

盘江股份 (600395.SH) Q2 盈利显著修复, 煤价上行和电力放量助力改善

2025年08月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2025/8/26
当前股价(元)	5.10
一年最高最低(元)	6.45/4.41
总市值(亿元)	109.48
流通市值(亿元)	109.48
总股本(亿股)	21.47
流通股本(亿股)	21.47
近3个月换手率(%)	49.41

● Q2 盈利显著修复, 煤价上行和电力放量助力改善, 维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报, 2025H1 实现营业收入 51.5 亿元, 同比+27.3%, 归母净利润-509.5 万元, 同比-113.67%, 扣非归母净利润-1836.2 万元, 同比+2714.9 万元; 其中 2025Q2 实现营收 26.7 亿元, 环比+7.6%, 归母净利润 9947.7 万元, 环比+2 亿, 扣非归母净利润 1 亿元, 环比+2.3 亿。考虑到公司二季度业绩增长显著, 下半年煤价有望触底反弹, 我们上调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 2.43/3.72/4.72 亿元 (前值为 0.59/1.12/1.63 亿元), 同比+133.4%/+53.1%/+26.9%; EPS 分别为 0.11/0.18/0.22 元, 对应当前股价 PE 为 45.0/29.4/23.2 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。

● 上半年煤价下行拖累吨煤盈利, 新能源电量激增驱动电力板块高增长

(1) 煤炭业务: 产量方面, 2025H1 商品煤产量/对外销量 515.4/394.7 万吨, 同比+15.3%/-3.1%, 2025Q2 商品煤产量/对外销量 297.4/225.9 万吨, 环比+36.4%/+33.8%。价格方面, 2025H1 公司吨煤售价 684.8 元/吨, 同比-22.3%, 2025Q2 吨煤售价 631.5 元/吨, 环比-6%。成本方面, 2025H1 吨煤成本 513.2 元/吨, 同比-20.3%, 2025Q2 吨煤成本 451.5 元/吨, 环比-24.2%。盈利方面, 2025H1 吨煤毛利 135.6 元/吨, 同比-29.2%, 2025Q2 公司吨煤毛利为 179.9 元/吨, 环比+136.2%。(2) 电力业务: 电量方面, 2025H1 公司发电量/上网电量为 71.3/66.9 亿度, 同比+380%/+375.2%, 2025Q2 发电量/上网电量为 34.4/32.3 亿度, 环比-6.6%/-6.8%。电价方面, 2025H1 平均上网电价 (不含税) 为 0.3656 元/度, 同比-0.6%; 2025Q2 平均上网电价 (不含税) 0.359 元/度, 环比-3.4%。

● 煤炭产能释放进入收获期, 煤电新能源发电项目稳步推进

(1) 煤炭产能释放: 公司半年报显示马依西一井 240 万吨/年项目一采区 (120 万吨/年) 已于 2023 年 2 月取得安全生产许可证并进入正式生产, 二采区建设同步推进; 恒普发耳二矿 90 万吨/年项目于 2023 年 12 月取得安全生产许可证并进入正式生产。上述矿井全面达产后, 可贡献年产能 330 万吨, 为公司“富矿精开”战略提供坚实增量。(2) 煤电新能源一体化: 截至 2025 年 6 月底, 公司已建成投产火力发电 264 万千瓦, 共同投资建设新能源装机 393.96 万千瓦, 其中并网容量 303.14 万千瓦, 已形成“风光火储”多能互补的供应格局, 盈利结构由单一煤炭驱动转为“双轮驱动”。随着后续安顺、盘州两大综合能源基地全面建成, 公司可持续巩固区域清洁能源龙头地位。(3) 政策红利: 公司子公司主营业务符合《西部地区鼓励类产业目录》, 2025 年起继续享受 15% 企业所得税优惠, 同时获得顶峰发电奖补、增值税退税等其他收益合计 4856.3 万元, 直接增厚当期利润, 为公司新能源扩张提供长期政策支持。

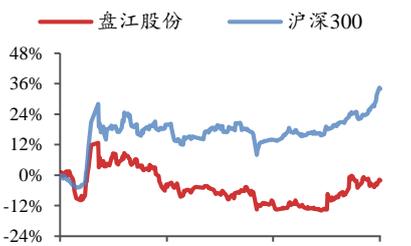
● 风险提示: 经济增长不及预期; 煤价下跌超预期; 新增产能进度不及预期。

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	9,650	10,226	10,611
YOY(%)	-20.6	-5.4	8.4	6.0	3.8
归母净利润(百万元)	732	104	243	372	472
YOY(%)	-66.6	-85.8	133.4	53.1	26.9
毛利率(%)	29.2	26.0	25.7	28.0	30.6
净利率(%)	7.8	1.2	2.5	3.6	4.5
ROE(%)	6.0	1.0	2.2	3.4	4.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.05	0.11	0.17	0.22
P/E(倍)	14.9	105.1	45.0	29.4	23.2
P/B(倍)	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压, 电力业务量价齐升—公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告》-2025.5.8

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5761	6283	5488	6653	5904
现金	2373	1710	1854	1965	2039
应收票据及应收账款	1302	2118	1776	2181	1995
其他应收款	100	108	117	122	126
预付账款	19	53	25	58	28
存货	245	926	349	960	349
其他流动资产	1723	1367	1367	1367	1367
非流动资产	29498	37171	39163	40875	42285
长期投资	772	1001	1273	1603	1912
固定资产	8940	19092	20866	22193	23063
无形资产	5230	6099	6835	7699	8761
其他非流动资产	14557	10978	10188	9381	8550
资产总计	35259	43454	44651	47528	48190
流动负债	9540	12903	20280	22061	25440
短期借款	1815	5411	7727	13159	16644
应付票据及应付账款	3975	4588	8616	4838	4735
其他流动负债	3751	2904	3938	4064	4060
非流动负债	13204	19061	16592	14026	11357
长期借款	7739	13791	11322	8755	6087
其他非流动负债	5465	5270	5270	5270	5270
负债合计	22744	31965	36872	36087	36796
少数股东权益	1101	1067	1080	1096	1119
股本	2147	2147	2147	2147	2147
资本公积	4797	4737	4737	4737	4737
留存收益	4750	4254	4343	4469	4596
归属母公司股东权益	11414	10422	10580	10345	10274
负债和股东权益	35259	43454	44651	47528	48190

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1446	280	2834	1171	3084
净利润	747	112	257	388	495
折旧摊销	597	918	1080	1220	1355
财务费用	170	361	494	570	675
投资损失	-172	-59	-63	-127	-105
营运资金变动	-102	-1073	1062	-882	666
其他经营现金流	206	20	4	1	-2
投资活动现金流	-6742	-9807	-3021	-2814	-2665
资本支出	7877	9635	2801	2602	2457
长期投资	1100	-225	-272	-330	-309
其他投资现金流	34	53	52	118	100
筹资活动现金流	4159	8848	-1985	-3678	-3830
短期借款	199	3596	2315	5432	3486
长期借款	4430	6052	-2469	-2567	-2669
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-60	0	0	0
其他筹资现金流	-470	-741	-1831	-6543	-4647
现金净增加额	-1138	-679	-2171	-5321	-3412

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9403	8900	9650	10226	10611
营业成本	6654	6584	7169	7361	7361
营业税金及附加	473	386	456	480	499
营业费用	23	22	20	22	24
管理费用	1110	1297	1165	1322	1363
研发费用	217	358	221	260	296
财务费用	170	361	494	570	675
资产减值损失	-176	1	0	0	0
其他收益	161	159	138	166	156
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	172	59	63	127	105
资产处置收益	2	-2	-10	-9	-5
营业利润	924	110	321	503	657
营业外收入	40	128	49	55	68
营业外支出	41	40	34	36	38
利润总额	923	198	336	523	687
所得税	175	86	80	135	192
净利润	747	112	257	388	495
少数股东损益	15	8	14	16	23
归属母公司净利润	732	104	243	372	472
EBITDA	2069	2303	2178	2653	3133
EPS(元)	0.34	0.05	0.11	0.17	0.22

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-20.6	-5.4	8.4	6.0	3.8
营业利润(%)	-66.1	-88.1	191.4	56.8	30.5
归属于母公司净利润(%)	-66.6	-85.8	133.4	53.1	26.9
获利能力					
毛利率(%)	29.2	26.0	25.7	28.0	30.6
净利率(%)	7.8	1.2	2.5	3.6	4.5
ROE(%)	6.0	1.0	2.2	3.4	4.3
ROIC(%)	4.1	2.1	2.2	2.6	3.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	73.6	73.9	75.9	76.4
净负债比率(%)	121.0	213.0	216.4	245.2	253.3
流动比率	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	25.4	14.0	19.7	16.8	18.3
应付账款周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.05	0.11	0.17	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.13	1.32	0.55	1.44
每股净资产(最新摊薄)	5.32	4.86	4.93	4.82	4.79
估值比率					
P/E	14.9	105.1	45.0	29.4	23.2
P/B	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.1	15.8	17.1	15.1	13.1

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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