

深度解析寧夏陽光收購項目，

讀懂力量發展（1277.HK）發展戰略及投資價值

2022-09-26 中商網

在能源轉型大背景下，近幾年，中國煤炭行業進行了一系列產能調整和發展結構的優化，而行業並購成為產能調整和提升發展品質的重要方式。

9月14日，力量發展（01277.HK）發佈通函檔，進一步披露了力量發展收購寧夏陽光礦業有限公司（寧夏陽光）100%股權的相關資料，目前該項收購交易已經完成，力量發展現在已擁有寧夏陽光旗下永安礦場和韋一礦場這兩個煤礦場的所有權。

在此，筆者不禁想問，力量發展看中了這兩個礦場的哪些優勢？這兩個礦場被收購後將如何充分發揮礦場自身的優勢？以及這兩個礦場的未來預期表現會如何？為了探究這三個問題，在下文中筆者將對力量發展的本次收購及兩個礦場資產進行詳細分析。

第一問：永安礦場和韋一礦場有哪些優勢？

礦場地理位置好，煤礦儲量豐富且品質高。煤炭開採高度依賴煤炭資源地理分佈特徵及當地自然環境，也需要電力和交通等配套設施的支持，從而可以更好地完成煤炭加工和進入市場交易等環節的工作。對於力量發展此次收購的永安礦場和韋一礦場，其具有煤礦儲備、產品品質、地理位置和自然環境等方面的優勢。

首先，韋一礦場和永安礦場煤礦儲量豐富且品質高。根據公告，歷史勘探項目在永安煤礦區域範圍內揭示了超過20個煤層，其中17個煤層被識別並具有開採潛力。截至2022年5月31日，根據專業機構估算，確定了永安煤礦總計6,322萬噸控制資源和1.61億噸推斷資源，韋一煤礦總計3,809萬噸控制資源和8,052萬噸推斷資源。永安煤礦及韋一煤礦總儲量分別約為3,320萬噸、1,502萬噸，儲量較為豐富。

煤炭品質方面，根據最新的洗煤試驗結果，永安煤礦和韋一煤礦最終可銷售的煤產品將包括精煤、中煤和泥煤三種產品。精煤作為煉焦用煤，銷售給煉焦行業。中煤和煤泥主要作為動力煤出售，通常用於當地發電廠的發電。**精煤的整體洗選產率高達70%，在行業中處於領先水準。**根據中國標準GB/T 5751-2009，**寧夏兩個礦場所有煤層均顯示出強粘結性**，粘結指數（羅加指數）高達80至95（平均90），煤的粘結性是指煤在工業條件下隔絕空氣受熱後能否煉成優質焦炭的性質，粘結性和結焦性呈正相關。

煤炭產品	產率	可銷售煤炭儲量(百萬噸)	
		永安	韋一
精煤	70%	23.24	10.51
中煤	17%	5.64	2.55
煤泥	5%	1.66	0.75
總計	92%	30.54	13.81

資料來源：公司公告

據估算，截至 2022 年 5 月 31 日，永安煤礦和韋一煤礦的三類可銷售煤炭產品儲量總計分別為 3,054 萬噸、1,381 萬噸，兩個煤礦的可銷售煤產品儲量均以高品質高經濟價值的精煤為主，分別為 2,324 萬噸、1,051 萬噸。

儲量豐富的優質精煤不僅是永安煤礦和韋一煤礦實現經濟效益的基礎，也是其參與市場競爭的底氣，畢竟在當前的市場情況下，手握優質煤產品就是掌握了更多的行業競爭主動權。

其次，永安礦場和韋一礦場擁有優異的地理位置和自然環境。根據公告披露，這兩個煤礦場分別位於寧夏回族自治區首府銀川市東南約 120 公里處、韋州鎮以東約 7 公里處，礦場所在地屬於大陸性氣候，**降水較少，有助於提升煤井安全性**，減少降水對煤炭開採的影響。

另外，根據總體建設規劃，計畫為兩個礦場建設配套的洗煤廠和鐵路煤炭集配站，為洗選和運輸提供便利條件。礦場所在區域煤炭資源豐富，已形成了煤炭產業帶，**該區域鐵路和公路網路等相關配套設施齊全，兩個礦場可以通過快速路和鐵路輕鬆抵達，煤炭產品可以通過卡車或鐵路隨時運輸，有助於礦場降低運輸費用**，提高經營效益；同時，寧夏電力自給率位於全國前列（約 181%），電力資源豐富，可為韋一礦場和永安礦場正常開工經營提供持續的支援。

第二問：永安煤礦和韋一煤礦被收購後，將如何發揮礦場優勢？

礦場服務年限長，產能規劃契合市場走勢。這兩個礦場較長的礦場服務年限為合理的產能規劃提供了條件，在確定性較高的中期市場環境下，合理的產能規劃又可以把握市場機遇，為礦場賺到市場回暖的紅利，推動礦場經營效益提升，同時對收購方力量發展也會產生直接的正向溢出效應。

根據測算，韋一礦場和永安礦場兩個礦場的**煤炭儲量足以分別支持礦場約 31.5 年及 20 年左右的服務年限**。這兩個礦場的服務年限為礦場長久發展規劃提供了基本條件，使得礦場的長期產能規劃成為可能。

按照規劃，預計永安煤礦和韋一煤礦將於 **2025 年上半年正式投產**，核准年產能分別為 120 萬噸和 90 萬噸，2027 年達到滿產。

根據近期焦煤價格進行估算，若假設精煤（焦煤）、精煤（1/3）、中煤、泥煤的期間價格分別為 1,636 元/噸、1,525 元/噸、598 元/噸、70 元/噸。那麼可以預測，**在 2025 年，永安煤礦及韋一煤礦的收益可分別達到約人民幣 10.8 億**

元、7.6 億元，2026-2042 年之間，兩個煤礦的預計收益可分別達到約 218.1 億元、159 億元，而 2043-2053 年期間，永安煤礦及韋一煤礦的總收益預計可達約 133.9 億元。

表17.3：煤礦預計收益(人民幣百萬元)

收益	二零二二年- 二零二四年		二零二六年- 二零四二年	二零四三年- 二零五三年
		二零二五年		
永安煤礦	0	1,079.6	21,808	13,387
韋一煤礦	0	755.7	15,891.9	礦山壽命 服務年限終止
總計	<u>0</u>	<u>971.6</u>	<u>37,699.9</u>	<u>13,387</u>

資料來源：公司公告

公開資料顯示，2019-2021 年，力量發展的營收分別約為人民幣 27.4 億元、29.6 億元、55.8 億元，可以看到，永安煤礦和韋一煤礦投產後，不僅可以抓住市場機遇推進礦場建設及發展，還會對收購方力量發展的收入規模產生大幅的提升作用，讓“再造一個力量發展”成為可能。

第三問：力量發展收購的永安礦場和韋一礦場未來發展前景如何？

筆者希望通過對行業供需情況的分析來回答這一問題。正如前文關於永安礦場和韋一礦場煤產品結構的分析所指出的那樣，此次力量發展所收購的永安礦場和韋一礦場的可銷售煤炭儲量中，主要用於煉焦業的精煤約占兩個煤場總計可銷售儲量的 76.1% 左右，因而焦煤行業後續市場走勢對這兩個礦場的經營及經濟價值轉化效果有著重要影響。

從供給端來看，中國煤炭行業近幾年一直處於政策嚴格管控的狀態，煤炭產能受到嚴格控制，產能整合不斷推進，市場現有參與者具有“稀缺性”，產能偏緊。根據相關資料，焦煤未來新建產能僅 3000 萬噸（占當前總產能不到 3%），同時，安全監管政策趨嚴，部分不符合監管要求的礦井會被迫退出，而在動力煤保供政策要求下，部分跨界煤種用於保供也擠佔煉焦煤生產，因此國內產出增量有限。

另外，受“俄烏衝突”影響，歐盟對俄羅斯煤炭的禁運，使得一夜之間幾千萬噸煤炭從市場上消失。同時，歐盟、日本和印度等國家在全球各地尋找能夠替代俄羅斯的煤炭進口地，大額煤炭訂單不斷拋向南非、澳大利亞、美國等市場，進一步增強了包括焦煤在內的國際煤炭價格上漲的推動力。

從需求端來看，2022 年，在穩增長背景下，基礎設施建設有所增長，地產等行業政策邊際放鬆，焦炭、鋼鐵等行業限產政策壓力有所減小，焦化新產能的投放預計將會促進焦煤需求穩步提升。而在海外，焦煤價格持續高位，焦炭出口有增加的可能性，市場對焦煤需求邊際回暖的預期越來越強烈。

由於中國經濟發展動能轉換、環保政策實施、煤炭經濟性下降、清潔能源替代等因素影響，國內焦煤需求長期來看是趨勢性向下的，國際煤炭市場整體上也

呈現這種走勢。但是，包括焦煤在內的相關煤產品在可預見的時期內依舊會是能源消費市場的重要角色，短期內難以被替代。

根據中泰證券的預測，預計 2022 年中國全年焦煤總供給量將達到 54,626 萬噸 (+0.3%)，總需求量將達到 55,633 萬噸 (+2%)，供需缺口達到約 1,000 萬噸，較 2021 年有明顯擴大，整體焦煤市場處於供不應求的狀態。

图表 35：焦煤供需平衡表 (万吨)

焦煤供需平衡表	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
产量	44570.6	45405.7	48059.7	48509.9	48990.5	49390.5
进口量	6990.1	6531.8	7465.8	7256.3	5469.7	5235.4
总供给	51560.7	51937.5	55525.5	55766.2	54460.2	54625.9
消费量	51451.0	51952.0	55204.0	55771.0	54542.0	55632.8
出口量	229.7	107.8	140.0	87.4	9.2	0.0
总需求	51680.7	52059.8	55344.0	55858.4	54551.2	55632.8
供需缺口 (供给-需求)	(120.0)	(122.3)	181.4	(92.3)	(90.9)	(1006.9)

来源：煤炭资源网、中泰证券研究所

資料來源：中泰證券

在上述供需格局及未來市場趨勢下，焦煤行業未來市場增長具有經濟社會現狀的有利支撐，也存在著眾多大有可為的市場機遇。

筆者主要通過分析永安礦場和韋一礦場的自然地理環境、煤炭儲量及產品結構、礦場服務年限及產能規劃、預期經濟效益、焦煤行業供需格局等方面，回答了在文章開頭提到的三個問題。筆者認為，此次收購交易對於收購方力量發展來說，也是借助被收購資產優勢，增強力量發展行業綜合競爭力的一個機會。

值得一提的是，力量發展具備雄厚的資金實力，足以支援公司的戰略並購動作。根據最新財務資料，截至 2022 年 6 月 30 日，力量發展現金及現金等價物約人民幣 14.4 億元，淨負債比率為-3.9%，現金流充裕健康。此外，**公司不斷通過派息的方式回饋股東的信任，一直是煤企當中的高股息代表**，近年分紅比率維持在四成左右，於港股市場中屬於前列，公司管理層也預期未來能保持同等水準的派息比例。公司將在今年 11 月 15 日向公司股東派付中期股息每股 6.0 港仙，同比增長 9.1%，過往 12 個月累計每股派息 12.5 港仙，TTM 股息率高達 17.6%（截至撰稿日期）。

綜合來看，筆者認為，鑒於此次被收購寧夏永安、韋一礦場具有極為可觀的潛在價值，加上公司一如既往優秀的業績和慷慨而穩定的派息政策，力量發展後期在資本市場獲得估值提升也會是順理成章的事情。