



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月05日

基础数据

09月04日收盘价（元）	6.98
总市值（亿元）	251.80
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

【兴证煤炭】华阳股份 2024 年年报点评：煤价承压拖累盈利，储备资源蓄势待发-2025.05.24

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

华阳股份(600348.SH)

煤价波动拖累业绩，毛利率相对稳定

投资要点：

事件：华阳股份发布 2025 年半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 112.40 亿元，同比下降 7.86%；营业成本 75.13 亿元，同比下降 9.49%；归母净利润 7.83 亿元，同比下降 39.75%。分季度看，2025 年第二季度公司实现营业收入 54.22 亿元，同比下降 10.24%，环比下降 6.8%；归母净利润 1.86 亿元，同比下降 56.97%，环比下降 68.8%。对此我们点评如下：

煤价拖累收入，吨煤成本下降，毛利率保持稳定。2025 年上半年，公司煤炭产品销售收入 88.87 亿元，同比降低 9.21%；销售成本 55.74 亿元，同比降低 7.92%。公司完成原煤产量 2,076 万吨，同比增长 11.25%，商品煤销量 1,928 万吨，同比增长 12.79%。煤炭综合售价同比降低 19.50%至 460.84 元/吨，煤价下行使销售收入同比减少 21.53 亿元；成本端，公司吨煤销售成本同比下降 65.01 元至 289.02 元；板块毛利率 37.28%，同比降低 0.87 个百分点，毛利率保持了相对稳定。

电力业务毛利率提升明显。2025 年上半年，公司售电量 23.2 亿千瓦时，同比下降 21.09%；受此拖累，供电业务收入 8.3 亿元，同比下滑 15.42%。但由于成本管控强化，供电成本 5.4 亿元，同比减少 40.07%；使毛利率逆势提升 26.90 个百分点至 34.59%。

资源接续进入收获期。七元煤矿（500 万吨/年）于 2024 年底实现联合试运转；泊里煤矿（500 万吨/年）重大项目持续推进；报告期内，公司取得于家庄矿产资源探矿证，资源接续成果斐然。新能源新材料领域持续发展，钠离子电池相关转型方向明确。

投资建议：公司整体有望受益于新矿迭代稳步推进，叠加钠离子电池等新能源业务培育，中期增长点显现。随着“反内卷”的持续推进，煤价提升有望催化业绩修复。基于此，我们调整了盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现归母净利润 16.29/21.43/22.79 亿元，同比分别-13.7%/+7.7%/+7.1%，对应 EPS 为 0.45/0.59/0.63 元，对应 9 月 4 日收盘价的 PE 分别为 15.5/11.8/11.0 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	21625	23292	24956
同比增长	-12.1%	-13.7%	7.7%	7.1%
归母净利润（百万元）	2225	1629	2143	2279
同比增长	-57.0%	-26.8%	31.5%	6.4%
毛利率	34.4%	30.6%	34.1%	33.6%
ROE	6.7%	4.7%	5.7%	5.5%
每股收益（元）	0.62	0.45	0.59	0.63
市盈率	11.3	15.5	11.8	11.0

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	14816	16188	18878
货币资金	11620	11594	12773	15236
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1963	1628	1777	1895
预付款项	295	310	303	332
存货	802	703	730	784
其他	627	581	605	630
非流动资产	65665	69760	74921	80474
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	7143	7119	7085
资产总计	80971	84576	91109	99352
流动负债	22209	20518	21103	22307
短期借款	2923	3423	3473	3373
应付票据及应付账款	12500	11229	11557	12449
其他	6787	5866	6074	6485
非流动负债	20935	24827	27327	29827
长期借款	18475	22475	24975	27475
其他	2460	2352	2352	2352
负债合计	43144	45345	48430	52134
股本	3608	3608	3608	3608
未分配利润	19598	20165	22913	26708
少数股东权益	4550	4837	5215	5618
股东权益合计	37827	39231	42678	47218
负债及权益合计	80971	84576	91109	99352

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2225	1629	2143	2279
折旧和摊销	2327	3280	3889	4498
营运资金的变动	-2053	-1340	343	1076
经营活动产生现金流量	3488	4545	7546	9115
资本支出	-13369	-7199	-7103	-7101
长期投资	-2	0	0	0
投资活动产生现金流量	-13737	-7358	-7033	-7026
债权融资	3192	4074	2550	2400
股权融资	6146	0	0	0
融资活动产生现金流量	6817	2788	667	374
现金净变动	-3433	-26	1179	2463

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	21625	23292	24956
营业成本	16432	15004	15358	16574
税金及附加	1922	1624	1768	1884
销售费用	108	94	101	108
管理费用	1683	1293	1479	1538
研发费用	928	667	791	809
财务费用	499	523	578	629
投资收益	72	65	70	75
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	2604	3414	3626
营业外收支	-58	-49	-53	-51
利润总额	3615	2555	3361	3575
所得税	1011	639	840	894
净利润	2604	1917	2521	2681
少数股东损益	379	287	378	402
归属母公司净利润	2225	1629	2143	2279
EPS(元)	0.62	0.45	0.59	0.63

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%	-13.7%	7.7%	7.1%
营业利润增长率	-53.7%	-29.1%	31.1%	6.2%
归母净利润增长率	-57.0%	-26.8%	31.5%	6.4%
盈利能力				
毛利率	34.4%	30.6%	34.1%	33.6%
归母净利率	8.9%	7.5%	9.2%	9.1%
ROE	6.7%	4.7%	5.7%	5.5%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	53.6%	53.2%	52.5%
流动比率	0.69	0.72	0.77	0.85
速动比率	0.62	0.65	0.70	0.78
营运能力				
资产周转率	32.9%	26.1%	26.5%	26.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.62	0.45	0.59	0.63
每股经营现金	0.97	1.26	2.09	2.53
估值比率(倍)				
PE	11.3	15.5	11.8	11.0
PB	0.8	0.7	0.7	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%
	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	
行业评级	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.xyq.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、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@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn