

华阳股份(600348)

报告日期: 2026年02月05日

煤炭主业稳增长, 新兴产业启新程

——华阳股份深度报告

投资要点

□ 华阳股份立足煤炭主业, 发展新能源新材料业务

公司背靠华阳集团和山西省国资委, 主要从事煤炭生产、洗选加工、销售, 电力生产、销售, 热力生产、销售, 光伏设备及元器件、钠离子电池制造, 新能源技术推广服务等业务。公司在做大做强做优煤炭主业的基础上, 积极布局新能源新材料业务, 努力蹚出一条产业优、质量高、效益好、可持续的高质量发展新路。

□ 煤炭业务深入解读: 资源禀赋占优, 产量增长可期

煤炭资源: 公司拥有煤炭资源量 66.84 亿吨, 主要煤种为无烟煤, 煤炭热值高。

产能扩张: 煤矿在产核定产能 4090 万吨/年, 七元矿 500 万吨/年竣工投产, 泊里矿 500 万吨/年未来进入联合试运转, 于家庄矿规划建设规模 500 万吨/年。

经营稳健: 受贸易业务剔除的影响, 煤炭营收自 2022 年来有所下降, 2021-2022 年煤炭业务毛利随煤价上涨而上行, 后煤价回落毛利下行, 但仍处于高位。

生产成本: 吨煤成本下行, 2025 年前三季度吨煤成本为 287.6 元/吨, 同比下降 15.8%, 吨煤毛利高位, 2025 年前三季度为 162.3 元/吨, 整体处于高位。

□ 电力业务深入解读: 发售电量高增, 规模扩张迅速

公司拥有 2 台 660MW 超超临界低热值煤间接空冷发电机组, 随发电机组投产运行, 2024 年发电和售电量高速增长, 2025 年保持高位。

□ 新能源和新材料业务深入解读:

钠电正负极: 拥有钠离子电池正、负极材料产线各 2000 吨/年产能, 年产万吨级钠离子电池正、负极材料项目建设收尾。

钠电池单体: 布局钠离子电池全产业链, 拥有全球首条钠离子电芯 (1GWh)、钠离子 Pack 电池 (1GWh)、储能集成 (1GWh) 生产线, 钠离子电池煤矿应急电源已在矿山端应用。

光伏和飞轮储能: 拥有 4 条光伏产线, 总产能 2GW/年, 拥有 200 套/年飞轮储能系统生产装配线, 根据订单情况按需生产。

碳纤维材料: 200 吨/年高性能碳纤维项目建成投产, 可应用于航空航天、高端装备制造、风电新能源、新型氢能储能等领域。

□ 投资价值分析

增量矿山投产, 未来产量可观: 若七元矿、泊里矿实现达产满产, 则在产产能将提升 1000 万吨/年, 增长幅度为 28%; 考虑于家庄则远景产量提升幅度为 42%。

股东回报承诺, 现金分红稳定: 公司承诺分红率为 30%, 2023-2024 年实际分红率为 50% 左右, 超过公司承诺分红率。

行业破除内卷, 价格中枢抬升: 煤炭反内卷下, 2025 年内煤价呈 V 型反转走势, 预计未来煤价中枢稳步抬升, 带动公司业绩提升。

□ 盈利预测与估值

结合公司经营情况以及近期市场的情况, 我们认为 2026-2027 年煤价中枢有望抬升。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.6、26.1、30 亿元, 同比-25.4%、+57.1%、+15.2%。2025-2027 年每股收益分别为 0.46、0.72、0.83 元, 对应 2 月 5 日收盘价, PE 分别为 20.2、12.8、11.1 倍。参考可比公司 2026 年平均估值 (PE 14.8 倍), 华阳股份估值偏低。公司立足煤炭主业, 产量增量确定性高, 新能源新材料业务转型发展。正值行业底部周期反转, 量价齐升, 成长显著, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 需求不及预期、安全事故影响、销售不及预期、分红率不及预期、政策不及预期、煤价大幅波动风险等。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 樊金璐

执业证书号: S1230525030002

fanjinlu@stocke.com.cn

分析师: 张亦弛

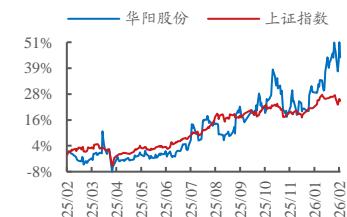
执业证书号: S1230525030001

zhangyichi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.28
总市值(百万元)	33,477.60
总股本(百万股)	3,607.50

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	25060.20	24064.32	27310.92	29635.85
(+/-) (%)	-12.13%	-3.97%	13.49%	8.51%
归母净利润	2224.75	1658.95	2606.61	3003.84
(+/-) (%)	-57.05%	-25.43%	57.12%	15.24%
每股收益(元)	0.62	0.46	0.72	0.83
P/E	15.05	20.18	12.84	11.14

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况	5
1.1 背靠华阳集团	5
1.2 主营业务与优势	5
1.3 未来发展战略	6
2 公司业务深入解读	7
2.1 煤炭业务：资源禀赋占优，产量增长可期	7
2.1.1 煤炭资源：无烟煤占比高，煤质优势显著	7
2.1.2 产能扩张：煤炭产量平稳，新矿投产可期	8
2.1.3 经营稳健：营收规模稳健，毛利维持高位	9
2.1.4 生产成本：吨煤成本下行，吨煤毛利高位	12
2.2 电力业务：发售电量高增，规模扩张迅速	13
2.3 新能源和新材料业务：钠电产业布局，高端碳材投产	14
2.3.1 钠电正负极：千吨项目投产，万吨项目在建	15
2.3.2 钠电池单体：全产业链布局，储能产品应用	15
2.3.3 光伏和飞轮储能：光伏提质增效，飞轮按需生产	16
2.3.4 碳纤维材料：项目建成投产，转型高端材料	16
3 投资价值分析	17
3.1 增量矿山投产，未来产量可观	17
3.2 股东回报承诺，现金分红稳定	17
3.3 行业破除内卷，价格中枢抬升	17
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测与估值	18
4.2 投资建议	20
5 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司股份结构图 (截至 2025 年 9 月 30 日)	5
图 2: 2024 年公司营收构成	6
图 3: 2024 年公司毛利构成	6
图 4: 2016 年以来公司商品煤产量 (单位: 万吨)	9
图 5: 2016 年以来公司经营总体状况 (单位: 亿元)	10
图 6: 2016 年以来公司商品煤销量 (单位: 万吨)	10
图 7: 2016 年以来公司分板块营业收入情况 (亿元)	11
图 8: 2016 年以来公司分板块毛利情况 (亿元)	11
图 9: 煤炭价格指数 (截至 2026 年 1 月 28 日, 单位: 元/吨)	11
图 10: 煤炭业务毛利率保持高位 (亿元)	11
图 11: 2016 年以来公司吨煤成本情况	12
图 12: 2016 年以来公司吨煤毛利情况	12
图 13: 2016 年以来公司分煤种销量 (万吨)	12
图 14: 2016 年以来公司分煤种吨煤毛利情况 (元/吨)	12
图 15: 2016 年以来公司分煤种营业收入 (亿元)	13
图 16: 2016 年以来公司分煤种毛利 (亿元)	13
图 17: 2016 年以来公司发电量情况 (亿千瓦时)	13
图 18: 2016 年以来公司售电量情况 (亿千瓦时)	13
图 19: 2016 年以来公司电力营业收入 (亿元)	14
图 20: 2016 年以来公司电力毛利 (亿元)	14
图 21: 2016 年以来公司度电售价 (元/千瓦时)	14
图 22: 2016 年以来公司度电成本 (元/千瓦时)	14
图 23: 公司新能源、新材料业务布局	15
图 24: 公司的现金分红和现金分红率	17
图 25: 2025 年煤炭价格 V 型反转	18
表 1: 公司煤矿资源储量 (万吨)	7
表 2: 公司煤炭热值情况	7
表 3: 公司煤矿核定产能/权益产能情况 (万吨)	8
表 4: 公司钠离子电池产业链产品	16
表 5: 华阳股份业务拆分 (单位: 百万元)	19
表 6: 可比公司分析	19
表附录: 三大报表预测值	21

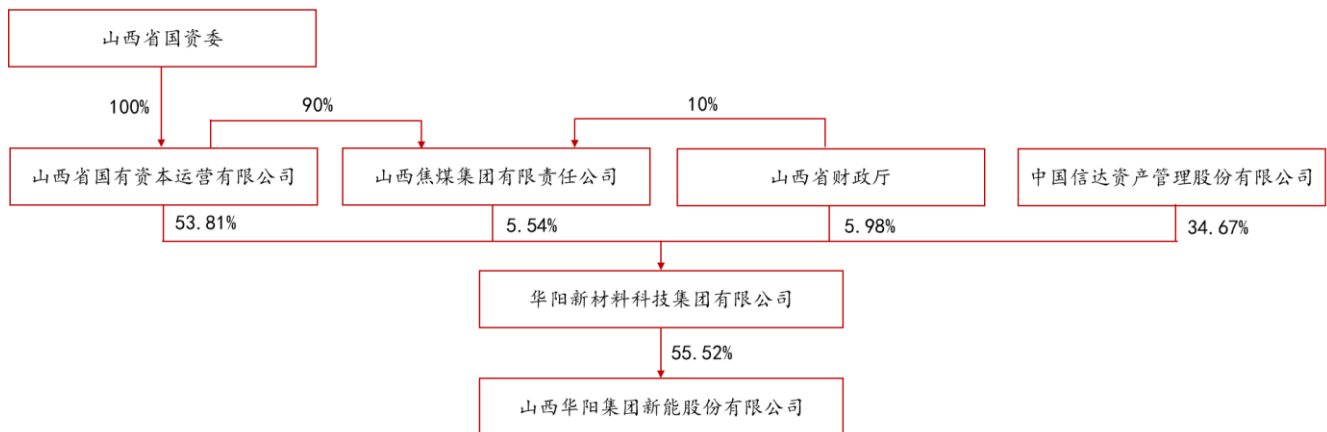
1 公司概况

山西华阳集团新能股份有限公司（简称“华阳股份”或“公司”）成立于1999年12月30日，由阳泉煤业（集团）有限责任公司作为主发起人，联合阳泉煤业（集团）实业开发总公司等其他四家发起人共同发起设立，阳煤集团以其所属一、二矿和第二热电厂的生产经营性净资产出资。2003年8月21日公司在上海证券交易所挂牌上市，是国内最大无烟煤上市企业，主要从事煤炭、电力、热力的生产销售，以及新能源相关业务等。

1.1 背靠华阳集团

截至2025年9月30日，公司控股股东为华阳新材料科技集团有限公司，实控人为山西省国资委。华阳新材料科技集团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，阳煤集团是全国最大的无烟煤生产基地。2020年10月27日，公司收到控股股东关于阳煤集团企业名称变更的告知函，其名称由“阳泉煤业（集团）有限责任公司”变更为“华阳新材料科技集团有限公司”；2021年1月22日，公司发布公告称，公司名称由“阳泉煤业（集团）股份有限公司”变更为“山西华阳集团新能股份有限公司”。截至2025年9月30日，华阳新材料科技集团有限公司持有公司55.52%的股权。

图1：公司股份结构图（截至2025年9月30日）

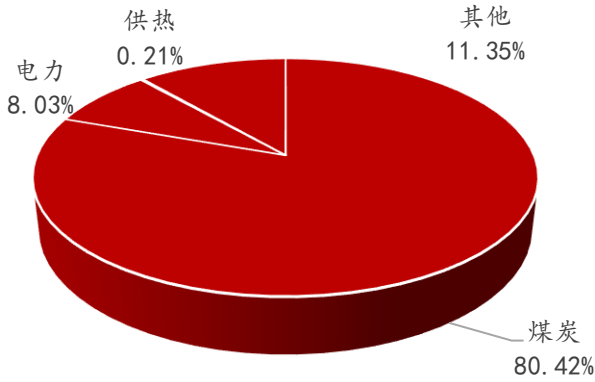


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.2 主营业务与优势

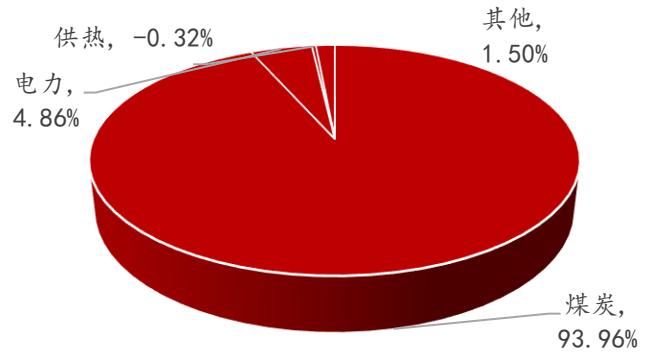
公司主要从事煤炭生产、洗选加工、销售，电力生产、销售，热力生产、销售，光伏设备及元器件、钠离子电池制造，新能源技术推广服务等业务。根据公司年报，2024年，公司营收主要来自于煤炭业务，占比80.42%，电力业务占比8.03%，供热和其他业务分别占比0.21%和11.35%；在毛利构成上，煤炭业务贡献占比高达93.96%，电力业务占比4.86%，供热和其他业务分别仅占比-0.32%和1.50%。

图2: 2024年公司营收构成



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图3: 2024年公司毛利构成



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

无烟煤禀赋强, 资源优势明显: 公司煤炭资源以稀缺煤种无烟煤为主, 是冶金、化工、高端民用领域的优质燃料和原料, 相较于普通动力煤溢价能力更强。2024年, 公司成功竞拍于家庄区块煤炭探矿权, 进一步增加公司煤炭资源储备量。根据公司年报, 截至2024年底, 公司拥有煤炭资源量66.84亿吨, 可采储量29.53亿吨, 证实储量6.87亿吨。

地理位置占优, 交通运输便利: 公司位于有“山西东大门”之称的阳泉市, 地处山西省沁水煤田东北部, 石太铁路和石太高速公路从矿区穿过, 交通十分便利。铁路运输跨石家庄、太原两个铁路分局, 西距太原110公里, 东距石家庄120公里, 西至太原、东至石家庄仅需30分钟, 至首都北京仅需2小时, 拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及先进的储装运系统, 是铁路重点保障的国有特大型煤炭企业, 供应及时、可靠, 合同兑现率高。公路网络四通八达, 307、207国道及太旧、阳五、京昆、新中高速公路在市区交叉, 西至太原、东至石家庄各只需1小时, 与首都北京也仅4小时车程。公司主要客户集中在山东、河北、东北, 运距相对较短, 运输成本较低。

下游客户稳定, 抗风险能力强: 公司市场用户定位于大型的电力、冶金和化工企业集团; 市场区域主要为河北、山东、东北等地区。公司洗末煤产品对主供钢厂用户销量占(铁路)总销量的80%以上, 主要用户为鞍钢、本钢等; 公司洗中块、洗小块产品主要供给山东、河北地区化工企业; 公司末煤主要供给河北、山东地区的五大集团电厂, 电煤长协用户占比在90%以上(铁路)。近年来, 公司积极调整产品结构, 优化市场结构, 与一批国内大钢厂、大电厂和国际大钢铁企业形成了战略合作伙伴关系, 签订长协合同, 具有较强的抗市场风险能力。

1.3 未来发展战略

华阳新材料科技集团以“双碳”战略为引领, 大力实施“双轮驱动”发展战略, 坚持立足煤、做强煤, 做强做大传统煤炭优势产业, 全面提升产业发展的“含金量”“含新量”“含绿量”; 坚持延伸煤、超越煤, 整合成立华阳产业技术研究总院, 做精做优钠离子电池全产业链、高端碳纤维、煤层气制金刚石、PBAT可降解塑料、纳米纤维空气净化材料等新能源新材料产业, 努力蹚出一条产业优、质量高、效益好、可持续的高质量发展新路。

华阳股份以增强企业核心功能、提升核心竞争力为目标, 进一步全面深化改革, 立足煤、做强煤, 推进传统煤炭产业提质、扩容、增效, 实现数字化、智能化和绿色化升级; 延伸煤、超越煤, 推动新能源新材料产业掌握核心技术、深耕细分领域, 向集群化、规模化发展。

2 公司业务深入解读

2.1 煤炭业务：资源禀赋占优，产量增长可期

2.1.1 煤炭资源：无烟煤占比高，煤质优势显著

华阳股份煤炭资源丰富，可采年限长。根据 2024 年年报公告，截至 2024 年底，公司拥有煤炭资源量 66.84 亿吨，可采储量 29.53 亿吨，证实储量 6.87 亿吨，可采年限为 57.9 年。公司主要煤种为无烟煤，除开元公司主要煤种为贫瘦煤，榆树坡公司主要煤种为焦煤、气煤外，其他煤矿主要煤种均包含无烟煤。2024 年 8 月，公司以 68 亿元取得山西省寿阳县于家庄探矿权，增加 6.3 亿吨煤炭资源。公司主要煤炭资源位于山西省内阳泉市、晋中市、寿阳县、平定县、宁武县等地。

表1：公司煤矿资源储量（万吨）

主要矿区	主要煤种	位置	资源量	可采储量	证实储量	可采年限(年)
一矿	无烟煤	山西省阳泉市	71,031	42,255	9,785	49.7
二矿	无烟煤	山西省阳泉市	39,893	14,650	13,872	18.1
新景矿	无烟煤	山西省阳泉市	86,267	46,740	18,573	103.9
平舒矿	贫煤、无烟煤	山西省寿阳县	30,819	15,510	7,646	31.0
开元矿	贫瘦煤	山西省寿阳县	29,571	11,562	11,023	38.5
景福矿	无烟煤	山西省寿阳县	6,058	2,614	-	29.0
兴裕矿	无烟煤	山西省平定县	4,634	232	1,166	2.6
裕泰矿	无烟煤	山西省平定县	6,111	598	135	-
榆树坡矿	焦煤、气煤	山西省宁武县	37,263	10,730	6,481	21.5
七元矿	无烟煤	山西省晋中市	202,597	103,301	-	206.6
泊里矿	无烟煤	山西省晋中市	91,136	47,114	-	94.2
于家庄井田	-	山西省寿阳县	62,991	-	-	-
合计	-		668,370	295,306	68,681	57.9

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：截至 2024 年末，可采年限=可采储量/核定产能，裕泰矿由于资源枯竭，已与 2021 年 10 月底关闭

煤炭资源以无烟煤为主，占比超 90%。无烟煤具有固定碳含量高、燃烧无烟、低硫低灰等特性，属于稀缺煤种，广泛应用于电力、化工、冶金等行业，市场需求刚性且附加值较高。公司打造的“阳优”品牌因品质优良，以低灰、低磷、高含碳量、高发热量、高煤灰软化温度、热稳定性较好、反应性好、可磨性好的优点而久负盛名，在东北、华北和山东等地有稳固的市场。

区域禀赋突出，煤质优势显著。公司主要煤炭资源所在地为阳泉市，而阳泉矿区煤种 70% 以上为低硫低灰优质无烟煤，灰分 10-20%，含硫 0.5-0.7%，发热量较高。公司一矿精煤发热量达到 6000kCal/kg，新景公司末煤发热量稳定在 5800kCal/kg。2025 年上半年，公司多措并举实现煤质逆势提升，1-6 月末煤发热量 5279kCal/kg，同比提高 117kCal/kg。

表2：公司煤炭热值情况

矿区	煤种	热值情况
一矿	无烟煤	精煤发热量 6000kCal/kg，经过配煤发热量稳定在 5500kCal/kg
新景矿	无烟煤	稳定在 5800kCal/kg，可生产 5500-5800kCal/kg 产品
公司末煤	-	5279kCal/kg

资料来源：公司官网，浙商证券研究所；注：截至 2025 年 6 月

2.1.2 产能扩张：煤炭产量平稳，新矿投产可期

新建矿山投产贡献增量。截至 2025 年 11 月，公司拥有 11 座煤矿，其中在产煤矿 8 座，平舒矿于 2024 年 5 月核定产能由 90 万吨/年核增至 500 万吨/年，榆树坡矿于 2024 年 8 月取得 500 万吨/年安全生产许可证。七元矿于 2024 年 12 月进入联合试运转，2025 年 12 月 9 日竣工投产，正式转为生产矿井；于家庄矿目前正在勘探中。**截至 2025 年末，公司煤矿在产核定产能合计 4090 万吨/年，权益产能 3600 万吨/年，在建产能 500 万吨/年，规划产能 500 万吨/年。随七元矿产能爬坡，泊里矿未来进入联合试运转，预计公司煤炭产量将进一步增长。**

七元矿：生产规模 500 万吨/年，服务年限 137 年。七元矿位于山西省寿阳县，矿井井田面积约为 207.43 平方公里，地质储量为 20.6 亿吨，以无烟煤为主，主采煤层为 8 号、15 号煤。七元矿为煤与瓦斯突出矿井，地质条件复杂，建设周期长。七元矿于 2009 年奠基，2011 年开工建设，2014 年因供给侧结构性改革项目暂缓，2020 年底全面复工。2024 年 12 月 15 日，七元公司矿井成功实现联合试运转，铁路专用线同步建设当中。根据公司 2025 年半年报，截至 2025 年上半年，累计完成投资 56.37 亿元。根据公司官网消息，七元矿已于 2025 年 12 月 9 日竣工投产，正式转为生产矿井。

泊里矿：生产规模 500 万吨/年，服务年限 77.6 年。泊里矿位于山西省晋中市，沁水煤田东部边缘，矿井井田总面积 107.53 平方公里，地质储量为 9.11 亿吨，以贫煤、无烟煤为主，主采煤层为 15 号煤。泊里矿为煤与瓦斯突出矿井，于 2012 年奠基，2015 年因证照手续不完善停工，2020 年全面复工。根据公司 2025 年半年报，截至 2025 年上半年，累计完成投资 45.5 亿元。

于家庄矿：2024 年 8 月 22 日，公司以人民币 68 亿元竞得山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，于家庄区块井田面积 73.2245 平方公里，地质储量约 6.3 亿吨，煤种为贫煤和贫瘦煤，以此资源规划新建于家庄煤矿项目，规划建设规模 500 万吨/年。根据公司 2025 年半年报，2025 年 6 月 30 日，公司取得于家庄矿产资源探矿证，勘查工程正在按计划有序的组织实施，项目可行性研究报告也已同步开展编制工作。

表3：公司煤矿核定产能/权益产能情况（万吨）

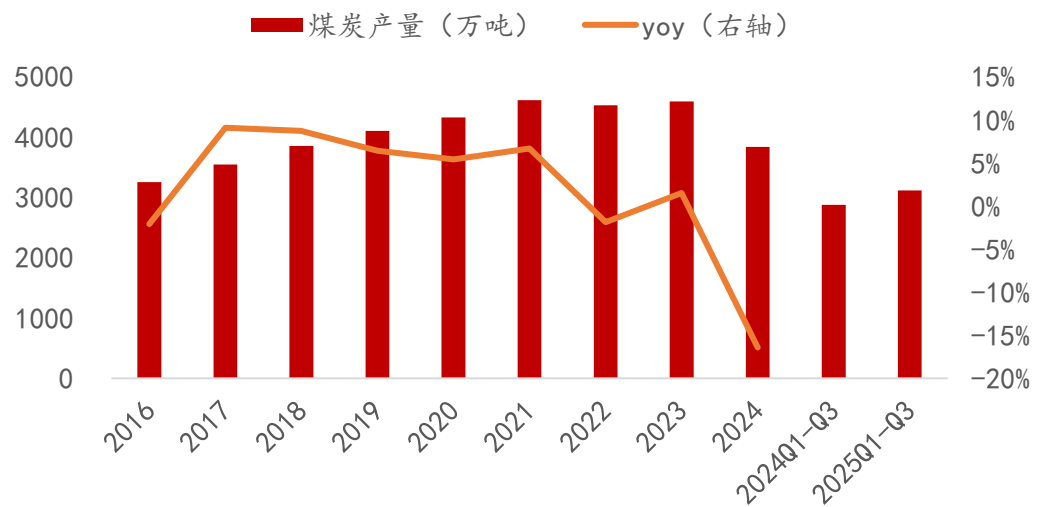
主要矿区	主要煤种	持股比例	核定产能	权益产能	状态	备注
一矿	无烟煤	100%	850	850	在产	
二矿	无烟煤	100%	810	810	在产	
新景矿	无烟煤	100%	450	450	在产	
平舒矿	贫煤、无烟煤	56.31%	500	282	在产	
开元矿	贫瘦煤	100%	300	300	在产	
景福矿	无烟煤	70%	90	63	在产	
兴裕矿	无烟煤	100%	90	90	在产	
榆树坡矿	焦煤、气煤	51%	500	255	在产	
七元矿	无烟煤	100%	500	500	竣工投产	2024 年 12 月 15 日实现联合试运转；2025 年 12 月 9 日竣工投产
合计			4090	3600		
泊里矿	无烟煤	70%	500	350	建设	

于家庄矿	-	100%	500	500	勘探	取得探矿证
------	---	------	-----	-----	----	-------

资料来源：公司公告，政府官网，浙商证券研究所；注：截至 2025 年末

煤炭产量稳步提升。公司煤炭产量自 2016 年以来总体呈增长趋势，2016-2021 年产量逐年扩张，从 2016 年的 3250 万吨增长至 2021 年的 4610 万吨，2021-2023 年稳定在每年 4500 万吨以上。2024 年山西省开展煤矿“三超”隐蔽工作面专项整治，受煤矿安全生产监管和煤炭市场需求放缓因素影响，2024 年公司煤炭产量 3837 万吨，同比下降 16.4%。2025 年前三季度煤炭产量 3115 万吨，同比增长 8.4%。随着在建矿井逐步投产，预计未来产量将保持稳中有升。

图4：2016 年以来公司商品煤产量（单位：万吨）

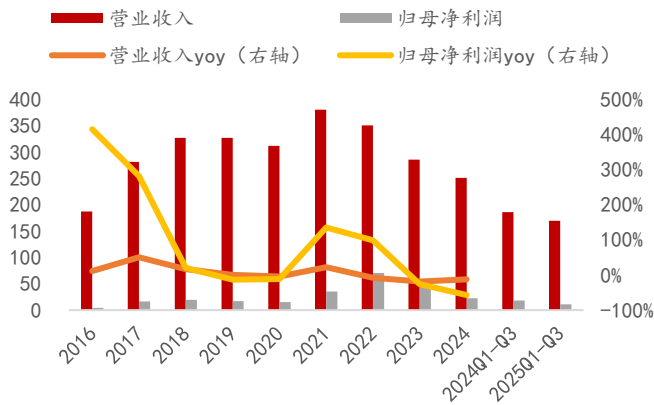


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1.3 经营稳健：营收规模稳健，毛利维持高位

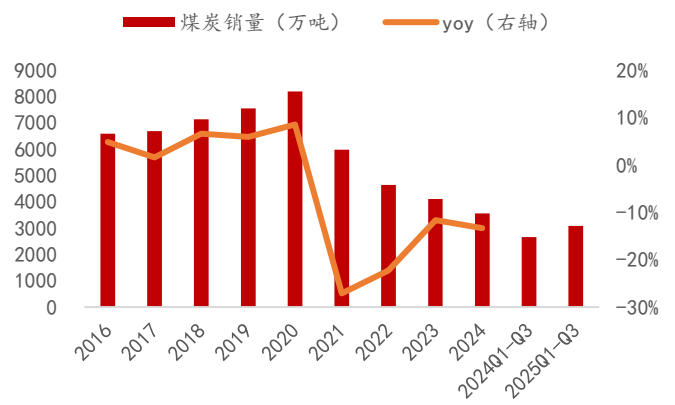
2016 年以来，公司总体呈营业收入向好、盈利增强的态势，虽然营收受到煤价波动和采购贸易煤减少、销量下降的影响，但毛利率整体保持较高水平。

图5: 2016年以来公司经营总体状况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 2016年以来公司商品煤销量(单位:万吨)



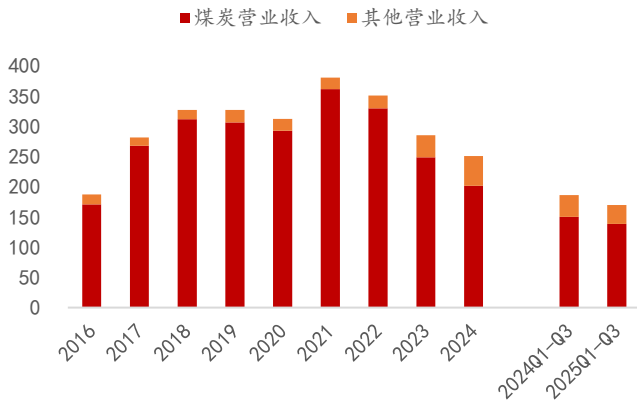
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

营业收入方面: 2016年,公司煤炭营业收入为170.6亿元,之后伴随煤炭市场趋稳,叠加公司销量逐年提升,2018年公司煤炭营业收入提升至311.5亿元,2019-2020年维持290亿以上。2021年,受煤炭价格大幅上涨的带动,煤炭营收达到361.3亿元。2021年,依据山西省属能源企业专业化重组事项安排,自2021年5月起,公司不再向华阳集团及其子公司采购煤炭进行销售,公司煤炭销量随后下降,叠加煤炭价格回落,公司煤炭收入有所下降,2024年公司煤炭营业收入201.5亿元,2025年前三季度为138.6亿元,同比下降7.6%。收入的快速增长主因煤炭价格周期性上涨和销量的提升,随后收入回落对应市场煤价下行和公司外购代销煤炭量下降,但公司整体收入高位。

毛利方面: 2016年,公司煤炭毛利38.3亿元,2018年提升至59.8亿元,2020年受煤价下行影响回落至49.1亿元,2021-2022年煤价大幅上涨带动下,毛利分别提升至134.8亿元和160.2亿元,2023-2024年煤价下跌,使得毛利有所回落,2024年为81.1亿元,2025年前三季度为50亿元,同比下降15.6%,但毛利整体处于高位。

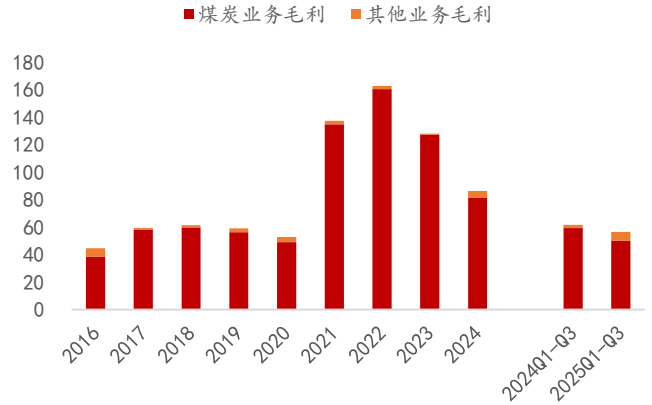
煤炭毛利率维持较高水平。 2016年-2020年,公司煤炭毛利率基本稳定在20%左右。受煤炭价格上涨带动,加之2021年5月以来,公司不再向华阳集团及其子公司采购煤炭,该部分业务毛利率较低,对外销售煤炭中毛利率较高的自产煤炭量占比上升,2021-2022年的毛利率分别大幅提升至37.3%和48.6%,2023年煤价虽然回落,得益于公司不断加强内部管理,深入推进智能化矿井建设,持续加强成本管控,加之采购成本较高的外购煤销售业务占比降低,毛利率进一步提升至51.2%。随后毛利率受煤价下行影响回落,2024年煤炭毛利率为40.2%,2025年前三季度为36.1%,同比下降3.4个百分点,毛利率整体处于高位。

图7: 2016年以来公司分板块营业收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所
注: 其他营业收入指除煤炭板块外, 公司所有其他板块的营业收入之和

图8: 2016年以来公司分板块毛利情况(亿元)



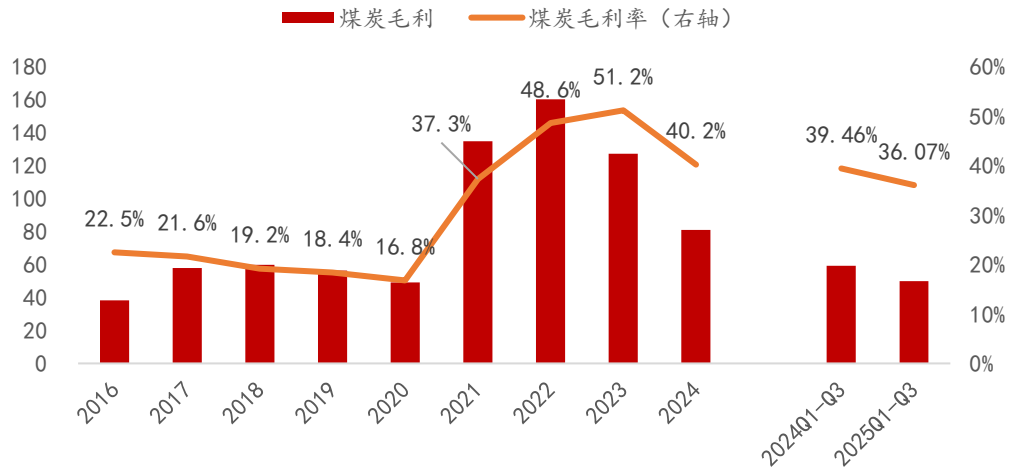
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所
注: 其他毛利指除煤炭板块外, 公司所有其他板块的毛利之和

图9: 煤炭价格指数(截至2026年1月28日, 单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 煤炭业务毛利率保持高位(亿元)

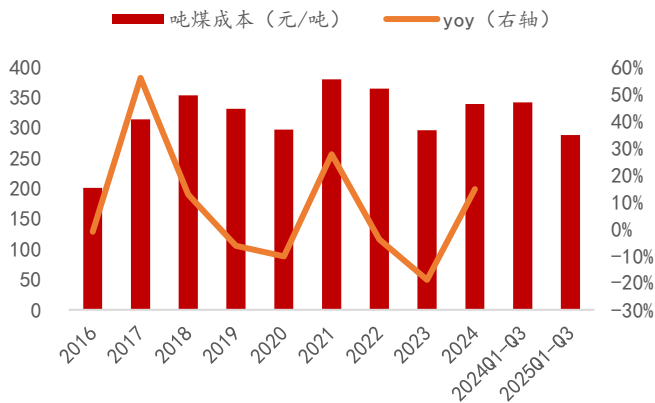


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.1.4 生产成本：吨煤成本下行，吨煤毛利高位

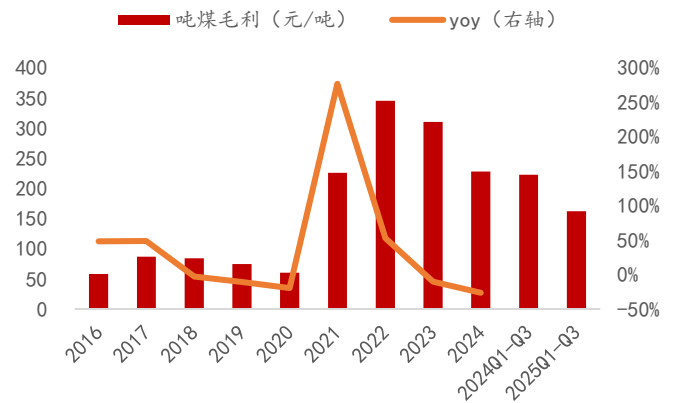
吨煤成本下行，吨煤毛利高位。2016年以来公司吨煤成本在200-380元/吨之间浮动，2025年前三季度吨煤成本为287.6元/吨，同比下降15.8%。2016年吨煤毛利为58.2元/吨，2021年大幅提升至225.8元/吨（同比+276.8%），2022年提升至近年来最高345.2元/吨（同比+52.9%），2024年回落至228.1元/吨，同比下降26.5%，2025年前三季度为162.3元/吨，同比下降27.1%，但处于相对高位。

图11：2016年以来公司吨煤成本情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

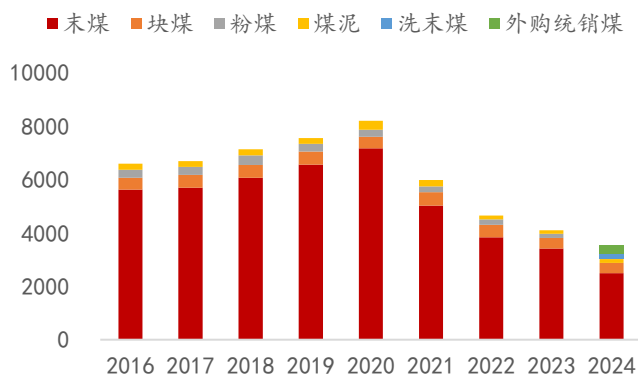
图12：2016年以来公司吨煤毛利情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

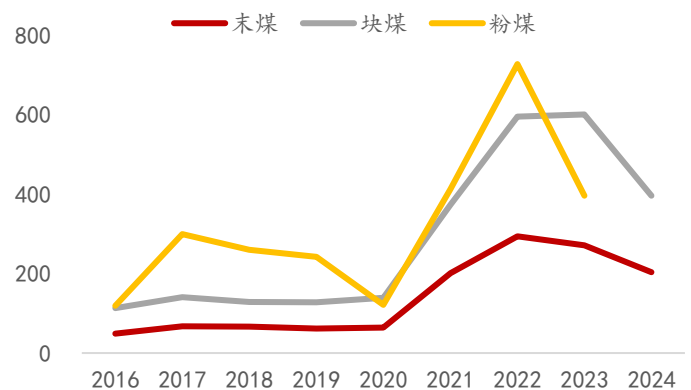
公司末煤销量占比超70%，贡献主要营收和毛利。2024年末煤、块煤、煤泥、洗末煤、外购统销煤销量占比分别为70.2%、10.6%、4%、5.8%、9.5%。从吨煤毛利看，从2021年来，公司末煤吨毛利稳定至200元/吨以上，块煤和粉煤吨毛利稳定至370元/吨以上，煤价较高年份块煤和粉煤毛利超600元/吨，整体处于高位。末煤贡献主要营收和毛利，在煤炭业务中占比超60%，2024年末煤、块煤、煤泥、洗末煤、外购统销煤营收分别占煤炭业务营收的62.3%、14.9%、2.2%、9.4%、11.3%；毛利占比分别为62.4%、18.3%、5.4%、12.8%、1%。

图13：2016年以来公司分煤种销量（万吨）



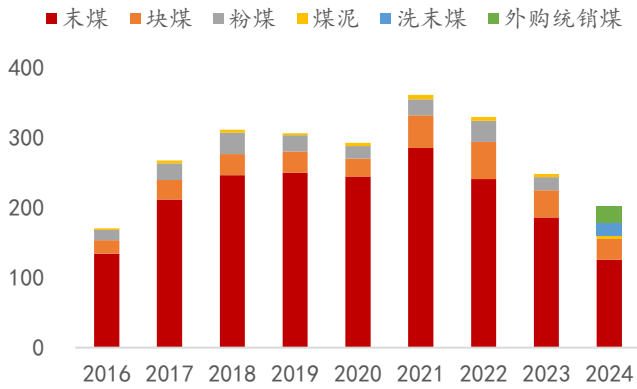
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图14：2016年以来公司分煤种吨煤毛利情况（元/吨）



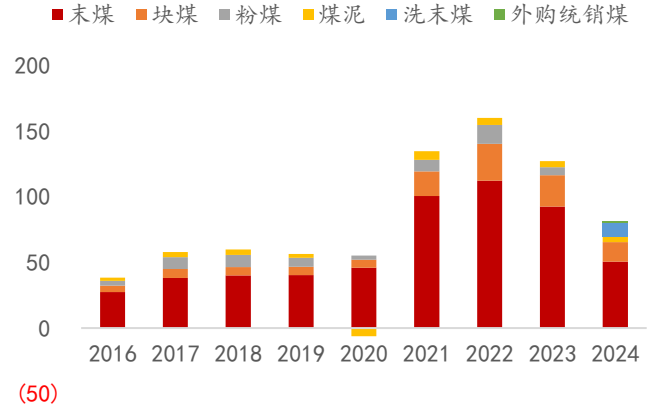
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图15: 2016年以来公司分煤种营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图16: 2016年以来公司分煤种毛利(亿元)



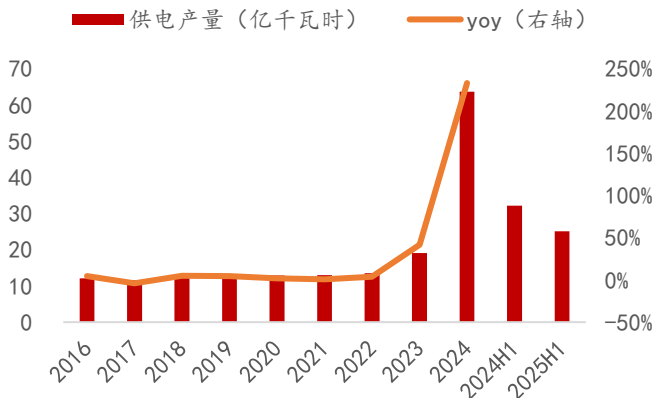
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 电力业务: 发售电量高增, 规模扩张迅速

公司旗下子公司华阳建投阳泉热电有限责任公司拥有2台660MW超超临界低热值煤间接空冷发电机组, 配套建设高效煤粉锅炉, 同步建设脱硫、脱硝、高效除尘装置及废水零排放设施, 通过双回500KV线路接入河北桂山变电站。1号和2号机组分别于2023年11月和12月通过满负荷运行转商。

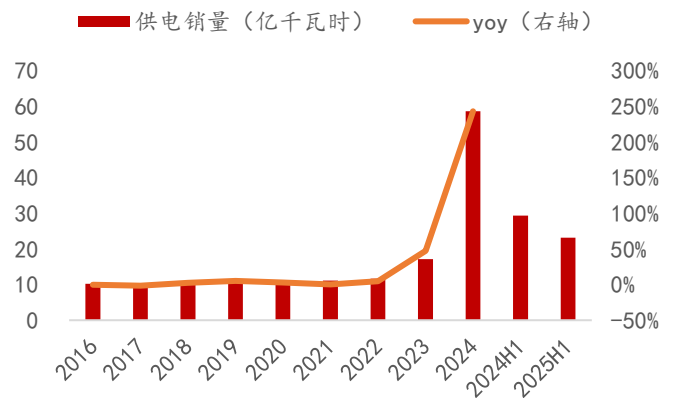
发售电量快速增长, 带动电力营收和毛利高增。随发电机组投产运行, 公司2024年发电和售电量高速增长, 分别为63.7亿千瓦时和58.6亿千瓦时, 同比分别高增232.9%和242.9%。2024年电力业务营业收入和毛利分别为20.1亿元和4.2亿元, 同比分别高增295%和407.4%。2025年上半年, 公司发电量和售电量分别为25.1亿千瓦时和23.2亿千瓦时, 同比分别下降21.8%和-21.1%, 电力业务营收为8.3亿元, 同比下滑15.4%, 但受煤炭价格下行影响, 电力成本大幅下降, 电力业务毛利为2.9亿元, 同比高增280.3%。

图17: 2016年以来公司发电量情况(亿千瓦时)



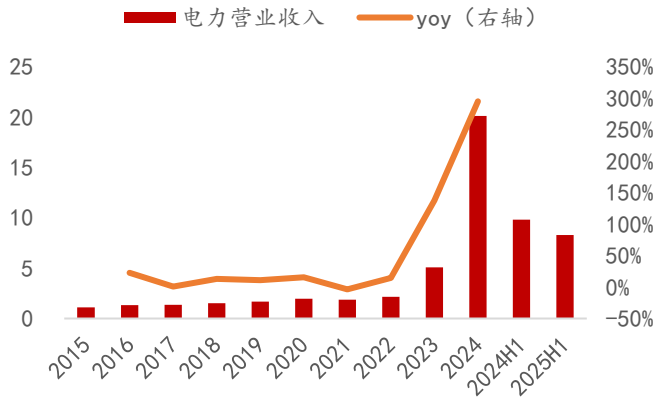
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图18: 2016年以来公司售电量情况(亿千瓦时)



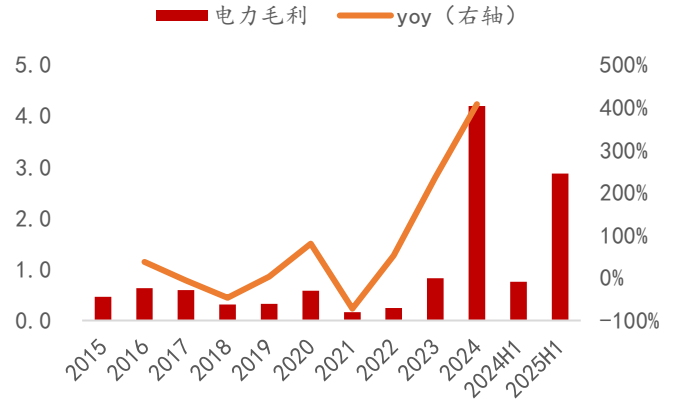
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 2016年以来公司电力营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

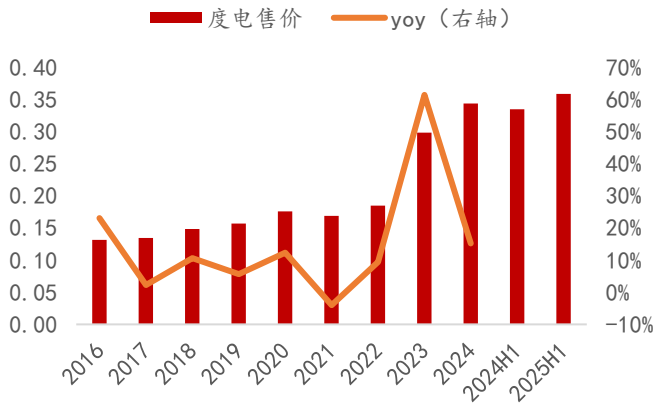
图20: 2016年以来公司电力毛利(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

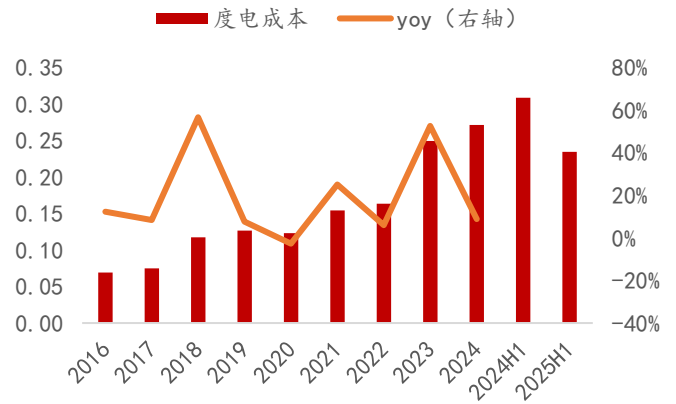
2016年以来, 公司度电售价和度电成本稳步上行。2024年度电售价和成本分别为0.34元/千瓦时和0.27元/千瓦时, 同比分别增长15.2%和8.8%; 2025年上半年度电售价为0.36元, 同比增长7.2%, 受煤炭价格下行影响, 度电成本为0.23元/千瓦时, 同比下降24.1%, 度电毛利为0.12元/千瓦时, 同比高增381.9%。

图21: 2016年以来公司度电售价(元/千瓦时)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 2016年以来公司度电成本(元/千瓦时)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.3 新能源和新材料业务: 钠电产业布局, 高端碳材投产

华阳股份布局钠离子电池全产业链, 包括正负极材料、电芯、Pack 电池、储能集成等。同时, 高性能碳纤维项目建成投产, 向高端材料转型升级。

图23: 公司新能源、新材料业务布局

新能源/新材料领域	运营主体	持股比例	主要产品	产能情况	发展情况
正负极材料	华钠铜能	30%(中科海纳70%)	正极材料	2000吨/年	万吨级钠电正负极材料项目产能在建: 正极材料2万吨/年, 负极材料1.2万吨/年
	华钠碳能	30%(中科海纳70%)	负极材料	2000吨/年	
电池电芯 ↓ Pack电池 ↓ 储能集成	华钠芯能	100%	钠离子电芯	1GWh/年	全球首条钠离子电芯 (1GWh)、钠离子Pack电池 (1GWh)、储能集成 (1GWh) 生产线, 打造钠离子电池全产业链
			钠离子Pack电池	1GWh/年	
			储能集成	1GWh/年	
光伏	华储光电	100%	光伏	2GWh/年	相继完成183.75大尺寸电池片的研发与量产, 和N型产线由183.75版型向210R版型的升级改造
飞轮储能	阳泉奇峰	51%(奇峰聚能49%)	飞轮储能系统	200套/年	飞轮储能项目根据订单数量确定生产计划按需生产
碳纤维	碳材科技	40%	高性能碳纤维材料	200吨/年	一期 200 吨/年T1000级高性能碳纤维示范线已完成设备安装, 进入联合调试阶段

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

2.3.1 钠电正负极: 千吨项目投产, 万吨项目在建

千吨级正负极材料项目已投产。公司拥有钠离子电池正、负极材料产线各 2000 吨产能, 项目实施主体分别为山西华钠铜能科技有限责任公司、山西华钠碳能科技有限责任公司, 华阳股份通过全资子公司山西新阳清洁能源有限公司分别持有两家公司各 30% 的股权, 北京中科海钠科技有限责任公司分别各持股 70%。

中科海钠是一家专注于新一代储能体系-钠离子电池研发与生产的高新技术型企业, 由中科院物理研究所研发团队带领, 致力于低成本、安全环保、高性能钠离子电池技术的研发, 企业拥有多项钠离子电池核心专利, 是国际领先的拥有钠离子电池核心专利与技术的电池企业。华阳股份通过持有中科海钠股东——阳泉市梧桐树嘉裕阳煤智能制造股权投资合伙企业 49.8% 的股权, 间接持有中科海钠 6% 的股份。

万吨级正负极材料项目稳步推进。华阳股份万吨级钠离子电池正、负极材料项目于 2023 年 2 月开工建设, 项目属于山西省重点工程, 达产后, 正负极材料年产量将分别达 20000 吨、12000 吨, 有望满足国内外市场对于高性能钠离子电池材料的需求。2025 年 3 月项目建设接近尾声, 进入设备单机调试阶段, 目前正在稳步推进。

2.3.2 钠电池单体: 全产业链布局, 储能产品应用

公司布局钠离子电池全产业链, 包括电芯、Pack 电池、储能集成。钠离子电池电芯和 Pack 电池项目实施主体为山西华钠芯能科技有限责任公司, 华钠芯能公司是公司旗下山西新阳清洁能源有限公司的全资子公司。华钠芯能依托中科院物理所钠离子电池技术, 拥有全球首条钠离子电芯 (1GWh)、钠离子 Pack 电池 (1GWh)、储能集成 (1GWh) 生产线, 具备生产组配及检测条件, 成功列入 2025 储能应用创新典范 TOP10, 成功入选全球 Tier1 钠电电芯榜。

主要产品为钠离子电芯以及相应的 Pack 电池组、煤矿应急电源、工商业储能、新能源储能等。电芯方面，公司已实现 3.5Ah 圆柱电芯、185Ah 方形电芯量产；Pack 电池和电池模组方面，公司已经实现 48V18Ah 电动自行车 Pack 电池和 48V、72V 储能电池模组量产，2024 年公司生产钠离子电芯 84.732MWh，PACK 电池 27.865MWh。煤矿应急电源方面，自主研发的钠离子煤矿应急电源在景福矿、开元矿成功运行，自主开发 2.13MWh 标准 20 尺钠离子电池煤矿应急电源直流舱产品，形成产品标准化自主集成生产工艺包，具备自主集成能力。

表4: 公司钠离子电池产业链产品

钠离子电池产业链环节	公司产品
电芯	3.5Ah 圆柱电芯、185Ah 方形电芯
Pack 电池	48V18Ah 电动自行车 Pack 电池、48V/72V 储能电池模组
储能产品	2.13MWh 标准 20 尺钠离子电池煤矿应急电源直流舱、钠离子电池液冷工商业储能柜等

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

2.3.3 光伏和飞轮储能：光伏提质增效，飞轮按需生产

光伏业务升级改造，央企客户保持稳定。高效光伏组件制造项目实施主体为山西华储光电有限公司，是公司旗下山西新阳清洁能源有限公司的全资子公司，公司目前 4 条产线全线运行，总产能 2GW/年。公司光伏业务高质量发展，2022 年，推进产品制造车间和 35 千伏降压站等基本项目建设，完成产线安装调试，达到试运行条件。2024 年，完成全线光伏组件“P 转 N”版型升级改造，同步完成 183.75 大尺寸电池片的研发与量产。2025 年 2 月，完成 N 型产线由 183.75 版型向 210R 版型的升级改造，为抢占市场提供了有力支撑。公司主要客户为华能集团、国家电投集团、华电集团、国家能源集团等央企客户，2024 年公司生产各类光伏组件 1372.18MW，光伏组件产品良率达到 99.2%。

飞轮储能根据订单按需生产。飞轮储能项目实施主体为阳泉奇峰聚能科技有限公司，公司通过全资子公司山西新阳清洁能源有限公司持股 49%，北京奇峰聚能科技有限公司持股 51%。项目选址大同市云冈经济开发区清洁能源产业园，建设年产 200 套飞轮储能系统生产装配线，飞轮储能项目根据订单数量确定生产计划按需生产。

2.3.4 碳纤维材料：项目建成投产，转型高端材料

200 吨/年高性能碳纤维项目建成投产。高性能碳纤维项目的实施主体为山西华阳碳材科技有限公司，由华阳股份和山西华阳资本控股有限公司、太原化学工业集团有限公司、大同市经济建设投资集团有限责任公司、大同云峰资产经营有限责任公司共同出资设立，华阳股份持股 40%。千吨级高性能碳纤维一期 200 吨/年项目于 2024 年 6 月 15 日开工建设，2025 年 6 月进入联合调试，11 月 30 日建成投产。该项目为山西省重点工程，地址位于大同市云冈经济开发区清洁能源产业园。项目投产后生产的 T1000 级碳纤维，具有高强度、轻量化、耐高低温、耐腐蚀等特性，可应用于航空航天、高端装备制造、风电新能源、新型氢能储能等领域。

3 投资价值分析

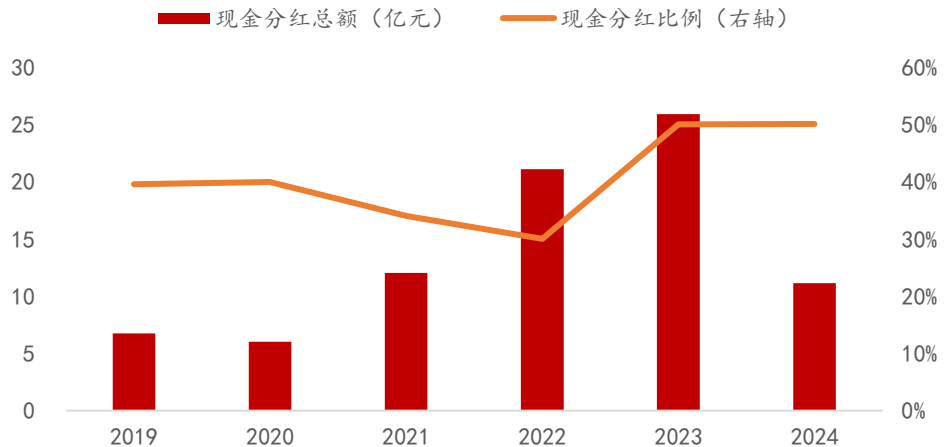
3.1 增量矿山投产，未来产量可观

随在建矿山投产和产能爬坡，未来产量增量可观。除七元矿、泊里矿、于家庄外，公司核定产能为 3590 万吨/年。七元矿已竣工投产，正式转为生产矿井，预计未来产量实现稳步爬坡；泊里矿预计未来具备联合试运转条件，投产后产量也有望逐年爬坡；于家庄矿产资源探矿证，勘查工程正在按计划有序的组织实施。若七元矿、泊里矿实现达产满产，则在产产能将提升 1000 万吨/年，增长幅度为 28%；若考虑于家庄 500 万吨/年核定产能，则远景产能提升 1500 万吨/年，增长幅度为 42%。

3.2 股东回报承诺，现金分红稳定

承诺股东回报目标，分红率稳中有升。根据公司《2021-2023 年股东回报规划》、《2024-2026 年股东回报规划》，2021-2026 年公司承诺现金分红不低于当年可分配利润的 30%，2023-2024 年公司实际分红率均为 50%左右，远超公司承诺分红率。

图24： 公司的现金分红和现金分红率

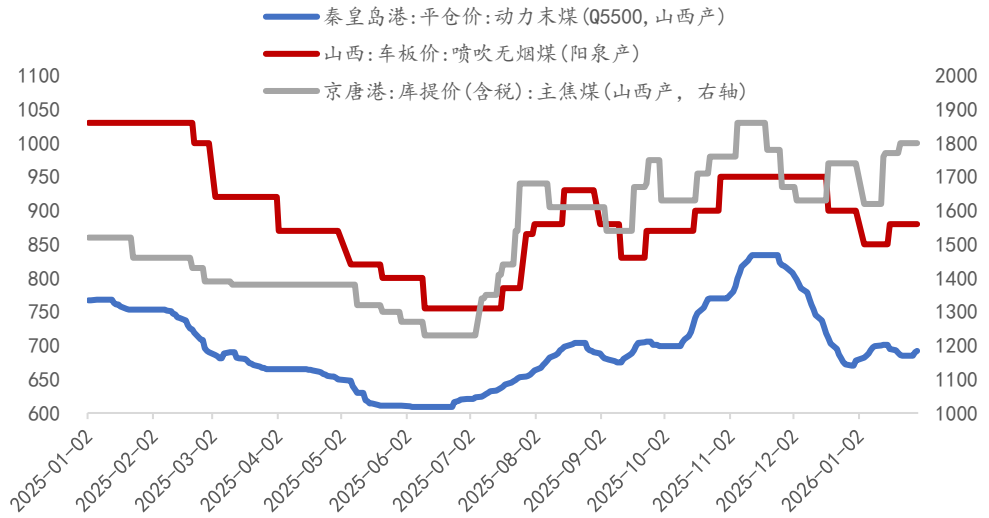


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3.3 行业破除内卷，价格中枢抬升

煤炭行业查超产，价格中枢稳抬升。2025 年上半年，全国煤炭供需形势宽松，价格持续下行。部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。2025 年 7 月 10 日，国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，对山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等 8 省(区)的生产煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿进行核查。动力煤、焦煤、无烟煤价格于 2025 年 6 月触底后，年内呈 V 型反转走势，随煤炭行业反内卷，我们预计未来煤价中枢稳步抬升，带动公司业绩提升。

图25: 2025年煤炭价格V型反转



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测与估值

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司的主营业务为煤炭生产、洗选加工、销售, 电力生产、销售, 热力生产、销售, 光伏设备及元器件、钠离子电池制造, 新能源技术推广服务等。2024年, 公司营收主要来自于煤炭业务, 占比80.42%, 电力业务占比8.03%, 供热和其他业务分别占比0.21%和11.35%。分板块看:

煤炭业务: 预测核心是煤价、成本、产销量。

煤价方面, 考虑到“反内卷”政策将持续推动行业自律, 驱动煤炭供应收缩, 进一步支撑煤价稳步上涨。产能置换限制产能规模, 预计产能可能会受产能指标的影响而减少。假设“反内卷”政策能够持续, 我们预计煤炭产量下行, 库存处于2024-2025年水平之间, 煤价中枢有望抬升, 均价介于2024-2025年均价之间。2022-2024年, 秦皇岛动力煤(Q5500)均价分别为1270、965、855元/吨, 公司煤炭销售均价分别为710、606、567元/吨; 2025年秦皇岛动力煤(Q5500)均价为697元/吨下, 假设2025年公司煤炭销售均价为469元/吨; 假设2026-2027年, 动力煤价格中枢抬升至800、850元/吨, 公司煤炭销售均价为517、542元/吨。

成本方面, 2022-2024年公司吨煤成本分别为365、296、339元/吨, 公司吨煤成本下行, 2025年前三季度吨煤成本为287.6元/吨, 同比下降15.8%, 假设公司吨煤成本稳定, 预计2025-2027年吨煤成本分别为290、295、300元/吨。

产销量方面, 2022-2024年公司产量分别为4523、4591、3837万吨, 销量分别为4642、4100、3554万吨, 2025年前三季度公司产量和销量分别为3115、3080万吨, 假设2025年煤炭产销量均为4100万吨, 随七元矿、泊里矿投产爬坡, 假设七元矿、泊里矿每年各贡献100万吨产量增量, 销量与产量一致, 预计2026-2027年公司销量分别为4300、4500万吨。

电力业务: 占比相对较小, 2025 年上半年营收同比有所下滑, 假设 2025-2027 年营业收入增长率分别为-10%、5%、1%, 考虑 2025 年煤价下行, 2026-2027 年煤价上行, 假设 2025-2027 年毛利率分别为 30%、25%、20%。

供热业务: 占比相对较小, 假设 2025-2027 年营业收入增长率维持 1%增速, 保持盈亏平衡, 毛利率维持 0%。

其他业务: 占比相对较小, 考虑到包含新能源新材料业务, 假设 2025-2027 年营业收入增长率维持 5%增速, 毛利率逐年提升, 2025-2027 年毛利率分别为 6%、7%、8%。

表5: 华阳股份业务拆分 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	28,518.16	25,060.20	24,064.32	27,310.92	29,635.85
总营收-yoy	-18.62%	-12.13%	-3.97%	13.49%	8.51%
总毛利率	44.90%	34.43%	33.45%	37.47%	38.87%
煤炭业务					
营收	24,838.71	20,154.12	19,216.70	22,223.01	24,371.68
营收-yoy	-24.61%	-18.86%	-4.65%	15.64%	9.67%
成本	12,121.35	12,047.69	11,890.00	12,685.00	13,500.00
毛利率	51.20%	40.22%	38.13%	42.92%	44.61%
电力业务					
营收	509.17	2,011.34	1,810.21	1,900.72	1,919.72
营收-yoy	137.42%	295.02%	-10.00%	5.00%	1.00%
成本	426.51	1,591.91	1,267.14	1,425.54	1,535.78
毛利率	16.23%	20.85%	30.00%	25.00%	20.00%
供热业务					
营收	47.30	51.62	52.13	52.65	53.18
营收-yoy	-7.67%	9.13%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	64.59	79.36	52.13	52.65	53.18
毛利率	-36.57%	-53.75%	0.00%	0.00%	0.00%
其他					
营收	3,122.99	2,843.12	2,985.27	3,134.54	3,291.27
营收-yoy	70.48%	-8.96%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	3,100.78	2,713.42	2,806.16	2,915.12	3,027.96
毛利率	0.71%	4.56%	6.00%	7.00%	8.00%

资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

由于华阳股份主营业务为煤炭业务, 我们选择主营业务相似程度较高的潞安环能、兰花科创、山煤国际作为可比公司, 用相对估值法对华阳股份进行估值, 可比公司 Wind 一致性预期 2026PE 均值为 14.8 倍, 华阳股份 2026PE 为 12.8 倍, 低于可比公司均值。

表6: 可比公司分析

	收盘价(元)		归母净利润(亿元)					PE		
	2026/2/5	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
华阳股份	9.28	22.25	16.59	26.07	30.04	15.05	20.18	12.84	11.14	
均值							20.63	14.81	12.18	
潞安环能	13.39	24.50	23.22	28.95	32.85	16.35	17.25	13.84	12.19	
兰花科创	6.22	7.18	3.02	4.92	6.72	12.77	30.34	18.64	13.64	
山煤国际	11.14	22.68	15.44	18.49	20.64	9.74	14.30	11.95	10.70	

资料来源: Wind、浙商证券研究所 (可比公司出自 wind 一致预期)

4.2 投资建议

结合公司 2024 年及 2025 年三季度经营情况以及近期市场的情况，我们认为 2025-2027 年煤价中枢有望抬升。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.6、26.1、30 亿元，同比-25.4%、+57.1%、+15.2%。2025-2027 年每股收益分别为 0.46、0.72、0.83 元，对应 2 月 5 日收盘价，PE 分别为 20.2、12.8、11.1 倍。参考可比公司 2026 年平均估值（PE 14.8 倍），华阳股份估值偏低。公司立足煤炭主业，产量增量确定性强，新能源新材料业务转型发展。正值行业底部周期反转，量价齐升，成长显著，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

- 煤炭需求不及预期：经济放缓等因素使煤炭需求减少，导致销量下滑、价格承压。
- 安全生产事故影响：安全事故矿区停产整顿，引发产能中断、成本增加及声誉受损。
- 煤炭销售不及预期：市场竞争、客户单一等因素，可能造成销量不足、库存积压。
- 公司分红不及预期：盈利下滑或资本开支大，分红减少，影响投资者收益与信心。
- 供给政策不及预期：查超产等政策落实不及预期，可能导致供需宽松，煤价下降。
- 煤价大幅波动风险：煤炭价格大幅波动，导致煤炭售价波动，企业盈利受到影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,307	18,160	17,641	17,731
现金	11,620	14,517	13,545	13,227
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,963	1,768	2,271	2,577
其它应收款	97	61	76	91
预付账款	295	355	377	375
存货	802	689	768	826
其他	530	770	604	635
非流动资产	65,665	69,592	74,851	80,676
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1,327	1,276	1,286	1,296
固定资产	30,004	33,300	36,785	38,957
无形资产	13,209	15,697	18,649	22,688
在建工程	14,293	13,123	11,687	11,251
其他	6,832	6,196	6,444	6,484
资产总计	80,971	87,752	92,492	98,407
流动负债	22,209	27,969	32,431	37,268
短期借款	2,923	7,701	10,490	15,193
应付款项	12,500	11,061	12,383	13,143
预收账款	1	1	1	1
其他	6,785	9,206	9,557	8,931
非流动负债	20,935	21,829	21,231	21,332
长期借款	18,475	18,475	18,475	18,475
其他	2,460	3,354	2,756	2,857
负债合计	43,144	49,799	53,662	58,600
少数股东权益	4,550	4,821	5,255	5,753
归属母公司股东权	33,278	33,133	33,575	34,053
负债和股东权益	80,971	87,752	92,492	98,407

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,060	24,064	27,311	29,636
营业成本	16,432	16,015	17,078	18,117
营业税金及附加	1,922	1,762	2,034	2,216
营业费用	108	96	115	124
管理费用	1,683	1,270	1,569	1,752
研发费用	928	892	1,012	1,098
财务费用	499	1,265	1,445	1,645
资产减值损失	15	(168)	(162)	(122)
公允价值变动损益	(4)	(4)	(4)	(4)
投资净收益	72	79	72	72
其他经营收益	133	145	148	142
营业利润	3,673	3,153	4,435	5,015
营业外收支	(58)	(549)	(341)	(247)
利润总额	3,615	2,605	4,094	4,768
所得税	1,011	675	1,053	1,265
净利润	2,604	1,930	3,040	3,503
少数股东损益	379	271	434	499
归属母公司净利润	2,225	1,659	2,607	3,004
EBITDA	6,973	6,204	8,186	9,378
EPS (最新摊薄)	0.62	0.46	0.72	0.83

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-12.13%	-3.97%	13.49%	8.51%
营业利润	-53.66%	-14.15%	40.64%	13.07%
归属母公司净利润	-57.05%	-25.43%	57.12%	15.24%
获利能力				
毛利率	34.43%	33.45%	37.47%	38.87%
净利率	10.39%	8.02%	11.13%	11.82%
ROE	6.36%	4.38%	6.79%	7.64%
ROIC	5.97%	4.55%	6.18%	6.64%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,488	5,756	7,601	8,481
净利润	2,604	1,930	3,040	3,503
折旧摊销	2,278	2,343	2,653	2,972
财务费用	499	1,265	1,445	1,645
投资损失	(72)	(79)	(72)	(72)
营运资金变动	262	(240)	988	654
其它	(2,084)	537	(454)	(221)
投资活动现金流	(13,737)	(6,811)	(7,604)	(8,682)
资本支出	(4,690)	(4,168)	(4,424)	(4,427)
长期投资	(72)	51	(10)	(10)
其他	(8,975)	(2,694)	(3,170)	(4,245)
筹资活动现金流	6,817	3,952	(969)	(117)
短期借款	143	4,779	2,789	4,703
长期借款	7,433	0	0	0
其他	(759)	(826)	(3,758)	(4,819)
现金净增加额	(3,432)	2,897	(972)	(318)

偿债能力

资产负债率	53.28%	56.75%	58.02%	59.55%
净负债比率	51.75%	57.64%	59.44%	61.09%
流动比率	0.69	0.65	0.54	0.48
速动比率	0.65	0.62	0.52	0.45

营运能力

总资产周转率	0.33	0.29	0.30	0.31
应收账款周转率	12.75	13.51	15.38	14.52
应付账款周转率	1.64	1.63	1.73	1.69

每股指标(元)

每股收益	0.62	0.46	0.72	0.83
每股经营现金	0.97	1.60	2.11	2.35
每股净资产	9.22	9.18	9.31	9.44

估值比率

P/E	15.05	20.18	12.84	11.14
P/B	1.01	1.01	1.00	0.98
EV/EBITDA	6.00	8.62	7.10	6.70

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>