

华阳股份 (600348.SH) 煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤矿成长及转型

2025 年 04 月 28 日

——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

●煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤矿成长及转型，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 250.6 亿元，同比-12.1%，归母净利润 22.2 亿元，同比-57.1%，扣非归母净利润 21 亿元，同比-58.7%；其中 2024Q4 实现营收 64.6 亿元，环比+0.9%，归母净利润 4.1 亿元，环比-22%，扣非归母净利润 3.7 亿元，环比-28.5%。2025Q1 实现营收 58.2 亿元，同比-5.5%，归母净利润 6 亿元，同比-31.2%，扣非归母净利润 6.3 亿元，同比-19.1%。考虑到煤价下跌，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 27.3/30.7/34.1 亿元（2025-2026 年前值为 31.0/33.9 亿元），同比+22.8%/+12.3%/+11.1%；EPS 为 0.76/0.85/0.95 元，对应当前股价 PE 为 8.7/7.7/7.0 倍。公司在建及规划产能充足，煤炭产能仍有增量，同时钠离子电池、光伏组件、飞轮储能及碳纤维等新能源新材料业务进展顺利，维持“买入”评级。

● 2024 年煤炭量减价跌拖累业绩，2025Q1 煤炭产销提升对冲价跌影响

(1) **煤炭产量方面**：2024 年公司原煤产量 3837 万吨，同比-7.7%；2025Q1 公司原煤产量 993.6 万吨，同比+16.9%。(2) **商品煤销量方面**：2024 年公司煤炭销量 3554.3 万吨，同比-13.3%，其中块煤/粉煤/末煤/煤泥销量 376/207.2/2494/141 万吨，同比-5.9%/+31.2%/-26.8%/+5.7%；2025Q1 公司煤炭销量 875.4 万吨，同比+5.7%。(3) **吨煤价格方面**：2024 年公司吨煤售价 567 元/吨，同比-6.4%，其中块煤/粉煤/末煤/煤泥吨煤售价 797/912/503/312 元/吨，同比-18.4%/-23.6%/-7.7%/-7.6%；2025Q1 公司吨煤售价 511.5 元/吨，同比-13.1%。(4) **吨煤成本方面**：2024 年公司吨煤成本 339 元/吨，同比+14.7%，其中块煤/粉煤/末煤吨煤成本 401.6/412/300.6 元/吨，同比+6.7%/-48.4%/+9.5%；2025Q1 公司吨煤成本 292 元/吨，同比-19.1%。(5) **吨煤毛利方面**：2024 年公司吨煤毛利 228 元/吨，同比-26.5%，其中块煤/粉煤/末煤吨煤毛利 395.6/500/203 元/吨，同比-34.1%/+26.5%/-25.2%；2025Q1 工地吨煤毛利 219 元/吨，同比-3.4%。

● 在建煤矿贡献增量及转型业务稳步发展，2024 年分红比例小幅提升

(1) 煤炭产能仍有增量：2024 年公司 500 万吨/年七元煤矿启动联合试运转，平舒纳入 500 万吨/年生产矿井序列，榆树坡取得 500 万吨/年安全生产许可证；同时，当前 500 万吨/年泊里矿正有序建设，预计 2026 年投产；此外，2024 年 8 月公司以 68 亿元竞拍得山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，煤炭资源量达 62990.5 万吨，公司远期产能仍有增量。

(2) 新能源、新材料转型业务稳步发展：公司加快壮大新能源新材料产业，2024 年公司成功研发华阳首创、全国首台钠电煤矿应急电源，并在景福、开元成功运行，光伏组件产品良率达到 99.2%。

(3) **提分红彰显投资价值**：2024 年公司现金分红总额 11.15 亿元，分红比例为 50.11%，同比+0.1pct，按照 4 月 25 日收盘价计算，当前公司股息率为 4.7%。

● **风险提示：**煤价下跌超预期；新建产能不及预期；新业务转型进度不及预期。

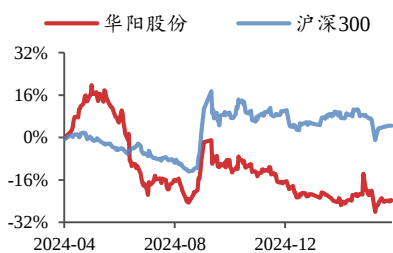
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,518	25,060	24,866	26,358	28,733
YOY(%)	-18.6	-12.1	-0.8	6.0	9.0
归母净利润(百万元)	5,179	2,225	2,733	3,068	3,410
YOY(%)	-26.3	-57.0	22.8	12.3	11.1
毛利率(%)	44.9	34.4	33.5	34.5	35.4
净利率(%)	18.2	8.9	11.0	11.6	11.9
ROE(%)	18.8	6.9	7.7	8.4	8.8
EPS(摊薄/元)	1.44	0.62	0.76	0.85	0.95
P/E(倍)	4.6	10.7	8.7	7.7	7.0
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

日期	2025/4/25
当前股价(元)	6.57
一年最高最低(元)	11.36/6.17
总市值(亿元)	237.01
流通市值(亿元)	237.01
总股本(亿股)	36.08
流通股本(亿股)	36.08
近 3 个月换手率(%)	51.87

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩环比大增，关注煤矿成长及高分红潜力—公司信息更新报告》
-2024.11.1

《量价下滑致业绩承压，关注煤矿成长及高分红潜力—公司2024年中报点评报告》-2024.8.30

《煤炭量价致业绩承压，提分红彰显投资价值—公司2024年一季报点评报告》-2024.4.29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18123	15307	16916	16809	17421
现金	14497	11620	13758	12562	13804
应收票据及应收账款	1972	1963	1633	2335	1904
其他应收款	55	97	28	117	34
预付账款	411	295	417	331	488
存货	677	802	667	875	778
其他流动资产	511	530	413	588	413
非流动资产	53448	65665	64647	66034	68492
长期投资	1255	1327	1437	1561	1679
固定资产	28846	30004	30613	32063	33850
无形资产	6332	13259	14264	15548	17211
其他非流动资产	17015	21075	18334	16862	15752
资产总计	71571	80971	81563	82843	85912
流动负债	25908	22209	23584	26658	30549
短期借款	2780	2923	2851	2887	7708
应付票据及应付账款	11374	12500	11300	13649	13117
其他流动负债	11754	6787	9433	10122	9723
非流动负债	13497	20935	16989	13538	10250
长期借款	11042	18475	14532	11080	7792
其他非流动负债	2455	2460	2457	2459	2458
负债合计	39405	43144	40573	40196	40799
少数股东权益	4303	4550	4979	5486	6046
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	63	64	64	64	64
留存收益	22887	22438	24757	27418	30696
归属母公司股东权益	27863	33278	36011	37161	39068
负债和股东权益	71571	80971	81563	82843	85912

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6938	3488	5221	8490	6914
净利润	6050	2604	3162	3575	3970
折旧摊销	2479	2278	2740	3041	3419
财务费用	391	499	226	65	31
投资损失	-64	-72	-69	-68	-70
营运资金变动	-2304	-2053	-790	1889	-416
其他经营现金流	387	231	-48	-11	-20
投资活动现金流	-7027	-13737	-1605	-4349	-5788
资本支出	6591	13370	1902	4158	5832
长期投资	0	-2	-110	-125	-118
其他投资现金流	-436	-365	407	-66	162
筹资活动现金流	-3341	6817	-1478	-5337	-4723
短期借款	-2011	143	-71	36	4821
长期借款	-1688	7433	-3944	-3452	-3288
普通股增加	1203	0	0	0	0
资本公积增加	-9	1	0	0	0
其他筹资现金流	-835	-760	2537	-1920	-6257
现金净增加额	-3428	-3433	2138	-1195	-3597

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28518	25060	24866	26358	28733
营业成本	15713	16432	16545	17260	18563
营业税金及附加	2097	1922	1821	1963	2149
营业费用	124	108	99	111	120
管理费用	1495	1683	1312	1514	1699
研发费用	703	928	566	742	843
财务费用	391	499	226	65	31
资产减值损失	-21	-14	0	0	0
其他收益	160	133	144	146	141
公允价值变动收益	30	-4	28	18	14
投资净收益	64	72	69	68	70
资产处置收益	1	0	2	1	1
营业利润	7927	3673	4541	4937	5555
营业外收入	66	35	48	50	44
营业外支出	105	93	320	173	195
利润总额	7888	3615	4269	4814	5404
所得税	1838	1011	1106	1239	1434
净利润	6050	2604	3162	3575	3970
少数股东损益	870	379	429	507	560
归属母公司净利润	5179	2225	2733	3068	3410
EBITDA	10829	6940	7362	8072	9075
EPS(元)	1.44	0.62	0.76	0.85	0.95

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.6	-12.1	-0.8	6.0	9.0
营业利润(%)	-31.4	-53.7	23.6	8.7	12.5
归属于母公司净利润(%)	-26.3	-57.0	22.8	12.3	11.1
获利能力					
毛利率(%)	44.9	34.4	33.5	34.5	35.4
净利率(%)	18.2	8.9	11.0	11.6	11.9
ROE(%)	18.8	6.9	7.7	8.4	8.8
ROIC(%)	13.3	5.9	5.9	6.7	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	55.1	53.3	49.7	48.5	47.5
净负债比率(%)	18.1	31.2	20.6	14.7	14.8
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	15.0	12.7	13.9	13.3	13.6
应付账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.62	0.76	0.85	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	0.97	1.45	2.35	1.92
每股净资产(最新摊薄)	7.72	7.57	8.33	8.65	9.17
估值比率					
P/E	4.6	10.7	8.7	7.7	7.0
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.1	5.8	5.0	4.4	4.0

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

2 / 4

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。

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