

信义山证汇通天下

证券研究报告

无烟煤

华阳股份（600348.SH）

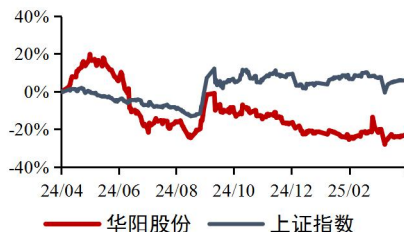
增持-A(维持)

煤炭量价下行影响业绩，产能释放仍有空间

2025 年 4 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 28 日

收盘价（元）：	6.62
年内最高/最低（元）：	11.36/6.17
流通 A 股/总股本（亿股）：	36.08/36.08
流通 A 股市值（亿元）：	238.82
总市值（亿元）：	238.82

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	0.17
摊薄每股收益(元)：	0.17
每股净资产(元)：	10.75
净资产收益率(%)：	1.87

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布 2024 年度报告&2025 年一季报：报告期内公司实现营业收入 250.60 亿元，同比-12.13%；实现归母净利润 22.25 亿元，同比-57.05%；扣非后归母净利润 20.98 亿元，同比-58.73%；经营活动流量净额 34.88 亿元，同比-49.73%。基本每股收益 0.59 元/股，加权平均净资产收益率 7.76%，同比减少 11.69 个百分点。2025 年一季度，公司实现营业收入 58.17 亿元，同比-5.53%；实现归母净利润 5.97 亿元，同比-31.18%；扣非后归母净利润 6.31 亿元。

事件点评

➤ 煤炭累计量、价回落，导致业绩下滑。公司 2024 年实现原煤产量 3837 万吨，同比-16.42%；煤炭销量 3554 万吨，同比-13.32%；产销量下滑主要受煤炭需求及上半年山西煤炭安监等影响；全年吨煤平均售价 567.04 元/吨，同比-6.40%；吨煤成本 338.99 元/吨，同比+14.66%；吨煤毛利 228.05 元/吨，同比-26.48%；吨煤成本受产量规模减少影响导致有所增长。煤炭业务营收 201.54 亿元，同比-18.86%；成本 120.48 亿元，同比-0.61%；毛利率 40.22%，同比降低 10.98 个百分点。

➤ 2025Q1 量增价降，煤炭板块毛利率企稳回升。2025Q1 公司实现煤炭产量 993.60 万吨，同比+16.85%，环比 2024Q4 变化+3.20%；煤炭销量 875.40 万吨，同比+5.67%，环比-2.28%；煤炭综合售价 511.54 元/吨，同比-13.08%，环比-11.07%；煤炭板块收入 44.78 亿元，同比-8.15%；成本 25.58 亿元，同比-14.56%，环比-13.78%；受益于规模恢复导致的成本下降，煤炭板块 Q1 实现毛利率 42.88%，同比提高 4.29 个百分点，环比提高 0.45 个百分点。

➤ 在建煤矿叠加中标探矿权，公司煤炭业务接续有保障。公司七元煤矿（500 万吨/年）处于联合试运转状态，逐步释放产量；泊里煤矿（500 万吨/年）持续稳步推进；公司于 2024 年 8 月 22 日公告以 68 亿元竞得寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，增加煤炭资源约 6.3 亿吨，公司煤炭资源总储量达到近 70 亿吨，且其中大部分为稀缺煤种无烟煤，公司中长期资源保障有力。

➤ 发电量大幅增长，新能源业务继续推进。2024 年，受阳泉热电投产影响，公司发电量实现 58.63 亿千瓦时，同比+242.93%；电力板块实现营业收入 20.11 亿元，同比+295.02%；营业成本 15.92 亿元，同比+273.24%；毛利率实现 20.85%，同比增加 4.62 个百分点。新能源方面，2024 年公司加快壮大新能源新材料产业，优化新能源新材料产业格局，工商业储能柜、电动二轮车、路灯等钠电新产品亮相“第三届钠离子产业发展论坛”，华钠芯能荣获



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

“全国首批钠离子电池循环寿命测评参与单位”；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。

➤ **分红比例维持高位，或将提振公司估值水平。**根据年报利润分配预案，公司 2024 年度拟每 10 股派息（含税）3.09 元，现金分红金额（含税）约 11.15 亿元，占合并报表中归母净利润的 50.11%，同比提高 0.1 个百分点。以 4 月 25 日收盘价 6.57 元计算，股息率约 4.70%，当前低利率环境下，公司股息率仍具有一定吸引力。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.65、0.77 和 0.91 元，对应公司 4 月 25 日收盘价 6.57 元，2025-2027 年 PE 分别为 10.2\8.5\7.2。考虑到七元矿联合试运转后产量释放，泊里矿后期也将投产，煤炭产量规模增长或将弥补价格下降对盈利的影响，我们预计公司近三年业绩将有所回升，维持“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；新能源项目建设及盈利不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,518	25,060	25,733	27,610	31,260
YoY(%)	-18.6	-12.1	2.7	7.3	13.2
净利润(百万元)	5,179	2,225	2,332	2,787	3,273
YoY(%)	-26.3	-57.0	4.8	19.5	17.4
毛利率(%)	44.9	34.4	34.0	35.3	36.2
EPS(摊薄/元)	1.44	0.62	0.65	0.77	0.91
ROE(%)	18.8	6.9	6.7	7.7	8.7
P/E(倍)	4.6	10.7	10.2	8.5	7.2
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利率(%)	18.2	8.9	9.1	10.1	10.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18123	15307	14574	14240	14544
现金	14497	11620	10751	10116	9834
应收票据及应收账款	1972	1963	2078	2258	2651
预付账款	411	295	429	348	532
存货	677	802	727	880	915
其他流动资产	566	627	589	639	612
非流动资产	53448	65665	71142	77638	83069
长期投资	1255	1327	1467	1609	1750
固定资产	28846	30004	31728	33298	34663
无形资产	6332	13259	16289	20912	24557
其他非流动资产	17015	21075	21658	21819	22098
资产总计	71571	80971	85716	91877	97613
流动负债	25908	22209	23490	25580	28376
短期借款	2780	2923	2923	2923	2923
应付票据及应付账款	11374	12500	12181	13762	15215
其他流动负债	11754	6787	8387	8896	10239
非流动负债	13497	20935	21673	24176	25137
长期借款	11042	18475	19213	21716	22677
其他非流动负债	2455	2460	2460	2460	2460
负债合计	39405	43144	45163	49756	53513
少数股东权益	4303	4550	4944	5417	5972
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	63	64	64	64	64
留存收益	22887	22438	24483	27335	30445
归属母公司股东权益	27863	33278	35609	36704	38127
负债和股东权益	71571	80971	85716	91877	97613

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6938	3488	5303	7524	9042
净利润	6050	2604	2726	3260	3828
折旧摊销	2479	2278	2493	2876	3240
财务费用	391	499	227	188	243
投资损失	-64	-72	-68	-70	-69
营运资金变动	-2304	-2053	-61	1275	1809
其他经营现金流	387	231	-14	-5	-9
投资活动现金流	-7027	-13737	-7889	-9297	-8593
筹资活动现金流	-3341	6817	1716	1138	-730
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.62	0.65	0.77	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	0.97	1.47	2.09	2.51
每股净资产(最新摊薄)	7.72	7.57	8.22	8.52	8.91

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28518	25060	25733	27610	31260
营业成本	15713	16432	16988	17856	19945
营业税金及附加	2097	1922	1973	2117	2397
营业费用	124	108	111	119	135
管理费用	1495	1683	1728	1854	2100
研发费用	703	928	953	1023	1158
财务费用	391	499	227	188	243
资产减值损失	-324	-15	-154	-91	-145
公允价值变动收益	30	-4	13	5	9
投资净收益	64	72	68	70	69
营业利润	7927	3673	3827	4576	5360
营业外收入	66	35	50	42	46
营业外支出	105	93	93	93	93
利润总额	7888	3615	3785	4526	5314
所得税	1838	1011	1059	1266	1486
税后利润	6050	2604	2726	3260	3828
少数股东损益	870	379	394	473	555
归属母公司净利润	5179	2225	2332	2787	3273
EBITDA	10773	6672	6655	7825	9021

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.6	-12.1	2.7	7.3	13.2
营业利润(%)	-31.4	-53.7	4.2	19.6	17.1
归属于母公司净利润(%)	-26.3	-57.0	4.8	19.5	17.4
获利能力					
毛利率(%)	44.9	34.4	34.0	35.3	36.2
净利率(%)	18.2	8.9	9.1	10.1	10.5
ROE(%)	18.8	6.9	6.7	7.7	8.7
ROIC(%)	13.1	5.5	4.9	5.4	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.1	53.3	52.7	54.2	54.8
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
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	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
估值比率					
P/E	4.6	10.7	10.2	8.5	7.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.2	6.1	6.6	6.1	5.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

