

中国秦发 (00866.HK)

破茧成蝶，逆境重生，出海印尼，宏图正展

破茧成蝶，逆境重生。2009年7月3日，中国秦发在香港主板上市，公司2011年10月26日收购华美奥48%股权（截至2023年底持股比例80%），进而持有兴陶煤业、冯西煤业及崇升煤业80%股权，拓展国内煤炭市场。2013年，公司成立了兴隆煤业（100%持股）及宏远煤业（100%持股）。截至2023年底，公司国内煤炭业务核定产能510万吨/年。2021年，公司逐渐剥离航运业务，专注于煤炭核心业务的布局发展，并将视角投向全球市场。2019年底开始，公司开始布局印尼煤炭市场业务，2021年5月25日，公司完成SDE 70%股权的收购项目，截止到2023年底，公司拥有SDE 75%股权，产能1000万吨/年，除了SDE以外，中国秦发通过签订收购协议持有SPE等共四项印尼煤矿资源开采许可证，等待进一步建设投产，拓展海外煤炭产能布局。

国内持稳运行，助力转型。截至2023年12月31日，公司国内煤炭布局核定产能510万吨/年，权益产能444万吨/年，公司山西省布局原煤产能煤质优异，主要为中高卡动力煤（4600-5200kcal/kg）。**大环境影响退却，国内煤炭产能释放。**2023年公司原煤产量765万吨，同比增长9.8%，GAGR₂₀₁₈₋₂₀₂₃=1.69%，商品煤产量488万吨，同比增长8.0%，GAGR₂₀₁₈₋₂₀₂₃=1.48%，商品煤销量519万吨，同比增长14.6%。**吨煤售价相对稳定，成本控制能力相对优异。**2023年，公司吨煤售价665元/吨，同比下降20.6%，近八年来吨煤售价最高处于2022年，838元/吨，成本控制能力相对优异，2023年吨煤成本349元/吨，同比下降11.6%，吨煤毛利316元/吨，同比下降28.7%，毛利率从2022年的33.6%下降到25.5%，但仍处于较高水平。

出海印尼，宏图正展。2021年5月25日，公司公告称已完成SDE 70%股权的收购项目，截止到2023年底，拥有SDE 75%股权，SDE煤矿资源优异，发热量可至4450-4500kcal/kg（net, ar），煤炭资源量约为2.93~5.89亿吨。截至2023年11月30日，公司在SDE煤矿投资总额约为3亿美元，SDE一期煤矿设计产能1000万吨/年，2023年底SDE煤矿已进入试生产阶段。

- **印尼第一个井工矿，长期较露天矿剥采比提升有明显优势。**露天煤矿主要受到矿山剥采率的限制，由于剥离覆盖土石方现金成本高昂，一定阶段露天煤矿继续加大剥采率采矿在财务报表上成本压力或凸显，我们对比了印尼3家头部煤炭生产企业剥采比数据，随着开采年限增长，印尼露天矿剥采比增加明显，bayan公司2023年剥采比已骤升至17.3。
- **许可证税收优势明显，布局出口免征增值税。**秦发涉及的印尼煤矿项目生产许可证是“IUPOP”，SDE热值在4450-4500 kcal/kg，预计特许权使用费预计在7-10.5%区间，根据2024年初以来HBA价格指数均值，持有IUPK的矿商特许权使用费在27-28%区间，秦发具有税率明显优势。此外，SDE煤矿投产后续主要销售至中国南方港口，属于煤矿出口业务经营，享有免征增值税优势。
- **携手浙能集团，未来可期。**2024年6月25日，秦发集团与浙能集团签约印尼SDE煤矿合作项目。根据公司公告，秦发投资有限公司(公司的全资附属公司)有条件出售力远发展40%股权于浙江能源国际有限公司，对价约29.5亿元。交易完成后，浙能集团将持有SDE 30%股权，持有SDE 30%的收益并承担30%的费用；秦发所得净额约28亿元人民币，其中64%拟于偿还债务；2%用于股息分派；余额拨作资本开支以及一般营运资金。2024年8月25日，SDE煤矿项目第一艘船（6.1万吨动力煤）成功抵达中国，在浙能乐清发电厂、六横发电厂两地码头港口卸货，对浙出口实现全流程贯通。

投资建议。公司立足国内煤炭市场，布局印尼煤炭产能，成长性凸显，随着印尼煤矿投产销售，公司盈利确定性及弹性将不断加强，空间可期。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为1.5亿元、6.6亿元、11.2亿元，对应PE为13.2，2.9，1.7。首次覆盖，给予“买入”评级。

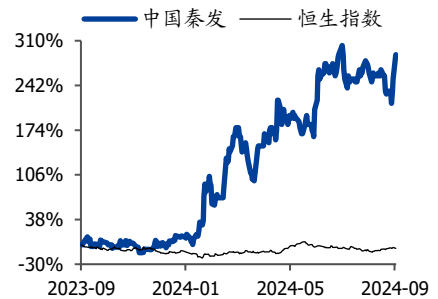
风险提示：预测假设产生的不确定性风险。煤价大幅下跌。印尼矿井投产进度不及预期。资产负债率偏高风险。

买入（首次）

股票信息

行业	煤炭
09月02日收盘价（港元）	0.84
总市值（百万港元）	2,094.47
总股本（百万股）	2,493.41
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	2.96

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

相关研究

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3794	3449	3557	6641	9351
增长率 yoy（%）	-17	-9	3	87	41
归母净利润（百万元）	457	200	146	661	1118
增长率 yoy（%）	-84	-56	-27	353	69
EPS 最新摊薄（元/股）	0.18	0.08	0.06	0.26	0.45
净资产收益率（%）	3483.2	-42.4	-44.7	197.9	77.0
P/E（倍）	1.14	2.88	13.20	2.92	1.72
P/B（倍）	39.20	-1.18	-5.89	5.77	1.33

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月02日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,005	1,846	1,470	4,403	7,661.0
现金	856	303	312	1,874	4,413
应收账款及票据	179	66	126	220	320
存货	439	201	318	615	796
其他	531	1,277	714	1,694	2,132
非流动资产	5,845	6,011	5,699	5,414	5,143
固定资产	3,433	4,100	3,895	3,700	3,515
无形资产	2,380	1,879	1,785	1,696	1,611
其他	32	32	20	18	17
资产总计	7,851	7,858	7,169	9,817	12,804
流动负债	6,161	5,171	4,700	6,928	8,396
短期借款	3,447	1,876	1,845	1,353	788
应付账款及票据	388	421	416	773	1,021
其他	2,326	2,874	2,439	4,803	6,587
非流动负债	876	2,367	1,992	1,712	2,054
长期债务	73	1,690	1,378	1,099	1,440
其他	803	678	614	614	614
负债合计	7,037	7,539	6,692	8,640	10,450
普通股股本	211	211	211	211	211
储备	-114	-592	-446	215	1,333
归属母公司股东权益	13	-473	-327	334	1,452
少数股东权益	800	792	804	843	902
股东权益合计	813	319	478	1,177	2,354
负债和股东权益	7,851	7,858	7,169	9,817	12,804

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	984	1,460	514	2,429	2,845
净利润	457	200	146	661	1,118
少数股东权益	33	-8	13	38	59
折旧摊销	963	923	299	284	270
营运资金变动及其他	-469	346	56	1,446	1,398
投资活动现金流	-836	-1,843	2	39	38
资本支出	-731	-1,081	0	0	0
其他投资	-105	-761	2	39	38
筹资活动现金流	-308	-212	-507	-906	-344
借款增加	-308	-212	-343	-772	-223
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	0	0	-163	-135	-121
现金净增加额	-174	-553	9	1,562	2,538
	-	-	-	-	-

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,794	3,449	3,557	6,641	9,351
其他收入	36	9	16	20	15
营业成本	2,521	2,571	2,839	4,872	6,690
销售费用	2	2	4	3	3
管理费用	305	298	320	498	655
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	254	172	156	127	74
除税前溢利	767	352	291	1,185	1,962
所得税	277	160	132	486	785
净利润	490	192	159	699	1,177
少数股东损益	33	-8	13	38	59
归属母公司净利润	457	200	146	661	1,118
EBIT	1,020	524	447	1,312	2,036
EBITDA	1,984	1,447	746	1,596	2,306
EPS (元)	0.18	0.08	0.06	0.26	0.45

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-16.78%	-9.09%	3.14%	86.67%	40.81%
归属母公司净利润	-83.66%	-56.12%	-27.13%	352.52%	69.29%
获利能力					
毛利率	33.56%	25.46%	20.20%	26.63%	28.45%
销售净利率	12.03%	5.81%	4.10%	9.95%	11.96%
ROE	3483.20%	-42.37%	-44.66%	197.93%	77.02%
ROIC	15.05%	7.35%	6.58%	21.33%	26.67%
偿债能力					
资产负债率	89.64%	95.94%	93.34%	88.01%	81.61%
净负债比率	327.68%	1023.24%	609.46%	49.02%	-92.81%
流动比率	0.33	0.36	0.31	0.64	0.91
速动比率	0.23	0.14	0.17	0.40	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.44	0.47	0.78	0.83
应收账款周转率	21.00	28.20	37.12	38.41	34.63
应付账款周转率	7.12	6.36	6.79	8.19	7.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.08	0.06	0.26	0.45
每股经营现金流	0.39	0.59	0.21	0.97	1.14
每股净资产	0.01	-0.19	-0.13	0.13	0.58
估值比率					
P/E	1.14	2.88	13.20	2.92	1.72
P/B	39.20	-1.18	-5.89	5.77	1.33
EV/EBITDA	1.60	2.64	6.49	1.57	0.11

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 09 月 02 日收盘价

内容目录

1. 聚焦煤炭主业，布局海外煤炭资源民企典范	5
1.1 聚焦煤炭主业，布局海外煤炭资源民企典范	5
1.2 受益于煤炭价格景气周期，公司盈利能力近年明显改善	6
2. 煤炭业务：立足山西，布局印尼	8
2.1 国内产能立足山西，资源禀赋凸显	8
2.2 国内产能利用率明显恢复	9
2.3 布局印尼煤炭市场，“一带一路”矿产资源具体实践，空间打开	10
2.3.1 印尼第一个井工矿，长期较露天矿剥采比提升有明显优势	12
2.3.2 许可证税收优势明显，布局出口免征增值税	13
2.3.3 携手浙能集团，未来可期	17
3. 印尼煤炭市场供需现状	18
3.1 印尼煤炭资源概况	18
3.2 印尼煤炭生产现状	19
3.3 印尼煤炭内需现状	20
3.4 印尼煤炭出口现状	22
3.5 印尼煤炭价格机制及 DMO 政策	23
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1 核心假设	25
4.2 盈利预测	25
4.3 投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图表 1: 中国秦发发展历史	5
图表 2: 2023 年公司股权结构	6
图表 3: 公司营业收入及增速	6
图表 4: 公司归母净利润及增速	6
图表 5: 公司煤炭业务及航运业务营收和增速	7
图表 6: 公司煤炭业务与航运业务营收比例	7
图表 7: 公司总业务与煤炭业务毛利率	7
图表 8: 截至 2023 年 12 月末公司国内煤矿核定产能、权益产能及营业情况	8
图表 9: 截至 2023 年 12 月末公司储量及资源量	8
图表 10: 公司国内煤质特征	9
图表 11: 2018-2023 年公司原煤，商品煤产量及增速	9
图表 12: 2016-2023 年公司商品煤产销率	9
图表 13: 公司吨煤售价、毛利及成本	10
图表 14: 秦发印尼项目梳理	11
图表 15: SDE 项目基本信息	11
图表 16: 印尼主要煤矿剥采比（%）	12
图表 17: 秦发井工矿	13
图表 18: 印尼矿区种类与矿权许可证对应表	14
图表 19: 印尼煤矿矿权有效期及延期对照表	14
图表 20: 特许权使用费	15
图表 21: HBA 价格	16
图表 22: Adaro, Bayan, Kedico 煤炭业务拆分总结	16
图表 23: 秦发对浙能出售项目未来财务表现预期（百万元）	17
图表 24: 印尼含煤盆地分布图	18
图表 25: 印尼煤炭资源量及储量（单位：百万吨）	19
图表 26: 印度尼西亚煤炭生产趋势	20

图表 27:	2023 年印度尼西亚能源消费结构.....	21
图表 28:	2023 年中国能源消费结构.....	21
图表 29:	印尼一次能源消费占比趋势.....	21
图表 30:	印尼一次能源消费历史现状 (EJ)	22
图表 31:	印尼煤炭出口趋势.....	23
图表 32:	2022 年印尼煤出口结构.....	23
图表 33:	2023 年印尼煤出口结构.....	23
图表 34:	印尼煤炭出口价格 (美元/吨)	24
图表 35:	2015-2024 年印尼煤炭市场 DMO 履行量 (百万吨)	24
图表 36:	公司主要业务数据假设	25
图表 37:	公司主要业务板块盈利预测.....	26
图表 38:	可比公司估值对比 (2024.09.02 收盘价)	26

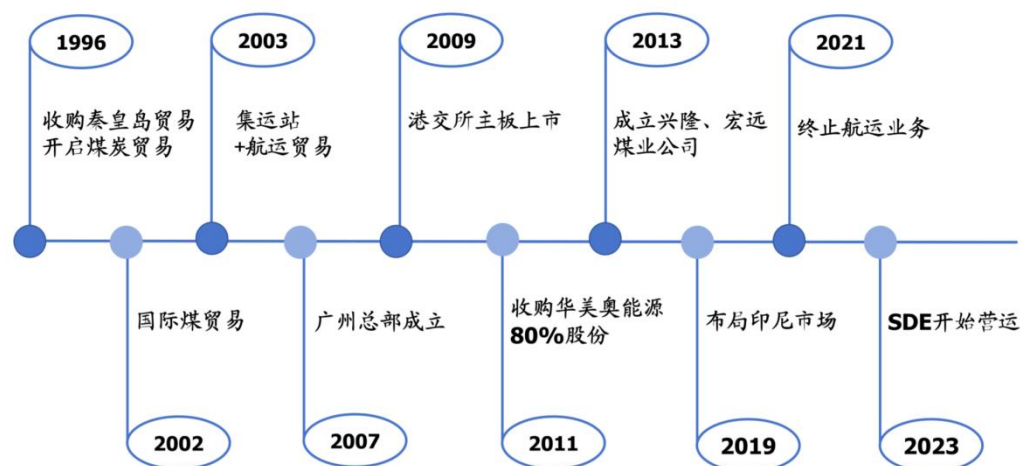
1. 聚焦煤炭主业，布局海外煤炭资源民企典范

1.1 聚焦煤炭主业，布局海外煤炭资源民企典范

聚焦煤炭主业，拓展海外市场。中国秦发集团有限公司（以下简称秦发集团）是一家民营煤炭企业，起源于1996年7月，徐吉华与DI xuexun收购了秦皇岛贸易，一家中国国有发电企业的煤炭供应商，2003-2008年，徐吉华与秦发实业又陆续注册了4个公司，2009年7月3日，中国秦发在香港主板上市。中国秦发集团有限公司于2011年10月26日收购华美奥能源集团有限公司48%股权（截至2023年底持股比例80%），成为华美奥能源集团的控股股东后，兴陶煤业、冯西煤业及崇升煤业这三个煤矿成为秦发集团完全整合供应链的一部分，并取得相应动力煤的上游供应。2013年，秦发集团成立了兴隆煤业及宏远煤业，继续拓展国内煤炭市场布局。2021年，公司逐渐剥离航运业务，专注于煤炭核心业务的布局发展，并将视角投向全球市场。2019年底开始，公司开始布局印尼煤炭市场业务，2021年5月25日，公司完成SDE 70%股权的收购项目，截止到2023年底，公司拥有SDE 75%股权，产能1000万吨/年，除了SDE以外，中国秦发通过签订收购协议持有SPE等共四项印尼煤矿资源开采许可证，等待进一步建设投产，拓展海外煤炭产能布局。

- **煤炭业务方面**，公司山西省煤炭生产布局主要在，朔州市（崇升煤矿，冯西煤矿和兴陶煤矿，股权比例均为80%），忻州市（宏远煤矿和兴隆煤矿，持股比例均为100%）。截止2023年，公司国内市场煤炭核定产能510万吨/年，五座煤矿单矿产能在90-150万吨/年。海外煤炭业务，2023年第四季度SDE煤矿一期建设完成并开始试生产，产能规划1000万吨/年。
- **物流业务方面**，目前公司主要使用的集运站有：杨润站，长宏集运站、东榆林集运站，均布局于大秦铁路，年发运能力达1500万吨以上，100%保证公司自产煤销售运力。

图表1：中国秦发发展历史

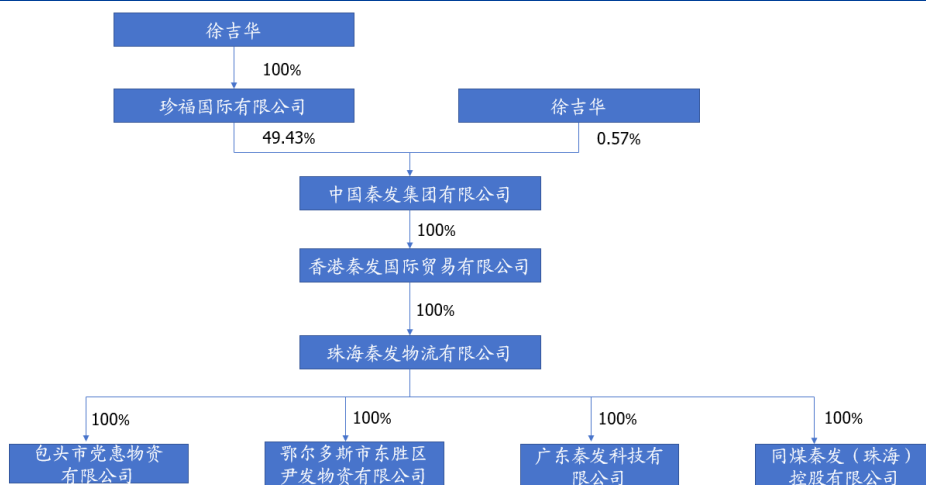


资料来源：中国秦发公司官网，公司公告，国盛证券研究所

公司股权结构清晰稳定。截至2023年12月31日，公司大股东为珍福国际有限公司（持股比例49.43%）和徐吉华（持股比例0.57%）。进一步拆解来看，徐吉华完全控股珍福国际有限公司，徐吉华通过直接控股珍福国际来间接控股中国秦发。中国秦发集团有限

公司控股香港秦发国际贸易有限公司，香港秦发国际贸易有限公司控股珠海秦发物流有限公司。珠海秦发物流有限公司控股包头市党惠物资贸易有限公司、鄂尔多斯市东胜区伊发物资有限公司、广东秦发科技有限公司、同煤秦发（珠海）控股有限公司和珠海秦发贸易有限公司。

图表2: 2023 年公司股权结构

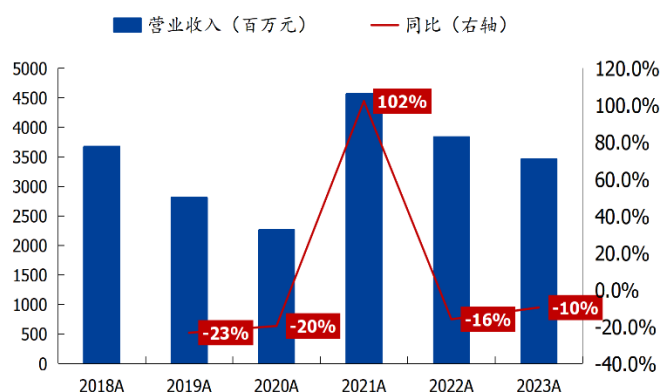


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 受益于煤炭价格景气周期，公司盈利能力近年明显改善

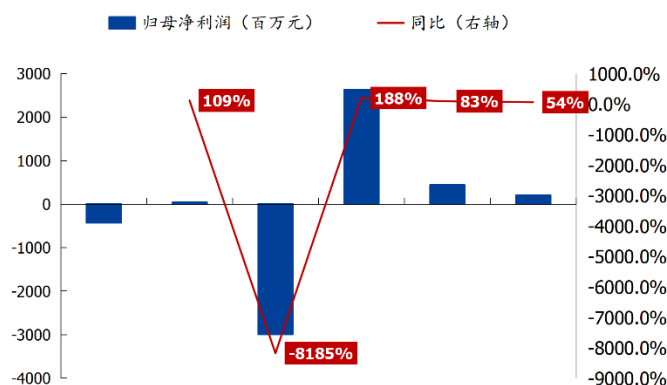
受益于煤炭价格景气周期，公司盈利能力近年明显改善。2020 年前受煤价及大环境影响，公司量价受限，业绩待突破，2018-2020 年，营业收入由 36.7 亿元下降到 22.6 亿元。其中，2020 年因大环境影响，二月份公司停止煤矿运作，三月份逐渐复工，煤产量较 2019 年减少 12.4%。2021 年，受益于煤炭价格景气周期开启，公司营业收入增长到 45.6 亿元，GAGR₂₀₁₈₋₂₀₂₁ 达到 5.59%。公司归母净利润从 2018 年的亏损 4.3 亿元增至 2021 年的 26.3 亿元，GAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₁ 高达 315%。2022-2023 年，优质煤炭产能继续释放，营业收入稳定在 34.6 亿元至 38.3 亿元之间，公司归母净利润稳定在 2 亿元至 4.4 亿元。

图表3: 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司归母净利润及增速

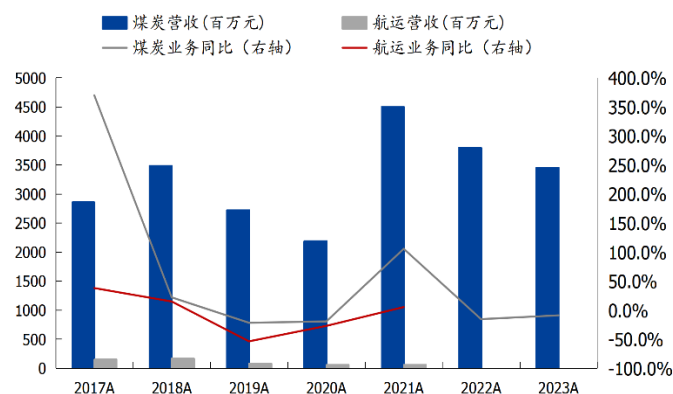


资料来源: wind, 国盛证券研究所

煤炭业务为公司主要业绩来源

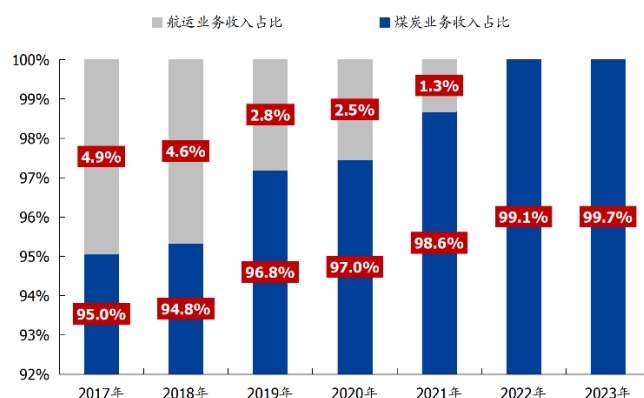
- **煤炭业务**，2017-2023 年，公司煤炭业务占总营收的比例维持在 94% 以上，是公司业绩最主要的贡献来源；2017-2023 年，煤炭业务营业收入由 28.6 亿元增长至 34.5 亿元，CAGR₂₀₁₇₋₂₀₂₃ 达 2.73%。
- **航运业务**，2017-2021 年，公司航运业务占总营收的比例维持在 5% 以下。于 2021 年 12 月 31 日，已经售出所有船舶。

图表5: 公司煤炭业务及航运业务营收和增速



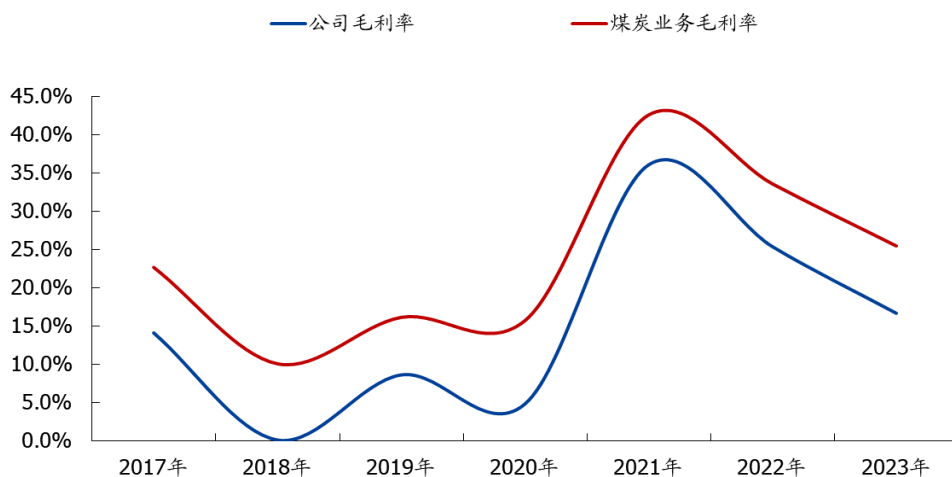
资料来源: 中国秦发 2017-2023 年年报, 国盛证券研究所

图表6: 公司煤炭业务与航运业务营收比例



资料来源: 中国秦发 2017-2023 年年报, 国盛证券研究所

图表7: 公司总业务与煤炭业务毛利率



资料来源: 中国秦发 2017-2023 年年报, 国盛证券研究所

2. 煤炭业务：立足山西，布局印尼

2.1 国内产能立足山西，资源禀赋凸显

国内产能立足山西。公司山西省旗下煤矿主要包括兴陶煤矿、冯西煤矿、崇升煤矿、兴隆煤矿、宏远煤矿，截至 2023 年底，兴陶煤业、冯西煤业、崇升煤业处于营业中，兴隆煤业与宏远煤业处于开发阶段（暂停），截至 2023 年 12 月 31 日，公司国内煤炭布局核定产能 510 万吨/年，权益产能 444 万吨/年，公司山西省在运营矿井原煤产能煤质优异（7-12%水分，20-28%灰分，1.2-2.5%含硫量），主要为中高卡动力煤（发热量基本处于 4500-5200 千卡/千克）。

截至 2023 年末，合计储量 40 百万吨，合计资源量 111 百万吨，其中：

- 2023 年初总储量 48 百万吨，扣去年内原煤总产量 8 百万吨，2023 年末总储量 40 百万吨，其中已探明储量 6 百万吨，估计储量 35 百万吨。
- 2023 年初合计资源量 119 百万吨，扣去年内原煤总产量 8 百万吨，2023 年末合计资源量 111 百万吨。

图表8：截至 2023 年 12 月末公司国内煤矿核定产能、权益产能及营业情况

	地点	持股比例	面积 (平方公里)	核定产能 (百万吨)	权益产能 (百万吨)
华美奥能源-兴陶煤业	山西朔州	80%	4.25	1.5	1.2
华美奥能源-冯西煤业	山西朔州	80%	2.43	0.9	0.72
华美奥能源-崇升煤业	山西朔州	80%	2.88	0.9	0.72
神达能源-兴隆煤业（暂停）	山西忻州	100%	4.01	0.9	0.9
神达能源-宏远煤业（暂停）	山西忻州	100%	1.32	0.9	0.9

资料来源：中国泰发 2023 年年报，国盛证券研究所

图表9：截至 2023 年 12 月末公司储量及资源量

	华美奥能源- 兴陶煤业	华美奥能源- 冯西煤业	华美奥能源- 崇升煤业	神达能源- 兴隆煤业	神达能源- 宏远煤业	总计
总储量（百万吨，2023/1/1）	12.4	6.9	4.4	13.5	10.5	48
减：年内原煤总产量（百万吨）	-2.9	-2.9	-1.7	-	-	-8
储量（百万吨，2023/12/31）	9.5	4.0	2.7	13.5	10.5	40
-已探明储量	5.5	-	-	-	-	6
-估计储量	4.0	4.0	2.7	13.5	10.5	35
资源量（百万吨，2023/1/1）	44.8	8.1	9.9	35.1	20.9	119
减：年内原煤总产量（百万吨）	-2.9	-2.9	-1.7	-	-	-8
资源量（百万吨，2023/12/31）	42.0	5.2	8.1	35.1	20.9	111

资料来源：中国泰发 2023 年年报，国盛证券研究所

图表10: 公司国内煤质特征

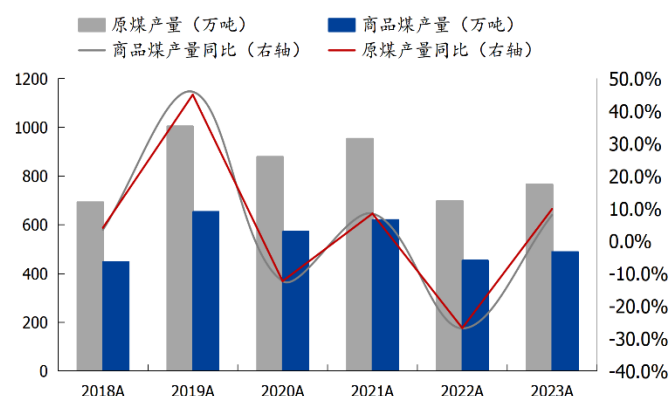
煤炭特征	华美奥能源-兴陶煤业	华美奥能源-冯西煤业	华美奥能源-崇升煤业	神达能源-兴隆煤业	神达能源-宏远煤业
煤层	4,8,9,10,11	11	9,2,11	2,5	2,5,6
水分 (%)	7-10	8-12	8-12	8.5	8.5
灰分 (db, %)	20-28	20-28	20-28	21.45	30-72
含硫量 (db, %)	1.4-1.9	1.2-1.6	1.6-2.5	1.52	1.45
发热量 (平均、千卡/千克、净值、ar)	4,650-5,200	4,500-5,100	4,650-5,150	4,838	4,187

资料来源: 中国秦发 2023 年年报, 国盛证券研究所

2.2 国内产能利用率明显恢复

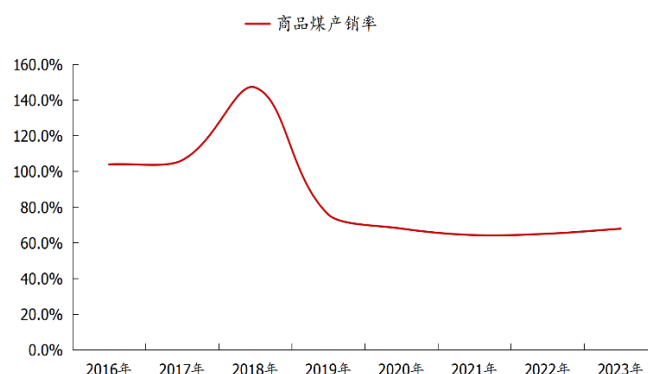
大环境影响退却, 国内煤炭产能释放。随着持续三年大环境影响消退, 叠加行业高质产能释放以保障电煤供应的主旋律, 公司产能利用率明显恢复。2023 年公司原煤产量 765 万吨, 同比增长 9.8%, $GAGR_{2018-2023}=1.69\%$, 商品煤产量 488 万吨, 同比增长 8.0%, $GAGR_{2018-2023}=1.48\%$, 商品煤销量 519 万吨, 同比增长 14.6%。

图表11: 2018-2023 年公司原煤, 商品煤产量及增速



资料来源: 中国秦发 2018-2023 年年报, 国盛证券研究所

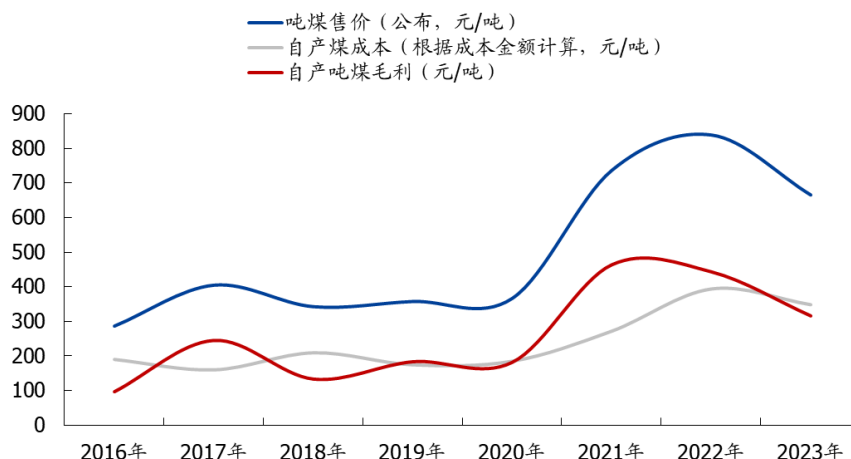
图表12: 2016-2023 年公司商品煤产销率



资料来源: 中国秦发 2016-2023 年年报, 国盛证券研究所

国内煤炭业务经营能力韧性凸显。2021 年以来, 动力煤市场价格波动明显, 中国秦发整体吨煤售价相对稳定, 成本控制能力相对优异, 维持吨毛利处于行业可观区间, 2023 年, 公司吨煤售价 665 元/吨, 同比下降 20.6%, 近八年来吨煤售价最高处于 2022 年, 838 元/吨, 成本控制能力相对优异, 2023 年吨煤成本 349 元/吨, 同比下降 11.6%, 吨煤毛利 316 元/吨, 同比下降 28.7%, 毛利率从 2022 年的 33.6% 下降到 25.5%, 但仍处于较高水平。

图表13: 公司吨煤售价、毛利及成本



资料来源: 中国秦发 2017-2023 年年报, 国盛证券研究所

2.3 布局印尼煤炭市场, “一带一路”矿产资源具体实践, 空间打开

积极响应国家“一带一路”政策号召, 公司带领我国煤炭行业标准、技术、管理和装备走出国门。秦发集团于 2019 年底开始布局印尼项目, PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、与多家公司签订收购协议, 主要包括内容如下:

- **协议 A:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、SPE、Kokos Jiang 及 Inneke Wiratiran 签订, 主要包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 A, 待条件达成后, SPE 把其所持新采矿公司 A 70%之股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 A 将由 PT Qinfa Mining、SPE 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益。PT Qinfa Mining 负责提供资金及人力、工具、设备及技术以承办采矿工程工作, PT Qinfa Mining 保留新采矿公司 A 85%煤炭销售所得, SPE (采矿经营许可证 A 持有人) 保留 15%煤炭销售所得;
- **协议 B:** PT Qinfa Mining、SDE、Kokos Jiang 及 Heri Irawan 订立协议纲领 B, 主要内容关于 PT Qinfa Mining 直接收购 SDE 70%股权, 收购完成后, SDE 成为公司非全资子公司, 待条件达成后, SDE 将由 PT Qinfa Mining、WM 及 PT Linta Timur Investama 分别拥有 70%、25%及 5%的权益;
- **协议 C:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、IME、Kokos Jiang 及 Amirah Rukmamaya Hadyanisa Harrydanni 签订, 主要包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 C, 待条件达成后, IME 把其所持新采矿公司 C 70%的股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 C 将由 PT Qinfa Mining、IME 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益;
- **协议 D:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、PBJs、Kokos Jiang 及 Lindawaty 签订, 主要包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 D, 待条件达成后, PBJs 把其所持新采矿公司 D 70%的股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 D 将由 PT Qinfa Mining、PBJs 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益。**2023 年 11 月 20 日, PBJs 未能于指定时间内从政府部门取得批准向新采矿公司 D 转让采矿许可证 D, 因此秦发集团决定终止协议;**
- **协议 E:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、PLKK、Very Wintara 及 Tju Lie 签订, 主要包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 E, 待条件达成后, PLKK 把其所持新采矿公司 E 70%的股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 E 将由 PT Qinfa Mining、PLKK 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益。**2024 年 3 月 1 日, PLKK 表明其不愿继续进行协议纲领 E 项下拟进行的交易。经与协议纲领 E 的订约方公平磋商后, 决定终止协议纲领 E 项下拟进行的交易;**

- **协议 F:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、TME、Kokos Jiang 及 Angela Ningsih 签订, 主要内容包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 F, 待条件达成后, TME 把其所持新采矿公司 E 70%的股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 E 将由 PT Qinfa Mining、TME 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益。
2022 年 8 月采矿经营许可 F 撤销, TME 规定时间内向泰发海外退回 1000000 美元, 对集团海外业务不产生影响;
- **协议 G:** PT Qinfa Mining (公司全资子公司)、VPE、Kokos Jiang 及 Meina 签订, 主要内容包括 PT Qinfa Mining 投资建设新采矿公司 G, 待条件达成后, VPE 把其所持新采矿公司 G 70%的股权按面值转让给 PT Qinfa Mining, 此后, 新采矿公司 G 将由 PT Qinfa Mining、VPE 及第三方个人分别拥有 70%、25%及 5%的权益。

图表14: 泰发印尼项目梳理

项目	开始时间	持股比例	采矿经营许可证及项目完成时间	对价 (港币)
A-SPE	2019/12/31	70%	2034 年 5 月 14 日到期, 2024 年 6 月 26 日起相关新矿采子公司财务业绩可并表。	/
B-SDE	2019/12/31	70%	2034 年 5 月 14 日到期, 2021 年 5 月 25 日公司取得采矿许可证并表业绩。	204,763
C-IME	2021/5/12	70%	2034 年 5 月 14 日到期, 2024 年 6 月 26 日起相关新矿采子公司财务业绩可并表。	211,637
D-PBJS	2021/5/12	70%	2023 年 11 月 20 日, PBJS 未能于指定时间内从政府部门取得批准向新采矿公司 D 转让采矿许可证 D, 因此泰发集团决定终止协议。	211,637
E-PLKK	2021/5/12	70%	2024 年 3 月 1 日, PLKK 终止协议纲领 E 项下拟进行的交易	211,637
F-TME	2021/5/12	70%	2022 年 8 月撤销, TME 规定时间内向泰发海外退回 1000000 美元, 对集团海外业务不产生影响。	211,637
G-VPE	2021/5/12	70%	2034 年 5 月 14 日到期, 2024 年 6 月 26 日起相关新矿采子公司财务业绩可并表。	211,637

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

SDE 项目为印尼市场第一布局, 一期已建设完成, 未来可期。2021 年 5 月 25 日, 公司公告称已完成 SDE 70%股权的收购项目, 截止到 2023 年底, 拥有 SDE 75%股权, SDE 煤矿资源优异, 发热量可至 4450-4500kcal/kg (net,ar), 灰分 33.7-35.1% (adb), 勘探区煤层平均深度 163 米至 538 米, 煤炭资源量约为 2.93~5.89 亿吨。SDE 煤矿持有印尼南加里曼丹省哥打巴鲁孙 Sungai Durian 煤矿采矿许可证, 面积 185 平方公里, 截至 2023 年 11 月 30 日, 公司在 SDE 煤矿投资总额约为 3 亿美元, SDE 一期煤矿设计产能 1000 万吨/年, 2023 年底 SDE 煤矿已进入试生产阶段。

图表15: SDE 项目基本信息

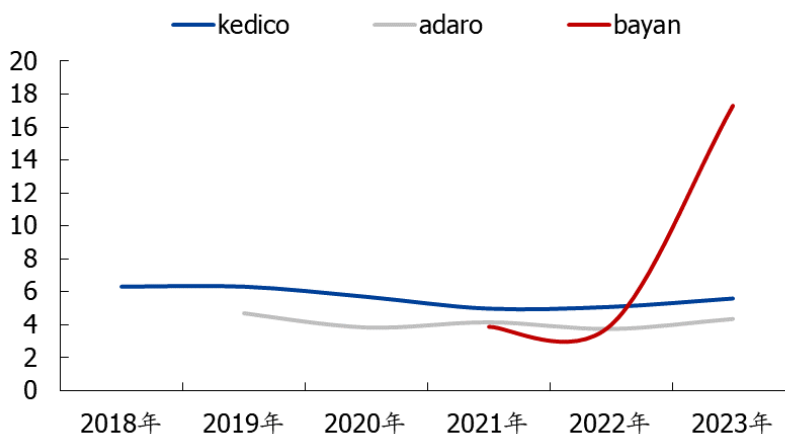
持股比例	75%, 享有 85%业绩收益
估计资源量	2.93~5.89 亿吨
面积	185 平方公里
核定产能 (一期)	1000 万吨/年
权益产能	750 万吨/年
开采方式	井工
发热量	4450-4500kcal/kg (net, ar)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3.1 印尼第一个井工矿，长期较露天矿剥采比提升有明显优势

SDE 煤矿——印尼第一个井工矿里程碑。据阿格斯（Argus）信息，印度尼西亚能源与矿产部（ESDM）正寻求对地下井工矿进行更多投资，以增加其未来几年的煤炭产量，ESDM 认为随着露天开采时间的不断增加，高热值煤炭的储量一直在减少，增加对地下井工矿开采的投资，将有助于开发地下深层可用的高质量煤炭资源。**井工矿长期或面临更具优势的开采成本。**露天煤矿主要受到矿山剥采率的限制，较高的剥采率意味着开采一定数量的煤炭将需要剥离更多的覆盖土石方，由于剥离覆盖土石方现金成本高昂，一定阶段露天煤矿继续加大剥采率采矿在财务报表上成本压力或凸显，叠加印尼更加严格的法律和环境法规，以及多年来机械设备的不足也限制了露天煤矿的采矿作业。与露天采矿相比，井工矿前期矿山建设投资显著高于露天矿，据 ESDM 估计，井工矿初始成本比露天煤矿高出 3 至 4 倍，井工矿的运营成本也较高（主要系人工成本和基础设施成本较高），但 ESDM 也表示，井工矿允许直接进入煤层开采，可以最大限度地减少通常在露天开采过程中产生的废弃物、覆盖土石方清除率较低，对环境的破坏也较小，环境等成本压力也更低。**我们对比了印尼 3 家头部煤炭生产企业剥采比数据，随着开采年限增长，印尼露天矿剥采比增加明显，bayan 公司 2023 年剥采比已骤升至 17.3。**

图表16: 印尼主要煤矿剥采比 (%)



资料来源: kedico、bayan、adaro 官网公告，国盛证券研究所

Sumber Daya erqi (SDE)在印尼南加里曼丹省哥打巴鲁 (Kotabaru) 是印尼第一个井工矿项目，目前加里曼丹除了 SDE 井工矿，几乎都是露天煤矿。未来，秦发将集中优势资源，高标准开展 SDE 项目后续建设，并不断开发新的井工矿项目，助力印尼煤炭行业由露天开采向井工矿开采的产业升级。

图表17: 泰发井工矿



Banjarmasinpost.co.id/Muhammad Fikri
Peresmian operasional tambang bawah tanah PT Sumber Daya Energi (PT SDE) berlangsung di lokasi tambang SDE-1 di Kabupaten Kotabaru, Kalimantan Selatan, Senin (18/12/2023).

资料来源: 泰发人, 国盛证券研究所

2.3.2 许可证税收优势明显, 布局出口免征增值税

印尼的矿业许可证种类繁多, 且具有不同的税收政策和经营年限:

- 采矿许可证 (IUP): 大型矿山的 IUP 有效期最长可达 30 年, 中型矿山的 IUP 有效期为 20 年, 小型矿山的 IUP 有效期为 10 年。
- 特别矿业许可证 (IUPK): 专为大型投资项目设立, 其初始有效期可达 30 年, 且在满足特定条件的情况下, 如履行投资承诺和遵守法规, 可申请延期。

图表18: 印尼矿区种类与矿权许可证对应表

序号	矿区分类	矿权许可证种类	矿权许可证阶段
1	潜力矿区 WP		加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
2	商业矿区 WUP	矿权许可证 IUP 1.勘查阶段, 具体包括调查、勘查、可行性研究 2.生产运营阶段, 具体包括建设、开采、加工和/或精炼或开发和/或利用以及运输和销售	加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
3	已授权商业矿区 WIUP (金属与煤矿只能通过竞标的方式获得, 非金属矿可以通过想能矿部长申请获得, 但遵循“优先申请”原则。)		探矿许可证、矿业生产许可证、加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
4	民采矿区 WPR	民采矿权证 IPR 印尼居民或合作社在民采矿区 (WPR)内进行小规模开采活动	加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
5	国家保护矿区 WPN	1.勘查阶段, 具体包括调查、勘查、可行性研究 2.生产运营阶段, 具体包括建设、开采、加工和/或精炼或开发和/或利用以及运输和销售	加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
6	特别商业矿区 WUPK		加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证
7	特许商业矿区 WIUPK (金属矿和煤矿首先由能矿部长优先向国有企业和地区所有企业发出邀请, 国有企业和地区所有企业不感兴趣的情况下, 才能由私营企业通过竞标的方式获得)		特许探矿许可证、特许矿业生产许可证、加工和精炼专用许可证、运输和销售专用许可证、采矿服务业务许可证

资料来源: 圣典律师事务所 (谢尚克等, 2022), 国盛证券研究所

图表19: 印尼煤矿矿权有效期及延期对照表

许可证类型	时间
探矿许可证	最长 7 年, 不可延期
特许探矿许可证	最长 7 年, 不可延期
生产许可证	最长 20 年, 可延期 2 次, 每次 10 年
特殊生产许可	最长 20 年, 可延期 2 次, 每次 10 年
加工或精炼专用许可	最长 30 年, 每次可延长 20 年

资料来源: 圣典律师事务所 (Yudi Prabangkara 2019), 国盛证券研究所

公司拥有的印尼采矿许可证及出口业务税收优势凸显。印尼煤矿企业生产涉及税费制度复杂，根据《印尼政府关于煤炭开采业务部门的税收和非税收入处理的 2022 年 GR15 号条例 PP15/2022》，煤炭生产企业需要交纳增值税和特许权使用费等税费的义务。其中，增值税因煤炭企业销售用途不同有差异，特许权使用费在 2022 年新规后，对持有不同生产许可证的企业比例也不尽相同：

- **增值税：**2020 年印尼颁布的《创造就业法》将煤炭从国内免征增值税的产品名单中删除，因此，煤炭生产企业需要就其国内煤炭产品销售活动缴纳 10% 增值税，而用于出口的煤炭仍将免征增值税。根据 2021 年颁布的《税收协调法》，增值税税率于 2022 年 4 月 1 日起由 10% 提高到 11%，且印尼政府计划在 2025 年将增值税税率提高到 12%。
- **特许权使用费：**2022 年 4 月，印尼政府提高煤矿生产企业的特许权使用费，将其从 13.5% 提升至当期 HBA 价格的 20-27%。持有不同生产许可证的矿商具体比例不一样，如 ADRO 持有 IUPK，若煤价高于 100 美元/吨，其特许权使用费将在 27% 左右；对于秦发等持有 IUP 生产商，主要根据煤矿热值实行递增税率，从以前的低热值 3%、中热值 5% 和高热值 7%，提高到低热值 5-8%，中热值 7-10.5% 和高热价 9.5-13.5%，相比 IUPK 生产商税率具有明显优势。

图表20: 特许权使用费

CCoW to IUPK		
HBA	NEW	OLD
<\$70/ton	20%	
> \$70/ton to ≤\$80/ton	21%	
> \$80/ton to ≤\$90/ton	22%	13.5%
> \$90/ton to ≤\$100/ton	24%	
> \$100/ton	27%	
Coal IUP Miners		
CV category	NEW	OLD
Low	5%-8%	3%
Middle	7%-10.5%	5%
High	9.5%-13.5%	7%

资料来源: *BRIdanareksa sekuritas*, 国盛证券研究所

图表21: HBA 价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

秦发上述涉及的煤矿项目生产许可证是“**IUPOP**”, **SDE** 热值在 **4450-4500 kcal/kg**, 预计特许权使用费预计在 **7-10.5%** 区间, 根据 **2024** 年初以来 **HBA** 价格指数均值, 持有 **IUPK** 的矿商特许权使用费在 **27%** 左右, 秦发具有税率明显优势。此外, **SDE** 煤矿投产后主要销售至中国南方港口, 属于煤矿出口业务经营, 享有免征增值税优势。我们简单梳理印尼主要煤矿生产商近年来特许权使用费占比, 预计均明显高于秦发的 **SDE** 项目。

图表22: Adaro, Bayan, Kedico 煤炭业务拆分总结

Adaro	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
吨煤综合售价 (美元/吨)	54	45	74	128	96
吨煤成本 (美元/吨)	38	33	41	54	58
开采成本 (美元/吨)	6	5	8	18	20
royalty 吨煤成本 (美元/吨)	19	14	17	20	22
royalty 占比	49.7%	43.3%	41.4%	37.2%	38.5%
Bayan	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
吨煤综合售价 (美元/吨)			71	118	76
吨煤成本 (美元/吨)			24	39	41
开采成本 (美元/吨)			4	4	5
royalty 吨煤成本 (美元/吨)			3	9	8
royalty 占比			13.6%	22.9%	19.8%
Kedico	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
吨煤综合售价 (美元/吨)	45	38	61	87	73
吨煤成本 (美元/吨)	34	63	43	45	60
royalty 吨煤成本 (美元/吨)	3	36	13	11	22
royalty 占比	9.0%	57.0%	31.5%	24.1%	37.4%

资料来源: Adaro, Kedico 2019-2023 年年报, Bayan 2021-2023 年年报, 国盛证券研究所

2.3.3 携手浙能集团，未来可期

携手浙能集团，29 亿元有望大幅缓解秦发资金现状。2024 年 6 月 25 日，秦发集团与浙能集团在杭州会晤并举行印尼 SDE 煤矿合作项目签约仪式。浙能集团借助秦发 SDE 煤矿的供应，进一步提升电煤保供、稳价战略，延伸产业价值链。根据公司公告，2024 年 6 月 25 日，秦发投资有限公司(公司的全资附属公司)有条件出售力远发展 40%股权于浙江能源国际有限公司，对价约 29.5 亿元。交易完成后，浙能集团将持有 SDE 30%股权，持有 SDE 30%的收益并承担 30%的费用；秦发所得净额约 28 亿元人民币，其中 64%拟于偿还债务；2%用于股息分派；余额拨作资本开支以及一般营运资金。2024 年 8 月 25 日，SDE 煤矿项目第一艘船（6.1 万吨动力煤）成功抵达中国，在浙能乐清发电厂、六横发电厂两地码头港口卸货，对浙出口实现全流程贯通。

图表23: 秦发对浙能出售项目未来财务表现预期（百万元）

	自由现金流量最高	自由现金流量最低
收入	7543	862
经营开支及税项	4818	631
除税后经营净利润	2725	231
折旧及摊销	487	73
资本支出投资	125	17
经营资金净额投资	(101)	286
自由现金流量	3189	1

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

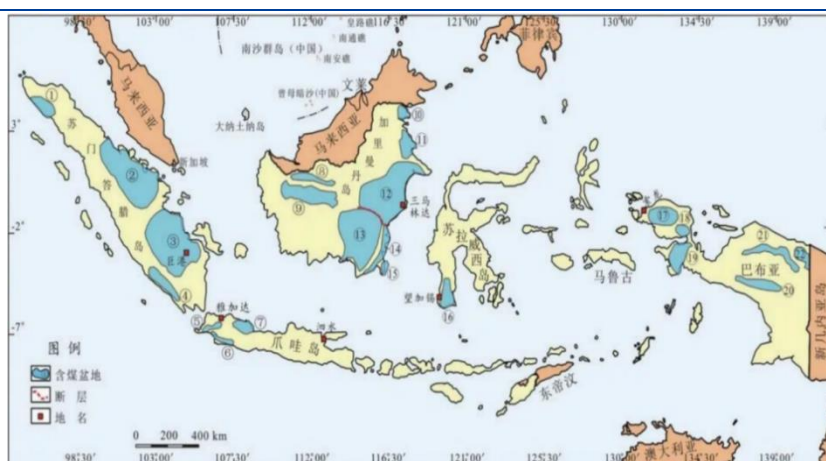
3. 印尼煤炭市场供需现状

3.1 印尼煤炭资源概况

印度尼西亚独特的地理位置造就其丰厚的煤炭资源。

- 分区域看，印尼煤炭几乎都是露天开采，91%自东加里曼丹和南加里曼丹，9%则来自南苏门答腊岛南部。
- 分煤种看，印尼大部分的煤层来自于古近系和新近系，煤层埋藏较浅，主要生产褐煤和次烟煤。根据 BP 世界能源统计年鉴，截至 2020 年底，印尼的煤炭探明储量为 348.7 亿吨，占全世界煤炭探明储量的 3.2%，储产比为 62。其中，烟煤及无烟煤约 231 亿吨（66%），褐煤约 117 亿吨（34%）。
- 从品质看，印尼煤具有低灰、低硫的特征，且通过部分电厂掺烧印尼煤的试验可知，印尼煤具有带负荷能力强、粒度均匀、石子煤排量少和较好可磨性等优势。同时，印尼极具地理优势，距中国东部、南部沿海城市（广州、湛江和上海、杭州）和码头较近，因此沿海地区电厂用煤，从印尼等国进口同样经济、方便，印尼煤炭资源在中国东南沿海城市也具有较强的竞争优势。

图表24：印尼含煤盆地分布图



资料来源：掌上煤焦，国盛证券研究所（1—亚齐巴拉特；2—中苏门答腊；3—南苏门答腊；4—名古鲁；5—乌戎库隆；6—南爪哇；7—西爪哇；8—克屯高；9—默拉维；10—北塔拉坎；11—伯劳；12—库台；13—巴里托；14—巴西亚；15—阿森阿森；16—南苏拉威西；17—萨拉瓦蒂；18—宾图尼；19—邦巴赖；20—阿基名加；21—外婆家；22—查亚普拉—塞拉坦）

图表25: 印尼煤炭资源量及储量 (单位: 百万吨)

岛屿	省份	资源量				储量			
		预测	推断	控制	探明	总计	概略	证实	总计
苏门答腊	亚齐特别行政区	0.00	346.35	13.40	90.40	450.15	0.00	0.00	0.00
	北苏门答腊省	0.00	7.00	0.00	9.97	26.97	0.00	0.00	0.00
	廖内省	12.79	467.89	6.04	1280.82	1767.54	1354.76	585.61	1940.37
	西苏门答腊省	24.85	475.94	42.72	188.55	732.16	0.68	36.07	36.75
	占碑省	190.84	1508.66	243.00	173.20	2115.70	0.00	9.00	9.00
	明古鲁省	15.15	113.09	8.11	62.30	198.65	0.00	21.12	21.12
	南苏门答腊省	19909.99	10970.04	10321.10	5883.94	47085.07	9289.01	253.00	9542.01
	楠榜省	0.00	106.95	0.00	0.00	106.95	0.00	0.00	0.00
	合计	20153.72	139951.92	10634.37	7699.18	52483.19	10644.45	904.80	11549.25
爪哇	万丹省	5.47	5.75	0.00	2.09	13.31	0.00	0.00	0.00
	中爪哇	0.00	0.82	0.00	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00
	东爪哇	0.00	0.08	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
	合计	5.47	6.65	0.00	2.09	14.21	0.00	0.00	0.00
加里曼丹	西加里曼丹	42.12	468.95	3.39	2.58	517.04	0.00	0.00	0.00
	中加里曼丹	197.58	951.86	17.33	471.89	1638.66	10.14	64.14	74.28
	南加里曼丹	0.00	5525.16	362.59	6377.81	12265.56	1806.56	1797.80	3604.36
	东加里曼丹	14396.27	11068.56	4755.42	7684.72	37904.97	3141.20	2762.63	5903.83
	合计	14635.97	18014.53	5138.73	14537.00	52326.23	4957.90	4624.57	9582.47
苏拉威西	南苏拉威西	0.00	144.94	33.09	53.09	231.12	0.06	0.06	0.12
	中苏拉威西	0.00	1.98	0.00	0.00	1.98	0.00	0.00	0.00
	合计	0.00	146.92	33.09	53.09	233.10	0.06	0.06	0.12
马鲁古	马鲁古	2.13	0.00	0.00	0.00	2013.00	0.00	0.00	0.00
新几内亚	西巴布亚	93.59	32.82	0.00	0.00	126.41	0.00	0.00	0.00
	巴布亚	0.00	2.16	0.00	0.00	2.16	0.00	0.00	0.00
	合计	93.59	34.98	0.00	0.00	128.57	0.00	0.00	0.00
全国合计		34890.88	32199.00	15806.19	22291.36	105187.43	15602.41	5529.43	21131.84

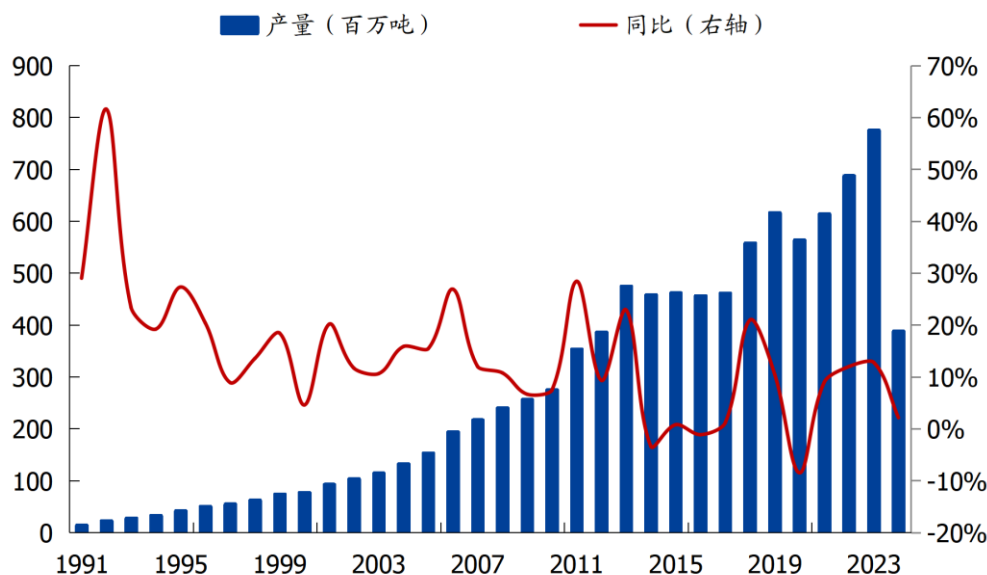
资料来源: 掌上煤焦, 国盛证券研究所

3.2 印尼煤炭生产现状

全球重要的煤炭生产国家之一, 近年来产量高位增长。根据 EI 数据, 2023 年印尼生产煤炭 7.8 亿吨, 同比增长 13.0%, CAGR₂₀₁₁₋₂₀₂₃=6.8%。根据印尼能源和矿产资源部(ESDM)的发布的数据显示, 2024 年 1-6 月, 印尼煤炭产量累计为 3.9 亿吨, 同比增长 2.1%。

- **1996-2013 年:** 全球经济繁荣增长, 煤炭作为社会发展的基础能源, 煤炭需求亦快速启动, 煤炭产量也逐渐攀升, 1996-2013 年印度尼西亚煤炭产量复合增长率为 14.1%;
- **2014-2018 年:** 全球煤炭产能过剩, 煤价低位, 全球煤企面临亏损、入不敷出局面。印尼煤企也面临兼并重组等历程, 因此这五年产量略有波动, 同时 2013 年起印尼本国开始煤炭“去产能”, 增加透明度、减少非法煤矿的收益也使得产量略有影响, 但仍为全球煤炭生产及出口主要国家之一, 2014-2018 年印度尼西亚煤炭产量复合增长率为 5.0%;
- **2019-2023 年:** 2020 年病毒蔓延全球, 经济活动停滞, 煤炭生产亦受到影响, 2020 年印尼煤炭产量 5.64 亿吨, 同比下降 8.5%; 2021 年随着全球经济刺激和经济复苏, 煤炭生产与经济发展共振, 2021 年印尼煤炭产量 6.14 亿吨, 同比增长 8.9%; 2022 年俄乌战争爆发, 全球煤炭贸易重塑, 印尼等出口国需求高涨, 煤炭产量亦有所攀升, 2023 年印尼煤炭产量 7.75 亿吨, 同比增长 13.0%。

图表26: 印度尼西亚煤炭生产趋势



资料来源: EI, 中国煤炭经济网, 国盛证券研究所

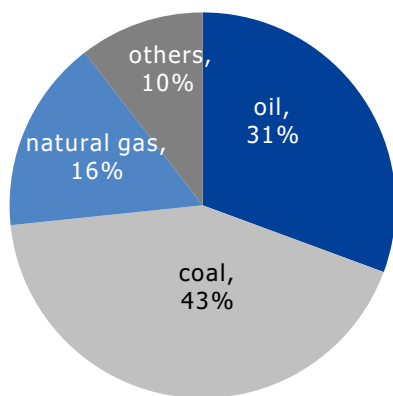
3.3 印尼煤炭内需现状

随着印尼经济快速增长以及全球能源的旺盛需求, 印尼煤炭内需近年来高速增长, 并在一次能源消费占比中维持高位。2023 年印尼一次能源消费总量为 10.1EJ, 同比+0.6%, 其中石油消费量 3.1EJ, 同比+0.2%, 占比 30.6%; 煤炭需求为 4.3EJ, 同比-1.4%, 占比 42.7%; 天然气消费量 1.6EJ, 同比+3.2%, 占比 16.2%; 其他清洁能源消费量 1.1EJ, 同比+6.4%, 占比约 10.5%。

- **1965 年至 1984 年**, 印尼煤炭消费整体平稳。煤炭消费量从 1965 年 0.0054EJ 增加到 1984 年 0.01118EJ, $CAGR_{1965-1984}=3.9\%$;
- **1985 年至今**, 印尼煤炭消费快速增长。煤炭消费量从 1985 年 0.04EJ 增加到 2023 年 4.32EJ, $CAGR_{1985-2023}=13.3\%$ (2020 年因全球宏观大环境影响, 煤炭需求量有所下滑)。

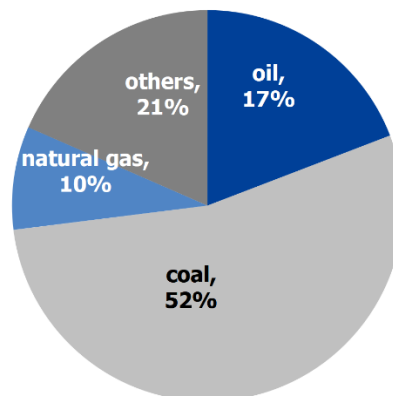
印尼能源消费结构与中国有相似也有不同。相同的是化石能源均在一次能源消费结构中占比很高 (根据 EI 数据, 截至 2023 年印尼化石能源消费占比 89.53%, 中国化石能源消费占比 81.55%); 不同的是, 中国可再生能源占比较高, 根据 EI 数据, 截至 2023 年中国氢能、核能和其他可再生能源总占比为 18.0%, 印尼可再生能源占比较低, 氢能、核能和其他可再生能源总占比为 10.0%, 而且印尼能源消费结构中没有核能。

图表27: 2023 年印度尼西亚能源消费结构



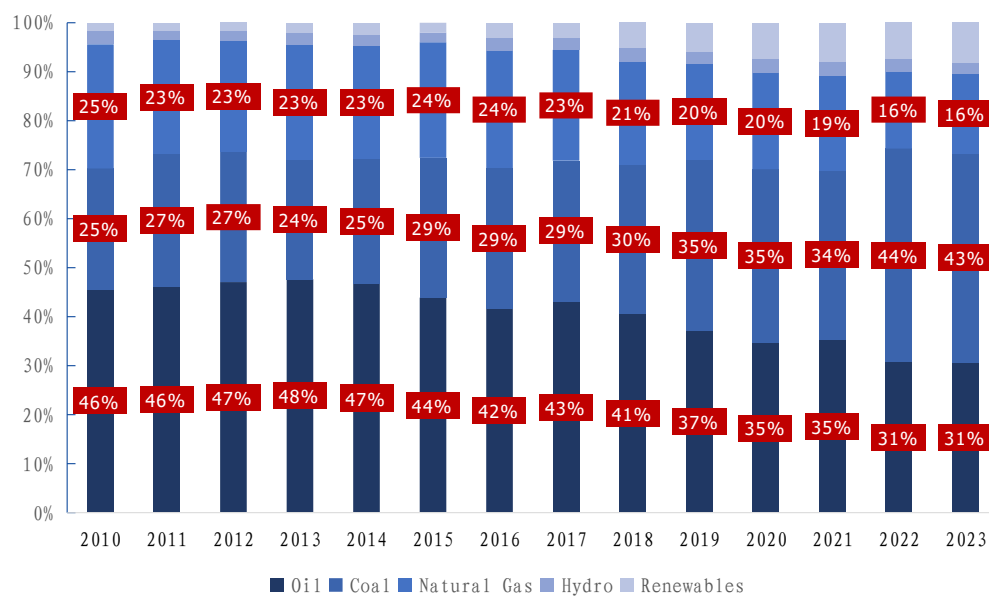
资料来源: EI, 国盛证券研究所

图表28: 2023 年中国能源消费结构



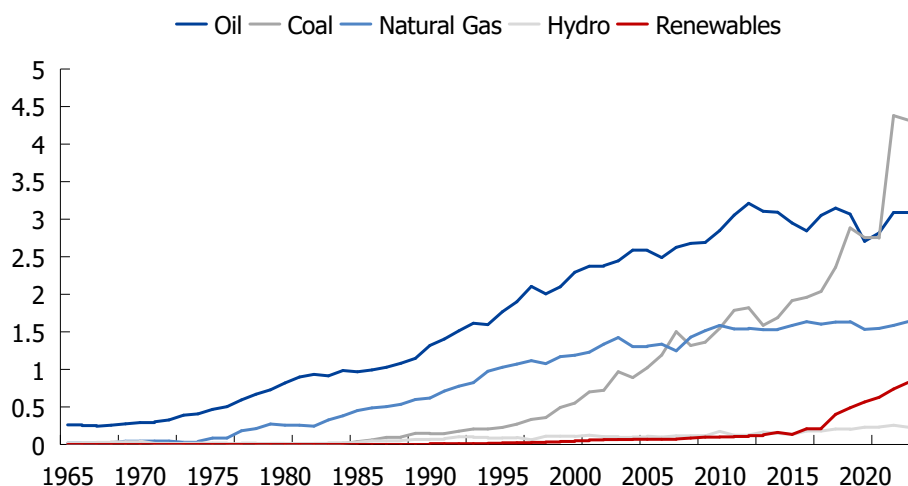
资料来源: EI, 国盛证券研究所

图表29: 印尼一次能源消费占比趋势



资料来源: EI, 国盛证券研究所

图表30: 印尼一次能源消费历史现状 (EJ)



资料来源: EI, 国盛证券研究所

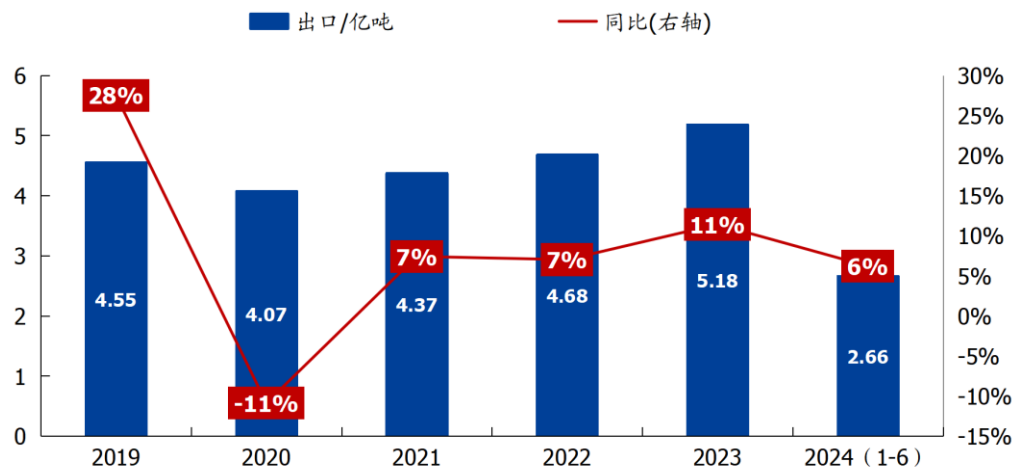
3.4 印尼煤炭出口现状

印尼政府为了获得更好的经济利益,高度重视印尼煤炭出口战略,从行政、法律、税收、财政补贴等各种政策用以保障印尼煤炭出口的最大利益。印尼自 1989 年开始对外稳定出口煤炭,根据印尼国家统计局发布的最新统计数据显示,2023 年印尼煤炭出口量累计为 5.2 亿吨,创煤炭出口历史新高,比上年同期增长 11.4%, $CAGR_{2019-2023}=3.3\%$,可见印尼煤炭出口快速增长,其大致经历了 4 个阶段。

- **1989-2002 年,起步阶段:** 该阶段增速较快,但由于总量较小,在国际煤炭市场贸易份额较低;
- **2003-2013 年,加速扩张阶段:** 该阶段出口量不仅快速增长,在国际煤炭市场占比也快速提升;
- **2014-2016 年,波动阶段:** 受国际煤炭需求乏力,2014 年起,印尼煤炭出口总量连续 2 年出现下滑;
- **2017-至今,再增长阶段:** 受益于全球经济增长及煤炭去产能周期结束,煤炭贸易需求再攀升,除了因宏观大环境影响 2020-2022 年有所波动外,印尼煤炭出口量 $CAGR_{2019-2023}=3.3\%$,仍保持增长趋势,并保持全球煤炭出口大国的优势。

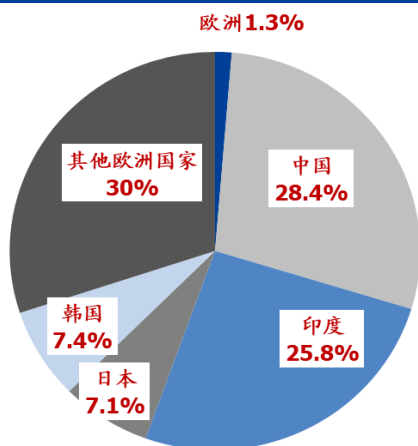
印尼为亚太地区煤炭的主要供应国。2024 年 1-6 月,印尼煤炭出口量累计为 2.66 亿吨,比上年同期增加 1557 万吨,同比增长 6.2%。2023 年印尼煤炭主要出口至中国(34.3%)、印度(23.4%)、日本(6.5%)。

图表31: 印尼煤炭出口趋势



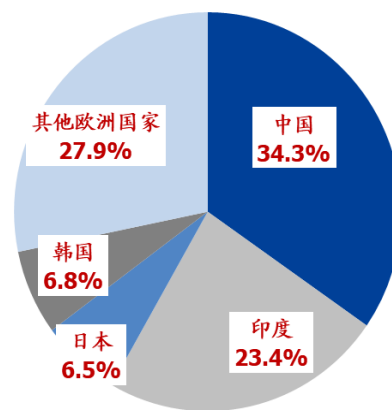
资料来源: 中国煤炭经济网, 国盛证券研究所

图表32: 2022 年印尼煤出口结构



资料来源: EI, 国盛证券研究所

图表33: 2023 年印尼煤出口结构



资料来源: EI, 国盛证券研究所

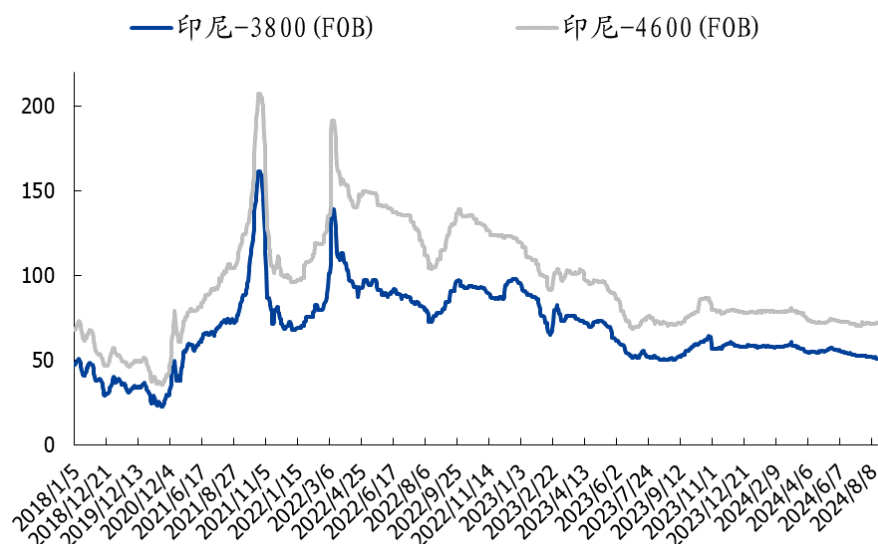
3.5 印尼煤炭价格机制及 DMO 政策

印尼煤炭主要有两种销售价格, 即煤炭离岸价格 (ICI) 和印尼动力煤指导价 (HBA):

- **印尼煤炭价格指数(ICI):** ICI 印尼煤炭指数是印尼煤炭买家和卖家使用的主要煤炭参考价格, 也是印尼政府用于现货交易、税收计算等参考指标。ICI 指数涵盖五个价格, 由阿格斯和 PT Coalindo Energy 每周对印尼主要动力煤品种的**印尼离岸价**评估而来。
- **印尼动力煤指导价 (HBA):** HBA 指数是计算印尼煤炭生产商本地销售或出口海外吨煤税费的依据。根据 2023 年 8 月最新标准, 热值等级划分为高位 6322 大卡、高位 5200 大卡、高位 4200 大卡, 公式的计算方式为前两月均价 30%, 前一月均价 70%。

考虑到秦发 SDE 项目主要销售地为中国南方沿海省份, 为煤炭出口矿山, 故可以参考印尼 FOB 4600 卡煤炭出口价格, 2024 年 1-7 月, 印尼煤炭价格 FOB (4600K) 均值约 75 美元/吨。

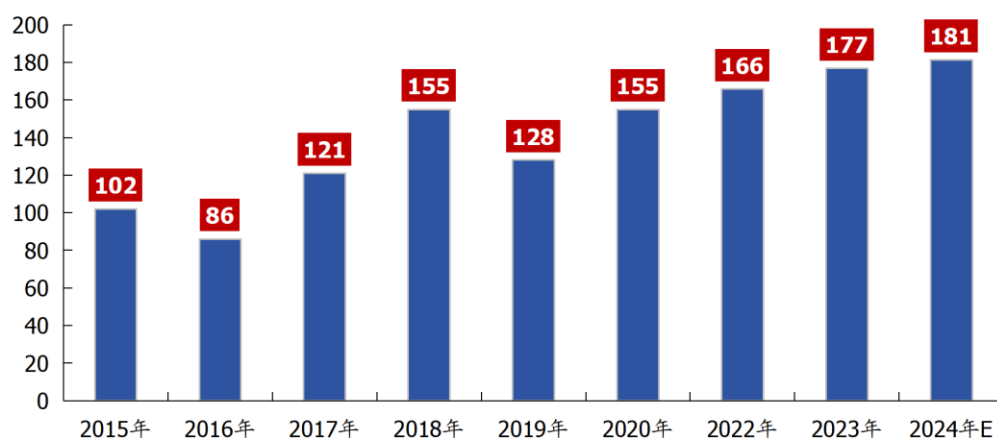
图表34: 印尼煤炭出口价格 (美元/吨)



资料来源: 煤炭江湖, 国盛证券研究所

印尼 DMO 政策。DMO 又称“国内市场义务”，即印尼政府要求印尼煤企将其年产量的 25% 供应至国内终端用户，且煤企向电厂供应的 6322 大卡动力煤价格上限为 70 美元/吨。根据 statista 数据，2015-2024 年，印尼煤炭市场 DMO 履行量从 1 亿吨、增加至 1.8 亿吨。印尼政府根据内需和限价的政策要求，也是双向牵制印尼矿山出口和 FOB 价格，同时对于主要销售半径布局出口的秦发等企业，也要考虑一定比例执行 DMO 政策对其售价的影响。

图表35: 2015-2024 年印尼煤炭市场 DMO 履行量 (百万吨)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 核心假设

生产经营假设：印尼 SDE 项目顺利投产、煤价中枢稳定略有下移、洗出率平稳增长。

费用假设：1) 保守估计，预计 2024-2026 年公司营销费用率为 0.1%、0.05%、0.03%；管理费用率为 9.0%、7.5%、7.0%；其他费用率为 0.5%、0.2%、0.2%。

煤炭业务假设：

- 1) 考虑到 SDE 煤矿的生产布局及产能逐渐爬坡，预计 2024-2026 年原煤产量 1018 万吨（+33.0%）、1500 万吨（+47.4%）、2250 万吨（+55.0%）；
- 2) 公司历史洗出率一直维持在 65% 左右，考虑到随着洗煤厂建设和技术改进布局，预计洗出率稳步提升，2024-2026 年商品煤销量为 616 万吨（+18.8%）、1183 万吨（+91.9%）、1699 万吨（+43.7%）；
- 3) 基于煤炭市场供需矛盾逐渐退却，预计公司煤炭平均售价稳中小幅下降，预计 2024-2026 年公司吨煤综合售价为 577 元/吨、561 元/吨、550 元/吨；
- 4) 基于公司成本不断优化，预计公司吨煤成本稳中有降，预计 2024-2026 年公司吨煤成本 461 元/吨、412 元/吨、394 元/吨。

图表36：公司主要业务数据假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭产量（万吨）	697	765	1,018	1,500	2,250
商品煤销量（万吨）	453	519	616	1,183	1,699
吨煤售价（元/吨）	838	665	577	561	550
吨煤成本（元/吨）	557	496	461	412	394
自产煤吨煤毛利（元/吨）	443	316	288	292	292

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 盈利预测

基于以上假设，预计 2024-2026 年公司营业收入为 36 亿元、66 亿元 94 亿元；同比增长 3.1%、86.7%、40.8%；毛利率分别为 20.2%、26.6%、28.5%。

图表37: 公司主要业务板块盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生产经营假设					
营业收入（百万元）	3,794	3,449	3,557	6,641	9,351
yoy	-16.8%	-9.1%	3.1%	86.7%	40.8%
——国内煤炭业务收入	3,794	3,449	2,791	1,988	1,392
——印尼煤炭业务收入			1,226	3,392	6,784
营业成本（百万元）	2,521	2,571	2,839	4,872	6,690
yoy	-3.7%	2.0%	10.4%	71.6%	37.3%
——国内煤炭业务成本	2,521	2,571	1,446	1,040	728
——印尼煤炭业务成本			525	2,555	4,480
毛利润（百万元）	1,273	878	719	1,768	2,661
——国内煤炭业务毛利	1,273	878	1,345	949	664
——印尼煤炭业务毛利			701	837	2,304
毛利率	33.6%	25.5%	20.2%	26.6%	28.5%
费用假设					
营销费用	0.06%	0.06%	0.10%	0.05%	0.03%
管理费用	8.05%	8.63%	9.00%	7.50%	7.00%
其他费用	0.82%	0.32%	0.50%	0.20%	0.20%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 投资建议

公司立足国内煤炭市场，布局印尼煤炭产能，成长性凸显，随着印尼煤矿投产销售，公司盈利确定性及弹性将不断加强，空间可期，2024-2026 年实现归母净利润分别为 1.5 亿元、6.6 亿元、11.2 亿元，对应 PE 为 13.2，2.9，1.7。

我们选取兖矿能源 H 股、兖煤澳大利亚、首钢资源为可比公司，此三家可比公司均为港股煤炭上市公司，流动性风险趋于一致，且兖矿能源和中国秦发均为国内和海外煤矿业务布局公司，可见中国秦发 2025 年、2026 年 PE 显著低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38: 可比公司估值对比（2024.09.02 收盘价）

证券代码	证券简称	P/E					EPS				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1171.HK	兖矿能源	3.46	5.63	4.64	4.10	3.81	6.13	2.38	2.01	2.28	2.45
3668.HK	兖煤澳大利亚	2.21	3.60	5.66	5.10	4.50	2.70	1.37	0.99	1.10	1.24
0639.HK	首钢资源	4.63	7.51	7.38	6.85	6.56	0.54	0.38	0.36	0.39	0.40
	平均	3.43	5.58	5.89	5.35	4.96	3.12	1.38	1.12	1.26	1.36
0866.HK	中国秦发	1.14	2.88	13.20	2.92	1.72	0.18	0.08	0.06	0.26	0.45

资料来源：Wind，国盛证券研究所（兖矿能源、兖煤澳大利亚、首钢资源盈利预测来自 Wind 一致性预期）

风险提示

预测假设产生的不确定性风险。

受宏观经济、国际政治不稳定、行业政策以及假设条件无法完全覆盖的影响，公司商品煤产销量、商品煤售价和成本 2024 年、2025 年、2026 年预测数据或呈现不确定性，会与实际有偏差。

煤价大幅下跌。

若宏观经济下滑，煤炭需求也将下滑，煤炭市场出现供过于求现象，造成煤价大幅下跌。公司煤炭业务为公司唯一业务，若煤价大幅下跌，将对业绩产生较大负面影响。

印尼矿井投产进度不及预期。

公司印尼布局的矿井开发及投产进度受地缘政治风险、手续办理、天气、海外投资法律风险等因素影响，存在不确定性，若公司印尼业务布局未来有延期和不确定性，将严重影响公司业绩空间和发展布局。

资产负债率偏高风险。

公司因布局印尼煤炭市场，历史资金投入较多导致资产负债率偏高，公司或存在高负债率引发的增发股份、信用评级下降及破产等风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com