

兼具高成长+高股息的低估值煤企

2025 年 06 月 21 日

► **主产煤种优质稀缺，产量具备成长性。**公司背靠原阳煤集团——是原山西五大煤炭集团之一、前身为阳泉矿务局，是国内最大的无烟煤上市企业。无烟煤作为煤化程度最大的煤，固定碳含量高、挥发分产率低，作为燃料热值较高，而我国的煤炭储量中无烟煤占比仅有 10%。公司煤炭资源丰富，共拥有 11 座矿井，煤炭资源量合计 66.23 亿吨，高储量保证了公司生产可持续性也避免公司高价竞拍资源。公司权益产能达 4450 万吨/年，其中包含在产、在建、拟建权益产能 3100、850、500 万吨/年。随着平舒矿、榆树坡矿产能核增手续完备，以及七元矿、泊里矿将于今年和明年陆续投产，公司产量有望稳步释放。**25Q1 公司实现原煤产量 994 万吨，同比增长 16.85%；我们预计，2025 年公司产量可达到 3970 万吨，同比增长 3.45%，未来三年产量 CAGR 或达到 7.52%。**

► **高长协保障业绩稳定，分红比例连续两年维持 50%，且公司 PB 仅为 0.85，具备低估值、高股息特点。**公司煤炭长协保供合同量占电煤总量的 80%，且执行坑口定价机制，有利于保障业绩的稳定性。同时，公司从 2023 年起提高了分红比率，且连续两年分红比率维持 50%，以 2024 年每股分红 0.3090 元和 2025 年 6 月 19 日收盘价计算，股息率为 4.64%，展现了公司的高股息价值。对应 6 月 19 日市值，公司 PB 仅为 0.85，处于近十年的低位水平，且对比其他高分红煤炭公司和中信煤炭指数的 PB 1.36，公司 PB 明显偏低，存在较大的提升空间。

► **煤价超跌，动力煤价格反弹预期较强。**截至 2025 年 4 月，煤炭行业亏损企业占比过半，达到 53.64%，为 2018 年以来的最高水平。从 4 月数据来看，全国原煤产量环比下降 11.6%，我们认为主要是价格压力下疆煤外运利润下滑、以及露天矿为主的低价煤利润空间压缩所致；5 月国内原煤产量延续低位，对比 24H2 的平均日产量 1348 万吨和 24Q4 的日产量 1390 万吨来看，当前低煤价背景下，4~5 月日均产量仅为 1298、1301 万吨。如果后续煤价持续低迷，我们可以预期国内煤炭企业被动、主动减产的概率会逐步上升。同时，2025 年前 5 月我国煤炭进口量同比下降 7.9%，预计在进口煤价格倒挂的影响下，下降趋势将会持续。目前，在低煤价的影响下，有效供应下降，供给端的收缩远大于需求端，因此我们判断煤价处于超跌状态。随着火电发电量同比转正，夏季用电高峰逐步到来，动力煤价格有望反弹。

► **投资建议：**公司在建矿井稳步推进，股息率高、估值较低。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 22.24/26.61/30.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.74/0.84 元/股，对应 2025 年 6 月 19 日收盘价的 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭需求不及预期，在建煤矿投产进度不及预期，新能源业务进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	25,060	24,038	27,430	30,366
增长率 (%)	-12.1	-4.1	14.1	10.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,225	2,224	2,661	3,020
增长率 (%)	-57.0	0.0	19.7	13.5
每股收益 (元)	0.62	0.62	0.74	0.84
PE	11	11	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.73 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihong@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiagqi@mszq.com

相关研究

1. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：分红连续两年维持 50%，25Q1 毛利率同比提升-2025/04/26
2. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩环比增长，七元矿进入联合试运转-2024/10/31
3. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年半年报点评：24Q2 产量环比恢复，在建矿和新资源助力长期成长-2024/08/30
4. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年一季报点评：24Q1 业绩下滑，优存量扩增量贡献成长-2024/04/29
5. 华阳股份 (600348.SH) 2023 年年报点评：分红比例大幅提高，在建矿井贡献未来成长-2024/04/19

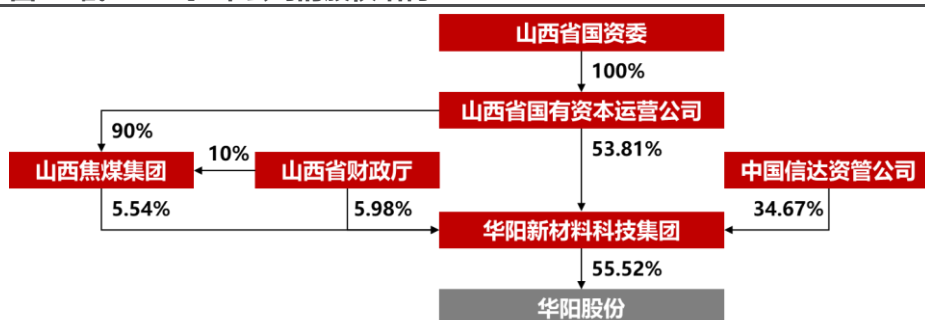
目录

1 高股息、低估值，国内最大的无烟煤上市企业	3
2 主产煤种优质稀缺，产量具备成长性	6
3 行业有望超跌反弹，公司业绩可期	10
3.1 煤价超跌供给收缩，动力煤反弹在即	10
3.2 季度成本有效压降，公司业绩压力最大时期已过	14
4 盈利预测与投资建议	15
5 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 高股息、低估值，国内最大的无烟煤上市企业

背靠原阳煤集团，深耕行业二十余年。公司成立于1999年12月，由华阳新材料集团联合山西宏厦等四家企业共同发起设立，并将其一矿、二矿和第二热电厂投入股份公司，拉开了华阳股份深耕煤炭行业的序幕；2003年8月，公司于上交所挂牌上市。公司控股股东为华阳新材料科技集团有限公司，前身为原阳泉矿务局，1998年2月整体改制为阳煤集团，是原山西五大煤炭集团之一；截至25Q1末，控股股东持有公司股权55.52%，实控人山西省国资委间接持有公司股权32.64%。

图1：截至25Q1末公司的股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

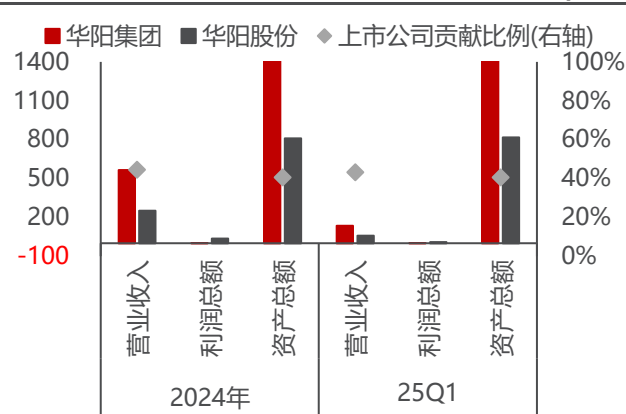
华阳股份是其控股股东的主要利润载体，25Q1收入贡献43.13%、利润贡献381.60%。华阳集团是全国最大的无烟煤生产基地，建企70余年来累计生产煤炭20亿吨以上。2020年9月，省政府决定将原“阳煤集团”更名为“华阳新材料科技集团有限公司”，要求聚焦新材料产业，打造在全国具有比较优势的特色新材料产业集群，从而华阳集团确立了以“双碳”目标为引领、“双轮驱动”的发展战略，兼顾做强做大传统煤炭优势产业和做精做优新能源新材料产业。目前，集团产业布局涉及煤炭、碳基新材料、铝镁合金新材料、新能源材料、煤层气制金刚石等业务，其中，华阳股份作为集团煤炭业务的主要载体，24年收入占集团总收入的比重为44.44%、利润总额远超集团，25Q1收入和利润总额占集团的比重分别为43.13%、381.60%，资产占比为40.56%。

图2：华阳集团的产业布局



资料来源：华阳集团2022年社会责任报告，民生证券研究院

图3：上市公司是华阳集团主要收入和利润来源（亿元）



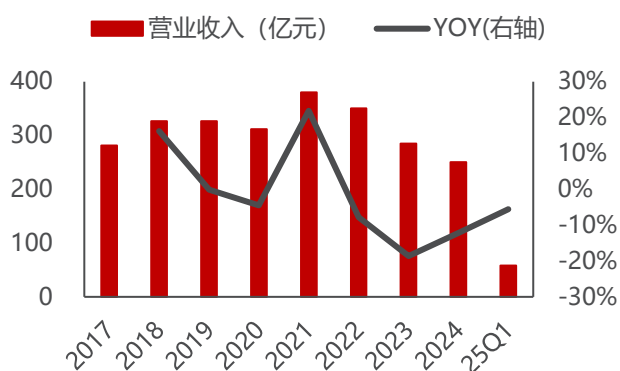
资料来源：华阳集团公告，公司公告，民生证券研究院

表1：华阳集团各产业的产能情况

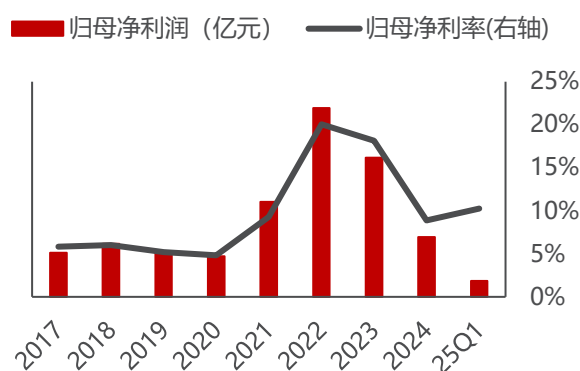
产业	布局
煤炭	生产矿井 8 座，24 年末在产核定产能 3390 万吨/年（截至 25 年 5 月末产能已核增至 3590 万吨/年），另有在建矿井 2 座和拟建矿井 1 座。力争到“十四五”末，形成产能规模 5000 万吨级以上的特大型煤炭产业集团。
碳基新材料	实物产能 235 万吨/年。主产电石、尿素，依托合作延链补链、打通“烧碱-单体-糊树脂”产业，谋划布局 BDO、电解液、耗氯项目等。
铝镁合金新材料	铝土矿产能 200 万吨/年、氧化铝产能 110 万吨/年、金属镓 25 吨/年、电解铝 22.5 万吨/年、铝板带 12 万吨/年、现役火力发电装机容量 553MW、在建火力发电装机容量 1320MW。
新能源材料	钠离子电池
	钠离子电池正负极材料各 2000 吨/年，全球首批量产 1GWh 钠离子电芯生产线，和中科海钠合资建设万吨级钠离子电池正负极材料项目。
	高端纳米纤维新材料
	联合东华大学、嘉兴富瑞邦新材料科技公司共同投资建设功能性纳米纤维新材料示范项目聚焦过滤、保暖、隔热三个系列产品，一期 13 条生产线全面投产。
	高端碳纤维
	与中科院山西煤化所和大同市三方联手推动一期 200 吨示范项目落地。
	生物降解新材料
	发展煤基生物可降解材料，6 万吨/年 PBAT 和 2 万吨/年全系列生物降解新材料项目投产，产品在山西省内、河南、天津等地打开市场。
煤层气制金刚石	与太原理工大学合作成立山西新碳超硬材料科技有限公司，一期 50 台设备全部转入试生产。

资料来源：华阳集团 2022 年社会责任报告，华阳集团公告，民生证券研究院

25Q1 业绩下滑，但盈利能力依然高于疫前水平。2021~2023 年由于煤价中枢位于高位，公司的利润水平和盈利能力也居于高位，但随着市场煤价下滑，近期业绩有所下降。2024 年，公司实现营业收入 250.60 亿元，同比下滑 12.13%；实现归母净利润 22.25 亿元，同比下滑 57.05%；归母净利率为 8.88%，同比下滑 9.28pct。25Q1，由于火电表现较差，煤价进一步下滑，从而公司营业收入和归母净利润分别为 58.17 和 5.97 亿元，同比分别下滑 5.53%和 31.18%，归母净利率为 10.26%，相比疫情之前依然维持高位。

图4：25Q1 公司营业收入同比下降 5.53%


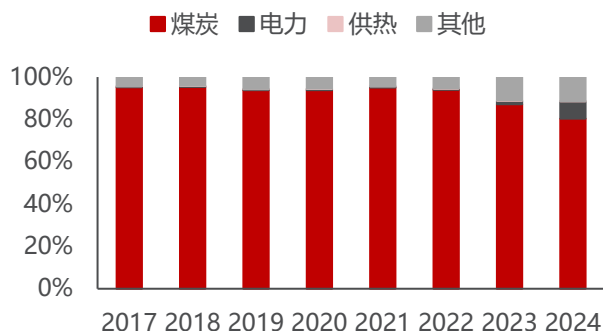
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：25Q1 公司归母净利率为 10.26%


资料来源：wind，民生证券研究院

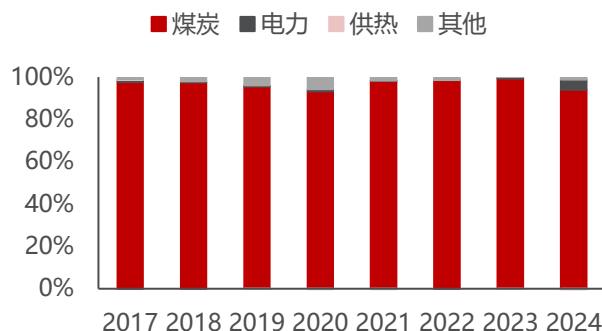
煤炭是公司主要的收入和利润来源。2024 年，公司煤炭业收入为 201.54 亿元、占总收入的比重为 80.42%，毛利为 81.06 亿元、占总毛利的比重为 93.96%，且近年公司的煤炭收入占比基本稳定于 80%以上，煤炭毛利占比基本稳定在 90%以上。毛利率方面，2024 年公司的综合毛利率为 34.43%，其中，煤炭业务毛利率为 40.22%，贡献了公司主要的利润弹性；电力和供热业务毛利率为 20.85%和 -53.75%，尽管波动较大，但其毛利占比之和不到 5%。

图6：公司收入 80%以上来自于煤炭业务



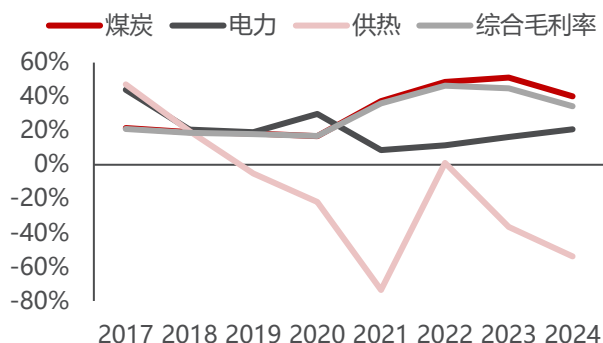
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：公司毛利 90%以上来自于煤炭业务



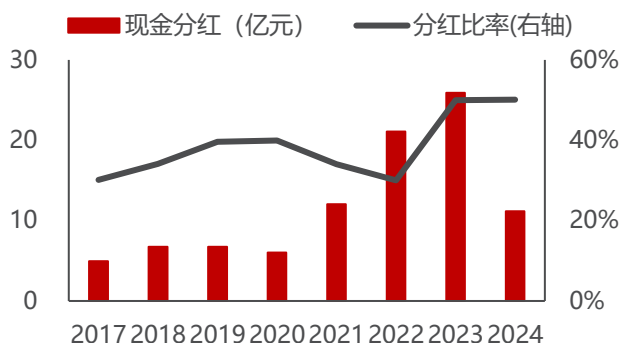
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2022 年以来公司煤炭业务毛利率居于高位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

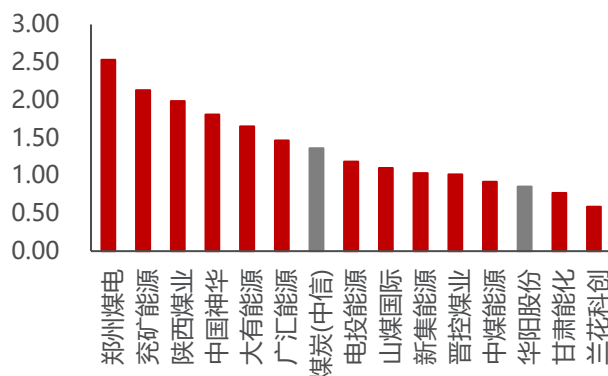
图9：23~24 年公司分红比率达到 50%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

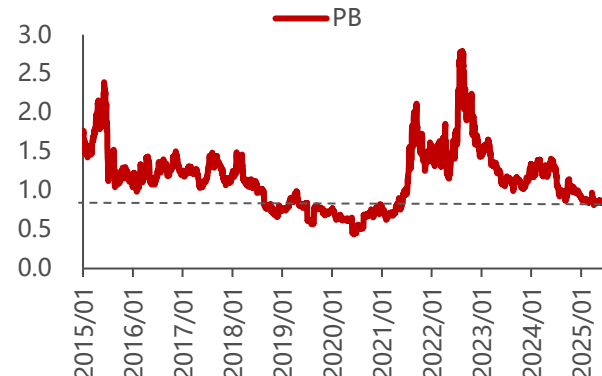
分红比率提升，高股息价值未得到充分定价。2017~2020 年，公司分红比率维持 30%~40%，2022 年开始分红意愿有了初步提高，当年的现金分红比率 30.02% 虽略低于上年，但配合当年每股送红股 0.5 股的利润分配政策来看，公司整体的分红表现正在转好；2023 年，公司分红比率首次提高至 50.01%；且 2024 年延续该分红政策，分红比率 50.11%，每股分红 0.3090 元，以 2025 年 6 月 19 日收盘价计算，股息率为 4.64%。连续两年稳健的分红政策展现了公司的高股息价值，而估值上来看，对应 6 月 19 日收盘价，公司 PB 仅为 0.85，处于近十年的低位水平，且对比其他高分红煤炭公司和中信煤炭指数的 PB 1.36，公司 PB 明显偏低。

图10：公司的 PB 水平在动力煤上市公司中较低



资料来源：wind，民生证券研究院
注：股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价

图11：公司的 PB 水平位于近十年低位

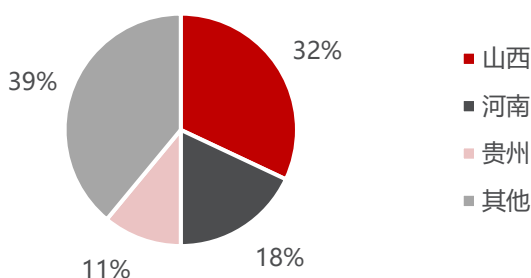


资料来源：wind，民生证券研究院

2 主产煤种优质稀缺，产量具备成长性

无烟煤优质价值高，国内稀缺性强。公司盛产“阳优”牌无烟煤，具有低硫、低灰、发热量高、可磨性好等特点。无烟煤是煤化程度最大的煤，固定碳含量高、挥发分产率低，燃烧时火焰短而少烟且不结焦，因此作为燃料热值较高。我国无烟煤的储量约 4740 亿吨，占全国煤炭总资源量的 10%，主要分布于山西、河南、贵州等地，资源占比分别为 32%、18%、11%，其中，山西地区的无烟煤资源相对丰富且平均热值水平较高，在 6200 大卡以上。

图12：国内无烟煤资源主要集中于山西



资料来源：博思数据，民生证券研究院

图13：国内无烟煤主产区的指标情况

省份	城市	挥发分/%	硫分/%	Q/MJ·Kg-1	Q/Kcal·Kg-1
山西	阳泉	9.94	1.20	26.30	6283
	晋城	6.91	0.47	25.98	6207
	焦作	7.29	0.48	25.42	6073
河南	郑州	12.44	0.35	25.62	6121
	永城	10.38	0.52	28.29	6758

资料来源：掌上煤焦，民生证券研究院

注：上表热值按照 1MJ=238.9Kcal 计算

表2：截至 2025 年 5 月末公司的煤矿储量和产能情况

主要煤矿	位置	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	持股比 例	权益产能 (万吨/年)	状态
一矿	山西省阳泉市	无烟煤	7.10	4.23	35	850	100%	850	在产
二矿	山西省阳泉市	无烟煤	3.99	1.46	13	810	100%	810	在产
新景矿	山西省阳泉市	无烟煤	8.63	4.67	73	450	100%	450	在产
平舒矿	山西省寿阳县	贫煤、无烟煤	3.08	1.55	22	500	56.31%	282	在产
开元矿	山西省寿阳县	贫瘦煤	2.96	1.16	27	300	100%	300	在产
景福矿	山西省寿阳县	无烟煤	0.61	0.26	20	90	70%	63	在产
兴裕矿	山西省平定县	无烟煤	0.46	0.02	2	90	100%	90	在产
榆树坡矿	山西省宁武县	焦煤、气煤	3.73	1.07	15	500	51%	255	在产
在产煤矿合计			30.55	14.43	28	3590	86.34%	3100	—
七元矿	山西省晋中市	无烟煤	20.26	10.33	145	500	100%	500	2024 年 12 月 联合试运转
泊里矿	山西省晋中市	无烟煤	9.11	4.71	66	500	70%	350	预计 2025 年 底前具备联合 试运转条件
在建煤矿合计			29.37	15.04	105	1000	85.00%	850	—
于家庄矿	山西省寿阳县	贫煤、贫瘦煤	6.30	—	—	500	100%	500	勘探
拟建矿井合计			6.30	—	—	500	100%	500	—
合计			66.23	29.47	—	5090	87.42%	4450	—

资料来源：公司公告，民生证券研究院

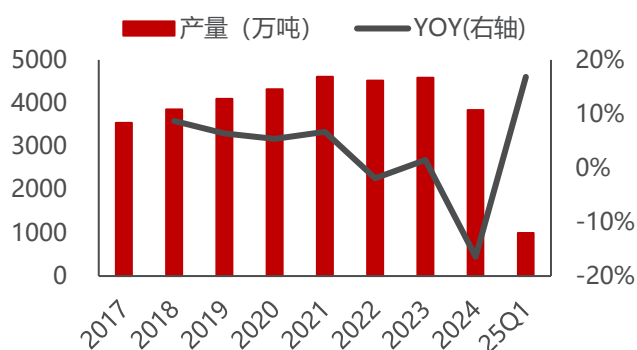
注：1) 合计储量相比年报披露有误差是因为上表未计入裕泰矿储量，裕泰矿因资源枯竭问题已停产退出。

2) 可采年限=可采储量*0.7/核定产能

煤炭资源丰富，权益产能达 4450 万吨/年，其中包含在产、在建、拟建权益产能 3100、850、500 万吨/年。公司拥有 11 座矿井，煤炭资源量合计 66.23 亿吨。其中，生产矿井有 8 座，涉及资源量和可采储量为 30.55 和 14.43 亿吨，核定和权益产能分别为 3590 和 3100 万吨/年；在建矿井有 2 座，七元矿于 2024 年 12 月 15 日实现联合试运转，可采储量 10.33 亿吨，核定和权益产能均为 500 万吨/年，泊里矿预计 2025 年底前具备联合试运转条件，可采储量 4.71 亿吨，核定和权益产能分别为 500 和 350 万吨/年；另外，公司于 2024 年 8 月以 68 亿元竞得了山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，勘查面积 73.22 平方公里、地质储量 6.30 亿吨，规划建设产能 500 万吨/年，为公司未来的产量增长奠定了基础。

产能核增逐步落地，叠加新矿陆续投产，公司产量有望持续增长。随着公司不断提高生产管理效能，2017~2021 年其产量逐年提升、且 2022~2023 年维持高位，2024 年由于山西省安监力度严格，山西原煤产量同比下降 6.9%，同期，公司产量也受到了影响，2024 年为 3837 万吨，同比下滑 16.42%。然而，随着公司煤矿的核增手续逐步完善和新矿逐步完工投产，我们预计公司产量将从 2025 年起逐步攀升。一方面，2024 年 5 月、山西省能源局完成了对平舒煤业生产要素信息的变更登记和建档、平舒矿核定产能由 90 增至 500 万吨/年，榆树坡矿于 2024 年取得 500 万吨/年的安全生产许可证、并于 2025 年 5 月进行 500 万吨/年的环评公示、核定产能由 120 增至 500 万吨/年；另一方面，七元矿于 2024 年 12 月实现联合试运转，泊里矿预计 2025 年进入试运转，两个在建矿有望自 2025 年起逐步放量。公司财报显示，25Q1 公司原煤产量 994 万吨，同比增长 16.85%；**据此我们预计，2025 年公司产量或为 3970 万吨，同比增长 3.45%，未来三年产量 CAGR 或达到 7.52%。**

图14：25Q1 公司煤炭产量同比增长 16.85%



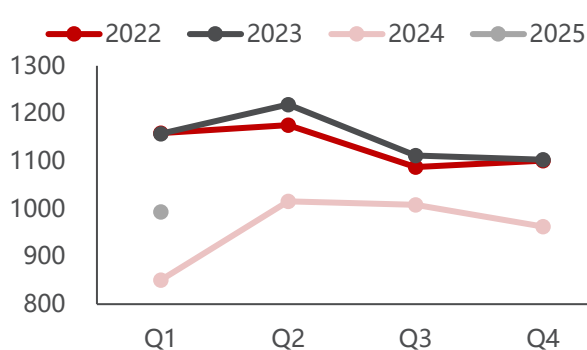
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：公司未来三年产量预期

年份	产量预期 (万吨)	YOY	产量变化原因
2024A	3837	-16.42%	山西安监形势严峻
2025E	3970	3.45%	榆树坡矿产能核增完成+七元矿投产
2026E	4470	12.60%	七元矿达产+泊里矿投产
2027E	4770	6.71%	泊里矿达产

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图15：公司煤炭季度产量情况（万吨）

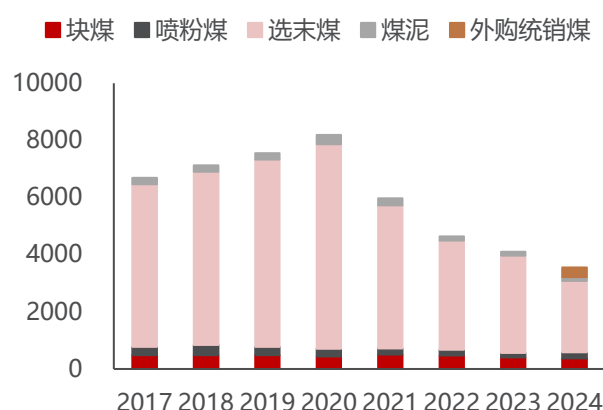


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司选末煤销量占比 70%以上,主要下游为电厂,有利于保障业绩的稳定性。

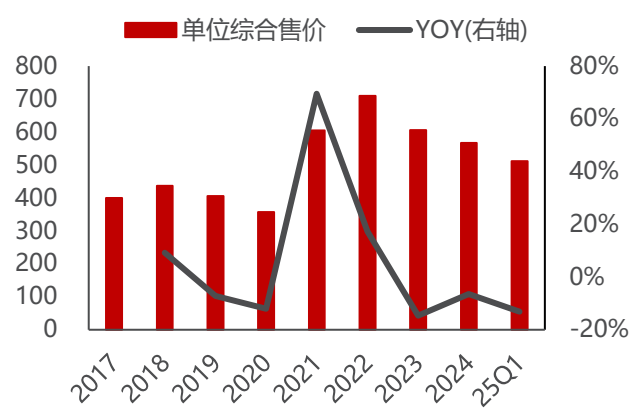
公司 2017~2020 年煤炭销量达到 6000 万吨以上,而 2021 年以来销量有所减少,主要是因为采购集团煤炭的量大幅下降,2021 年 4 月,山西省国有资本运营有限公司召开涉煤企业专业化重组管理权移交签约会议,公司控股股东华阳新材料集团将下属 19 家子公司划转给晋能控股集团、9 家子公司划转给潞安化工集团,从而导致华阳股份帮集团代销量大幅下降。结构上来看,2024 年公司的煤炭销量中,选末煤占比最高为 70.17%,主要供给河北、山东地区的五大集团电厂;块煤、喷粉煤、煤泥占比分别为 10.58%、5.83%、3.97%。公司煤炭长协保供合同量占电煤总量的 80%,且执行坑口定价机制、基准价为 5500 大卡 570 元/吨,因此公司业绩表现较为稳定。

图16: 选末煤占销量的 70%以上 (万吨)



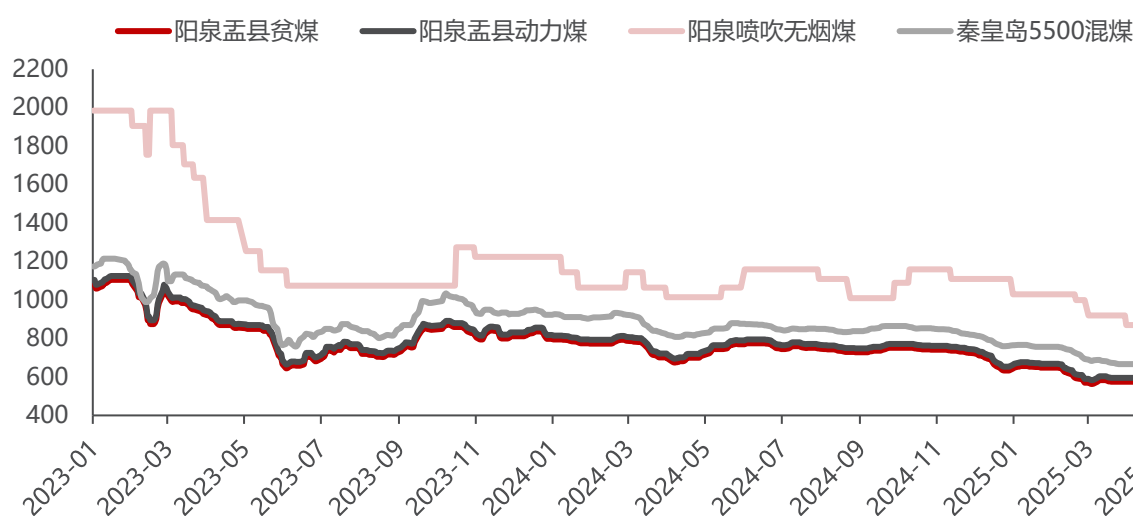
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图17: 公司煤炭单位售价 (元/吨)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

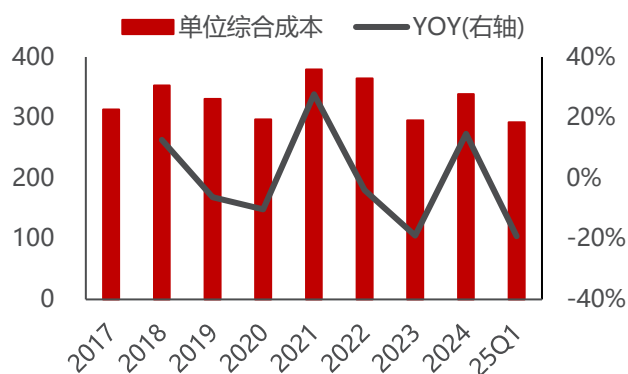
图18: 阳泉地区煤价和港口煤价对比 (元/吨)



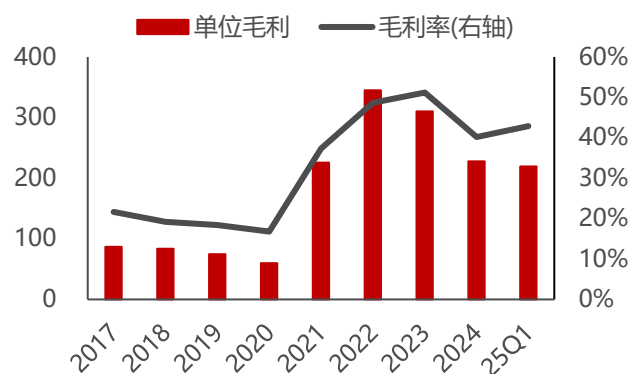
资料来源:wind,煤炭资源网,民生证券研究院

成本大幅下降,毛利率相对稳定。25Q1 秦皇岛港动力煤价格同比下滑 19.91%至 723 元/吨,公司实现煤价则同比下滑 13.08%至 512 元/吨;同时,公司进行了有效降本,煤炭单位成本于 25Q1 同比下滑 19.15%至 292 元/吨;盈利能力方

面, 单吨毛利为 219 元/吨, 仅同比下降了 3.42%, 且毛利率同比提升了 4.29pct 至 42.88%。

图19: 公司煤炭单位成本 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 公司煤炭单位毛利 (元/吨)


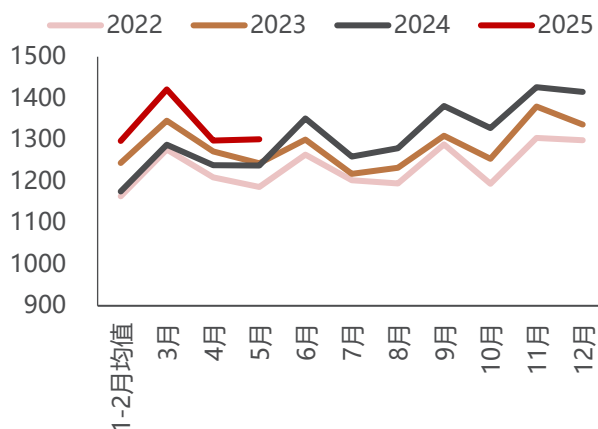
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 行业有望超跌反弹，公司业绩可期

3.1 煤价超跌供给收缩，动力煤反弹在即

25 年 4~5 月原煤产量保持低位，行业亏损面扩大，未来国内煤企被动/主动减产概率加大。由于去年山西省安全检查，2024 上半年全国原煤产量处于低基数水平，下半年产量逐步恢复，因此对比 24H2 的平均日产量 1348 万吨和 24Q4 的日产量 1390 万吨来看，当前低煤价背景下，4~5 月日均产量仅为 1298、1301 万吨，产量处于低位。此外，截至 2025 年 4 月，煤炭行业亏损企业占比过半，达到 53.64%，为 2018 年以来的次高水平、仅低于 2025 年 3 月。如果后续煤价持续低迷，我们可以预期国内煤炭企业被动、主动减产的概率会逐步上升。

图21：2025 年 5 月全国原煤日均产量低于去年下半年水平 (万吨/日)



资料来源：wind，民生证券研究院

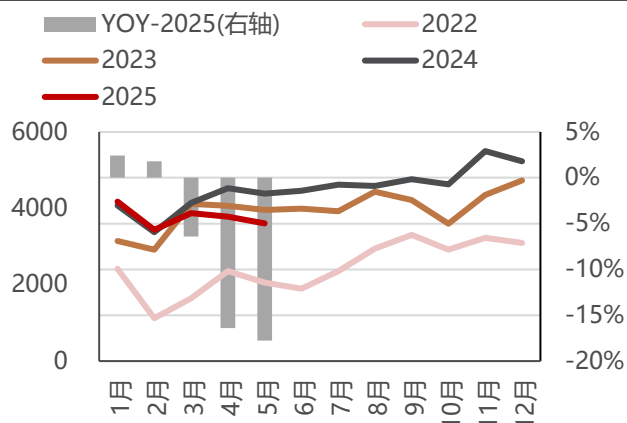
图22：2025 年 4 月煤炭行业亏损面 53.64%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：亏损面=亏损企业单位数/企业单位数*100%

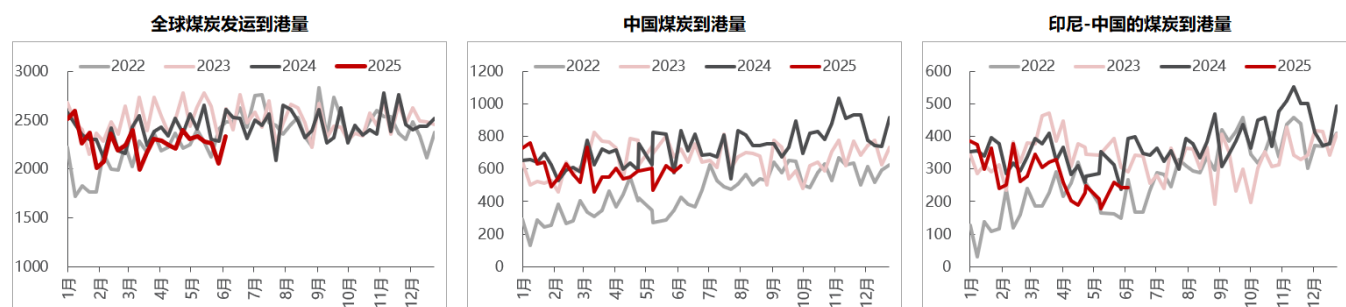
进口量连续 3 个月同比下滑，预计下降趋势将会持续。2025 年 3 月上旬进口煤价格优势消失，甚至出现倒挂现象，而 3 月煤炭进口量为 3873 万吨，开始出现同比下降，降幅 6.40%；4~5 月进口煤价格持续倒挂，从而进口量进一步下降，分别为 3783、3604 万吨，同比下降 16.41%、17.75%。从路透数据来看，进入 6 月全球煤炭发运量仍同比下降，印尼政府自 3 月起实施的出口定价政策，强制要求出口商按政府定价 HBA 参考价销售，使得印尼煤价格在国际市场上的价格竞争力明显削弱，印尼运往中国的到港量下降明显。从价差的角度来看，尽管中高热值（Q4700）和低热值（Q3800）价差有所收敛，但仍处于倒挂状态，因此我们预计进口量的下滑仍将持续，从而对国内市场形成支撑。

图23：2025 年 3~5 月国内煤炭进口同比下滑（万吨）


资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图24：2025 年 3 月起进口煤价格出现倒挂（元/吨）


资料来源：iFind，民生证券研究院

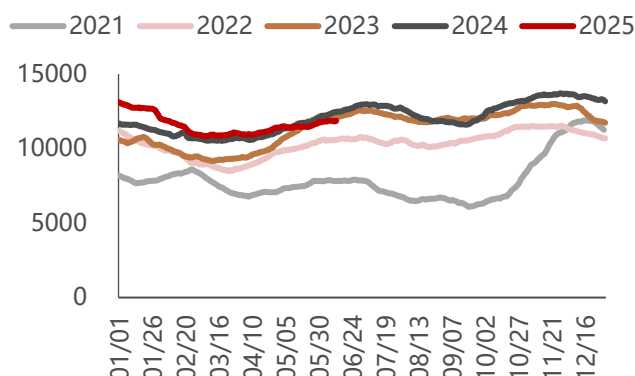
图25：截至 6 月 8 日全球和中国的煤炭到港量情况（万吨）


资料来源：路透，民生证券研究院

总发电需求较弱是煤价下滑的核心原因，随着迎峰度夏的到来和水电的负增长，火电增速逐步转正。2024 年 11 月下旬以来因宏观需求增速放缓，国内发电量表现持续较差，CCTD 数据显示，2023 年、2024 年 1 月至 11 月中旬、2024 年 11 月下旬至 2025 年 5 月，全国发电量增速的算术平均值（剔除春节影响）分别为 8.68%、5.57%、1.12%，同时国家统计局数据显示 2025 年前 5 月的全国发电量增速仅为 0.3%，因此发电需求较差是导致煤价下跌的核心原因。尽管当前国内需求增速依然较缓，但水电表现较弱使得火电表现边际改善，数据上来看，5 月的总发电量增速为 0.5%、相比 4 月下滑 0.4pct，而水电同比增速-14.3%、降幅较 4 月扩大 7.8pct，火电同比增速 1.2%、增速转正。考虑到上年 6~8 月水电基数为近 5 年高位，因此预计后续水电同比大幅下滑的趋势将会延续，火电表现也将进一步改善，因此预计全年火电增速或好于市场预期、高于 2025 年前 5 月的累计增速-3.1%。

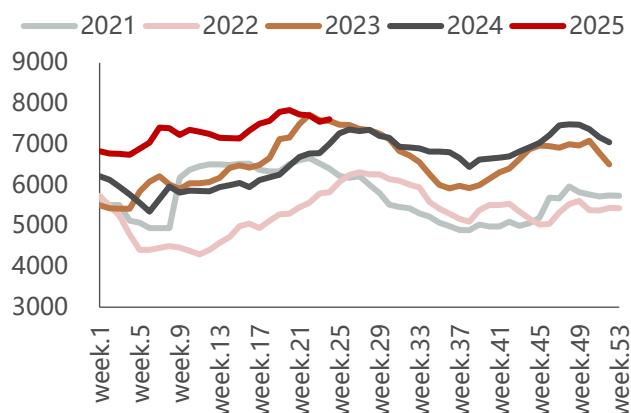
库存压力明显减弱，电厂和港口库存之和低于上年同期。截至 2025 年 6 月 11 日，国内 72 港口库存为 7616 万吨，同比增长 606 万吨；然而，同期 25 省电厂库存相比上年低 630 万吨，因此，年初以来的库存压力已明显减弱。目前，港口库存也已经进入去库阶段，随着入夏以来气温升高，迎峰度夏期间火电需求环比增加预期明确。

图26：2025 年 6 月 11 日 25 省电厂库存同比下降 630 万吨 (万吨)



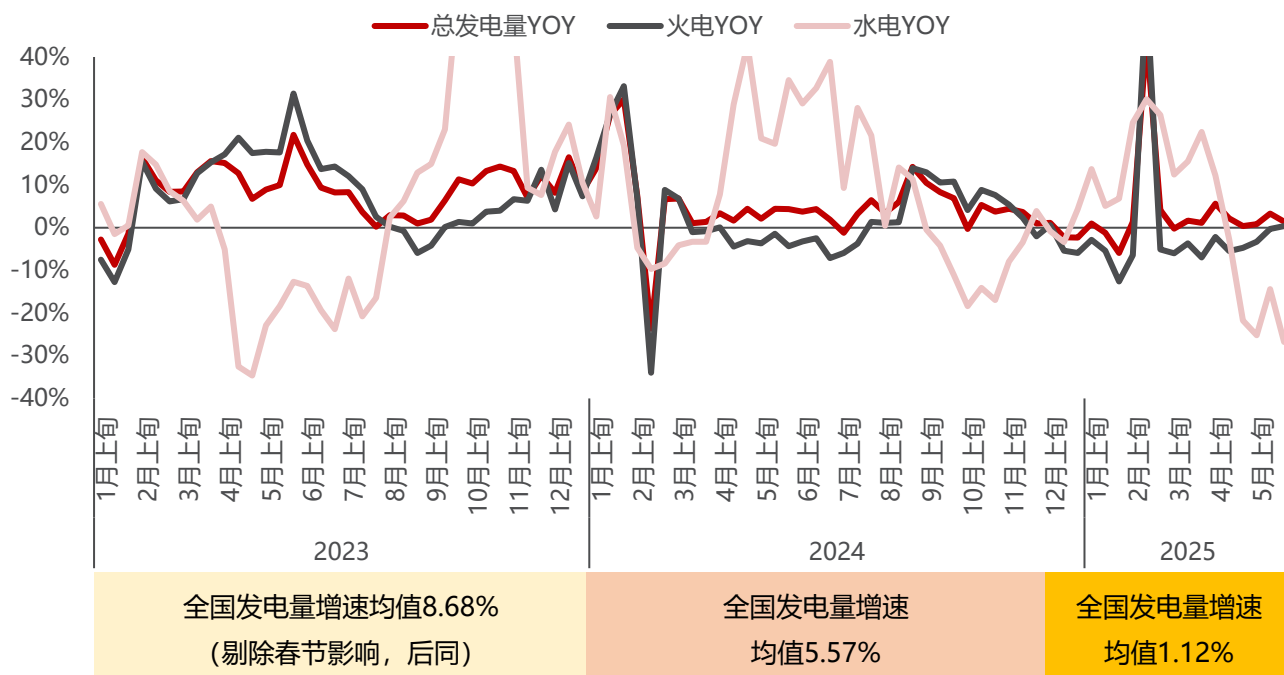
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图27：72 港库存进入去库阶段 (万吨)



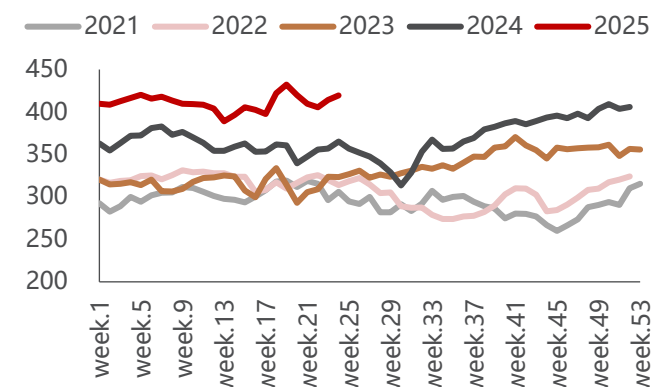
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图28：旬度发电量增速

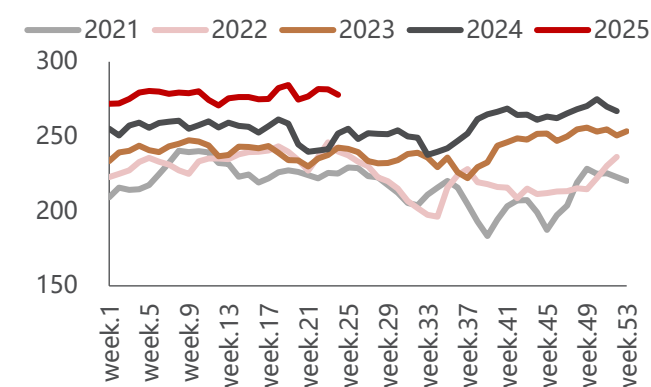


资料来源：CCTD，民生证券研究院

化工耗煤高增速，且边际持续向好。近三年以来，化工行业耗煤持续保持较高增速，2025 年前 5 月，化工行业总耗煤量达到 1.51 亿吨，同比增长 11.36%、增幅 1543 万吨；同时，6 月以来化工耗煤进一步提升，6 月前两周耗煤同比增速攀升至 13.34%，边际持续向好。分品种看，以煤制油、煤制烯烃等为代表的新型煤化工前 5 月耗煤量 9027 万吨，同比增长 13.19%，6 月前两周增速为 15.43%；以合成氨、纯碱等为代表的传统煤化工前 5 月耗煤量 6100 万吨，同比增长 8.65%，6 月前两周增速为 13.35%。

图29：截至 2025 年 6 月 13 日新型煤化工耗煤同比增长 13.37% (万吨)


资料来源：CCTD，民生证券研究院

图30：截至 2025 年 6 月 13 日传统煤化工耗煤同比增长 9.03% (万吨)


资料来源：CCTD，民生证券研究院

供给收缩幅度大于需求，煤价超跌。我们以 24H2 的月均产量（24H1 因山西安监导致山西和全国原煤产量下滑、不具备参考意义）、2024 年的月均进口量为基数计算，2025 年前 5 月的月均产量、月均进口量分别下降 1626 万吨、749 万吨，即供给端的月均收缩量为 2375 万吨；需求端同样以 2024 年下游的月均产量为基数，对应火电、水泥的煤炭月均消耗量减少 1815、605 万吨，化工月均耗煤量增加 319 万吨，从而需求端整体月均减量 2101 万吨。对比可见，供给端的收缩明显大于需求端，因此我们判断煤价处于超跌状态，**后续随着火电的恢复，我们预计下半年煤价均价约 700 元/吨，而在迎峰度夏的旺季、即 8 月份反弹高点有望超过 750 元/吨。**

表4：供需对比测算

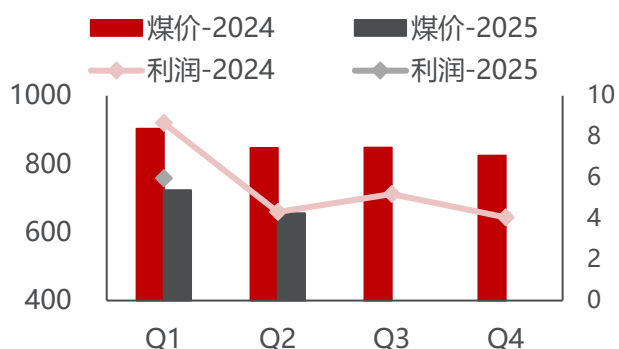
项目	数额
24H2 原煤月均产量 (万吨)	41333
2025 年前 5 月原煤月均产量 (万吨)	39707
产量减量 (万吨)	-1626
2024 年月均进口量 (万吨)	4523
2025 年前 5 月月均进口量 (万吨)	3774
进口减量 (万吨)	-749
供给减量 (万吨)	-2375
2024 年火电月均发电量 (亿千瓦时)	5286
2025 年前 5 月火电月均发电量 (亿千瓦时)	4890
火电减量 (亿千瓦时)	-397
火电耗煤减量-标煤 (万吨)	-1167
火电耗煤减量-Q4500 (万吨)	-1815
2024 年月均化工耗煤 (万吨)	2707
2025 年前 5 月月均化工耗煤 (万吨)	3025
化工耗煤增量 (万吨)	319
2024 年水泥月均产量 (万吨)	15210
2025 年前 5 月水泥月均产量 (万吨)	13188
水泥减量 (万吨)	-2023
水泥耗煤减量-标煤 (万吨)	-475
水泥耗煤减量-Q5500 (万吨)	-605
需求减量 (万吨)	-2101
供给减量-需求减量 (万吨)	-274

资料来源：wind，民生证券研究院（注：度电标煤煤耗=294g/kwh，吨水泥标煤煤耗=0.235 吨/吨）

3.2 季度成本有效压降，公司业绩压力最大时期已过

25Q1 在成本的有效压降下，公司归母净利润高于 24Q2~Q4 单季度利润，25Q2 业绩表现或好于行业整体变化情况。2024 上半年，由于山西省安监形势严峻，公司产量出现下滑，同时煤炭单位成本大幅上升，且在行业煤价下滑的背景下，公司 24Q2 归母净利润同环比均出现下降。随着公司核增煤矿手续的完善以及积极稳步的提质增效，25Q1 公司煤炭单位成本得到有效压降，尽管 25Q1 行业煤价低于 24Q2~Q4 单季度价格、且幅度在 10%以上，但公司实现归母净利润 5.97 亿元，高于 24Q2~Q4 的单季度利润，可见，公司去年为业绩压力最大的时期，而今年尽管行业煤价下滑，但是公司业绩下滑的幅度或低于行业整体水平。

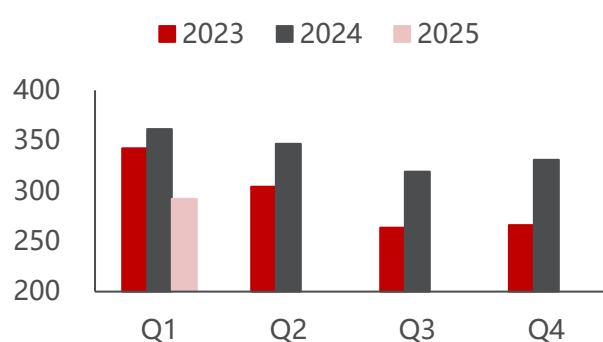
图31：煤价和公司业绩（元/吨，亿元）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

注：煤价为秦皇岛港 Q5500 动力煤价格，利润为华阳股份的归母净利润

图32：公司季度成本（元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司主要盈利来源为煤炭业务，且煤矿位于山西地区，因此我们选取同样位于山西的山煤国际、潞安环能、兰花科创为可比公司。对比后可见，2025~2027 年可比公司平均 PE 为 18/15/13 倍，公司的 PE 则为 11/9/8 倍，低于行业均值，存在提升空间。

公司在建矿井稳步推进，股息率高、估值较低。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 22.24/26.61/30.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.74/0.84 元/股，对应 2025 年 6 月 19 日收盘价的 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600546.SH	山煤国际	8.59	1.14	0.67	0.72	0.77	8	13	12	11
601699.SH	潞安环能	10.74	0.82	0.65	0.75	0.83	13	17	14	13
600123.SH	兰花科创	6.39	0.48	0.25	0.32	0.43	13	26	20	15
煤炭可比公司均值							11	18	15	13
600348.SH	华阳股份	6.66	0.62	0.62	0.74	0.84	11	11	9	8

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：股价日期为 2025 年 6 月 19 日，可比公司采用民生证券预测

5 风险提示

1) 煤炭需求不及预期。煤炭作为国家最为重要的基础能源，随着中国经济步入增速换挡的新常态，宏观经济景气程度直接影响煤炭市场的需求状况。假如宏观经济增速放缓，用电量等下游需求或将出现萎缩，公司主业为煤炭生产与销售，与下游需求的关系密切，需求不及预期导致的煤价大幅下跌将对公司业绩产生较大影响。

2) 在建煤矿投产进度不及预期。公司有 2 个在建矿井，是未来业绩增量的主要来源，若在建煤矿投产进度晚于预期，则公司业绩释放将受到影响。

3) 新能源业务进展不及预期。公司入局的钠离子电池和飞轮储能行业都还处于探索期，未来能够带来的收益暂不确定，若提升钠离子电池能量密度的技术研发进度缓慢，或行业的产业化进程晚于预期，或公司新能源业务的投产节奏不及预期，公司的估值中枢都将会受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,060	24,038	27,430	30,366
营业成本	16,432	15,581	17,624	19,484
营业税金及附加	1,922	1,843	2,103	2,328
销售费用	108	100	114	126
管理费用	1,683	1,514	1,728	1,913
研发费用	928	891	1,016	1,125
EBIT	4,101	4,216	4,968	5,526
财务费用	499	517	568	550
资产减值损失	-14	-157	-177	-196
投资收益	72	61	69	77
营业利润	3,673	3,603	4,292	4,856
营业外收支	-58	-100	-100	-100
利润总额	3,615	3,503	4,192	4,756
所得税	1,011	917	1,097	1,245
净利润	2,604	2,586	3,095	3,512
归属于母公司净利润	2,225	2,224	2,661	3,020
EBITDA	6,428	6,672	7,670	8,408

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,620	11,964	13,740	17,687
应收账款及票据	1,963	1,689	1,927	2,134
预付款项	295	333	377	417
存货	802	694	785	867
其他流动资产	627	643	698	747
流动资产合计	15,307	15,323	17,527	21,852
长期股权投资	1,327	1,327	1,327	1,327
固定资产	30,004	33,863	37,363	39,263
无形资产	13,209	13,209	13,209	13,209
非流动资产合计	65,665	69,212	71,711	72,110
资产合计	80,971	84,535	89,239	93,962
短期借款	2,923	3,423	3,923	4,423
应付账款及票据	12,500	11,211	12,681	14,019
其他流动负债	6,787	6,532	7,285	7,992
流动负债合计	22,209	21,165	23,888	26,434
长期借款	18,475	21,475	21,475	21,475
其他长期负债	2,460	2,381	2,381	2,381
非流动负债合计	20,935	23,856	23,856	23,856
负债合计	43,144	45,021	47,744	50,290
股本	3,608	3,608	3,608	3,608
少数股东权益	4,550	4,912	5,345	5,837
股东权益合计	37,827	39,514	41,495	43,673
负债和股东权益合计	80,971	84,535	89,239	93,962

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.13	-4.08	14.11	10.70
EBIT 增长率	-50.22	2.80	17.82	11.22
净利润增长率	-57.05	-0.02	19.66	13.47
盈利能力 (%)				
毛利率	34.43	35.18	35.75	35.84
净利率	8.88	9.25	9.70	9.95
总资产收益率 ROA	2.75	2.63	2.98	3.21
净资产收益率 ROE	6.69	6.43	7.36	7.98
偿债能力				
流动比率	0.69	0.72	0.73	0.83
速动比率	0.62	0.65	0.66	0.75
现金比率	0.52	0.57	0.58	0.67
资产负债率 (%)	53.28	53.26	53.50	53.52
经营效率				
应收账款周转天数	28.24	27.31	23.71	24.05
存货周转天数	16.20	17.27	15.10	15.26
总资产周转率	0.33	0.29	0.32	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.62	0.74	0.84
每股净资产	9.22	9.59	10.02	10.49
每股经营现金流	0.97	1.34	2.38	2.51
每股股利	0.31	0.31	0.37	0.42
估值分析				
PE	11	11	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.98	5.76	5.01	4.57
股息收益率 (%)	4.64	4.64	5.55	6.30

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,604	2,586	3,095	3,512
折旧和摊销	2,327	2,456	2,702	2,883
营运资金变动	-2,053	-1,140	1,768	1,637
经营活动现金流	3,488	4,842	8,575	9,070
资本开支	-13,369	-6,156	-5,421	-3,519
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-13,737	-6,143	-5,352	-3,443
股权募资	6,146	0	0	0
债务募资	3,192	3,354	500	500
筹资活动现金流	6,817	1,646	-1,447	-1,680
现金净流量	-3,433	344	1,776	3,946

插图目录

图 1: 截至 25Q1 末公司的股权结构	3
图 2: 华阳集团的产业布局	3
图 3: 上市公司是华阳集团主要收入和利润来源 (亿元)	3
图 4: 25Q1 公司营业收入同比下降 5.53%	4
图 5: 25Q1 公司归母净利率为 10.26%	4
图 6: 公司收入 80%以上来自于煤炭业务	5
图 7: 公司毛利 90%以上来自于煤炭业务	5
图 8: 2022 年以来公司煤炭业务毛利率居于高位	5
图 9: 23~24 年公司分红比率达到 50%	5
图 10: 公司的 PB 水平在动力煤上市公司中较低	5
图 11: 公司的 PB 水平位于近十年低位	5
图 12: 国内无烟煤资源主要集中于山西	6
图 13: 国内无烟煤主产区的指标情况	6
图 14: 25Q1 公司煤炭产量同比增长 16.85%	7
图 15: 公司煤炭季度产量情况 (万吨)	7
图 16: 选末煤占销量的 70%以上 (万吨)	8
图 17: 公司煤炭单位售价 (元/吨)	8
图 18: 阳泉地区煤价和港口煤价对比 (元/吨)	8
图 19: 公司煤炭单位成本 (元/吨)	9
图 20: 公司煤炭单位毛利 (元/吨)	9
图 21: 2025 年 5 月全国原煤日均产量低于去年下半年水平 (万吨/日)	10
图 22: 2025 年 4 月煤炭行业亏损面 53.64%	10
图 23: 2025 年 3~5 月国内煤炭进口同比下滑 (万吨)	11
图 24: 2025 年 3 月起进口煤价格出现倒挂 (元/吨)	11
图 25: 截至 6 月 8 日全球和中国的煤炭到港量情况 (万吨)	11
图 26: 2025 年 6 月 11 日 25 省电厂库存同比下降 630 万吨 (万吨)	12
图 27: 72 港库存进入去库阶段 (万吨)	12
图 28: 旬度发电量增速	12
图 29: 截至 2025 年 6 月 13 日新型煤化工耗煤同比增长 13.37% (万吨)	13
图 30: 截至 2025 年 6 月 13 日传统煤化工耗煤同比增长 9.03% (万吨)	13
图 31: 煤价和公司业绩 (元/吨, 亿元)	14
图 32: 公司季度成本 (元/吨)	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 华阳集团各产业的产能情况	4
表 2: 截至 2025 年 5 月末公司的煤矿储量和产能情况	6
表 3: 公司未来三年产量预期	7
表 4: 供需对比测算	13
表 5: 可比公司 PE 数据对比	15
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048