

中国秦发 (00866.HK)

交割落地，困境反转，未来可期

2024 年 11 月 28 日，公司公告《完成非常重大出售事项出售目标公司的 40%权益》。

- 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 11 月 28 日，公司公告称前述出售目标公司权益已完成，本公司全资附公司秦发投资有限公司及浙江能源亚太控股有限公司分别拥有 60% 及 40% 权益，力远发展仍为公司附公司，财务业绩并表本公司。

中国秦发：出海印尼，宏图正展。公司拥有 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。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。

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，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。

投资建议。随着股权交割的顺利完成，我们认为中国秦发的资产负债表有望得到显著的改善，有息负债的明显优化亦明显减少公司财务费用，进而有望增厚公司年度利润，为公司未来开拓印尼其余矿区建设打下基础。逆境重生，宏图正展，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 1.75 亿元、7.25 亿元、12.36 亿元，对应 PE 为 19.82, 4.79, 2.81。维持“买入”评级。

风险提示：印尼矿井投产进度不及预期，煤价大幅下跌，印尼煤炭出口政策变化风险。

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	175	725	1236
增长率 yoy (%)	-84%	-56%	-13%	314%	71%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.18	0.08	0.07	0.29	0.49
净资产收益率 (%)	3483.2%	-42.4%	-77.7%	126.7%	65.7%
P/E (倍)	1.14	2.88	19.82	4.79	2.81
EV/EBITDA	1.60	2.64	7.96	2.24	0.34

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭
前次评级	买入
11 月 28 日收盘价（港元）	1.51
总市值（百万港元）	3,772.15
总股本（百万股）	2,498.11
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	4.57

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

- 《中国秦发 (00866.HK)：破茧成蝶，逆境重生，出海印尼，宏图正展》 2024-09-04

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	1,574	4,647	8,101.3
现金	856	303	416	2,119	4,853
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	7,273	10,061	13,244
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	-344	453	1,761
归属母公司股东权益	13	-473	-225	572	1,880
少数股东权益	800	792	807	849	914
股东权益合计	813	319	582	1,421	2,794
负债和股东权益	7,851	7,858	7,273	10,061	13,244

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	530	2,485	2,956
净利润	457	200	175	725	1,236
少数股东权益	33	-8	15	42	65
折旧摊销	963	923	299	284	270
营运资金变动及其他	-469	346	41	1,434	1,385
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	-491	-894	-332
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	-148	-122	-108
现金净增加额	-174	-553	113	1,703	2,734

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	277	398	468
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	254	172	140	112	55
除税前溢利	767	352	349	1,300	2,168
所得税	277	160	159	533	867
净利润	490	192	190	767	1,301
少数股东损益	33	-8	15	42	65
归属母公司净利润	457	200	175	725	1,236
EBIT	1,020	524	489	1,411	2,223
EBITDA	1,984	1,447	788	1,695	2,493
EPS (元)	0.18	0.08	0.07	0.29	0.49

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%	-12.60%	313.78%	70.55%
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%	4.92%	10.91%	13.22%
ROE	3483.20%	-42.37%	-77.75%	126.70%	65.73%
ROIC	15.05%	7.35%	7.01%	21.51%	26.56%
偿债能力					
资产负债率	89.64%	95.94%	92.00%	85.88%	78.90%
净负债比率	327.68%	1023.24%	482.42%	23.40%	-93.94%
流动比率	0.33	0.36	0.33	0.67	0.96
速动比率	0.23	0.14	0.19	0.44	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.44	0.47	0.77	0.80
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	0.07	0.29	0.49
每股经营现金流	0.39	0.59	0.21	0.99	1.18
每股净资产	0.01	-0.19	-0.09	0.23	0.75
估值比率					
P/E	1.14	2.88	19.82	4.79	2.81
P/B	39.20	-1.18	-15.41	6.07	1.85
EV/EBITDA	1.60	2.64	7.96	2.24	0.34

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价

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