

盘江股份 (600395.SH)

量增本降, 业绩改善

中性

核心观点

公司发布 2025 年报: 2025 年公司实现营收 97.6 亿元 (+9.7%), 归母净利润 3.3 亿元 (+216.3%), 扣非归母净利润 2.7 亿元 (+1053.3%); 其中 2025Q4 公司实现营收 25.3 亿元 (+3.3%), 归母净利润 3.5 亿元 (+402.9%), 扣非归母净利润 3.3 亿元 (+1943.6%)。

煤炭业务: 煤炭成本下降抵消售价下滑, 毛利率改善。 2025 年公司煤炭产销量修复, 商品煤产量 1009 万吨, 同比+6.8%; 商品煤销量 1011 万吨, 同比+7%, 其中自用量 215 万吨 (+34%), 对外销量 796 万吨 (+1.5%), 分煤种看, 动力煤由于自用量增加&产量下降致外销量同比减少 18.6%至 372 万吨 (-18.6%), 焦煤销量则修复至 424 万吨 (+29.3%)。盈利方面, 吨煤售价/吨煤成本/吨煤毛利分别为 688/499/189 元/吨, 分别同比-120/+123/+3 元/吨, 成本大幅下降主要系成本管控以及事故影响消退, 分类看材料费、职工薪酬、电费分别同比下降 38/56/22 元/吨。全年煤炭业务实现毛利润 15 亿元, 同比+3.3%。

发电业务: 在建项目陆续投运, 发电量大幅增长, 盈利增加。 普定 2 号机组于 2025 年 1 月投入商业运营, 2025 年公司发/上网电量分别为 119/111 亿千瓦时, 分别同比+82.1%/+82.6%, 其中燃煤发/上网电量分别为 99/92 亿千瓦时, 分别同比+84%/+85%, 光伏发/上网电量分别为 19/19 亿千瓦时, 分别同比+73%/+71%。2025 年平均上网电价 0.359 元/千瓦时, 同比-2.3%, 燃煤/光伏上网电价分别同比-0.6%/-11.2%。成本方面, 受在建项目陆续投运的影响, 职工薪酬、折旧等费用增加, 度电成本同比增加 0.021 元/千瓦时。全年发电业务实现毛利润 8 亿元, 同比+28.2%。

深入推进煤炭煤电与新能源一体化发展。 公司围绕建设新型综合能源基地和打造西南地区煤炭保供中心战略定位, 聚焦煤炭、先进煤电和新能源一体化发展方向。一是夯实“煤”基础, 2025 年公司加快杨山煤矿露采项目 (100 万吨/年) 和马依西一井二采区 (120 万吨/年) 建设, 建成投产马依公司和恒普公司选煤厂, 火烧铺矿中煤高品质项目建成试运行, 接续采区建设和矿井技改扩能有序推进。二是做优“电”板块, 2025 年公司新增新能源电力装机 132 万千瓦。截至 2025 年底, 公司已建成投运先进燃煤发电装机 264 万千瓦, 在建先进燃煤发电装机 132 万千瓦, 新能源发电并网装机规模达 320 万千瓦, 在建装机 74 万千瓦。

分红总额提高, 分红率下降。 2025 年公司派发现金分红 1.3 亿元, 同比+50%; 分红率为 39.1%, 同比下降 43.3pct。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“中性”评级。

2026 年受印尼煤炭减产以及地缘冲突等影响, 虽然煤价中枢上行, 但考虑公司部分产能投运延迟, 下调盈利预测。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 6.6/7.5/7.8 亿元 (2026 年前值为 9.2 亿元)。维持“中性”评级。

风险提示: 经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

公司研究 · 财报点评

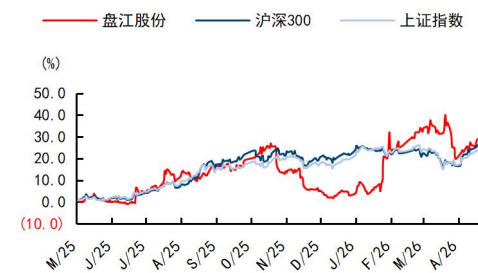
煤炭 · 煤炭开采

证券分析师: 刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师: 胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	5.84 元
总市值/流通市值	12536/12536 百万元
52 周最高价/最低价	6.44/4.46 元
近 3 个月日均成交额	270.11 百万元

市场走势



相关研究报告

《盘江股份 (600395.SH) - 煤炭销量下滑、成本上涨拖累业绩, 煤电新一体化发展稳步推进》——2024-08-30
 《盘江股份 (600395.SH) - 煤价下行、销量下滑拖累业绩, 煤电新一体化发展改善可期》——2024-04-25

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,900	9,762	11,354	11,959	14,226
(+/-%)	-5.4%	9.7%	16.3%	5.3%	19.0%
净利润(百万元)	104	329	657	746	776
(+/-%)	-85.8%	216.3%	99.2%	13.7%	4.0%
每股收益(元)	0.05	0.15	0.31	0.35	0.36
EBIT Margin	2.8%	9.9%	11.7%	12.8%	11.5%
净资产收益率(ROE)	1.0%	3.1%	5.9%	6.5%	6.5%
市盈率(PE)	119.9	37.9	19.0	16.7	16.1
EV/EBITDA	38.1	21.6	15.0	13.5	13.0
市净率(PB)	1.20	1.17	1.13	1.09	1.04

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+16.3%/+5.3%/+19.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 28.0%/29.1%/27.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1710	2482	2507	2532	2558	营业收入	8900	9762	11354	11959	14226
应收款项	2227	2370	2757	2904	3454	营业成本	6584	7207	8171	8476	10277
存货净额	926	688	704	695	864	营业税金及附加	386	373	434	457	544
其他流动资产	1420	1187	1380	1454	1729	销售费用	22	21	24	25	30
流动资产合计	6283	6727	7348	7584	8605	管理费用	1297	904	1051	1107	1317
固定资产	27138	31004	35066	38728	41111	研发费用	358	294	342	360	429
无形资产及其他	6096	5952	5714	5476	5238	财务费用	361	598	545	631	690
投资性房地产	2936	2689	2689	2689	2689	投资收益	59	(18)	(18)	(18)	(18)
长期股权投资	1001	962	923	963	993	资产减值及公允价值变动	1	(7)	(12)	(12)	(12)
资产总计	43454	47334	51740	55440	58636	其他收入	(199)	(186)	(230)	(248)	(316)
短期借款及交易性金融负债	7178	10285	14482	18107	19876	营业利润	110	448	869	984	1022
应付款项	4588	4032	4123	4071	5061	营业外净收支	88	(24)	(24)	(24)	(24)
其他流动负债	1138	1133	1179	1174	1460	利润总额	198	424	845	961	999
流动负债合计	12903	15450	19783	23353	26397	所得税费用	86	69	136	155	161
长期借款及应付债券	13791	15260	15260	15260	15260	少数股东损益	8	26	52	59	62
其他长期负债	5270	4910	4550	4190	3830	归属于母公司净利润	104	329	657	746	776
长期负债合计	19061	20170	19810	19450	19090	现金流量表 (百万元)					
负债合计	31965	35620	39593	42802	45487	净利润	104	329	657	746	776
少数股东权益	1067	1080	1112	1148	1186	资产减值准备	(177)	8	3	1	1
股东权益	10422	10634	11035	11490	11963	折旧摊销	916	1265	2150	2563	2843
负债和股东权益总计	43454	47334	51740	55440	58636	公允价值变动损失	(1)	7	12	12	12
关键财务与估值指标						财务费用	361	598	545	631	690
每股收益	0.05	0.15	0.31	0.35	0.36	营运资本变动	(1378)	(339)	(805)	(627)	(79)
每股红利	0.53	0.38	0.12	0.14	0.14	其它	178	8	29	35	37
每股净资产	4.86	4.95	5.14	5.35	5.57	经营活动现金流	(357)	1279	2045	2730	3589
ROIC	0.24%	1.47%	2%	2%	2%	资本开支	0	(4901)	(6000)	(6000)	(5000)
ROE	1.00%	3.10%	6%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	26%	28%	29%	28%	投资活动现金流	(229)	(4862)	(5961)	(6040)	(5030)
EBIT Margin	3%	10%	12%	13%	11%	权益性融资	0	11	0	0	0
EBITDA Margin	13%	23%	31%	34%	31%	负债净变化	6052	1469	0	0	0
收入增长	-5%	10%	16%	5%	19%	支付股利、利息	(1141)	(822)	(256)	(291)	(303)
净利润增长率	-86%	216%	99%	14%	4%	其它融资现金流	(9899)	3050	4197	3626	1769
资产负债率	76%	78%	79%	79%	80%	融资活动现金流	(76)	4355	3941	3335	1466
股息率	9.1%	6.6%	2.0%	2.3%	2.4%	现金净变动	(662)	772	25	25	25
P/E	119.9	37.9	19.0	16.7	16.1	货币资金的期初余额	2373	1710	2482	2507	2532
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1710	2482	2507	2532	2558
EV/EBITDA	38.1	21.6	15.0	13.5	13.0	企业自由现金流	0	(3167)	(3539)	(2779)	(869)
						权益自由现金流	0	1351	201	318	321

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032