

中国秦发 (00866.HK)

印尼业务满意答卷，持续深化，轻装上阵，宏图大展

公司发布 2025 年中报业绩公告。25H1 公司实现营业收入 10.89 亿元，同比增加 5.96 亿元，净利润亏损 1.63 亿元，去年同期盈利 6080 万元。亏损主要源于山西矿区部分矿井资源枯竭已终止经营（下半年将剥离出上市公司，不再对公司业绩呈负面影响）：

- 已终止经营业务亏损 1.94 亿元，持续经营业务盈利 3100 万元；
- 汇兑损益亦对公司业绩造成拖累，25H1 印尼盾兑人民币及美元货币贬值，汇兑损失约 7080 万元。

甩掉包袱，轻装前进。6月5日公司公告，公司以 3000 万元向控股股东控制的添和集团有限公司出售 Perpetual Goodluck Limited 100% 股权。

- 目标公司核心资产为山西 5 座煤矿：1) 朔州 3 座煤矿（持股 80%）；2) 忻州 2 座煤矿（持股 100%）；
- 公司预计录得收益约 1.96 亿元。主要系目标公司截至 2024 年末净资产为 -1.69 亿元（资不抵债），剥离后原账面负债出表形成正向收益。

亏损业务出表，优化财务指标。未来山西矿区不再并表其亏损，避免持续侵蚀利润，交易后有助于公司全力投入印尼煤矿开发。

收购印尼 SDE 煤矿小股东权益，持股比例更进一步。

- 截至 2025 年 6 月 30 日，公司以约 6127.3 万元收购 WM 100% 股权（WM 拥有 SDE 煤矿 15% 煤炭销售权益）；
- 截至 2025 年 6 月 30 日，公司以约 4858 万元收购 TBM 100% 股权（TBM 拥有 TSE 煤矿 70% 股权）；
- 公司 2025 年 8 月以约 2420 万元收购 TMI 100% 股权（TMI 拥有 TSE 煤矿 30% 股权）；
- 收购完成后，公司对 SDE 煤矿产量持有比例进一步提高，公司将持有 TSE 100% 股权，进一步提升盈利能力。

SDE 煤矿产量持续增长，印尼业务持续深化。

- 2025 年上半年，SDE 煤矿原煤产量 205 万吨（去年同期 75.5 万吨），商品煤产量 124.4 万吨；
- 2025 年上半年，SDE 煤矿单日原煤产量突破 2 万吨水平，最高日产 2.7 万吨，洗煤厂洗选能力约 60 万吨/月，2025 年下半年将新建 30 万吨/月洗选设备，SDE 二矿预计 2026 年上半年投产。**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；**
- 公司在印尼南加里曼丹省拥有 5 大矿区（SDE/TSE/VSE/IMJ/SME），已奠定资源价值运营商的基石。未来，公司将通过“勘探基建创造流动性溢价→战略投资者协同开发→控制权下溢价退出”的创新路径，持续优化资本效能与抗周期能力，实现股东回报最大化。参考 SDE 矿开发及出售力远发展有限公 40% 股份的模式。公司先投入资本并完成矿区基建及生产后，引入战略投资者承接部分或更多股权，让集团实现溢价退出，回笼资金投入新资源循环，构建良性循环。

投资建议。考虑到下半年公司轻装上阵业绩有望恢复，叠加 2026 年 SDE 二期投产放量贡献业绩，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 1.6 亿元、6.8 亿元、11.5 亿元，对应 PE 分别为 36.2X、8.3X、4.9X。

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。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价（港元）	2.42
总市值（百万港元）	6,140.54
总股本（百万股）	2,537.41
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	10.53

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
分析师	鲁昊
执业证书编号：	S0680525080006
邮箱：	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号：	S0680525080005
邮箱：	zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 《中国秦发 (00866.HK)：轻装上阵，宏图大展》 2025-08-15
- 《中国秦发 (00866.HK)：资产负债表大幅改善，开启蜕变》 2025-03-26
- 《中国秦发 (00866.HK)：交割落地，困境反转，未来可期》 2024-11-29

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	3,449	2,601	2,134	3,087	5,198
增长率 yoy (%)	-9.1	-24.6	-17.9	44.6	68.4
归母净利润(百万人民币)	200	502	156	684	1,152
增长率 yoy (%)	-56.1	150.5	-68.9	338.8	68.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.08	0.20	0.06	0.27	0.45
净资产收益率 (%)	-42.4	25.5	7.3	24.3	29.1
P/E (倍)	28.2	11.3	36.2	8.3	4.9
P/B (倍)	-11.9	2.9	2.7	2.0	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1846	2076	2595	4327	8522
现金	303	1026	1737	3324	7065
应收票据及应收账款	66	74	71	106	132
其他应收款	359	389	320	370	624
预付账款	0	0	0	0	0
存货	201	435	143	136	181
其他流动资产	918	152	325	391	520
非流动资产	6011	6554	5595	5324	5068
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4100	4423	4228	4043	3867
无形资产	1879	1444	1355	1270	1189
其他非流动资产	32	687	12	11	11
资产总计	7858	8629	8190	9651	13590
流动负债	5171	4171	3986	4619	7192
短期借款	1876	738	738	938	1038
应付票据及应付账款	421	325	286	315	488
其他流动负债	2874	3107	2962	3367	5665
非流动负债	2367	973	547	647	747
长期借款	1690	447	547	647	747
其他非流动负债	678	526	0	0	0
负债合计	7539	5143	4532	5266	7938
少数股东权益	792	1514	1530	1574	1688
股本	211	215	215	215	215
资本公积	-592	1816	1972	2656	3808
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-473	1972	2128	2812	3964
负债和股东权益	7858	8629	8190	9651	13590

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1460	467	469	1315	3568
净利润	200	502	156	684	1152
折旧摊销	923	956	284	270	256
财务费用	185	171	38	45	53
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	376	-266	7	288	2019
其他经营现金流	-224	-896	-17	28	88
投资活动现金流	-1843	-612	180	17	26
资本支出	-1081	-851	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-761	239	180	17	26
筹资活动现金流	-212	824	62	255	147
短期借款	-1571	-1138	0	200	100
长期借款	1617	-1243	100	100	100
普通股增加	0	16	0	0	0
资本公积增加	-478	2408	156	684	1152
其他筹资现金流	220	782	-194	-729	-1205
现金净增加额	-553	723	711	1587	3741

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3449	2601	2134	3087	5198
营业成本	2571	2086	1713	1953	3255
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2	4	3	3	5
管理费用	298	239	213	309	520
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	172	162		19	3
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-52	507	32	15	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	576	243	172	776	1324
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	352	589	181	773	1347
所得税	160	32	10	45	81
净利润	192	556	171	728	1266
少数股东损益	-8	54	15	44	114
归属母公司净利润	200	502	156	684	1152
EBITDA	1447	1706	488	1061	1606
EPS (元/股)	0.08	0.20	0.06	0.27	0.45

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.1	-24.6	-17.9	44.6	68.4
营业利润(%)	-40.7	-57.8	-29.1	350.1	70.6
归属母公司净利润(%)	-56.1	150.5	-68.9	338.8	68.5
获利能力					
毛利率(%)	25.5	19.8	19.7	36.7	37.4
净利率(%)	5.8	19.3	7.3	22.2	22.2
ROE(%)	-42.4	25.5	7.3	24.3	29.1
ROIC(%)	7.4	15.2	3.9	12.5	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	95.9	59.6	55.3	54.6	58.4
净负债比率(%)	1023.2	4.6	-12.4	-39.7	-93.4
流动比率	0.4	0.5	0.7	0.9	1.2
速动比率	0.1	0.4	0.5	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	28.2	37.2	29.5	35.0	43.7
应付账款周转率	6.4	5.6	5.6	6.5	8.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.20	0.06	0.27	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.18	0.18	0.52	1.41
每股净资产(最新摊薄)	-0.19	0.78	0.84	1.11	1.56
估值比率					
P/E	28.2	11.3	36.2	8.3	4.9
P/B	-11.9	2.9	2.7	2.0	1.4
EV/EBITDA	2.6	1.7	10.6	3.7	0.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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