



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 24 日

基础数据

05 月 23 日收盘价（元）	6.73
总市值（亿元）	242.78
总股本（亿股）	36.08

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

华阳股份(600348.SH)

煤价承压拖累盈利，储备资源蓄势待发

投资要点：

事件：华阳股份发布 2024 年度报告。2024 年公司实现营业收入 250.60 亿元，同比下滑 12.13%；营业成本 164.32 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 22.25 亿元，同比大幅下降 57.05%。2024 年第四季度营收环比微增 0.9%至 64.59 亿元，但归母净利润环比下降 22.0%至 4.06 亿元。2024 年，公司拟合计分红金额（含税）11.15 亿元，分红比例 50.11%，对应 5 月 23 日股息率 4.6%，对此我们点评如下：

煤炭业务面临调整，电力业务出现新增长。1）2024 年公司煤炭销售收入 201.54 亿元，同比减少 18.86%，完成商品煤销量 3,554 万吨，同比降低 13.32%。煤炭综合售价 567.04 元/吨，同比降低 6.40%。同年，公司煤炭销售成本 120.48 亿元，同比减少 0.73 亿元；单位销售成本 338.97 元，比上年同期单位销售成本 295.62 元增加 43.35 元。另外，公司外购统销煤销量同比增加 146.42%，但吨毛利率仅 3.65%，贸易业务增收不增利。2）非煤业务中电力营收同比激增 295.02%至 20.11 亿元，主因发电量同比增长 242.93%，成为新的增长极；但电力成本增速 273.24%导致毛利率仅微升 4.62 个百分点至 20.85%。

资本开支指向资源储备。2024 年，公司以 68 亿元取得于家庄探矿权，增加 6.3 亿吨煤炭资源，七元煤矿（500 万吨/年）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。未来，公司资本开支将转向包括泊里煤矿（500 万吨/年；建设中）在内的重大在建工程，主要投向资源储备，重资产属性持续加强。

投资建议：短期看，公司整体有望受益于产能释放及资源禀赋优势。公司老矿资源虽然存在衰减压力，但是新矿迭代稳步推进，叠加钠离子电池等新能源业务培育，中期增长点雏形初现。基于此，我们预计 2025-2027 年将分别实现归母净利润 22.50/24.59/27.53 亿元，同比分别增长 1.1%/9.3%/11.9%，对应 EPS 为 0.62/0.68/0.76 元，对应 5 月 23 日收盘价的 PE 分别为 10.8/9.9/8.8 倍，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、公司产品价格大幅波动、在建工程不及预期、监管政策变化等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	25060	24122	25788	27418
同比增长	-12.1%	-3.7%	6.9%	6.3%
归母净利润（百万元）	2225	2250	2459	2753
同比增长	-57.0%	1.1%	9.3%	11.9%
毛利率	34.4%	32.9%	33.8%	34.2%
ROE	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
每股收益（元）	0.62	0.62	0.68	0.76
市盈率	10.9	10.8	9.9	8.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15307	13487	12479	12769
货币资金	11620	9960	8722	8803
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1963	1816	1967	2082
预付款项	295	334	337	362
存货	802	759	811	854
其他	627	619	642	667
非流动资产	65665	69483	74644	80196
长期股权投资	1327	1327	1327	1327
固定资产	30004	32824	37117	41884
在建工程	14293	14274	14258	14244
无形资产	13209	14192	15100	15933
商誉	0	0	0	0
其他	6832	6866	6842	6807
资产总计	80971	82970	87123	92965
流动负债	22209	22252	23338	24319
短期借款	2923	3423	3473	3373
应付票据及应付账款	12500	12109	12837	13555
其他	6787	6720	7028	7392
非流动负债	20935	21156	20561	20563
长期借款	18475	18775	19075	19375
其他	2460	2381	1486	1188
负债合计	43144	43407	43900	44882
股本	3608	3608	3608	3608
未分配利润	19598	20383	23241	27202
少数股东权益	4550	4947	5381	5867
股东权益合计	37827	39562	43223	48082
负债及权益合计	80971	82970	87123	92965

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2225	2250	2459	2753
折旧和摊销	2327	3280	3889	4498
营运资金的变动	-2053	-287	807	872
经营活动产生现金流量	3488	6265	8217	9219
资本支出	-13369	-7098	-7103	-7100
长期投资	-2	0	0	0
投资活动产生现金流量	-13737	-7073	-7026	-7018
债权融资	3192	743	-544	-98
股权融资	6146	0	0	0
融资活动产生现金流量	6817	-852	-2429	-2120
现金净变动	-3433	-1660	-1237	81

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25060	24122	25788	27418
营业成本	16432	16180	17060	18046
税金及附加	1922	1812	1957	2070
销售费用	108	105	112	119
管理费用	1683	1442	1637	1690
研发费用	928	744	876	888
财务费用	499	467	453	468
投资收益	72	72	77	82
公允价值变动收益	-4	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0
营业利润	3673	3577	3911	4369
营业外收支	-58	-49	-53	-51
利润总额	3615	3529	3858	4318
所得税	1011	882	964	1079
净利润	2604	2647	2893	3238
少数股东损益	379	397	434	486
归属母公司净利润	2225	2250	2459	2753
EPS(元)	0.62	0.62	0.68	0.76

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-12.1%	-3.7%	6.9%	6.3%
营业利润增长率	-53.7%	-2.6%	9.3%	11.7%
归母净利润增长率	-57.0%	1.1%	9.3%	11.9%
盈利能力				
毛利率	34.4%	32.9%	33.8%	34.2%
归母净利率	8.9%	9.3%	9.5%	10.0%
ROE	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	52.3%	50.4%	48.3%
流动比率	0.69	0.61	0.53	0.53
速动比率	0.62	0.54	0.47	0.46
营运能力				
资产周转率	32.9%	29.4%	30.3%	30.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.62	0.62	0.68	0.76
每股经营现金	0.97	1.74	2.28	2.56
估值比率(倍)				
PE	10.9	10.8	9.9	8.8
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn