

25Q2 煤炭产销提升，成本管控表现优秀

2025 年 08 月 30 日

➤ **事件：**2025 年 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营业收入 112.40 亿元，同比下降 7.86%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比下降 39.75%；实现扣非归母净利润 8.24 亿元，同比下降 32.18%。

➤ **25Q2 利润环比下降，主因煤价下滑、管理费用增加、存在减值损失。**25Q2，公司实现营业收入 54.22 亿元，同比下降 10.24%，环比下降 6.79%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比下降 56.97%，环比下降 68.89%；实现扣非归母净利润 1.93 亿元，同比下降 55.60%，环比下降 69.37%。25Q2 利润环比下滑主因：①煤价环比下降，25Q2 秦皇岛 Q5500 动力煤平仓均价为 633 元/吨，环比下降 12.44%；②25Q2，期间费用 7.11 亿元，同比增长 0.31 亿元、增幅 4.49%，环比增长 1.08 亿元、增幅 17.95%，主要是七元矿进入联合试运转导致管理费用增加，25Q2 同比增加 0.32 亿元，环比增加 0.89 亿元；③存在资产和信用减值损失合计 1.51 亿元。

➤ **25Q2 煤炭产销提升，成本得到有效控制。**1) **25H1：**公司实现煤炭产/销量 2076/1928 万吨，同比+11.25%/+12.79%；单位价格/成本/毛利分别为 461/289/172 元/吨，同比-19.50%/-18.36%/-21.35%；单位毛利率为 37.28%，同比-0.88pct。2) **25Q2：**煤炭产/销量分别为 1082/1053 万吨，同比+6.57%/+19.48%，环比+8.94%/+20.24%；单位价格/成本/毛利分别为 419/286/132 元/吨，同比-24.89%/-17.50%/-37.09%，环比-18.11%/-1.96%/-39.63%；单位毛利率为 31.61%，同比-6.13pct，环比-11.27pct。

➤ **在建矿井将逐步投产，公司产量有望持续释放。**2024 年 9 月 25 日，七元煤矿配套的选煤厂项目进入联合试运转阶段，建设规模 500 万吨/年；产能 500 万吨/年的泊里矿也将于 2025 年底前具备联合试运转条件，随着两个在建矿井未来将陆续投产，公司产量有望持续释放。此外，公司竞得的山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，勘查面积 73.22 平方千米、煤炭资源量 6.30 亿吨，进一步扩充了资源储备，公司长期增量可期。

➤ **投资建议：**公司在建矿井稳步推进，分红比率维持较高水平，成长和股息配置价值凸显。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 16.94/23.33/26.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.65/0.73 元/股，对应 8 月 29 日收盘价的 PE 分别为 15/11/10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险，政策变化风险，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	23,831	26,530	28,456
增长率 (%)	-12.1	-4.9	11.3	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,225	1,694	2,333	2,647
增长率 (%)	-57.0	-23.8	37.7	13.5
每股收益 (元)	0.62	0.47	0.65	0.73
PE	11	15	11	10
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.02 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@glms.com.cn

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@glms.com.cn

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@glms.com.cn

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@glms.com.cn

相关研究

- 1.华阳股份 (600348.SH) 动态报告：兼具高成长+高股息的低估值煤企-2025/06/21
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	23,831	26,530	28,456
营业成本	16,432	16,039	17,420	18,425
营业税金及附加	1,922	1,954	2,149	2,305
销售费用	108	143	159	171
管理费用	1,683	1,740	1,857	1,992
研发费用	928	715	796	854
EBIT	4,101	3,211	4,268	4,756
财务费用	499	517	573	568
资产减值损失	-14	-36	-39	-41
投资收益	72	60	67	72
营业利润	3,673	2,718	3,724	4,218
营业外收支	-58	-50	-50	-50
利润总额	3,615	2,668	3,674	4,168
所得税	1,011	698	961	1,091
净利润	2,604	1,970	2,712	3,078
归属于母公司净利润	2,225	1,694	2,333	2,647
EBITDA	6,428	5,667	6,970	7,639

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,620	11,728	12,754	15,870
应收账款及票据	1,963	1,539	1,864	1,919
预付款项	295	343	373	394
存货	802	685	744	787
其他流动资产	627	640	685	721
流动资产合计	15,307	14,936	16,420	19,691
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	69,389	71,888	72,287
资产合计	80,971	84,325	88,309	91,978
短期借款	2,923	3,423	3,923	4,423
应付账款及票据	12,500	11,541	12,534	13,257
其他流动负债	6,787	6,547	7,174	7,711
流动负债合计	22,209	21,510	23,631	25,391
长期借款	18,475	21,475	21,475	21,475
其他长期负债	2,460	2,352	2,352	2,352
非流动负债合计	20,935	23,827	23,827	23,827
负债合计	43,144	45,338	47,458	49,218
股本	3,608	3,608	3,608	3,608
少数股东权益	4,550	4,826	5,205	5,636
股东权益合计	37,827	38,987	40,851	42,760
负债和股东权益合计	80,971	84,325	88,309	91,978

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	-4.91	11.33	7.26
EBIT 增长率	-50.22	-21.70	32.92	11.43
净利润增长率	-57.05	-23.84	37.67	13.47
盈利能力 (%)				
毛利率	34.43	32.69	34.34	35.25
净利率	8.88	7.11	8.79	9.30
总资产收益率 ROA	2.75	2.01	2.64	2.88
净资产收益率 ROE	6.69	4.96	6.54	7.13
偿债能力				
流动比率	0.69	0.69	0.69	0.78
速动比率	0.62	0.62	0.62	0.70
现金比率	0.52	0.55	0.54	0.63
资产负债率 (%)	53.28	53.77	53.74	53.51
经营效率				
应收账款周转天数	28.24	26.42	23.07	23.91
存货周转天数	16.20	16.69	14.77	14.96
总资产周转率	0.33	0.29	0.31	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.47	0.65	0.73
每股净资产	9.22	9.47	9.88	10.29
每股经营现金流	0.97	1.25	2.04	2.17
每股股利	0.31	0.24	0.32	0.37
估值分析				
PE	11	15	11	10
PB	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.33	7.18	5.84	5.33
股息收益率 (%)	4.40	3.35	4.62	5.24

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,604	1,970	2,712	3,078
折旧和摊销	2,327	2,456	2,702	2,883
营运资金变动	-2,053	-807	1,103	964
经营活动现金流	3,488	4,523	7,342	7,843
资本开支	-13,369	-5,956	-5,202	-3,283
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-13,737	-6,120	-5,135	-3,211
股权募资	6,146	0	0	0
债务募资	3,192	3,361	500	500
筹资活动现金流	6,817	1,706	-1,182	-1,516
现金净流量	-3,433	109	1,026	3,116

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。本报告清晰准确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：广东省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