

安源煤业 (600397.SH)

更名“江钨装备”，开启业务转型

公司发布 2025 年半年度业绩公告。公司实现营业收入 17.2 亿元，同比下降 35.3%；归属于上市公司股东的净利润-2.9 亿元，同比减盈增亏-1.8 亿元。

公司名称拟变更为“江西江钨稀贵装备股份有限公司”，证券简称拟变更为“江钨装备”。

控股股东变更与重大资产置换落地，上半年实施一系列重大资本运作。

- 2025 年 4 月，公司控股股东由江能集团无偿划转变更为江钨控股，实际控制人仍为江西省国资委。
- 重大资产置换完成：公司已于 2025 年 8 月完成重大资产置换，将核心煤炭业务资产（江西煤业 100% 股权）全部置出，同时置入江钨控股子公司持有金环磁选 57% 的股份。交易对方承诺金环磁选 2025-2027 年实现的扣非归母净利润分别不低于 5469 万元、5547 万元和 5626 万元。

江钨控股：钨业务价值有望突破 200 亿元，后市增量可观。基于可比公司（厦门钨业、中钨高新、章源钨业）的 PE 均值，结合江钨控股的钨业务盈利能力和资源稀缺性进行价值空间估算：

- 截至 2023 年 6 月末，公司保有钨资源储量 49.66 万金属吨，以黑钨精矿为主，按照公司 2022 年自产原料（钨精矿）1.5 万吨，钨精矿即期价格 16 万元/吨（含税）即期价格计算，不含税价格约 14.2 万元/吨，公司钨精矿年营收约 21.7 亿元，成本按照行业成本曲线中位 8 万元/吨计算，假设所得税率 25%，公司钨精矿年贡献净利润约 7 亿元。
- 2023 年 Q1-3 江钨钨业务毛利 2.9 亿元，年化毛利约 3.9 亿元，主要系钨产品销售利润，根据上文对钨精矿利润的测算，2023 年钨精矿含税价格 11.9 万元/吨，2023 年 Q1-3 公司钨精矿产量 8480 吨，钨精矿成本仍按照 8 万元/吨计算，公司资产钨精矿毛利润约 2.8 亿元，故差值得到冶炼加工毛利约 1 亿元，假设费用率 1%，冶炼加工为高新技术企业，所得税率假设 15%，计算得公司钨冶炼加工净利润约 0.5 亿元。

综上，公司钨业务（钨精矿+冶炼加工）测算年贡献净利润约 7.5 亿元，参考布局硬质合金及工具制造的中钨高新 2025 年市盈率约 25-27 倍计算，江钨“钨资产”价值约 191-206 亿元。若考虑公司资源稀缺性溢价及光伏钨丝等业务实现突破，价值有望进一步抬升。

江钨控股：钽铌锂业务亦有百亿空间。考虑到锂价在 2021 年尚未完全走高，但高于目前价格，此外钽铌产品市价低于目前价格，两个细分业务对冲，大致与目前市场盈利情况接近，故我们以 2021 年江钨毛利润 4.7 亿元为基础测算，假设费用率 5%，所得税率 25%，**江钨钽铌锂净利润约为 3 亿元，参考东方钽业市盈率约 32-33 倍计算，公司钽铌锂业务价值约 100 亿元。**

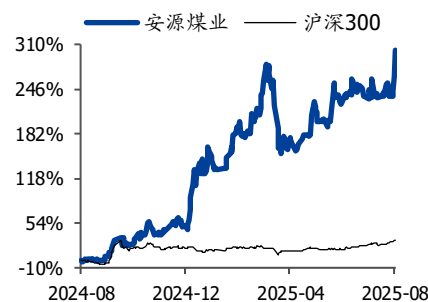
投资建议：2025 年安源煤业控股股东由江能集团变更为江钨控股（通过国有股份无偿划转），有利于公司整合江钨非煤资源，通过置入资产及外拓整合非煤资源改善报表质量，未来安源煤业现金流稳定性有望进一步提升。考虑到安源煤业资产置换仍未结束，我们仍以公司原有煤炭业务做经营假设，考虑到焦煤价格下跌，我们下调公司业绩预期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为-2.1 亿元、-1.0 亿元、-0.43 亿元。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08 月 21 日收盘价（元）	7.35
总市值（百万元）	7,276.21
总股本（百万股）	989.96
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	35.65

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	张航
执业证书编号：	S0680524090002
邮箱：	zhanghang@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	何承洋
执业证书编号：	S0680124070005
邮箱：	hechengyang@gszq.com

相关研究

- 《安源煤业（600397.SH）：江钨入主驱动业务转型，稀缺小金属资源赋能价值重估》 2025-06-07

风险提示：资产置换不及预期，商品价格大幅波动，整合非煤业务不及预期，假设测算不确定性风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,871	5,404	5,349	5,288	5,517
增长率 yoy（%）	-22.9	-21.3	-1.0	-1.1	4.3
归母净利润（百万元）	-114	-273	-211	-101	-43
增长率 yoy（%）	-48.6	-139.6	22.6	52.4	57.5
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.11	-0.28	-0.21	-0.10	-0.04
净资产收益率（%）	-24.4	-115.1	-768.3	137.6	36.9
P/E（倍）	—	—	—	—	—
P/B（倍）	15.6	30.7	264.9	-99.6	-62.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 21 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	3164	1678	1882	1791	1848
现金	846	661	864	774	778
应收票据及应收账款	1856	742	735	727	758
其他应收款	88	110	108	107	112
预付账款	80	23	22	22	23
存货	65	51	51	50	52
其他流动资产	229	90	101	112	127
非流动资产	4733	4162	4077	3762	3375
长期投资	122	118	118	118	118
固定资产	3934	3451	3454	3226	2954
无形资产	470	393	325	254	175
其他非流动资产	206	200	180	164	128
资产总计	7897	5840	5959	5554	5223
流动负债	6493	4719	5124	4845	4575
短期借款	3850	3203	3813	3613	3313
应付票据及应付账款	1082	646	643	626	649
其他流动负债	1561	869	668	607	613
非流动负债	1045	995	919	893	875
长期借款	125	96	68	40	20
其他非流动负债	921	899	851	853	855
负债合计	7538	5713	6043	5738	5450
少数股东权益	-109	-110	-111	-111	-111
股本	990	990	990	990	990
资本公积	1863	1863	1863	1863	1863
留存收益	-2449	-2722	-2933	-3034	-3076
归属母公司股东权益	467	237	27	-73	-116
负债和股东权益	7897	5840	5959	5554	5223

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	344	-140	36	126
净利润	-115	-273	-212	-101	-43
折旧摊销	172	172	162	148	127
财务费用	226	185	109	114	106
投资损失	-10	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-205	290	-157	-77	-24
其他经营现金流	-5	-24	-37	-43	-34
投资活动现金流	-153	582	-35	215	301
资本支出	-160	-91	-42	208	294
长期投资	0	664	2	2	2
其他投资现金流	7	9	5	5	5
筹资活动现金流	-67	-839	378	-340	-423
短期借款	-259	-647	610	-200	-300
长期借款	-33	-29	-28	-28	-20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	225	-163	-204	-112	-103
现金净增加额	-158	87	203	-90	4

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6871	5404	5349	5288	5517
营业成本	6469	5215	5190	5052	5240
营业税金及附加	58	46	48	42	36
营业费用	42	44	48	42	36
管理费用	205	208	214	201	199
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	211	166	102	104	97
资产减值损失	-3	-1	14	21	12
其他收益	17	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资净收益	10	6	6	6	6
资产处置收益	3	48	48	48	48
营业利润	-78	-234	-175	-70	-15
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	29	30	30	30	30
利润总额	-99	-260	-201	-96	-41
所得税	16	14	11	5	2
净利润	-115	-273	-212	-101	-43
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0
归属母公司净利润	-114	-273	-211	-101	-43
EBITDA	293	54	62	157	183
EPS (元/股)	-0.11	-0.28	-0.21	-0.10	-0.04

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-22.9	-21.3	-1.0	-1.1	4.3
营业利润(%)	-39.7	-199.3	25.1	60.0	78.4
归属母公司净利润(%)	-48.6	-139.6	22.6	52.4	57.5
获利能力					
毛利率(%)	5.9	3.5	3.0	4.5	5.0
净利率(%)	-1.7	-5.0	-3.9	-1.9	-0.8
ROE(%)	-24.4	-115.1	-768.3	137.6	36.9
ROIC(%)	3.1	-3.4	-2.6	0.2	1.8
偿债能力					
资产负债率(%)	95.5	97.8	101.4	103.3	104.4
净负债比率(%)	933.7	2248.8	-3800.5	-1648.2	-1196.0
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.2	8.5	13.9	13.9	14.2
应付账款周转率	19.9	20.5	24.6	24.3	25.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.11	-0.28	-0.21	-0.10	-0.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.35	-0.14	0.04	0.13
每股净资产(最新摊薄)	0.47	0.24	0.03	-0.07	-0.12
估值比率					
P/E	—	—	—	—	—
P/B	15.6	30.7	264.9	-99.6	-62.8
EV/EBITDA	21.7	128.9	167.4	65.7	54.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 21 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	
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