

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盘江股份（600395）

投资评级 买入

上次评级 买入

高升 煤炭、钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

刘波 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

李睿 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

电力板块逐步放量，煤电一体化成长未来可期

2025年8月26日

事件：2025年8月25日，盘江股份发布2025年中报，2025年上半年，公司实现营业收入51.52亿元，同比上涨27.34%，实现归母净利润-0.05亿元，同比下降113.67%；扣非后净利润-0.18亿元，同比上涨59.65%。经营活动现金流量净额3.08亿元，同比上涨184.55%；基本每股收益0.00元/股，同比下降111.76%。资产负债率为74.90%，较去年全年上涨1pct。

2025年第二季度，公司单季度营业收入26.70亿元，同比上涨27.35%，环比上涨7.58%；单季度归母净利润0.99亿元，同比上涨523.69%，环比上涨195.13%；单季度扣非后净利润1.05亿元，同比上涨318.02%，环比上涨185.10%。

点评：

- **公司煤炭产销量恢复，受市场影响毛利率有所下降。**2025年上半年，公司商品煤产量为515.37万吨，较2024年同期的447.1万吨增加68.27万吨(+15.27%)；商品煤销量为510.11万吨，同比增长13.32%。其中，自用量大幅提升至115.4万吨，同比增长169.75%，对外销量同比下降3.10%至394.71万吨。2025年上半年，公司商品煤对外销售平均售价为649元/吨，同比下降22%。商品煤对外销售平均成本为513元/吨，同比下降20%，公司煤炭业务盈利能力有所下滑，2025年上半年，煤炭业务毛利率为21%，较去年同期下降2pct。
- **发电量大幅增长，电力业务表现突出。**公司加速电力板块建设，新光公司、普定公司火电投运装机264万千瓦稳定运行；加快贵州能源集团普定电厂项目开工手续办理。新能源建设成果丰硕，盘州新能源铜厂沟二期、三期已全容量并网，新能源并网容量约46万千瓦；安顺片区新能源并网容量约257万千瓦。截至2025年6月底，公司已建成投产火力发电264万千瓦，新能源发电项目共投资建设装机容量393.96万千瓦，其中已并网容量303.14万千瓦。2025年上半年发电量达713,117万千瓦时，同比增长380.01%；上网电量669,022万千瓦时，同比增长375.23%。其中，火力发电量大幅增长532.05%，新能源发电量增长64.61%。平均上网电价（不含税）为0.3656元/千瓦时，略降0.57%。电力业务毛利占比由2024年上半年的约18%大幅增长至2025年上半年的44%。
- **煤炭产能规模不断提升，西南焦煤龙头快速成长。**公司现有产能2220万吨/年，拟建、在建矿井规模超700万吨/年，恒普公司发耳二矿选煤厂已进入试运行，杨山煤矿露天开采项目、马依西一井项目（二采区）等在建煤矿重点项目稳步推进。此外，盘江股份作为现贵州能源集团煤炭、电力业务整合的唯一平台，资产注入空间较大，2021年6月，控股股东发布《关于实际控制人避免同业竞争承诺的公告》，集团承诺在承诺出具之日起五年内将满足资产注入条件的煤炭业务资产通过股权

转让、资产出售或其他合法方式注入盘江股份。总体看，公司未来煤炭产能增量明显，在炼焦煤板块整体新增资源、矿井较少的大背景下尤为珍贵。

- **公司控股股东积极推动增持，彰显长期信心。**公司于 2024 年 12 月 28 日发布《关于控股股东增持公司股份计划的公告》，公司控股股东贵州能源集团有限公司基于对公司未来发展前景信心及长期投资价值的认可，拟自该公告披露之日起 12 个月内通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司 A 股股份，增持总金额不低于人民币 0.6 亿元，不超过人民币 1.2 亿元，增持价格不超过 8 元/股。截至 2025 年 6 月 27 日，贵州能源集团通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司 12,773,700 股 A 股股份，占公司总股本比例为 0.595%，对应成交金额为人民币 60,005,418.74 元。控股股东持续增持体现了对盘江股份长期经营的信心。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为西南地区焦煤龙头，我们看好焦煤行业基本面和能源改革转型发展下公司未来持续发展潜力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.24 亿、4.36 亿、6.17 亿，EPS 分别 0.06/0.20/0.29 元/股；截至 8 月 25 日收盘价对应 2025-2027 年 PB 分别为 1.03/0.99/0.94 倍；维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长放缓；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,403	8,900	11,596	14,189	15,467
同比(%)	-20.6%	-5.4%	30.3%	22.4%	9.0%
归属母公司净利润(百万元)	732	104	124	436	617
同比(%)	-66.6%	-85.8%	19.4%	250.8%	41.4%
毛利率(%)	29.2%	26.0%	24.4%	26.5%	27.5%
ROE(%)	6.4%	1.0%	1.2%	3.9%	5.3%
EPS（摊薄）（元）	0.34	0.05	0.06	0.20	0.29
P/E	15.00	105.52	88.38	25.19	17.81
P/B	0.96	1.05	1.03	0.99	0.94

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	5,761	6,283	5,778	6,824	7,248	
货币资金	2,373	1,710	1,131	1,363	1,383	
应收票据	909	1,236	1,611	1,971	2,148	
应收账款	394	882	658	805	877	
预付账款	19	53	35	42	45	
存货	245	926	674	803	862	
其他	1,823	1,476	1,670	1,842	1,933	
非流动资产	29,498	37,171	40,167	41,569	42,816	
长期股权投资	772	1,001	1,051	1,101	1,151	
固定资产(合计)	8,935	19,087	25,750	28,331	29,750	
无形资产	5,230	6,096	6,936	7,776	8,615	
其他	14,562	10,987	6,430	4,362	3,300	
资产总计	35,259	43,454	45,945	48,394	50,064	
流动负债	9,540	12,903	14,104	15,284	15,791	
短期借款	1,815	5,411	5,311	5,211	5,111	
应付票据	540	993	927	1,103	1,185	
应付账款	3,435	3,595	4,227	5,030	5,405	
其他	3,751	2,904	3,639	3,940	4,090	
非流动负债	13,204	19,061	20,104	20,903	21,403	
长期借款	7,739	13,791	14,791	15,591	16,091	
其他	5,465	5,270	5,313	5,312	5,312	
负债合计	22,744	31,965	34,208	36,187	37,194	
少数股东权益	1,101	1,067	1,076	1,109	1,155	
归属母公司股东权益	11,414	10,422	10,662	11,098	11,715	
负债和股东权益	35,259	43,454	45,945	48,394	50,064	

重要财务指标						单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	9,403	8,900	11,596	14,189	15,467	
同比(%)	-20.6%	-5.4%	30.3%	22.4%	9.0%	
归属母公司净利润	732	104	124	436	617	
同比(%)	-66.6%	-85.8%	19.4%	250.8%	41.4%	
毛利率(%)	29.2%	26.0%	24.4%	26.5%	27.5%	
ROE%	6.4%	1.0%	1.2%	3.9%	5.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.05	0.06	0.20	0.29	
P/E	15.00	105.52	88.38	25.19	17.81	
P/B	0.96	1.05	1.03	0.99	0.94	
EV/EBITDA	13.58	22.50	9.32	8.13	7.41	

利润表						单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	9,403	8,900	11,596	14,189	15,467	
营业成本	6,654	6,584	8,766	10,431	11,208	
营业税金及附加	473	386	543	665	725	
销售费用	23	22	25	30	33	
管理费用	1,110	1,297	1,532	1,874	2,043	
研发费用	217	358	305	373	407	
财务费用	170	361	725	761	782	
减值损失合计	-176	1	5	5	5	
投资净收益	172	59	255	312	340	
其他	172	159	200	245	267	
营业利润	924	110	161	617	881	
营业外收支	-1	88	21	21	21	
利润总额	923	198	182	638	902	
所得税	175	86	48	169	239	
净利润	747	112	134	469	663	
少数股东损益	15	8	9	33	46	
归属母公司净利润	732	104	124	436	617	
EBITDA	1,694	1,342	3,445	4,006	4,447	
EPS(当年)(元)	0.34	0.05	0.06	0.20	0.29	

现金流量表						单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,446	280	3,980	3,973	4,056	
净利润	747	112	134	469	663	
折旧摊销	599	929	2,538	2,608	2,763	
财务费用	201	367	733	766	789	
投资损失	-172	-59	-255	-312	-340	
营运资金变动	-102	-1,073	864	465	204	
其它	173	4	-33	-23	-23	
投资活动现金流	-6,742	-9,807	-5,251	-3,675	-3,647	
资本支出	-7,877	-9,635	-5,985	-3,982	-3,982	
长期投资	1,080	-225	0	0	0	
其他	54	53	734	307	335	
筹资活动现金流	4,159	8,848	692	-66	-389	
吸收投资	58	46	0	0	0	
借款	4,629	9,649	900	700	400	
支付利息或股息	-991	-1,141	-733	-766	-789	
现金流净增加额	-1,138	-679	-580	232	20	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。