

兗礦能源盈利能力續提升



金碩良言

黃敏碩

王道資本及家族資產
管理執行董事

投資者於2025年擔憂煤炭板塊產能過剩問題；然而，踏入2026年後，市場估計供需會由寬鬆轉為平衡局面。內地煤炭產能持續下降，市場近期憂慮陝西榆林地區，或有1,900萬噸產能面臨核減，遂引發市場對山西、內蒙古及新疆等主產區置換指標未完成，產能可能跟進核減疑慮。



■ 兗礦能源近年來通過收購加速資源整合。

除了國內供給彈性將大幅低於預期外，海外進口同樣面對下行壓力。印尼為內地最大煤炭進口來源國，每年進口量逾2億噸。印尼能礦部部長表示，預計今年批准的煤炭生產額，僅6億噸左右，遠低於2025年的7.9億噸產量。儘管歷史上當地實際產量經常超出配額，但前述配額大幅度下調，疊加印尼可能徵收出口稅，加上露天煤礦資源出現枯竭問題，預計今年進口至內地的煤炭量呈現收縮。

個股方面，兗礦能源（1171）旗下煤礦主要分布在中國山東、陝西、內蒙古、新疆、澳洲等地。現時所產煤炭涵蓋動力煤、噴吹煤、焦煤等多類品種，且布局多礦種領域。此外，在加拿大擁有6個鉀鹽採礦權，已探明優質氯化鉀資源量達17億噸，規劃建設內蒙古鉀礦，資源量高達逾

10.4億噸。

集團優勢在於成長加國際化，產能擴張激進，擁有海外資產，具備化工及裝備產業鏈，主打精細化能源路線，涵蓋氣煤、化工及物流，並通過併購持續擴張。

兗礦能源現時前期投入雖然龐大，惟短期及長期負債各佔一半，結構合理，不虞擔心短期償債壓力。另集團預計未來5年，旗下於陝蒙及新疆在建煤礦，將新增產能7,000萬噸，商品煤產量有望突破每年2億噸。

中線前景看俏

此外，配合集團旗下魯南化工103億新能源材料專案，將於2027年投產，化工產能大幅提升，帶動其高附加值產品盈利佔比持續增加。由於已形成「煤+化工+電力」新格局，未來布局光伏及風電等新能源，進一步

降低對煤炭依賴，未來透過多駕馬車拉動整體增長，由於增加抗風險能力，預期整體盈利能力持續提升。

兗礦能源旗下煤化工業業務技術具領先地位，產品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己內醯胺、尿素等，當中包括4,000噸級煤氣化示範裝置，已達國際領先水準，並通過先進的技術推動化工產業鏈，向高端化及多元化延伸。

裝備製造方面，集團掌握深部礦井開採及智慧化的先進技術，近年通過收購加速資源整合，未來亦持續推進「產、銷、儲、配、送」一體化物流體系建設，中線前景看俏。

兗礦能源昨收報13.7元，微跌0.08元或0.58%，成交金額3.82億元。

（筆者為證監會持牌人士，本人及/或有聯繫者沒持有上述股份）

金價受資本流動左右



選股有盈

蔣雄

盈立證券研究部總監

金價和利率之間的深層聯繫，自2006年以來，10年期美債實際利率（TIPS）與黃金價格存在顯著負相關，市場普遍將其視為黃金定價基準，邏輯在於實際利率代表持有黃金交易所買賣基金（ETF）的機會成本。

不過，歷史數據顯示，在美元與黃金脫鉤後的二三十年間，兩者並未形成穩定的負相關關係，而在2022年美聯儲開啟加息周期後，金價與實際利率更一度同步大幅上升，呈現顯著正相關性，明顯背離傳統定價邏輯。

央行購金對沖

從宏觀視角看，通脹與財政政策是推動名義金價上升的核心動力，而財政赤字擴張也對應黃金的長期牛市，即使剔除通脹影響，實際金價與財政赤字仍顯著相關。當市場對央行維持幣值穩定的意願或能力失去信心時（例如上世紀70年代政策協調失效時期），黃金表現更突出。而在典型發達市場通脹周期中，央行通過加息維持公信力，利率上升反而抑制黃金需求。

微觀層方面，黃金供應整體穩定，過去十年年均礦產量3,200噸至3,400噸。相對供給，黃金需求波動更大。其中，逾七成的金價變動由ETF、央行及投機者的資本流動所左右。當中，黃金ETF為長期資本，與利率高度負相關；央行購金作為對沖工具，是2022年後推升金價主力；投機資金則圍繞價值波動。

人幣基金可長線投資

踏入馬年，謹祝各位讀者一馬當先，順心如意！在外匯市場中，人民幣走勢仍然強勢。美國今年初的對外政策，促使美元再度回落，投資者紛紛減持美元資產，為人民幣提供有利升值因素。此外，中國人民銀行的政策旨在支持經濟復甦，若政策有效提升經濟表現，將利好人民幣長期走勢。人民幣國際化也是重要因素，隨着人民幣在全球貿易結算中的使用增加，與其他國家的貨幣互換協議日益增多，匯價有望在長期內保持穩定。

市場對人民幣前景預測普遍樂觀，人民幣更是我們上半年的精選貨幣。加上中國出口增長韌性、外資對人民幣資產的新配置，資金流入有望持續增加，以及美元結構性疲弱，長期趨勢面臨較大下行壓力等。

受多重因素支持

在這背景下，中銀香港（2388）推出「全天候在岸人民幣股票基金」是個不容錯過的投資機會。該基金主要投資中國股市，專注「新經濟」類別股份。隨着滬港通及深港通開通，投資者將可更直接參與內地市場的增長潛力。

總的來看，人民幣過去1年的強勁升值趨勢，受到內外多重因素的支持。隨着中美經濟關係的改善，以及人民幣國際化步伐的加快，投資者無論在外匯市場，還是在資本市場，都能從中獲益，具長線投資價值，值得投資者密切關注。

創新生物藥企基本面亮麗

中國創新藥物向全球公司授權（BD）今年上半年有望繼續強勁勢頭。信達生物（1801）月初宣布重啟與禮來（LLY.US）合作前景可觀的藥物研發項目，消息提振市場對香港上市創新藥物或生物科技板塊的信心。預計兩家製藥公司重新合作，可能帶來極具潛力的首創或同類最佳生物藥，例如信達生物的PD-1單抗（用於治療實體瘤）信迪利單抗和減肥藥瑪仕度肽。此次授權交易總價值或高達88.5億美元（約690.3億港元），而信達生物料可獲3.5億美元（約27.3億港元）預付款。

年初至今，香港上市的主要生物科技股股價平均上漲7%（過去1個月平均環比下跌1%）。值得注意的是，該行業預期市銷率已從2025年8月12日的18.8倍，回落至2026年2月20日的15.7倍。預計3月份的業績

期，香港上市的主要生物製藥公司，包括百濟神州（6160）（目標價234元，評級「優於大市」）；榮昌生物（9995）（目標價120元，評級「優於大市」）；以及信達生物等可能公布良好的2025年業績。

香港上市的生物製藥行業估值料繼續受利好消息支撐，包括：中國本土生物科技公司向全球藥企巨頭授權創新藥物的交易數量將會增加。

暫達成12項重大交易

根據我們內部統計，2025年12月31日至2026年2月23日期間，該行業共達成12項重大許可交易，總交易額432億美元（其中28億美元為預付現金），高於去年同期11項重大交易的總交易額75億美元（其中2.87億美元為預付現金）。

2026年1月至2月期間，交易額或預付現金款增長，主要得益於以下的重大海外授權交易：一，榮昌生物將其PD-1/VEGF雙抗（RC148）許可給艾伯維（ABBVUS，未評級）；二，石藥（1093）將其長效肽類藥物（SYH2082）及其他臨床前資產許可給阿斯利康；三，信達生物與禮來公司重啟藥物研發合作項目；四，蘇州瑞博（6938）處於臨床前階段的單/雙特异性小干擾核糖核酸（siRNA）項目授權給Madrigal Pharma（MDGLUS）。

另外，和铂醫藥（2142）剛在周一（23日）宣布將其用於治療結直腸癌和其他腫瘤的CTLA-4靶向單抗授權給Solstice Oncology（一家由部分風投機構控股的非上市公司，NewCo），交易金額12億美元（其中1.05億美元為預付現金）。

投資觀察

蕭智舜

建銀國際證券研究部醫藥分析師

基金傑作

光大證券國際產品開發及零售研究部