

# 中国秦发 (00866.HK)

## 资产负债表大幅改善，开启蜕变

**公司公布 2024 年业绩。**2024 年公司实现营业收入 26 亿，同比-24.8%，实现净利润 5.0 亿，同比+150.5%。净利润同比大幅增长我们认为主要系贷款重组重大收益 4.76 亿元，侧面反映公司资产负债表焕然一新。

**印尼 SDE 煤矿初现经营，后续热值有望明显提升增厚盈利水平。**

- 产销方面，2024 年公司原煤产量 929 万吨，同比+21.5%，其中印尼 SDE 煤矿产量 257 万吨；商品煤产量 468 万吨，同比-4.1%；商品煤销量 516 万吨，同比-0.5%，其中中国区域煤矿销量 432 万吨，印尼 SDE 煤矿销量 84 万吨。
- 利价方面，2024 年公司综合煤炭售价 504 元/吨，同比-24.2%，吨煤成本 404 元/吨，同比-18.4%。其中中国地区煤矿售价约 532 元/吨，印尼 SDE 煤矿售价约 359 元/吨。**2024 年印尼矿区售价偏低主要系 2024 年 7-11 月印尼 SDE 矿销售的 56.7 万吨煤炭主要为矿井建设期工程煤及少量原煤，2024 年印尼 SDE 矿区仅 7.3 万吨销量为洗选后的商品煤，因工程煤较高故对前期吨煤盈利产生一定影响。**
- 公司印尼的洗煤厂已于 2024 年 12 月正式投入运营，洗选煤的售价将显著高于工程煤及原煤，将有助于提升公司的销售收入及毛利率。改善盈利能力，提升 SDE 煤矿的整体经济效益。

**出海印尼，宏图正展。**

- 2025 年，公司印尼 SDE 煤矿的产量已超越公司国内煤矿，成为公司煤炭业务的重要支柱。SDE 煤矿的煤炭总储量达 3.05 亿吨，远高于国内煤矿 3676 万吨储量，具有巨大的开发潜力。未来，公司将集中资源进一步推动 SDE 煤矿的发展，**并积极寻求更多大型能源或煤炭行业企业参与共同合作**，以提升资源开发效率及市场竞争力。**SDE 二矿的建设正在加速推进，预计将于 2026 年正式投产。SDE 二矿投产后，预计产能将较目前提升超过一倍，为公司带来更显著的经济效益。**
- 2024 年，**公司成功收购了三个印尼煤矿(IMJ、VSE、SME)的 70% 股权**，进一步扩大了在印尼市场的布局。公司沿用 SDE 煤矿的成功模式，**引入中国大型能源企业及国企的战略合作，加快推进煤矿的开发与建设**。通过与国家力量的紧密合作，充分发挥资源优势，实现煤炭业务的稳步增长。
- 未来，公司将持续关注印尼市场的发展机会，积极寻找收购价格合理的优质煤矿及矿权，进一步扩大资源储备。以维持公司未来十年的高速发展。

**财务成本明显下降，资产负债表焕然一新。**2024 年公司财务成本 1.62 亿元，同比-5.9%；2024 年公司流动负债将至 20.9 亿元（2023 年 33.2 亿元）、以中长贷代替短贷等方式改善运营资金；2024 年公司现金 10.3 亿元，主要系出售力远发展 40% 股权所致；截止 2024 年底公司资产负债率降至 59.6%（2023 年为 95.9%）。

**践行股东回报，行稳致远。**公司拟派发 2024 年特别股息 0.02 港元/股，展现公司管理层践行股东回报态度，亦彰显公司管理层对公司未来盈利能力的信心。

**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。考虑到印尼及中国煤价超预期下行，我们下调业绩预期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 5.6 亿元、10.4 亿元、15.4 亿元，对应 PE 为 4.2X、2.3X、1.5X。

**风险提示：**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。

| 财务指标          | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 3449    | 2601   | 4972   | 8010   | 9611   |
| 增长率 yoy (%)   | -9%     | -25%   | 91%    | 61%    | 20%    |
| 归母净利润（百万元）    | 200     | 502    | 556    | 1037   | 1543   |
| 增长率 yoy (%)   | -56%    | 151%   | 11%    | 87%    | 49%    |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.08    | 0.20   | 0.22   | 0.41   | 0.61   |
| 净资产收益率 (%)    | -42.37% | 25.46% | 21.80% | 28.76% | 29.84% |
| P/E (倍)       | 3.13    | 5.83   | 4.20   | 2.25   | 1.51   |
| P/B (倍)       | -1.29   | 1.49   | 0.92   | 0.65   | 0.45   |

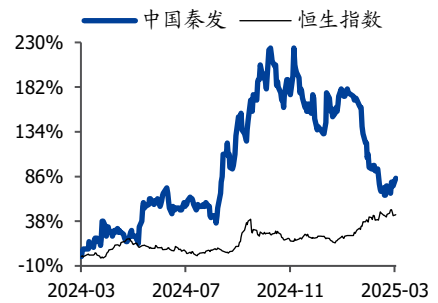
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 24 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

|                  |          |
|------------------|----------|
| 行业               | 煤炭       |
| 前次评级             | 买入       |
| 03 月 24 日收盘价（港元） | 0.92     |
| 总市值（百万港元）        | 2,333.50 |
| 总股本（百万股）         | 2,536.41 |
| 其中自由流通股 (%)      | 100.00   |
| 30 日日均成交量（百万股）   | 5.02     |

### 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

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号：S0680124070012

邮箱：liaolanqi@gszq.com

### 相关研究

- 《中国秦发 (00866.HK)：交割落地，困境反转，未来可期》 2024-11-29
- 《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      | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 1,846 | 2,076 | 4,867  | 10,185 | 13,530 |
| 现金        | 303   | 1,026 | 2,740  | 6,941  | 9,599  |
| 应收账款及票据   | 66    | 74    | 118    | 210    | 240    |
| 存货        | 201   | 435   | 573    | 1,045  | 1,109  |
| 其他        | 1,277 | 540   | 1,437  | 1,990  | 2,582  |
| 非流动资产     | 6,011 | 6,554 | 6,347  | 6,082  | 5,861  |
| 固定资产      | 4,100 | 4,423 | 4,731  | 4,943  | 5,188  |
| 无形资产      | 1,879 | 1,448 | 933    | 456    | -10    |
| 其他        | 32    | 683   | 683    | 683    | 683    |
| 资产总计      | 7,858 | 8,629 | 11,215 | 16,267 | 19,391 |
| 流动负债      | 5,171 | 4,171 | 6,217  | 10,170 | 11,570 |
| 短期借款      | 1,876 | 738   | 538    | 388    | 288    |
| 应付账款及票据   | 421   | 325   | 638    | 937    | 1,102  |
| 其他        | 2,874 | 3,107 | 5,042  | 8,846  | 10,180 |
| 非流动负债     | 2,367 | 973   | 873    | 773    | 723    |
| 长期债务      | 1,690 | 447   | 347    | 247    | 197    |
| 其他        | 678   | 526   | 526    | 526    | 526    |
| 负债合计      | 7,539 | 5,143 | 7,090  | 10,943 | 12,292 |
| 普通股股本     | 211   | 215   | 215    | 215    | 215    |
| 储备        | -592  | 1,757 | 2,333  | 3,391  | 4,955  |
| 归属母公司股东权益 | -473  | 1,972 | 2,548  | 3,607  | 5,170  |
| 少数股东权益    | 792   | 1,514 | 1,576  | 1,718  | 1,928  |
| 股东权益合计    | 319   | 3,486 | 4,125  | 5,324  | 7,098  |
| 负债和股东权益   | 7,858 | 8,629 | 11,215 | 16,267 | 19,391 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度      | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流   | 1,460  | 1,163 | 1,743 | 4,169 | 2,408 |
| 净利润       | 200    | 502   | 556   | 1,037 | 1,543 |
| 少数股东权益    | -8     | 54    | 62    | 141   | 210   |
| 折旧摊销      | 923    | 291   | 235   | 226   | 216   |
| 营运资金变动及其他 | 346    | 316   | 890   | 2,765 | 439   |
| 投资活动现金流   | -1,843 | -900  | 287   | 288   | 398   |
| 资本支出      | -1,081 | -800  | -29   | 40    | 5     |
| 其他投资      | -761   | -100  | 316   | 249   | 393   |
| 筹资活动现金流   | -212   | -50   | -336  | -277  | -170  |
| 借款增加      | -212   | -50   | -300  | -250  | -150  |
| 普通股增加     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 已付股利      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | 0      | 0     | -36   | -27   | -20   |
| 现金净增加额    | -553   | 234   | 1,714 | 4,202 | 2,657 |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度     | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 3,449 | 2,601 | 4,972 | 8,010 | 9,611 |
| 其他收入     | 9     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业成本     | 2,571 | 2,086 | 3,992 | 5,933 | 6,940 |
| 销售费用     | 2     | 4     | 9     | 16    | 17    |
| 管理费用     | 298   | 239   | 472   | 801   | 913   |
| 研发费用     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用     | 172   | 162   | 24    | -6    | -64   |
| 除税前溢利    | 352   | 589   | 726   | 1,387 | 2,062 |
| 所得税      | 160   | 32    | 109   | 208   | 309   |
| 净利润      | 192   | 556   | 617   | 1,179 | 1,753 |
| 少数股东损益   | -8    | 54    | 62    | 141   | 210   |
| 归属母公司净利润 | 200   | 502   | 556   | 1,037 | 1,543 |
| EBIT     | 524   | 750   | 750   | 1,380 | 1,999 |
| EBITDA   | 1,447 | 1,042 | 986   | 1,606 | 2,215 |
| EPS (元)  | 0.08  | 0.20  | 0.22  | 0.41  | 0.61  |

**主要财务比率**

| 会计年度      | 2023A    | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 成长能力      |          |         |         |          |          |
| 营业收入      | -9.09%   | -24.59% | 91.17%  | 61.10%   | 19.98%   |
| 归属母公司净利润  | -56.12%  | 150.54% | 10.68%  | 86.68%   | 48.74%   |
| 获利能力      |          |         |         |          |          |
| 毛利率       | 25.46%   | 19.78%  | 19.72%  | 25.93%   | 27.79%   |
| 销售净利率     | 5.81%    | 19.30%  | 11.17%  | 12.95%   | 16.05%   |
| ROE       | -42.37%  | -25.46% | 21.80%  | 28.76%   | 29.84%   |
| ROIC      | 7.35%    | 15.18%  | 12.73%  | 19.69%   | 22.41%   |
| 偿债能力      |          |         |         |          |          |
| 资产负债率     | 95.94%   | 59.60%  | 63.22%  | 67.27%   | 63.39%   |
| 净负债比率     | 1023.24% | 4.56%   | -44.98% | -118.46% | -128.40% |
| 流动比率      | 0.36     | 0.50    | 0.78    | 1.00     | 1.17     |
| 速动比率      | 0.14     | 0.36    | 0.56    | 0.81     | 0.96     |
| 营运能力      |          |         |         |          |          |
| 总资产周转率    | 0.44     | 0.32    | 0.50    | 0.58     | 0.54     |
| 应收账款周转率   | 28.20    | 37.17   | 51.66   | 48.87    | 42.75    |
| 应付账款周转率   | 6.36     | 5.59    | 8.29    | 7.54     | 6.81     |
| 每股指标 (元)  |          |         |         |          |          |
| 每股收益      | 0.08     | 0.20    | 0.22    | 0.41     | 0.61     |
| 每股经营现金流   | 0.59     | 0.46    | 0.69    | 1.64     | 0.95     |
| 每股净资产     | -0.19    | 0.78    | 1.00    | 1.42     | 2.04     |
| 估值比率      |          |         |         |          |          |
| P/E       | 3.13     | 5.83    | 4.20    | 2.25     | 1.51     |
| P/B       | -1.29    | 1.49    | 0.92    | 0.65     | 0.45     |
| EV/EBITDA | 2.68     | 2.98    | 0.49    | -2.47    | -3.06    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 24 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