

盘江股份 (600395.SH)

Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压，电力业务量价齐升

2025 年 05 月 08 日

——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

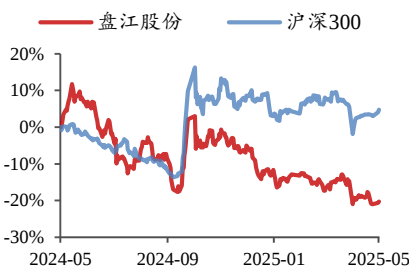
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/5/7
当前股价(元)	4.58
一年最高最低(元)	6.81/4.41
总市值(亿元)	98.32
流通市值(亿元)	98.32
总股本(亿股)	21.47
流通股本(亿股)	21.47
近 3 个月换手率(%)	38.21

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q4 煤炭量增致业绩环比改善，上网电量持续爬坡——公司信息更新报告》-2025.1.17

《Q3 业绩受煤炭销量下滑拖累，电力项目稳步推进——公司信息更新报告》-2024.10.26

《煤炭产销下滑拖累业绩，煤电一体化布局稳步推进——公司 2024 年中报点评报告》-2024.8.28

● Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压，电力业务量价齐升，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 89 亿元，同比-5.4%，归母净利润 1 亿元，同比-85.8%，扣非归母净利润-0.3 亿元，同比-104.6%；其中 2024Q4 实现营收 24.5 亿元，环比+2%，归母净利润 0.7 亿元，环比+3402%，扣非归母净利润 0.2 亿元，环比+1003.1%。2025Q1 实现营收 24.8 亿元，同比+27.3%，归母净利润-1 亿元，同比-590.4%，扣非归母净利润-1.2 亿元，同比-4826.2%。考虑到煤炭销量下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 0.59/1.12/1.63 亿元（2025-2026 年前值为 3.1/4.2 亿元），同比-43.7%/+91.2%/+45.8%；EPS 分别为 0.03/0.05/0.08 元，对应当前股价 PE 为 172.5/90.2/61.9 倍。公司煤炭产能增长可期，煤-电-新能源一体化稳步发展，维持“买入”评级。

● 2025Q1 煤炭业务同比量价齐跌，电力业务同比量价齐升

（1）煤炭业务：产量方面，2024 年商品煤产量/对外销量 941/784 万吨，同比-16.5%/-32%，其中 2024Q4 商品煤产量/对外销量 249/192 万吨，环比+2%/+3.9%；2025Q1 公司商品煤产量/对外销量 218/168.9 万吨，同比+7%/-11.2%。价格方面，2024 年公司吨煤售价 808 元/吨，同比+3.3%，其中 2024Q4 吨煤售价 742 元/吨，环比-9%；2025Q1 公司吨煤售价 672 元/吨，同比-24.9%。成本方面，2024 年吨煤成本 627 元/吨，同比+11.3%，其中 2024Q4 吨煤成本 575 元/吨，环比-10.7%；2025Q1 吨煤成本 596 元/吨，同比-10.5%。盈利方面，2024 年吨煤毛利 181 元/吨，同比-17.3%，其中 2024Q4 公司吨煤毛利为 167 元/吨，环比-2.6%；2025Q1 吨煤毛利 76 元/吨，同比-66.7%。（2）电力业务：电量方面，2024 年公司发电量/上网电量为 651472/608202 万度，同比+4020%/+4060%，其中 2024Q4 发电量/上网电量为 261246/240857 万度，环比+8.1%/+6.3%，2025Q1 公司发电量/上网电量 368758/346196 万度，同比+555.5%/+555.4%。电价方面，2024 年平均上网电价（不含税）为 0.367 元/度，同比-2%；2025Q1 平均上网电价（不含税）0.3718 元/度，同比+0.5%。

● 煤炭产能增量可期，煤电新能源发电项目稳步推进

（1）煤炭产能增量可期：公司马依东一井、马依东二井、马依西二井正按计划有序办理相关手续，力争早日取得核准并开工建设；马依西一井（二采区）120 万吨/年项目力争在 2026 年上半年进入联合式运转；首黔公司杨山煤矿露天开采 100 万吨/年项目，计划建设工期 24 个月。（2）煤电及新能源发电项目稳步推进：火电方面，2024 年 12 月 27 日公司盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目 2 号机组首次并网发电；2024 年 12 月盘江（普定）发电公司 2×66 万千瓦高效超超临界二次再热燃煤发电项目获得项目核准批复；新能源发电项目，公司通过子公司共投资建设新能源发电项目装机约 377 万千瓦，截至 2024 年 12 月底已实现并网容量约 188 万千瓦。（3）分红比例同比提升：2024 年公司分红比例为 45%，同比+4.94%，以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，对应当前股息率为 6.6%。

● 风险提示：经济增长不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,403	8,900	9,323	9,746	10,034
YOY(%)	-20.6	-5.4	4.8	4.5	3.0
归母净利润(百万元)	732	104	59	112	163
YOY(%)	-66.6	-85.8	-43.7	91.2	45.8
毛利率(%)	29.2	26.0	23.1	24.5	26.6
净利率(%)	7.8	1.2	0.6	1.1	1.6
ROE(%)	6.0	1.0	0.5	1.1	1.6
EPS(摊薄/元)	0.34	0.05	0.03	0.05	0.08
P/E(倍)	13.8	97.1	172.5	90.2	61.9
P/B(倍)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5761	6283	5283	6502	5607	营业收入	9403	8900	9323	9746	10034
现金	2373	1710	1792	1873	1928	营业成本	6654	6584	7169	7361	7361
应收票据及应收账款	1302	2118	1644	2127	1822	营业税金及附加	473	386	441	458	472
其他应收款	100	108	109	118	116	营业费用	23	22	20	21	23
预付账款	19	53	22	56	25	管理费用	1110	1297	1126	1260	1289
存货	245	926	349	960	349	研发费用	217	358	213	248	280
其他流动资产	1723	1367	1367	1367	1367	财务费用	170	361	485	553	666
非流动资产	29498	37171	38566	40002	41240	资产减值损失	-176	1	0	0	0
长期投资	772	1001	1273	1603	1912	其他收益	161	159	138	166	156
固定资产	8940	19087	20473	21578	22286	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5230	6099	6835	7699	8761	投资净收益	172	59	63	127	105
其他非流动资产	14557	10984	9985	9122	8281	资产处置收益	2	-2	-10	-9	-5
资产总计	35259	43454	43849	46504	46847	营业利润	924	110	66	138	207
流动负债	9540	12903	19687	21523	24878	营业外收入	40	128	49	55	68
短期借款	1815	5411	7159	12659	16130	营业外支出	41	40	34	36	38
应付票据及应付账款	3975	4588	8616	4838	4735	利润总额	923	198	81	157	238
其他流动负债	3751	2904	3912	4026	4013	所得税	175	86	19	41	66
非流动负债	13204	19061	16492	13898	11232	净利润	747	112	62	117	171
长期借款	7739	13791	11222	8627	5961	少数股东损益	15	8	3	5	8
其他非流动负债	5465	5270	5270	5270	5270	归属母公司净利润	732	104	59	112	163
负债合计	22744	31965	36179	35421	36110	EBITDA	2069	2303	1897	2233	2623
少数股东权益	1101	1067	1070	1075	1083	EPS(元)	0.34	0.05	0.03	0.05	0.08
股本	2147	2147	2147	2147	2147	主要财务比率					
资本公积	4797	4737	4737	4737	4737	成长能力					
留存收益	4750	4254	4288	4356	4455	营业收入(%)	-20.6	-5.4	4.8	4.5	3.0
归属母公司股东权益	11414	10422	10481	10008	9655	营业利润(%)	-66.1	-88.1	-40.2	109.4	50.2
负债和股东权益	35259	43454	47730	46504	46847	归属于母公司净利润(%)	-66.6	-85.8	-43.7	91.2	45.8
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	1446	280	2765	778	2849	毛利率(%)	29.2	26.0	23.1	24.5	26.6
净利润	747	112	62	117	171	净利率(%)	7.8	1.2	0.6	1.1	1.6
折旧摊销	597	918	1072	1200	1326	ROE(%)	6.0	1.0	0.5	1.1	1.6
财务费用	170	361	485	553	666	ROIC(%)	4.1	2.1	1.7	1.9	2.3
投资损失	-172	-59	-63	-127	-105	偿债能力					
营运资金变动	-102	-1073	1204	-966	793	资产负债率(%)	64.5	73.6	73.7	76.2	77.1
其他经营现金流	206	20	4	1	-2	净负债比率(%)	121.0	213.0	213.0	247.9	263.4
投资活动现金流	-6742	-9807	-2415	-2517	-2464	流动比率	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2
资本支出	7877	9635	2196	2305	2256	速动比率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
长期投资	1100	-225	-272	-330	-309	营运能力					
其他投资现金流	34	53	52	118	100	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
筹资活动现金流	4159	8848	-2016	-3679	-3800	应收账款周转率	25.4	14.0	19.7	16.8	18.3
短期借款	199	3596	1748	5500	3471	应付账款周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
长期借款	4430	6052	-2569	-2594	-2666	每股指标(元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.05	0.03	0.05	0.08
资本公积增加	0	-60	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.13	1.29	0.36	1.33
其他筹资现金流	-470	-741	-1194	-6585	-4605	每股净资产(最新摊薄)	5.32	4.86	4.88	4.66	4.50
现金净增加额	-1138	-679	-1666	-5419	-3415	估值比率					
						P/E	13.8	97.1	172.5	90.2	61.9
						P/B	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
						EV/EBITDA	12.7	15.5	18.9	17.3	15.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn