	7,378	7,412

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	39%	7%	18%	22%	23%
净利率 (%)	30%	13%	19%	21%	21%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	28%	28%	28%	28%	28%
股息支付率 (%)	100%	97%	75%	75%	75%
库存周转	20	17	20	21	21
应付账款天数	112	66	75	79	77
应收账款天数	39	29	29	30	30
ROE (%)	9%	4%	6%	6%	7%
ROA (%)	7%	3%	4%	5%	5%
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	0.23	0.23	0.24
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)	(2,783.2)	(2,829.0)	(2,956.1)

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	948	1,138	1,221
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)	(455)	(501)	(518)
营运现金流	2,370	917	1,537	1,642	1,659
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)	(738)	(813)	(840)
其他融资活动	358	(723)	(638)	(574)	(689)
融资活动现金流	(972)	(2,097)	(1,376)	(1,387)	(1,529)
现金变化	1,216	(2,102)	(348)	(209)	(298)
期初持有现金	6,552	7,676	5,773	5,635	5,646
汇率变动	(92)	200	210	220	231
期末持有现金	7,676	5,773	5,635	5,646	5,580

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>