

华阳股份 (600348.SH)

买入 (首次评级)

煤炭产销大增且成本控制优，能源转型新亮点

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	25,060	21,444	26,961	28,615	29,330
增长率 yoy (%)	-12.1%	-14.4%	25.7%	6.1%	2.5%
归母净利润 (百万元)	2,225	1,703	2,798	3,022	3,253
增长率 yoy (%)	-57.0%	-23.5%	64.3%	8.0%	7.6%
ROE (%)	6.9%	5.3%	7.7%	8.0%	8.0%
EPS 最新摊薄 (元)	0.62	0.47	0.78	0.84	0.90
P/E (倍)	16.2	21.2	12.9	12.0	11.1
P/B (倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报: 2025 年实现营业收入 214.4 亿元, 同比-14.4%, 归母净利润 17.0 亿元, 同比-23.5%, 扣非归母净利润 16.0 亿元, 同比-23.7%; 单季度看, 2025Q4 实现营业收入 44.9 亿元, 环比-21.5%, 归母净利润 5.79 亿元, 环比+69.5%, 扣非归母净利润 4.31 亿元, 环比+24.4%。2026 年一季度实现营业收入 49.3 亿元, 同比-15.3%, 归母净利润 4.84 亿元, 同比-19.0%, 扣非归母净利润 4.79 亿元, 同比-24.1%。公司拟每 10 股派发现金股利 2.37 元 (含税), 合计派发现金 8.55 亿元, 分红比例达 50.2%。

煤炭业务量增价跌, 成本管控致业绩韧性强。 2025 年公司原煤产量 4161 万吨, 同比+8.4%, 销量 3960 万吨, 同比+11.4%; 煤炭平均售价 453 元/吨, 同比-20.1%, 吨煤成本 260 元/吨, 同比-23.2%, 吨煤毛利 193 元/吨, 同比-15.3%; 综合而言, 虽然公司煤炭产销量同比大增和成本管控优, 但煤价下跌更多, 致使煤炭板块总毛利 76.5 亿元, 同比-5.7%。2026Q1 公司原煤产量 1027 万吨, 同比+3.38%, 商品煤销量 926 万吨, 同比+5.79%; 煤炭平均售价 457.6 元/吨, 同比-10.54%, 吨煤成本 261.2 元/吨, 同比-10.61%, 吨毛利 196.4 元/吨, 同比-10.45%; 综合而言, 虽然公司煤炭产销量同比增加和成本管控优, 但煤价下跌更多, 致使煤炭板块总毛利 18.2 亿元, 同比-5.27%。

电力业务量减利增, 受益于煤价下降和电价上涨。 2025 年公司发电量为 52.2 亿千瓦时, 同比-17.99%, 售电量为 48.26 亿千瓦时, 同比-17.70%; 上网电价为 0.361 元/千瓦时, 同比+5.19%, 度电成本为 0.217 元/千瓦时, 同比-19.95%, 度电毛利为 0.143 元/千瓦时, 同比+100.6%; 综合而言, 虽然发售电量同比大幅下降, 但受益于原料煤采购价格下降和电价同比上涨, 致使电力板块总毛利达 6.9 亿元, 同比+65.1%。

维持高分红回报股东, 煤矿和新能源新材料贡献成长。 分红方面, 公司积极回报股东, 2025 年度分红比例高达 50.20%。**煤矿方面,** 七元煤矿 (核定产能 500 万吨/年) 于 2025 年 12 月正式转入生产矿井序列; 泊里煤矿 (核定产能 500 万吨/年) 建设有序推进, 预计 2026 年进入联合试运转; 于家庄矿 (规划产能 500 万吨/年) 已取得探矿证, 勘探工作稳步推进。**新能源新材料方面,** 钠离子电池业务在煤矿应急电源、工商业储能等领域实现商业化应用, 并已获得外部订单, 2026 年一季度

股票信息

行业	煤炭
2026年05月12日收盘价(元)	9.82
总市值(百万元)	35,425.65
流通市值(百万元)	35,425.65
总股本(百万股)	3,607.50
流通股本(百万股)	3,607.50
近3月日均成交额(百万元)	528.69

作者



分析师 张绪成

SAC: S1070526010005

邮箱: zhangxucheng@cgws.com

相关研究

收入已有提升；高性能碳纤维方面，全国首条 12K 小丝束 T1000 级碳纤维产线于 2025 年 11 月建成投产。

投资建议：考虑到公司新建煤矿投产将逐步释放产量增长，以及新能源新材料业务的长期发展潜力，再叠加煤炭价格上涨预期，我们预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 28.0/30.2/32.5 亿元，同比+64.3%/+8.0%/+7.6%，EPS 分别为 0.78/0.84/0.90 元，对应当前股价 PE 为 12.9/12.0/11.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，产能释放不及预期，新能源政策调整风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15307	15397	15013	11755	9877
现金	11620	11882	10407	7441	5225
应收票据及应收账款	1963	1844	2649	2270	2694
其他应收款	97	110	91	150	82
预付账款	295	290	457	330	480
存货	802	751	931	943	947
其他流动资产	530	520	478	621	450
非流动资产	65665	72008	79229	81398	81491
长期股权投资	1327	1751	2061	2457	2806
固定资产	30004	36055	42467	44174	44208
无形资产	13259	13260	14398	15879	17404
其他非流动资产	21075	20941	20304	18887	17073
资产总计	80971	87405	94242	93153	91368
流动负债	22209	22734	28922	29651	29450
短期借款	2923	3559	3241	3400	3320
应付票据及应付账款	12500	11859	14961	14708	15320
其他流动负债	6787	7315	10720	11543	10810
非流动负债	20935	23813	21049	16698	11885
长期借款	18475	21596	18710	14420	9576
其他非流动负债	2460	2217	2339	2278	2308
负债合计	43144	46547	49970	46348	41335
少数股东权益	4550	4716	5332	6078	6837
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	64	60	60	60	60
留存收益	22438	22860	25135	27854	31048
归属母公司股东权益	33278	36142	38940	40727	43196
负债和股东权益	80971	87405	94242	93153	91368

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3488	3179	9055	8782	7508
净利润	2604	2170	3414	3768	4012
折旧摊销	2278	2224	3068	3572	3897
财务费用	499	539	751	738	119
投资损失	-72	-58	-65	-65	-62
营运资金变动	-2053	-2004	2062	949	-270
其他经营现金流	231	308	-175	-180	-188
投资活动现金流	-13737	-6990	-10248	-5669	-3935
资本支出	13370	6135	10279	5196	3716
长期投资	-2	-378	-309	-396	-349
其他投资现金流	-365	-477	340	-77	129
筹资活动现金流	6817	4217	-283	-6080	-5789
短期借款	143	637	-318	159	-80
长期借款	7433	3121	-2886	-4290	-4843
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-760	463	2921	-1949	-866
现金净增加额	-3433	403	-1475	-2967	-2215

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25060	21444	26961	28615	29330
营业成本	16432	12984	16382	16969	17758
营业税金及附加	1922	2159	2714	2881	2953
销售费用	108	129	132	145	156
管理费用	1683	1720	1795	2041	2132
研发费用	928	857	914	1058	1083
财务费用	499	539	751	738	119
资产和信用减值损失	-14	-24	-77	-43	-47
其他收益	133	164	149	152	149
公允价值变动收益	-4	-2	-3	-3	-3
投资净收益	72	58	65	65	62
资产处置收益	0	1	1	0	0
营业利润	3673	3115	4735	5225	5574
营业外收入	35	32	56	46	47
营业外支出	93	121	106	107	111
利润总额	3615	3025	4685	5164	5510
所得税	1011	855	1271	1397	1498
净利润	2604	2170	3414	3768	4012
少数股东损益	379	467	616	746	759
归属母公司净利润	2225	1703	2798	3022	3253
EBITDA	6940	6533	8304	9230	9830
EPS (元/股)	0.62	0.47	0.78	0.84	0.90

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-12.1%	-14.4%	25.7%	6.1%	2.5%
营业利润 (%)	-53.7%	-15.2%	52.0%	10.3%	6.7%
归属母公司净利润 (%)	-57.0%	-23.5%	64.3%	8.0%	7.6%
获利能力					
毛利率 (%)	34.4%	39.5%	39.2%	40.7%	39.5%
净利率 (%)	8.9%	7.9%	10.4%	10.6%	11.1%
ROE (%)	6.9%	5.3%	7.7%	8.0%	8.0%
ROIC (%)	5.9%	4.9%	5.7%	6.4%	7.0%
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.3%	53.3%	53.0%	49.8%	45.2%
净负债比率 (%)	31.2%	37.6%	38.9%	34.4%	26.8%
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	12.7	11.3	12.0	11.6	11.8
应付账款周转率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.47	0.78	0.84	0.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.97	0.88	2.51	2.43	2.08
每股净资产 (最新摊薄)	7.57	7.53	8.31	8.80	9.49
估值比率					
P/E	16.2	21.2	12.9	12.0	11.1
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.6	8.6	7.1	6.3	5.7

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686