

煤炭成本大幅下降，25Q2 盈利环比扭亏

2025 年 08 月 26 日

➤ **事件：**2025 年 8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 51.52 亿元，同比增长 27.34%；归属于母公司所有者的净亏损 509.51 万元，上年同期净利润 3727.48 万元，由盈转亏。

➤ **25Q2 业绩同比大增，环比扭亏。**25Q2 公司实现归母净利润 9947.68 万元，同比增长 523.69%，环比扭亏为盈。

➤ **25H1 产量大增，价格下跌影响利润。**25H1 公司商品煤产量 515.37 万吨，同比增长 15.27%，实现商品煤销量 394.71 万吨，同比下降 3.1%。吨煤销售收入为 648.79 元，同比下降 22.34%，吨煤成本为 513.23 元，同比下降 20.31%。吨煤毛利 135.55 元，同比下降 29.16%。吨煤毛利率 20.89%，同比下降 2.01 个百分点。

➤ **25Q2 产销同、环比增长，成本大幅下降。**25Q2 公司商品煤产量为 297.38 万吨，同比增长 22.19%，环比增长 36.42%；商品煤销量为 225.86 万吨，同比增长 3.94%，环比增长 33.76%。吨煤收入 631.47 元，同比下降 19.44%，环比下降 6.02%，吨煤成本 451.53 元/吨，同比下降 27.78%，环比下降 24.21%。吨煤毛利 179.94 元，同比增长 13.46%，环比增长 136.22%。吨煤毛利率 28.50%，同比增长 8.26 个百分点，环比增长 17.16 个百分点。

➤ **25H1 公司发电量大增。**25H1 公司完成发电量 71.13 亿千瓦时，同比增长 380.01%，实现上网电量 66.90 亿千瓦时，同比增长 375.23%，其中火力发电量 59.13 亿元，同比增长 532.05%，新能源发电 7.78 亿千瓦时，同比增长 64.61%。平均上网电价为 0.3656 元/千瓦时，同比下降 0.57%。25Q2 公司完成发电量 34.44 亿千瓦时，同比增长 273.06%，环比下降 6.62%，完成上网电量 32.28 亿千瓦时，同比增长 267.04%，环比下降 6.75%。平均上网电价为 0.3590 元/千瓦时，同比下降 2.03%，环比下降 3.46%。

➤ **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利为 2.36/3.05/3.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.14/0.17 元，对应 2025 年 8 月 26 日收盘价的 PE 分别为 46/36/31 倍。考虑到公司电力业务逐步扩张，煤电一体化盈利模式逐步形成，抗风险能力逐步增强，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 煤炭价格波动的风险。2) 项目进度不及预期的风险。3) 成本超预期上升风险。

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
5.10 元

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lih@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.盘江股份 (600395.SH) 2024 年业绩预告点评：24Q4 成本压降，业绩环比改善-2025/01/17
- 2.盘江股份 (600395.SH) 2024 年半年报点评：煤价回调盈利承压，煤电新能源布局形成-2024/08/27
- 3.盘江股份 (600395.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：23 年业绩承压，逐步形成煤电新能源一体化格局-2024/04/23
- 4.盘江股份 (600395.SH) 2023 年三季报点评：煤价下跌压缩利润，产能有望持续扩张-2023/10/29
- 5.盘江股份 (600395.SH) 2023 年半年报点评：售价下滑致业绩受损，在建项目进展顺利-2023/08/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8,900	10,587	11,298	12,000
增长率 (%)	-5.4	19.0	6.7	6.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	104	236	305	356
增长率 (%)	-85.8	126.8	29.2	16.5
每股收益 (元)	0.05	0.11	0.14	0.17
PE	105	46	36	31
PB	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,900	10,587	11,298	12,000
营业成本	6,584	7,725	8,145	8,578
营业税金及附加	386	455	486	516
销售费用	22	21	23	24
管理费用	1,297	1,546	1,650	1,752
研发费用	358	423	452	480
EBIT	413	607	747	866
财务费用	361	383	441	502
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	59	74	79	84
营业利润	110	300	387	450
营业外收支	88	-2	-2	-2
利润总额	198	298	385	448
所得税	86	57	73	85
净利润	112	241	311	363
归属于母公司净利润	104	236	305	356
EBITDA	1,342	1,622	1,926	2,192

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,710	1,284	901	921
应收账款及票据	2,118	2,529	2,699	2,867
预付款项	53	62	65	69
存货	926	987	1,041	1,096
其他流动资产	1,476	1,629	1,736	1,842
流动资产合计	6,283	6,492	6,441	6,794
长期股权投资	1,001	1,001	1,001	1,001
固定资产	19,087	24,271	28,893	33,075
无形资产	6,096	6,096	6,096	6,096
非流动资产合计	37,171	40,191	43,691	46,990
资产合计	43,454	46,683	50,132	53,785
短期借款	5,411	6,211	7,111	8,011
应付账款及票据	4,588	4,571	4,819	5,076
其他流动负债	2,904	3,037	3,222	3,406
流动负债合计	12,903	13,819	15,152	16,493
长期借款	13,791	15,791	17,791	19,991
其他长期负债	5,270	5,313	5,313	5,313
非流动负债合计	19,061	21,104	23,104	25,304
负债合计	31,965	34,924	38,256	41,797
股本	2,147	2,147	2,147	2,147
少数股东权益	1,067	1,072	1,078	1,085
股东权益合计	11,489	11,759	11,876	11,987
负债和股东权益合计	43,454	46,683	50,132	53,785

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.36	18.96	6.72	6.21
EBIT 增长率	-62.31	46.88	23.08	15.92
净利润增长率	-85.78	126.84	29.20	16.52
盈利能力 (%)				
毛利率	26.02	27.03	27.91	28.51
净利润率	1.17	2.23	2.70	2.96
总资产收益率 ROA	0.24	0.51	0.61	0.66
净资产收益率 ROE	1.00	2.21	2.83	3.26
偿债能力				
流动比率	0.49	0.47	0.43	0.41
速动比率	0.31	0.28	0.25	0.24
现金比率	0.13	0.09	0.06	0.06
资产负债率 (%)	73.56	74.81	76.31	77.71
经营效率				
应收账款周转天数	25.80	33.00	34.87	34.95
存货周转天数	32.00	44.58	44.81	44.84
总资产周转率	0.23	0.23	0.23	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.11	0.14	0.17
每股净资产	4.86	4.98	5.03	5.08
每股经营现金流	0.13	0.45	0.87	0.99
每股股利	0.04	0.09	0.12	0.14
估值分析				
PE	105	46	36	31
PB	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	24.07	19.91	16.77	14.73
股息收益率 (%)	0.78	1.78	2.30	2.68

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	112	241	311	363
折旧和摊销	929	1,015	1,179	1,327
营运资金变动	-1,073	-618	-1	8
经营活动现金流	280	959	1,867	2,126
资本开支	-9,635	-4,505	-4,668	-4,615
投资	-225	0	0	0
投资活动现金流	-9,807	-3,947	-4,589	-4,531
股权募资	46	0	0	0
债务募资	9,984	2,923	3,000	3,200
筹资活动现金流	8,848	2,562	2,338	2,425
现金净流量	-679	-426	-384	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048