

中国秦发 (00866.HK)

SDE 加速爬坡, TSE 蓄势待建——宏图正展

公司发布 2025 年度盈利警告。预计全年录得除税后亏损不超过人民币 9800 万元, 相较于 2024 年度约 5.56 亿元的除税后溢利, 业绩出现由盈转亏。业绩变动的主要原因为公司战略转型, 剥离国内山西煤炭业务。分部来看:

- 已终止经营业务: 预计产生除税后亏损不超过人民币 2.26 亿元。
- 持续经营业务: 即公司聚焦的印尼煤炭业务, 预计实现除税后溢利不超过人民币 1.28 亿元。
- 2025 年由于印尼盾兑人民币及美元贬值, 公司汇兑损益约人民币 1.04 亿元 (2024 年 3868.7 万元), 此外 2025 年无重大借贷收益 (2024 年 4.76 亿元)。

印尼煤炭业务增长势头强劲。 2025 年全年, SDE 煤矿原煤产量达 542 万吨, 同比增长 111%; 洗选煤产量达 314.7 万吨, 同比大幅增长 922%。其中, 25Q4 公司 SDE 矿区原煤产量 195 万吨, 环比增长 37%, 产能爬坡正在加速。

历史包袱出清, 聚焦高成长主业。 本次盈警明确了公司剥离国内山西煤炭业务带来的财务影响, 已终止经营业务亏损不超过 2.26 亿元, 标志公司历史遗留的亏损资产已基本出清。公司彻底卸下包袱, 未来将完全聚焦于资源禀赋优越、成长空间广阔的印尼煤炭业务。

印尼产能释放符合预期, 高成长路径清晰可见。 2025 年 SDE 煤矿原煤产量同比翻倍, 洗选煤产量增长超 9 倍, 可见 SDE 一矿的产能爬坡进展顺利, 凸显未来产能增长路径清晰且确定性高:

- SDE 二矿: 设计产能 1000 万吨/年 SDE 二矿预计于 2026 年 4 月开始投产, 届时公司总产能在现有基础上将实现翻倍式增长。
- TSE 一矿: 设计产能 800-1000 万吨/年的 TSE 一矿已进入与大型国企的承包建设洽谈阶段, 预计 2026 年上半年签署合同, 为公司中远期产能储备提供了坚实基础。

配套基建稳步推进, 成本优势与盈利能力有望持续提升。

- 洗选能力: SDE 一矿现有洗煤系统产能 800 万吨/年, 扩建工程将于 2026 年 4 月底投运, 届时总原煤入洗能力将提升至 1300 万吨/年, 与矿井设计产能相匹配, 保障了商品煤的品质和售价。
- 电力成本: 30 兆瓦的自备电厂预计于 2026 年 3 月正式运营, 将为矿区提供稳定且更具成本效益的电力, 实现降本增效。

投资建议。 公司作为纯粹的海外煤炭生产商, 其产品市场化定价, 不受国内长协机制限制, 能充分享受全球海运煤价波动带来的高弹性。在印尼政府收紧 RKAB 配额、可能压缩整体产量的背景下, 公司作为合规大矿, 不仅受影响较小, 反而有望在行业集中度提升中受益, 获得更高的市场份额。公司产能的快速扩张, 恰好承接市场趋势。本次盈利警告虽披露短期亏损, 但实质上清晰地展示了公司经营数据和成长蓝图, 巩固了公司作为印尼煤炭高成长标的的核心投资逻辑。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 -0.98 亿元、6.1 亿元、11.7 亿元, 对应 PE 分别为 ~~15.8X~~, 7.3X。

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

买入 (维持)

股票信息

行业	煤炭
前次评级	买入
02 月 23 日收盘价 (港元)	3.63
总市值 (百万港元)	9,210.81
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)	8.51

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): TSE 矿区煤质更好, 煤价反转上行, 宏图大展空间可期》 2025-11-04
- 《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》 2025-08-28
- 《中国秦发 (00866.HK): 轻装上阵, 宏图大展》 2025-08-15

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	3,449	2,601	947	2,511	4,337
增长率 yoy (%)	-9.1	-24.6	-63.6	165.1	72.7
归母净利润(百万人民币)	200	502	-98	613	1,167
增长率 yoy (%)	-56.1	150.5	-119.5	726.2	90.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.08	0.20	-0.04	0.24	0.46
净资产收益率 (%)	-42.4	25.5	-5.2	24.3	31.5
P/E (倍)	42.3	16.9	-86.6	13.8	7.3
P/B (倍)	-17.9	4.3	4.5	3.4	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 23 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	1218	4001	7882
现金	303	1026	839	3200	6685
应收票据及应收账款	66	74	31	86	110
其他应收款	359	389	142	301	520
预付账款	0	0	0	0	0
存货	201	435	62	96	133
其他流动资产	918	152	144	318	434
非流动资产	6011	6554	5729	5458	5201
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	146	144	144
资产总计	7858	8629	6947	9459	13084
流动负债	5171	4171	2176	3900	6124
短期借款	1876	738	738	938	1038
应付票据及应付账款	421	325	123	223	359
其他流动负债	2874	3107	1315	2738	4727
非流动负债	2367	973	1360	1460	1560
长期借款	1690	447	547	647	747
其他非流动负债	678	526	814	814	814
负债合计	7539	5143	3536	5360	7685
少数股东权益	792	1514	1519	1576	1691
股本	211	215	215	215	215
资本公积	-592	1816	1736	2367	3552
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-473	1972	1892	2523	3708
负债和股东权益	7858	8629	6947	9459	13084

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	-1068	2047	3276
净利润	200	502	-98	613	1167
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	-1324	1101	1729
其他经营现金流	-224	-896	31	19	71
投资活动现金流	-1843	-612	803	39	44
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	803	39	44
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	-80	631	1185
其他筹资现金流	220	782	41	-675	-1238
现金净增加额	-553	723	-186	2360	3485

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3449	2601	947	2511	4337
营业成本	2571	2086	739	1386	2394
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2	4	1	2	4
管理费用	298	239	87	226	390
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	172	162	23	32	5
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-43	507	-26	38	44
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	567	243	109	872	1501
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	60	877	1540
所得税	160	32	3	57	108
净利润	192	556	57	820	1432
少数股东损益	-8	54	5	57	115
归属母公司净利润	200	502	-98	613	1167
EBITDA	1447	1706	367	1179	1801
EPS (元/股)	0.08	0.20	-0.04	0.24	0.46

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	-63.6	165.1	72.7
营业利润(%)	-39.4	-57.1	-55.1	698.0	72.2
归属母公司净利润(%)	-56.1	150.5	-119.5	726.2	90.6
获利能力					
毛利率(%)	25.5	19.8	22.0	44.8	44.8
净利率(%)	5.8	19.3	-10.3	24.4	26.9
ROE(%)	-42.4	25.5	-5.2	24.3	31.5
ROIC(%)	7.4	15.2	1.7	15.0	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	95.9	59.6	50.9	56.7	58.7
净负债比率(%)	1023.2	4.6	13.0	-39.4	-90.8
流动比率	0.4	0.5	0.6	1.0	1.3
速动比率	0.1	0.4	0.5	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.1	0.3	0.4
应收账款周转率	28.2	37.2	17.9	42.8	44.2
应付账款周转率	6.4	5.6	3.3	8.0	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.20	-0.04	0.24	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.18	-0.42	0.81	1.29
每股净资产(最新摊薄)	-0.19	0.78	0.75	0.99	1.46
估值比率					
P/E	42.3	16.9	-86.6	13.8	7.3
P/B	-17.9	4.3	4.5	3.4	2.3
EV/EBITDA	2.6	1.7	24.3	5.8	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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	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
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	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