

华阳股份 (600348.SH)

山西无烟煤龙头，电力增利，新能源新材料拓展弹性

2026 年 09 月 21 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

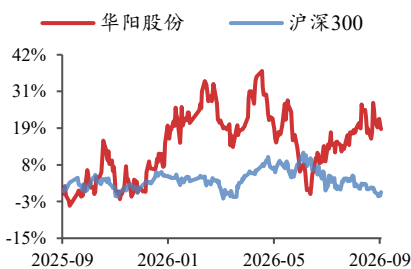
王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号: S0790525070003

日期	2026/9/18
当前股价(元)	8.94
一年最高最低(元)	10.59/7.31
总市值(亿元)	322.51
流通市值(亿元)	322.51
总股本(亿股)	36.08
流通股本(亿股)	36.08
近 3 个月换手率(%)	57.3

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤价回升推动盈利修复，优质产能释放增强成长动能—公司信息更新报告》-2026.8.28

《Q1 毛利率逆势改善确立盈利拐点，
钠电与碳纤维转型加速—公司信息更
新报告》-2026.4.30

《Q3 业绩环比改善显著，关注煤矿成长及高分红潜力—公司信息更新报告》-2025.10.31

●无烟煤主业稳健，电力增厚盈利，新材料拓展弹性，维持“买入”评级

公司为山西省属无烟煤龙头，资源储备充足，煤种稀缺性较强，七元矿爬坡与泊里矿转产支撑中期产量接续，精细化成本管控夯实煤炭盈利底盘。西上庄项目投运后，电力业务成为稳定利润补充，钠离子电池实现商业化应用，碳纤维进入产业化验证阶段，为公司提供中长期成长空间。我们维持盈利预测，预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 30.20/29.94/32.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/0.83/0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 10.7/10.8/9.9 倍，维持“买入”评级。

● **煤炭主业：坐拥阳泉优质无烟煤资源，产能接续与成本优势支撑盈利韧性**

公司煤炭资源主要分布于阳泉矿区，截至 2026H1，公司煤炭资源量和可采储量分别为 65.67 亿吨和 29.33 亿吨，在产及联合试运转矿井核定产能合计 4590 万吨/年。**产量方面**，七元矿已转入生产，泊里矿进入联合试运转，于家庄井田承担远期资源接续功能。**销售及价格方面**，公司末煤以保供销售为主，稳定煤炭销售基本盘；洗块煤和洗末煤采用市场化定价，单位盈利高于末煤，在煤价回升阶段具备更强盈利弹性。**成本方面**，公司持续推进智能化矿井建设及“0+5”成本管控，2026H1 吨煤成本同比下降 9.14%，煤炭业务毛利率提升至 46.63%。产能接续、差异化产品结构与精细化成本管控共同支撑煤炭主业盈利韧性。

● **电力业务：西上庄项目投运抬升规模中枢，成本改善增厚盈利**

西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目于 2023 年末完成双机投运并向河北电网送电。2025 年，公司电力业务实现毛利 6.92 亿元，同比增长 65.06%，毛利率提升至 39.76%，成本降幅快于收入降幅，盈利能力明显改善。随着西上庄项目进入稳定运营阶段，电力业务有望继续成为煤炭主业之外的重要利润补充。

● 新能源新材料业务：钠电实现商业化应用，碳纤维推进产业化验证

钠电业务已形成“材料—电芯—PACK—应用”产业链雏形，钠离子煤矿应急电源、工商业储能等产品已实现商业化应用。公司 T1000 级高性能碳纤维示范产线已实现稳定连续运行，并持续推进产品认证及客户拓展。相关业务现阶段盈利贡献较小，未来产业化放量有望提供中长期成长及估值弹性。

● **风险提示：**煤价下跌、安全生产、矿井投产、新材料产业化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25,060	21,444	21,364	22,081	22,674
YOY(%)	-12.1	-14.4	-0.4	3.4	2.7
归母净利润(百万元)	2,225	1,703	3,020	2,994	3,274
YOY(%)	-57.0	-23.5	77.3	-0.9	9.4
毛利率(%)	34.4	39.5	43.2	42.7	43.4
净利率(%)	8.9	7.9	14.1	13.6	14.4
ROE(%)	6.9	5.3	8.4	8.1	8.3
EPS(摊薄/元)	0.62	0.47	0.84	0.83	0.91
P/E(倍)	14.5	18.9	10.7	10.8	9.9
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1 / 25

目 录

1、 从无烟煤龙头到“煤—电—新材料”平台	4
1.1、 由传统煤企向新能化平台转型	4
1.2、 煤炭贡献核心利润，电力增强盈利稳定性	5
1.3、 财务结构保持稳健，稳定分红增强股东回报	7
2、 煤炭主业：资源与成本优势构筑盈利底盘	8
2.1、 无烟煤资源稀缺，增量矿井打开中期量增空间	8
2.2、 降本推动毛利率修复，产品结构支撑吨煤盈利	10
2.3、 末煤长协稳定销售基本盘，化工及冶金用煤贡献价格弹性	12
3、 西上庄项目投运抬升电力规模，成本改善增强盈利贡献	15
4、 钠电商业化落地取得进展，碳纤维推进批量生产验证	17
5、 盈利预测与投资建议	20
6、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 煤炭主业筑底，电力与新能源新材料拓宽成长边界	4
图 2： 山西国资实控地位稳定，资源整合与项目推进能力较强（截至 2026 年 8 月）	5
图 3： 2026H1 公司营业收入 99.21 亿元	5
图 4： 2026H1 公司归母净利润同比上涨 35.63%	5
图 5： 2026H1 公司毛利率 43.1%	6
图 6： 煤炭业务仍为收入主体，电力业务收入占比提升	6
图 7： 2025 年电力业务毛利贡献提升（亿元）	6
图 8： 2026H1 公司期间费用率 14.93%	7
图 9： 2026H1 公司期间费用率高于多数可比公司	7
图 10： 公司货币资金较为充裕，资产负债率总体稳定	7
图 11： 公司资产负债率处于可比煤企合理水平	7
图 12： 2023 年以来公司现金分红比例稳定在 50%左右	8
图 13： 公司 2026 年预期股息率处于可比公司合理水平	8
图 14： 2025 年我国无烟煤产量高度集中于山西	8
图 15： 全国生铁产量有所回落	8
图 16： 全国火电发电量总体增长	9
图 17： 合成氨产量持续增长	9
图 18： 2026H1 公司原煤产量同比下降 2.07%	10
图 19： 2026H1 公司商品煤销量同比下降 8.44%	10
图 20： 2026H1 末煤销量占比下降	11
图 21： 2025 年公司末煤营收占比 74.59%	11
图 22： 2025 年末煤毛利占比 65.76%	11
图 23： 2025 年洗块煤及洗末煤单位盈利显著高于末煤	11
图 24： 2026H1 公司综合吨煤售价 492.22 元/吨	12
图 25： 2026H1 低成本优势支撑公司保持较高盈利水平	12
图 26： 公司末煤售价波动幅度小于市场煤价（元/吨）	12
图 27： 2025 年末煤吨煤毛利 160.59 元/吨	12

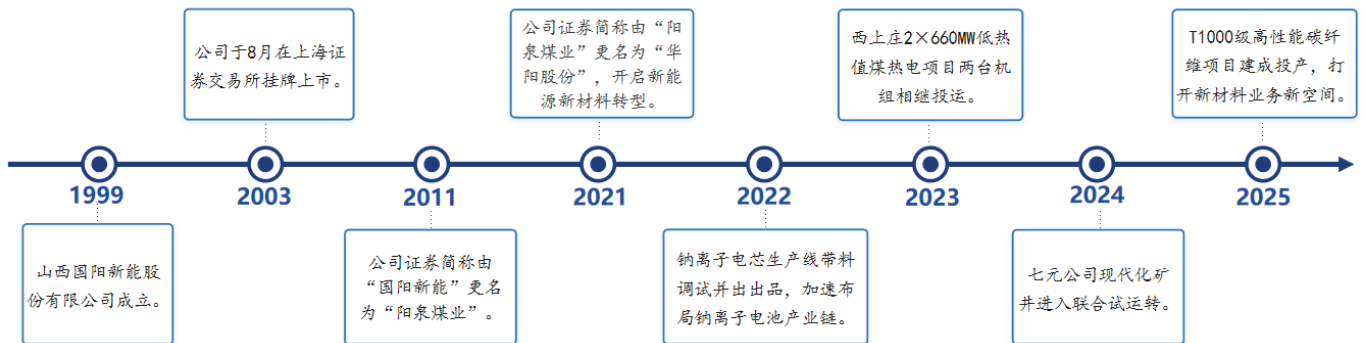
图 28: 2026 年以来无烟末煤价格持续回升 (元/吨)	13
图 29: 2026 年以来动力煤价格低位修复 (元/吨)	13
图 30: 洗块煤售价随市场价格波动 (元/吨)	13
图 31: 2025 年洗块煤吨煤毛利 339.94 元/吨	13
图 32: 尿素价格高位回落 (元/吨)	14
图 33: 无烟洗中块价格近期低位修复 (元/吨)	14
图 34: 公司洗末煤与市场价格走势一致 (元/吨)	14
图 35: 2025 年洗末煤吨煤毛利 366.75 元/吨	14
图 36: 2026 年 247 家钢厂高炉开工率先升后稳 (%)	15
图 37: 2026 年 247 家钢厂日均铁水产量维持高位 (万吨)	15
图 38: 河北省全社会用电持续增长	15
图 39: 河北火电发电量整体维持高位	15
图 40: 2025 年公司发电量 52.2 亿千瓦时	16
图 41: 降本推动电力业务毛利率提升	16
图 42: 2025 年度电毛利升至 0.14 元/千瓦时	16
图 43: 2025 年公司电力业务毛利率位于可比煤企前列	17
图 44: 2026H1 公司供热量 2.21 万亿千焦	17
图 45: 2025 年公司供热业务收入 0.64 亿元	17
图 46: 我国新型储能累计在运装机规模持续提升	18
图 47: 全球及中国碳纤维需求量总体增长	19
图 48: 2025 年中国碳纤维下游需求结构较为多元	19
图 49: 2025 年公司光伏组件收入同比下降 59.7%	20
表 1: 2026 年公司在产及联合试运转矿井核定/规划产能合计 4590 万吨/年	9
表 2: 七元、泊里及于家庄核定及规划产能合计 1500 万吨/年	10
表 3: 公司钠电产业链布局及项目进展	18
表 4: 公司 T1000 级碳纤维项目进入批量稳定生产攻坚期	19
表 5: 公司光伏及飞轮储能项目情况	20
表 6: 公司经营业务关键假设	20
表 7: 公司 PE 低于可比公司均值, 估值具备修复空间 (截至 2026 年 9 月 18 日)	22

1、从无烟煤龙头到“煤—电—新材料”平台

1.1、由传统煤企向新能化平台转型

华阳股份是山西省属无烟煤龙头企业之一，依托阳泉矿区优质资源，形成以煤炭开采和销售为核心的业务基础。公司前身为阳泉煤业，成立于1999年12月，早期主要从事无烟煤生产与销售；2021年更名为“山西华阳集团新能股份有限公司”，并在巩固煤炭主业的基础上，逐步向低热值煤发电、钠离子电池、碳纤维及储能等领域延伸。目前，公司已初步形成“煤炭贡献核心现金流、电力提供稳定利润、新材料提供远期弹性”的业务布局。

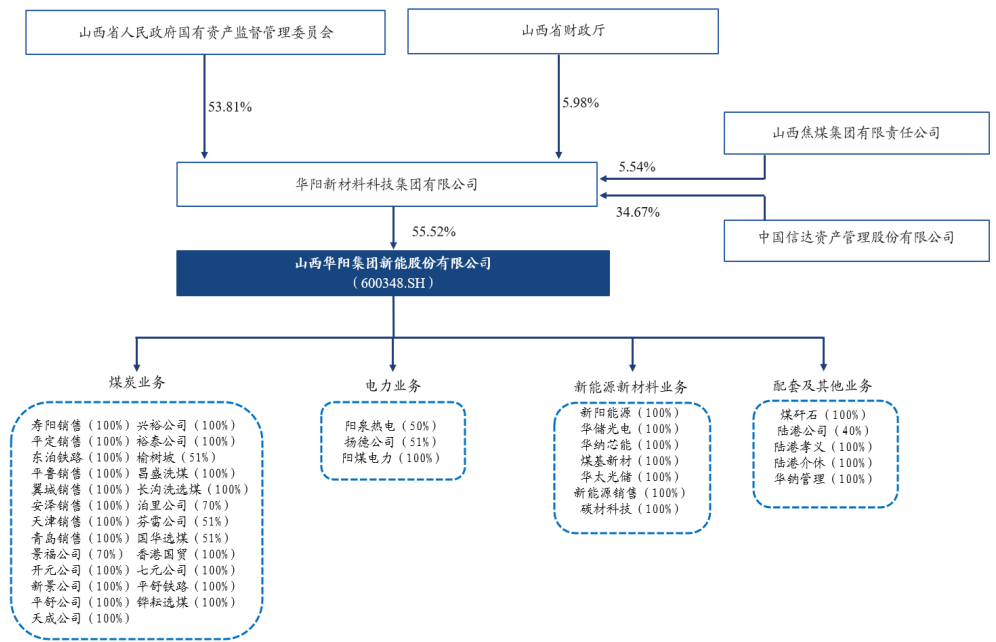
图1：煤炭主业筑底，电力与新能源新材料拓宽成长边界



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权结构稳定，山西国资背景有助于资源整合与项目推进。截至2026年8月，公司控股股东为华阳新材料科技集团有限公司，持股比例为55.52%，实际控制人为山西省国资委。2025年12月，山西省国有资本运营有限公司持有的华阳集团53.81%股权划转至山西省国资委直接持有，相关工商变更于2026年5月完成。本次调整未改变公司控股股东、实际控制人及控股股东持股比例，产权层级进一步压缩，有助于提高国资管理及重大项目决策效率。

图2：山西国资实控地位稳定，资源整合与项目推进能力较强（截至2026年8月）

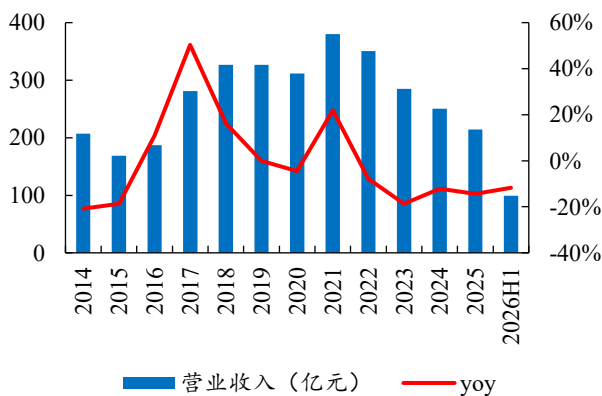


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、煤炭贡献核心利润，电力增强盈利稳定性

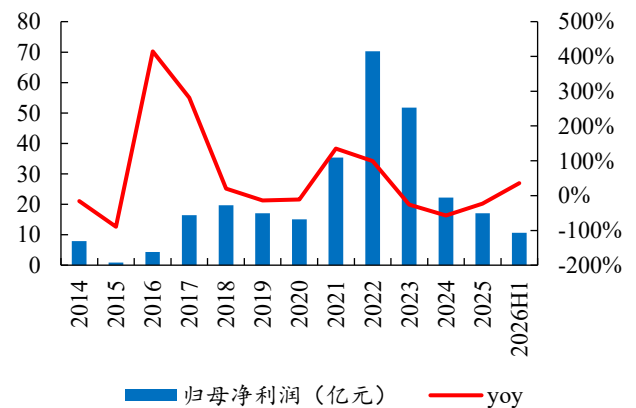
煤价下行拖累公司收入和利润表现，2026H1 盈利能力同比改善。公司经营受煤炭价格周期影响较大，2023 年以来煤价中枢回落，公司收入和利润持续承压。2025 年，公司实现营业收入 214.44 亿元，同比下降 14.43%；实现归母净利润 17.03 亿元，同比下降 23.45%。2026H1，公司实现营业收入 99.21 亿元，同比下降 11.73%；归母净利润 10.62 亿元，同比上涨 35.63%。盈利能力方面，2026H1 公司综合毛利率为 43.1%，净利率为 13.34%，煤价同比回升叠加成本管控成效显著。

图3：2026H1 公司营业收入 99.21 亿元

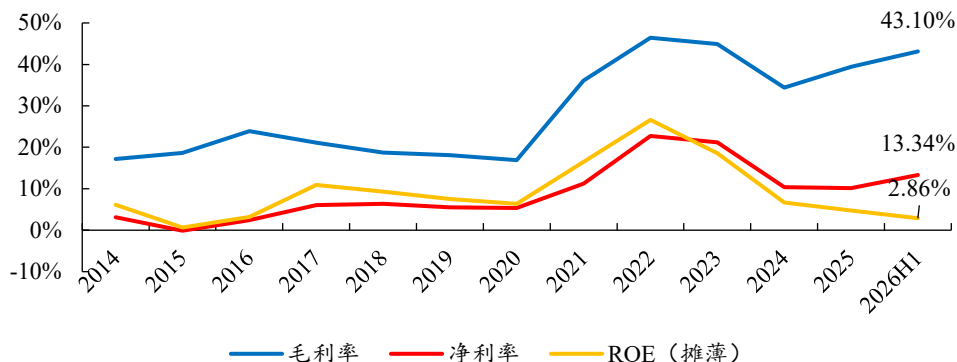


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026H1 公司归母净利润同比上涨 35.63%

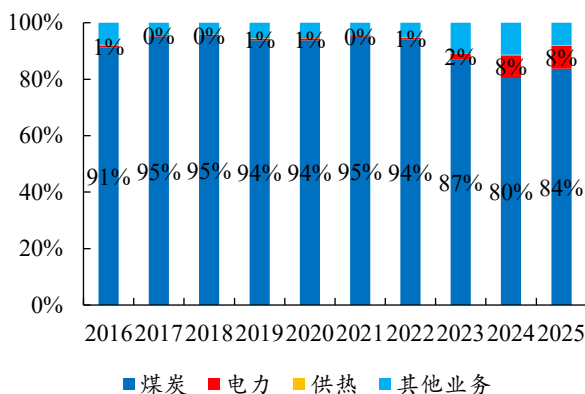


数据来源：Wind、开源证券研究所

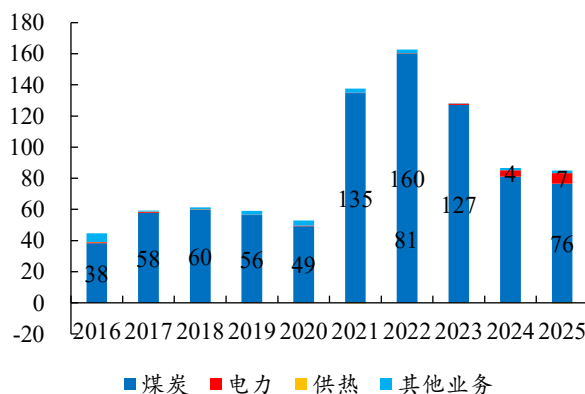
图5：2026H1 公司毛利率 43.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

煤炭业务贡献公司核心收入和毛利，电力业务成为重要利润补充。2025 年，公司煤炭业务实现收入 179.51 亿元，占营业收入的 83.71%，是公司主要收入和利润来源；电力业务实现收入 17.41 亿元，占比 8.12%。从盈利贡献看，2025 年煤炭业务实现毛利约 76.47 亿元，仍贡献公司绝大部分毛利；电力业务实现毛利约 6.92 亿元，毛利率由 2024 年的 20.85%提升至 39.76%。西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目投运后，电力业务规模及盈利贡献明显提升。

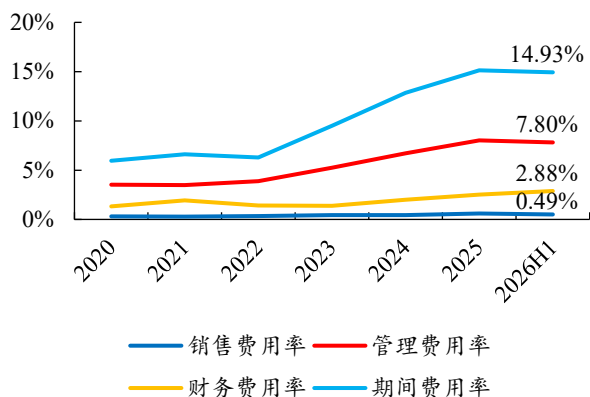
图6：煤炭业务仍为收入主体，电力业务收入占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

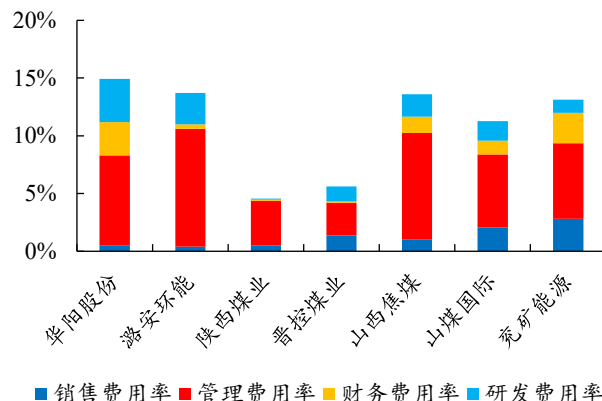
图7：2025 年电力业务毛利贡献提升（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率高位趋稳，管理费用仍是主要构成。公司持续推进降本增效和费用管控，销售费用率长期处于较低水平，管理费用是期间费用的主要构成。2025 年，公司期间费用率为 15.13%；2026H1 进一步降至 14.93%，其中管理费用率为 7.8%，仍是期间费用的主要构成。横向比较看，公司期间费用率高于多数可比公司，费用管控仍有改善空间。

图8：2026H1 公司期间费用率 14.93%


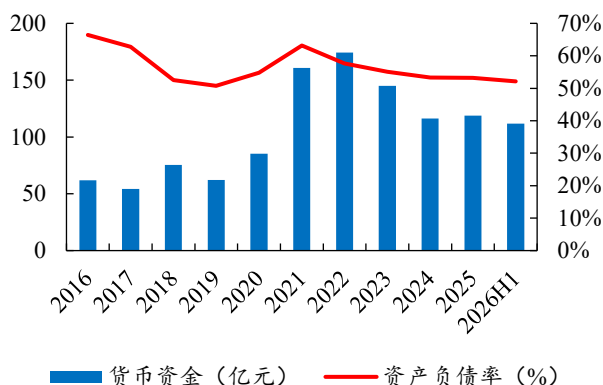
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2026H1 公司期间费用率高于多数可比公司


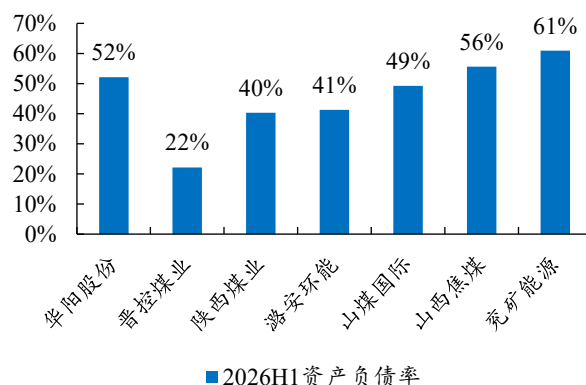
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、财务结构保持稳健，稳定分红增强股东回报

账面资金保持充裕，资产负债率小幅下降。截至 2026H1，公司账面资金为 111.64 亿元，资产负债率 52.13%，较 2025 年末下降 1.12 个百分点。横向比较看，公司资产负债率处于可比煤企合理区间，财务杠杆未出现明显抬升，为后续矿井接续、项目投资和持续分红保留了一定空间。

图10：公司货币资金较为充裕，资产负债率总体稳定


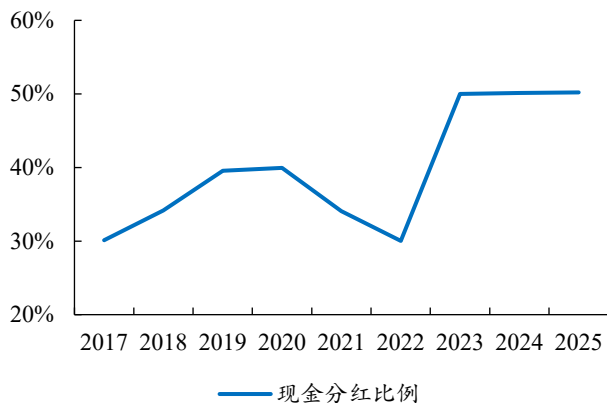
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司资产负债率处于可比煤企合理水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

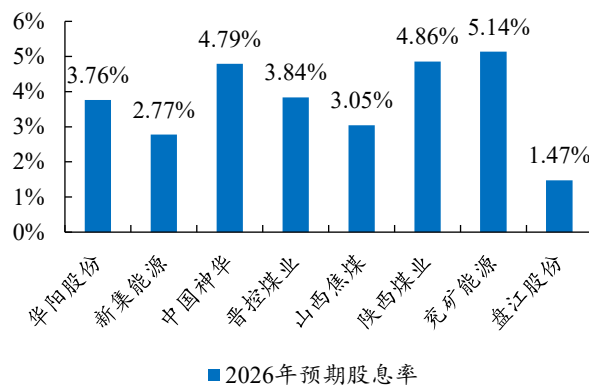
公司分红比例稳定在 50% 左右，2026 年预期股息率处于可比公司合理水平。公司现金分红比例由 2017 年的 30% 逐步提升至 2025 年的 50%，其中 2023—2025 年连续三年保持在 50%，分红政策趋于稳定。截至 2026 年 9 月 18 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2025 年分红比例，计算出预期股息率，处于可比公司合理水平，公司股东回报优势主要体现为分红比例稳定，而非股息率具有明显相对优势。

图12：2023 年以来公司现金分红比例稳定在 50%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司 2026 年预期股息率处于可比公司合理水平



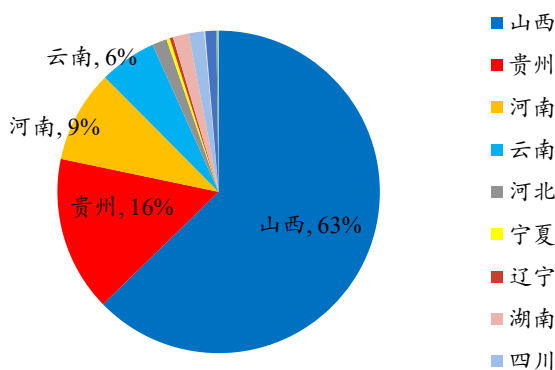
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、煤炭主业：资源与成本优势构筑盈利底盘

2.1、无烟煤资源稀缺，增量矿井打开中期量增空间

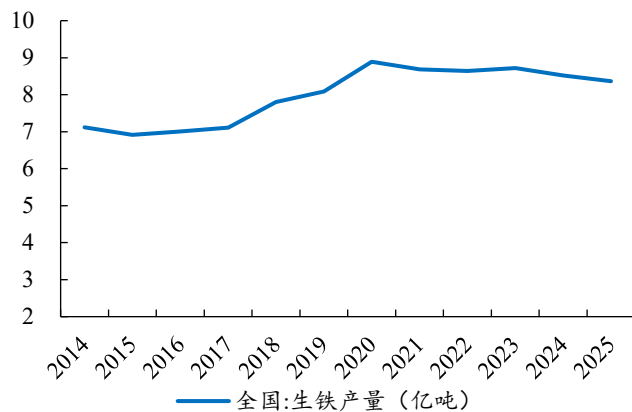
无烟煤下游需求有所分化，整体规模仍具韧性。我国无烟煤资源较为稀缺，且主要集中于山西、贵州、河南等地区，具有固定碳含量高、挥发分低等特点，广泛应用于冶金、化工及电力领域。2025 年，全国生铁产量为 8.36 亿吨，同比下降 1.84%，但仍高于 2018—2019 年水平，冶金需求总体保持较大规模；同期合成氨产量延续增长，化工用煤需求形成有力支撑。火电发电量虽有所回落，但仍处历史较高水平，继续发挥电力保供作用。整体来看，冶金需求短期承压，但化工及电力需求形成补充，无烟煤下游需求仍具一定韧性。

图14：2025 年我国无烟煤产量高度集中于山西



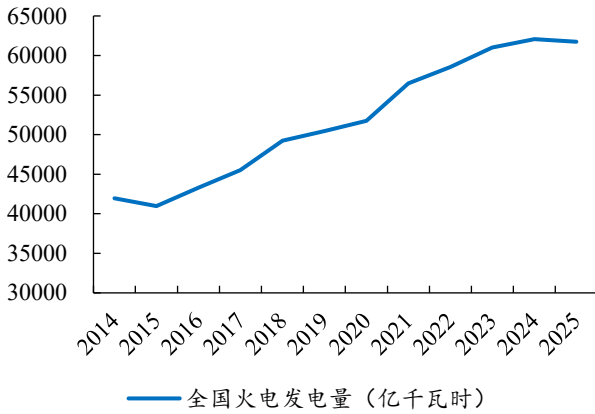
数据来源：中国煤炭资源网、开源证券研究所

图15：全国生铁产量有所回落



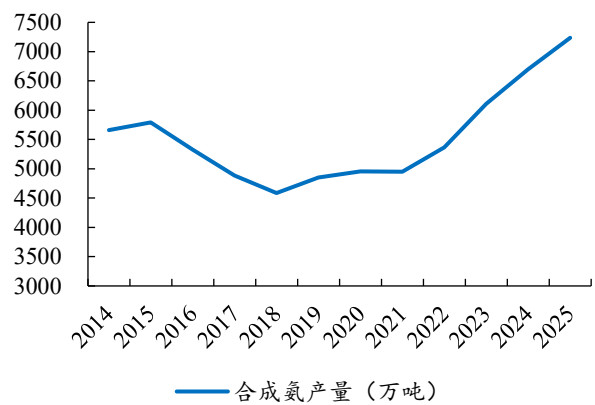
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：全国火电发电量总体增长



资料来源：Wind、开源证券研究所

图17：合成氨产量持续增长



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司煤炭资源储备丰富，阳泉矿区资源禀赋优势突出。截至 2026H1，公司煤炭资源量/可采储量分别为 65.67/29.33 亿吨，矿井主要分布于山西省阳泉市、晋中市和忻州市，其中阳泉、晋中为核心生产区域。公司拥有 9 座在产矿井和 1 座联合试运转矿井，产能合计 4,590 万吨/年，按现有可采储量测算，静态可采年限约 64 年。另有规划产能 500 万吨/年，若后续项目顺利投产，公司现有及规划产能合计可达 5,090 万吨/年。公司煤炭资源以优质无烟煤为主，并拥有部分贫煤、贫瘦煤、焦煤及气煤资源；依托丰富的资源储备和多元煤种布局，公司能够覆盖电力、冶金及化工等下游客户，有助于降低对单一煤种及单一下游行业的依赖，增强煤炭业务经营稳定性。

表1：2026 年公司在产及联合试运转矿井核定/规划产能合计 4590 万吨/年

矿井	地区	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	权益比例 (%)	核定产能 (万吨)	状态	静态可采 年限(年)
一矿	山西省阳泉市矿区	无烟煤	7.02	4.17	100	850	在产	49
二矿	山西省阳泉市矿区	无烟煤	3.75	1.41	100	810	在产	17
新景公司	山西省阳泉市郊区	无烟煤	8.58	4.6	100	450	在产	102
平舒公司	山西省晋中市寿阳县	贫煤、无烟煤	3.01	1.52	56.31	500	在产	30
开元公司	山西省晋中市寿阳县	贫瘦煤	2.93	1.14	100	300	在产	38
景福公司	山西省阳泉市盂县	无烟煤	0.6	0.25	70	90	在产	28
兴裕公司	山西省阳泉市平定县	无烟煤	0.45	0.02	100	90	在产	2
榆树坡公司	山西省忻州市宁武县	焦煤、气煤	3.67	1.03	51	500	在产	21
七元公司	山西省晋中市寿阳县	无烟煤	20.25	10.48	100	500	在产	210
泊里公司	山西省晋中市和顺县	无烟煤	9.11	4.71	70	500	联合试运转	94
于家庄井田	山西省晋中市寿阳县	贫煤、贫瘦煤	6.24	—	—	500	手续办理阶段	—
合计在产产能			59.37	29.33		4,590	—	64
合计在建产能						500		
合计产能			65.67	29.33		5,090		

资料来源：公司公告、国家能源局、开源证券研究所

七元矿已转入生产，泊里矿进入联合试运转，中期增量释放路径较为清晰。七元矿资源量约 20.25 亿吨、可采储量约 10.48 亿吨，核定产能 500 万吨/年，七元矿 2026 年计划产量约 200 万吨，后续随着生产系统逐步完善，产量有望持续提升。泊里矿资源量约 9.11 亿吨、可采储量约 4.71 亿吨，核定产能 500 万吨/年，公司于 2026

年进入联合试运转并力争年底验收转产，投产后公司在产核定产能将由 4090 万吨/年提升至 4590 万吨/年。于家庄井田资源量约 6.24 亿吨、规划产能 500 万吨/年，公司于 2024 年以 68 亿元竞得该区块煤炭探矿权。目前仍处于前期手续办理阶段，主要承担远期资源接续功能。七元矿爬坡与泊里矿转产有望对冲存量矿井资源衰减和采场接续压力，是公司中期煤炭产量保持稳定的关键。

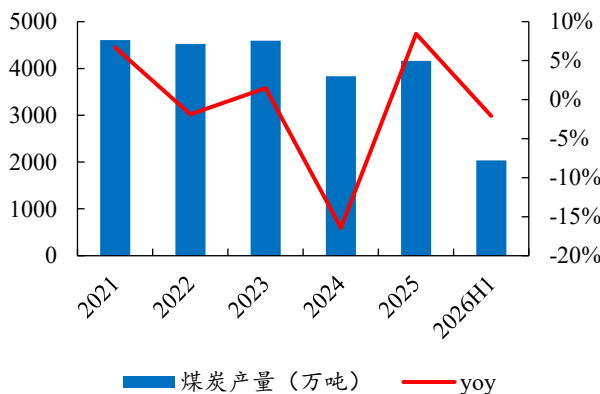
表2：七元、泊里及于家庄核定及规划产能合计 1500 万吨/年

项目	地区	主要煤种	项目来源	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定/规划产能 (万吨/年)	当前状态	公司披露的进展
七元矿	山西省晋中市寿阳县	无烟煤	收购	20.25	10.48	500	生产	2025 年末转入生产矿井序列，2026 年计划产量约 200 万吨
泊里矿	山西省晋中市和顺县	无烟煤	资产置换	9.11	4.71	500	联合试运转	2026 年 6 月进入联合试运转并力争年底验收转产
于家庄井田	山西省晋中市寿阳县	贫煤、贫瘦煤	竞拍	6.24	—	500	前期阶段	计划 2027 年启动建设

资料来源：公司公告、开源证券研究所

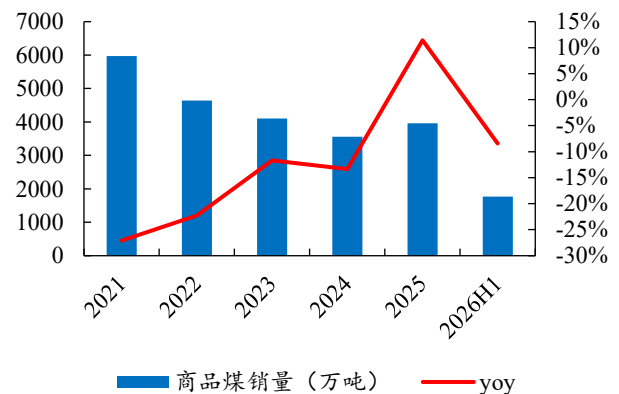
2026H1 煤炭产销量同比回落，后续关注生产恢复及新增产能释放。2025 年，公司原煤产量回升至 4161 万吨，同比增长 8.44%；商品煤销量增至 3960 万吨，同比增长 11.42%，生产经营有所修复。2026H1，公司原煤产量为 2033 万吨，同比下降 2.07%；商品煤销量为 1766 万吨，同比下降 8.44%。上半年产销量回落主要受安全监管、部分矿井遭遇复杂地质构造等因素影响。随着存量矿井生产逐步恢复、泊里矿进入联合试运转，公司产量具备边际改善基础。

图18：2026H1 公司原煤产量同比下降 2.07%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2026H1 公司商品煤销量同比下降 8.44%



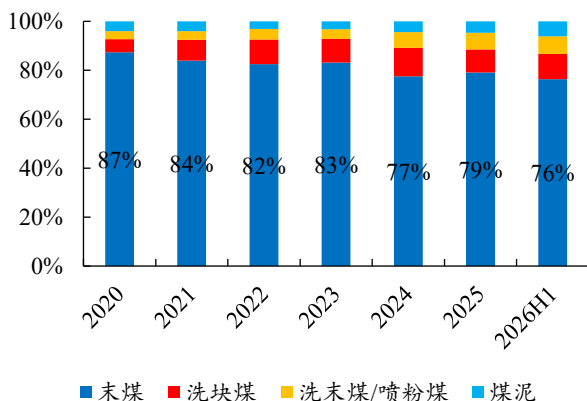
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、降本推动毛利率修复，产品结构支撑吨煤盈利

末煤贡献主要销量，洗块煤及洗末煤贡献更高收入和利润。2025 年，公司末煤销量占比为 79.08%，销售收入占比为 74.59%，毛利贡献占比为 65.76%，仍是煤炭业务的主要销售品种，但其收入和毛利贡献占比均低于销量占比。相比之下，洗块煤和洗末煤销量占比分别为 9.44%和 6.78%，销售收入占比分别达到 12.51%和 10.87%，毛利贡献占比分别达到 16.62%和 12.87%，收入及毛利贡献均高于对应销量占比，体现出更高的产品附加值。2025 年，公司末煤、洗块煤和洗末煤吨煤毛利分别为 160.59

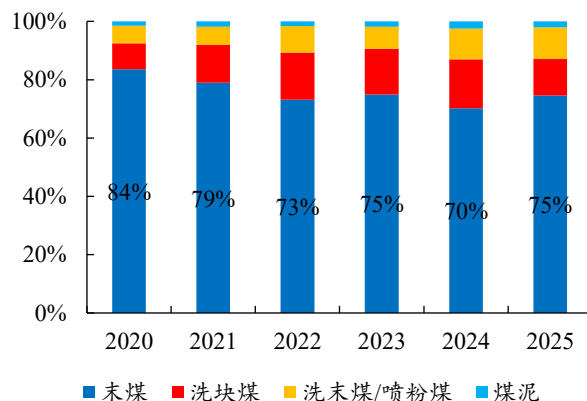
元/吨、339.94 元/吨和 366.75 元/吨，洗块煤及洗末煤单位盈利明显高于末煤，对煤炭业务盈利形成支撑。2026 年上半年，末煤销量占比进一步降至 76.32%，块煤和洗末煤占比分别为 10.42%和 7.2%，产品结构有所调整。

图20：2026H1 末煤销量占比下降



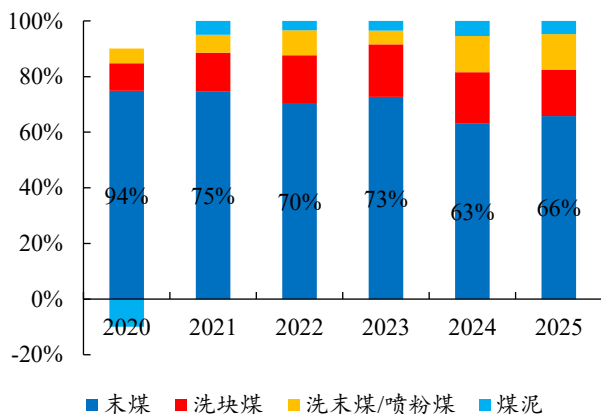
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025 年公司末煤营收占比 74.59%



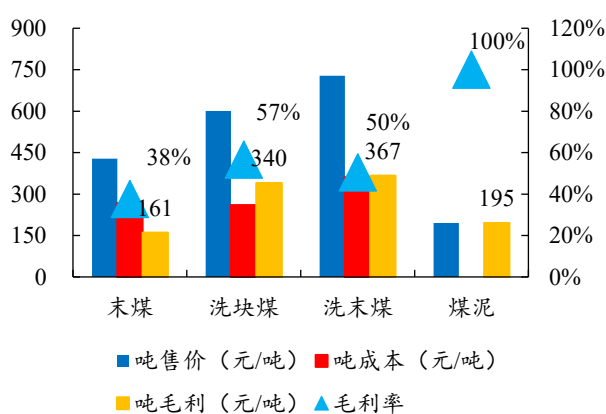
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025 年末煤毛利占比 65.76%



数据来源：Wind、开源证券研究所

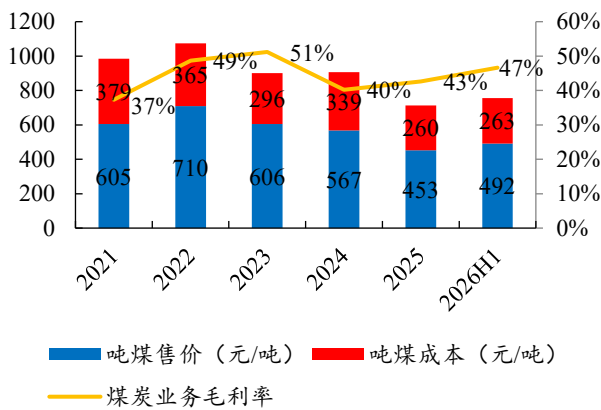
图23：2025 年洗块煤及洗末煤单位盈利显著高于末煤



数据来源：Wind、开源证券研究所

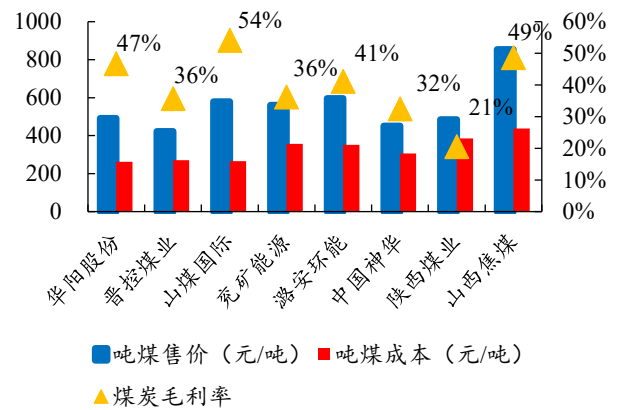
精细化成本管控成效显著，推动煤炭业务毛利率修复。公司持续推进智能化矿井建设和原煤全入洗，提升生产效率、精煤产出率及产品品质；同时深化“0+5”成本管控，围绕预算、物资、采购、设备维修及资金管理等环节降本增效。2025 年，公司吨煤售价同比下降 20.06%至 453.29 元/吨，吨煤销售成本同比下降 23.25%至 260.18 元/吨，成本降幅快于售价降幅，推动煤炭业务毛利率同比提升 2.38 个百分点至 42.60%。2026H1，公司综合吨煤售价 492.22 元/吨，同比增长 6.81%，吨煤成本 262.68 元/吨，同比下降 9.14%，毛利率 46.63%。横向比较看，公司在吨煤售价偏低的情况下仍保持较高毛利率，精细化管理形成的成本优势或是低煤价环境下维持盈利韧性的核心支撑。

图24：2026H1 公司综合吨煤售价 492.22 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2026H1 低成本优势支撑公司保持较高盈利水平

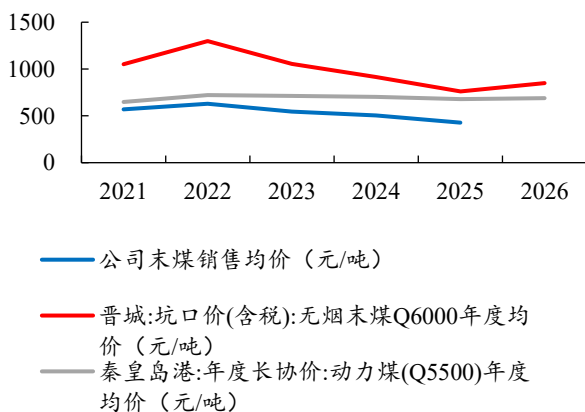


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、末煤长协稳定销售基本盘，化工及冶金用煤贡献价格弹性

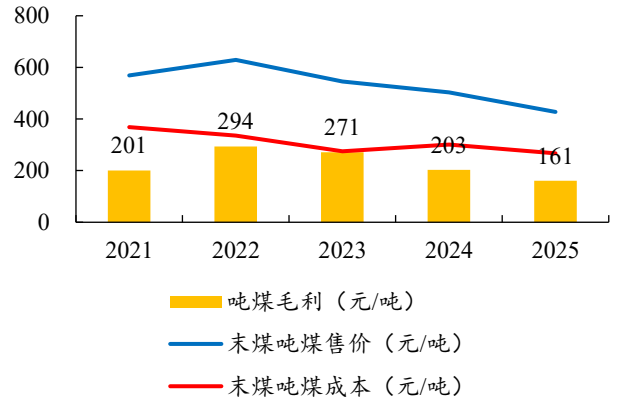
末煤高比例长协稳定销售基本盘，价格波动相对平缓。公司末煤主要供应河北、山东地区大型电力集团，铁路销售中电煤长协用户占比超过 90%，稳定的客户和长协结构有助于保障销售兑现。公司末煤售价与阳泉末煤市场价格走势总体一致，但波动相对平缓：2025 年，公司末煤售价同比下降 15.08%至 427.55 元/吨，吨煤成本同比下降 11.18%至 266.96 元/吨，成本降幅小于售价降幅，吨煤毛利同比下降 20.85%至 160.59 元/吨。2026 年以来阳泉末煤坑口价自低位回升，对公司末煤售价形成边际支撑。

图26：公司末煤售价波动幅度小于市场煤价（元/吨）

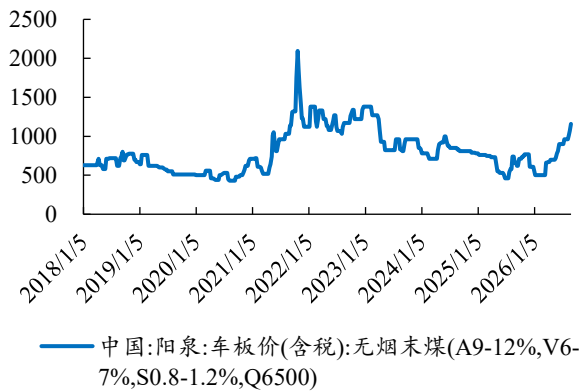


数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2025 年末煤吨煤毛利 160.59 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

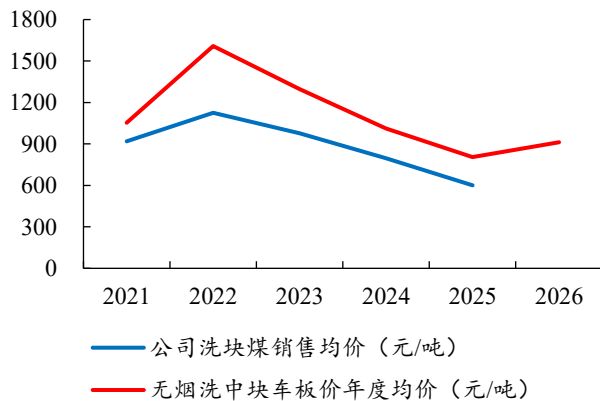
图28：2026 年以来无烟末煤价格持续回升（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

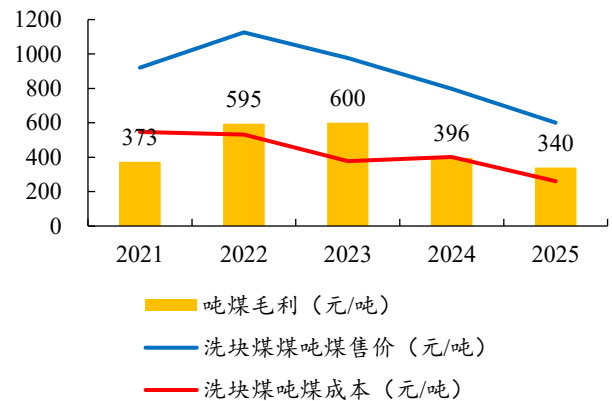
图29：2026 年以来动力煤价格低位修复（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

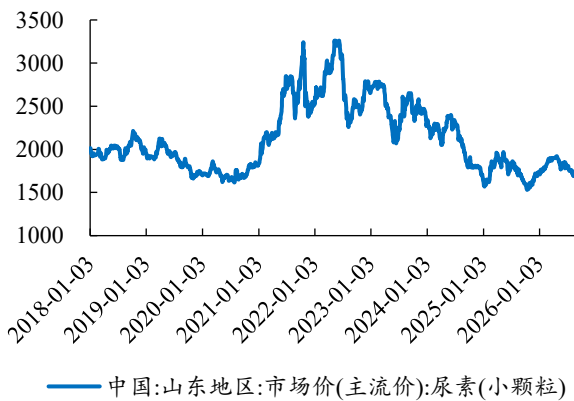
洗块煤市场化定价，价格回升贡献盈利弹性。公司洗块煤主要供应山东、河北等地区化工企业。从实际价格表现看，公司洗块煤售价与无烟块煤市场价格走势基本一致，市场化定价特征相对明显。2025 年，公司洗块煤售价同比下降 24.68%至 600.44 元/吨，吨煤成本同比下降 35.14%至 260.50 元/吨，成本降幅快于售价降幅，吨煤毛利为 339.94 元/吨。2025 年以来尿素价格总体回落；2026 年以来无烟块煤价格自低位回升，对公司洗块煤售价形成边际支撑。稳定的化工客户结构有助于保障销量，市场价格变化决定洗块煤的单位盈利弹性。

图30：洗块煤售价随市场价格波动（元/吨）


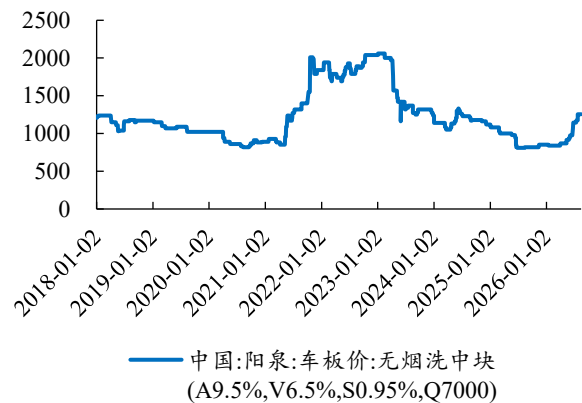
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2025 年洗块煤吨煤毛利 339.94 元/吨


数据来源：Wind、开源证券研究所

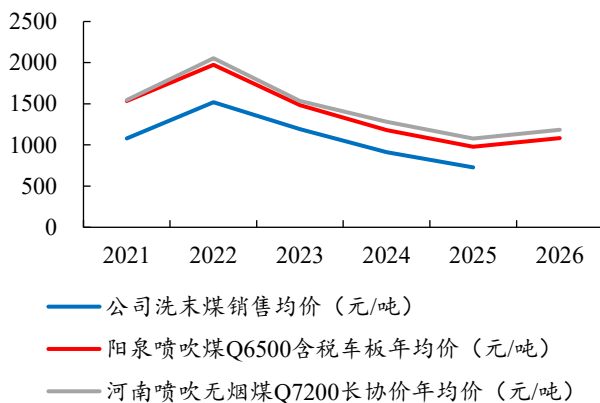
图32：尿素价格高位回落（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

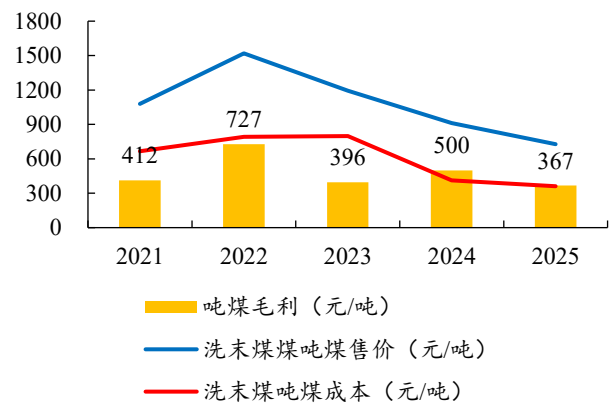
图33：无烟洗中块价格近期低位修复（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

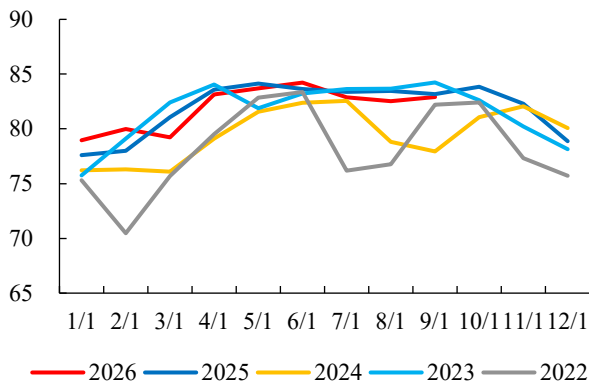
洗末煤主要面向钢铁高炉喷吹需求，售价与喷吹煤市场价格高度联动。公司洗末煤对主供钢厂用户销量占铁路总销量 80%以上，主要供应鞍钢、本钢等钢铁企业，稳定的客户结构有助于保障销量。从价格表现看，2022 年以来公司洗末煤售价与阳泉喷吹煤市场价格同步回落。2025 年，公司洗末煤售价和吨煤毛利分别降至 727.54 元/吨和 366.75 元/吨，同比分别下降 20.23%和 26.64%，但单位盈利仍明显高于末煤。2026 年以来 247 家钢厂高炉开工率和日均铁水产量总体保持稳定，为喷吹煤需求提供支撑。稳定的钢厂客户与较高的单位盈利，使洗末煤成为公司煤炭利润的重要补充。

图34：公司洗末煤与市场价格走势一致（元/吨）


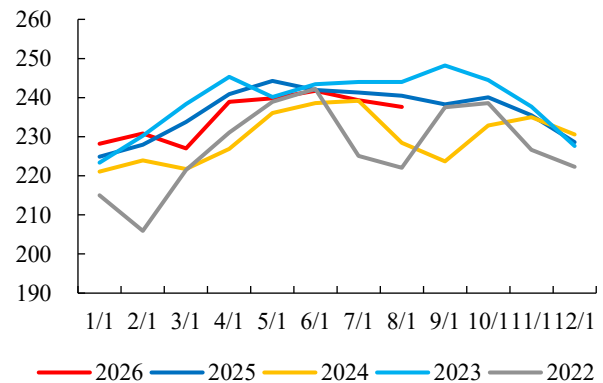
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2025 年洗末煤吨煤毛利 366.75 元/吨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2026 年 247 家钢厂高炉开工率先升后稳（%）


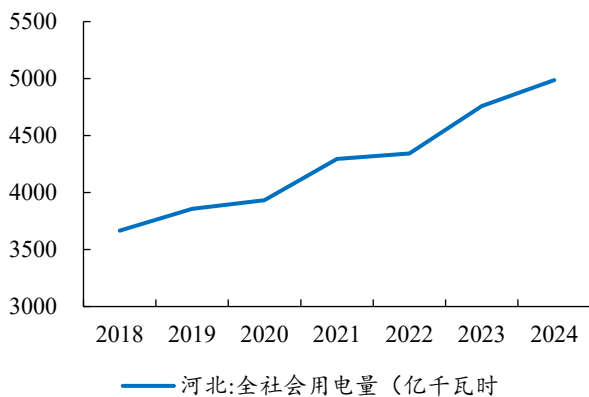
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2026 年 247 家钢厂日均铁水产量维持高位(万吨)


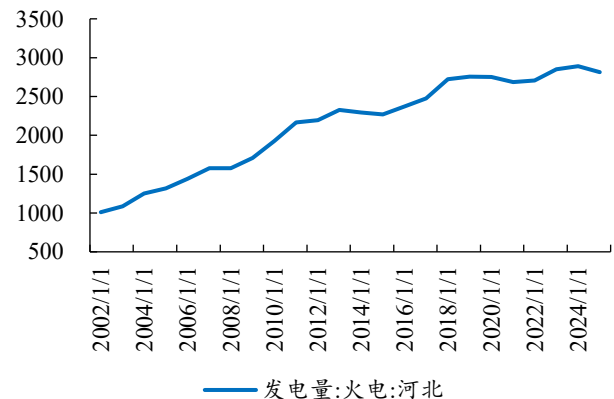
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、西上庄项目投运抬升电力规模，成本改善增强盈利贡献

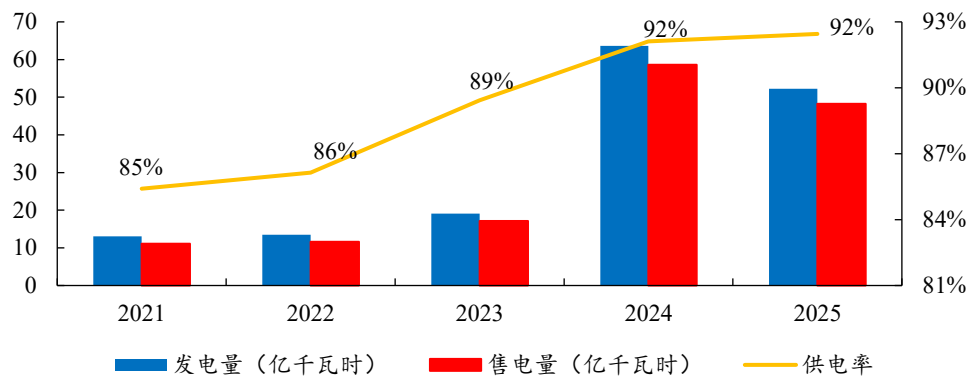
西上庄项目投运抬升电力业务规模中枢，区域用电需求支撑电量消纳。2024 年河北省全社会用电量达到 4987 亿千瓦时，2025 年河北火电发电量为 2815 亿千瓦时，区域电力需求为西上庄项目电量消纳提供支撑。公司西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目于 2023 年末完成双机投运并向河北电网送电，2025 年，公司发电量和售电量分别达到 52.20 亿千瓦时和 48.26 亿千瓦时，发电量为 2023 年的 2.7 倍，西上庄项目投运后电力业务规模中枢明显抬升。2026H1 发电量 21.59 亿千瓦时，同比下降 6.81%。

图38：河北省全社会用电持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

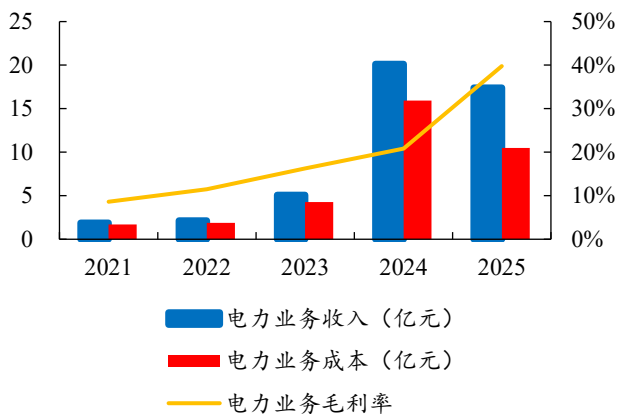
图39：河北火电发电量整体维持高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

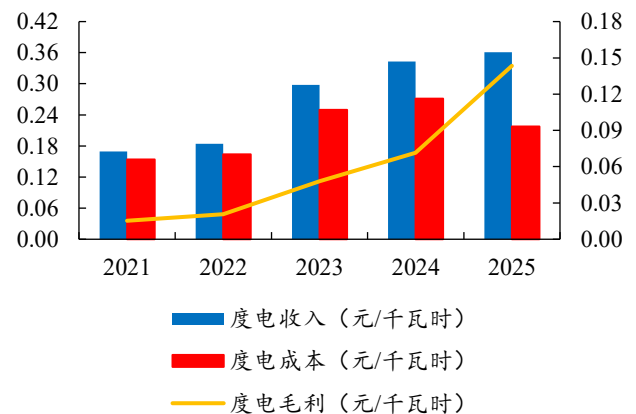
图40：2025 年公司发电量 52.2 亿千瓦时


数据来源：Wind、开源证券研究所

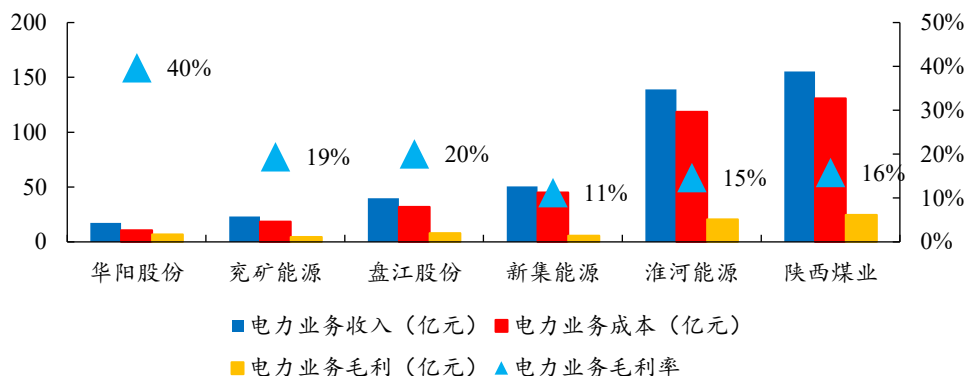
度电成本下降推动电力盈利能力提升，电力业务利润贡献明显增强。2025 年，公司电力业务收入同比下降 13.44%至 17.41 亿元，但电力业务成本同比下降 34.12%至 10.49 亿元，推动毛利同比增长 65.06%至 6.92 亿元，毛利率同比提升 18.91 个百分点至 39.76%。从度电盈利看，公司度电收入由 2024 年的 0.34 元/千瓦时提升至 0.36 元/千瓦时，度电成本由 0.27 元/千瓦时降至 0.22 元/千瓦时，带动度电毛利由 0.07 元/千瓦时提升至 0.14 元/千瓦时。电力业务度电收入提升，同时受原料煤采购单价大幅下降影响，度电成本明显下降，共同推动毛利率提升。横向比较看，公司电力业务毛利率高于选取的可比煤电企业，西上庄项目定位为低热值煤热电项目，叠加公司持续推进成本管控，电力业务已成为煤炭主业之外的重要利润补充。

图41：降本推动电力业务毛利率提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

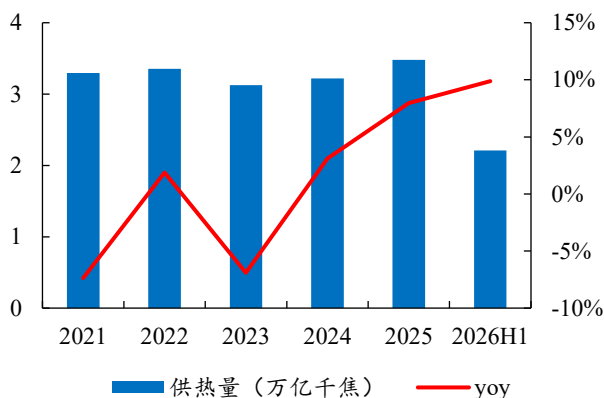
图42：2025 年度电毛利升至 0.14 元/千瓦时


数据来源：Wind、开源证券研究所

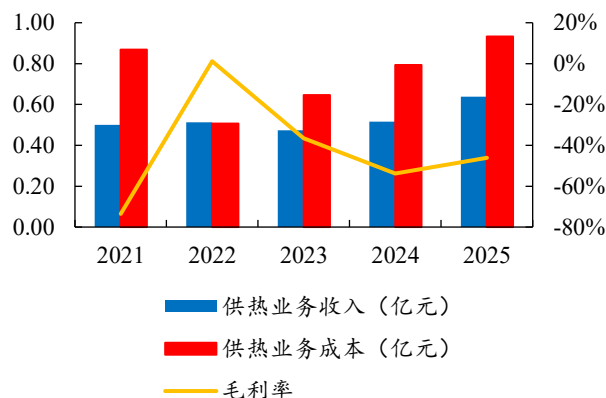
图43：2025 年公司电力业务毛利率位于可比煤企前列


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司供热业务规模较小，对整体盈利贡献有限。2025 年，公司供热生产量和销售量均为 3.48 万亿千焦，同比分别增长 7.97%和 20.17%；供热业务实现收入 0.64 亿元，同比增长 23.61%，营业成本 0.93 亿元，同比增长 17.50%，毛利为-0.29 亿元，毛利率为-46.15%，较 2024 年提升 7.60 个百分点但仍为负。2026H1 公司供热量 2.21 万亿千焦，同比增长 9.88%。公司电力与供热业务均依托热电资产开展，但目前供热业务规模较小且仍处于亏损状态，电力业务构成公司热电板块的主要利润来源。

图44：2026H1 公司供热量 2.21 万亿千焦


数据来源：Wind、开源证券研究所

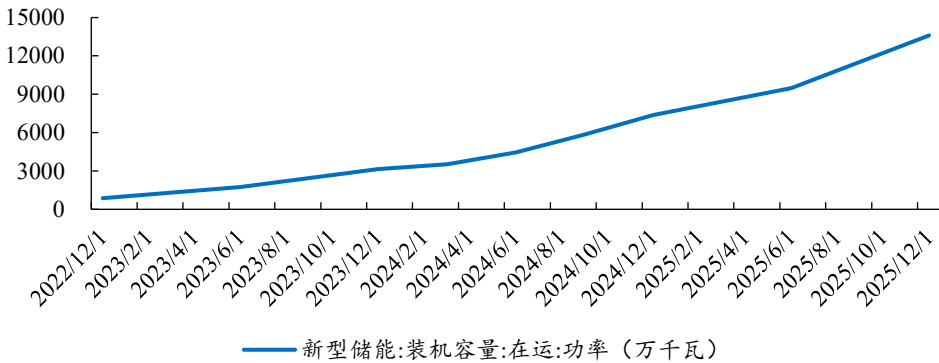
图45：2025 年公司供热业务收入 0.64 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、钠电商业化落地取得进展，碳纤维推进批量生产验证

钠电产业链初步贯通，矿山应急电源实现商业化落地。我国新型储能累计在运装机规模持续提升，政策端亦明确推动新型储能规模化、市场化发展，预计到 2027 年全国新型储能装机规模目标达到 1.8 亿千瓦以上。公司钠电业务已形成“材料—电芯—PACK—应用”产业链雏形。正负极、电解液多批次样品测试达标，模块化储能柜项目完成验收并转化 4 项实用新型专利。**应用端**，公司钠离子煤矿应急电源、工商业储能柜等产品已实现商业化应用。2026H1 华钠芯能实现收入 2 亿余元、利润近 500 万元，内部煤矿应急电源推广已基本完成，并正在对接晋控、潞安、兰花等外部煤矿客户。钠电业务已由项目建设进入商业化拓展阶段，但后续规模增长仍取决于外部订单获取及应用场景复制。

图46： 我国新型储能累计在运装机规模持续提升



数据来源：国家能源局、开源证券研究所

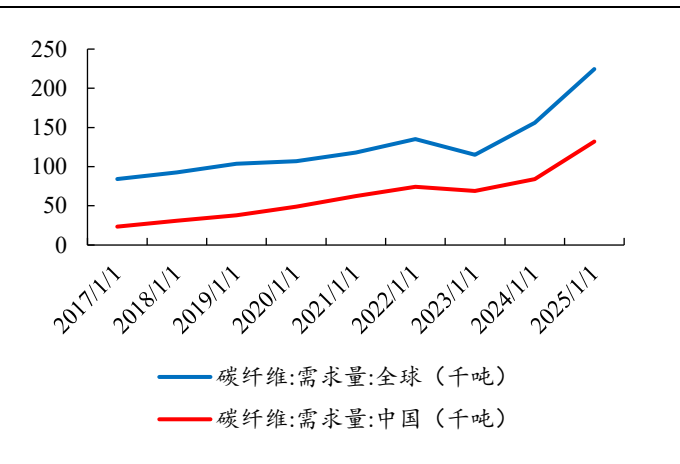
表3： 公司钠电产业链布局及项目进展

项目	钠离子电池正负极材料项目	钠离子电芯生产线	钠离子 PACK 及储能集成项目
实施主体	华钠铜能、华钠碳能	华钠芯能	华钠芯能
地点	山西转型综合改革示范区潇河产业园区	阳泉高新区智能制造产业园	阳泉高新区智能制造产业园
持股比例	各 30%	100%	100%
项目产能	一期正、负极材料各 2,000 吨；万吨级项目规划正极 2 万吨、负极 1.2 万吨	1GWh 钠离子电芯	1GWh 钠离子 PACK；1GWh 储能集成
主要产品	钠离子电池正极材料、负极材料	圆柱钢壳钠离子电芯、方形铝壳钠离子电芯	钠离子电池 PACK、煤矿应急电源、工商业储能及新能源储能产品
产品特点	低成本、安全、环保	原料成本低、安全性能高、低温适应性较好	安全性高，适用于储能及应急电源场景
当前进展	正负极、电解液多批次样品测试达标	已具备生产组配及检测条件，联合科研院所搭建钠电产学研平台	模块化储能柜项目完成验收并转化 4 项实用新型专利；内部推广基本完成，外部市场拓展推进中

资料来源：公司公告、国家能源局、开源证券研究所

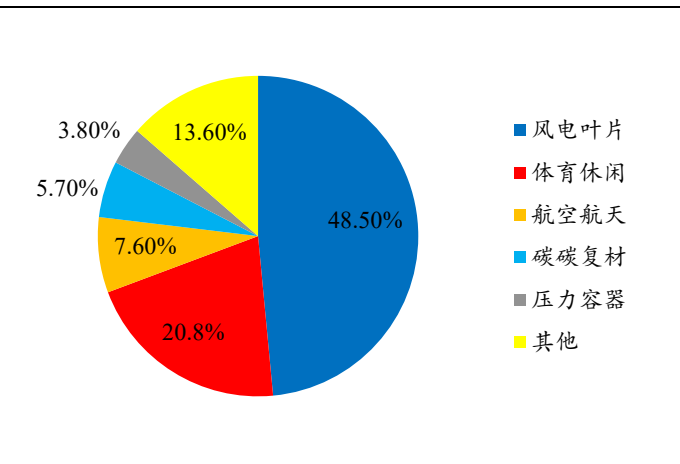
高性能碳纤维项目建成投产，产业化进程持续推进。2025 年，全球及中国碳纤维需求量分别达到 22.45 万吨和 13.20 万吨，风电、航空航天、碳碳复材及压力容器等领域构成主要需求。公司投资约 6.08 亿元建设高性能碳纤维项目，已于 2025 年建成投产，产品定位为 T1000 级高性能碳纤维。目前，200 吨/年示范产线已实现全线稳定连续运行，公司持续提升产品合格率和拉伸强度，并已向航天、复合材料企业递送样品，装备承制单位资格认证进入审核阶段。公司同时推进军工、航天及民用客户对接，并与江浙沪地区民用厂商洽谈消化调试库存。

图47：全球及中国碳纤维需求量总体增长



数据来源：赛奥碳纤维、开源证券研究所

图48：2025 年中国碳纤维下游需求结构较为多元



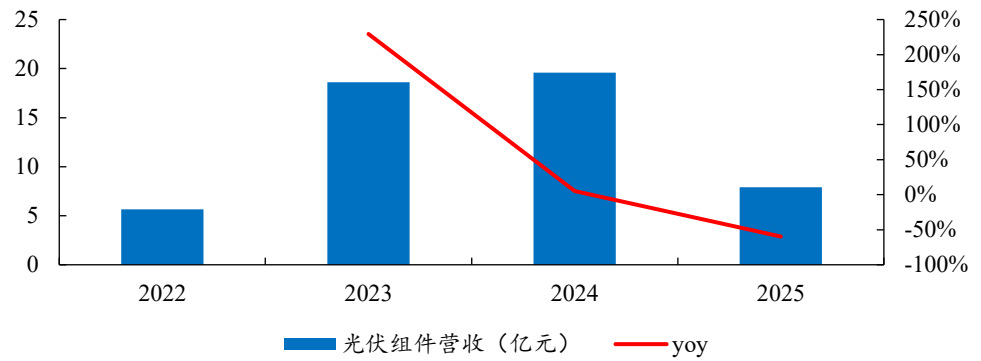
数据来源：赛奥碳纤维、开源证券研究所

表4：公司 T1000 级碳纤维项目进入批量稳定生产攻坚期

项目	内容
项目名称	高性能碳纤维项目
实施主体	山西华阳碳材科技有限公司
地点	大同市云冈经济开发区清洁能源产业园
持股比例	40%
投资金额	约 6.08 亿元
项目产能	200 吨/年 T1000 级碳纤维示范产线
项目进展	2025 年 11 月 30 日建成投产，正式验收前置手续全部办结
生产进展	产线已实现全线稳定连续运行，持续提升产品合格率及拉伸强度
客户验证	已向航天、复合材料企业送样，装备承制单位资格认证进入审核阶段
当前阶段	由工艺验证向批量稳定生产跨越
观察重点	客户认证、订单导入、良率提升、产能利用率及成本控制

资料来源：公司公告、开源证券研究所

光伏组件产线已停止生产，飞轮储能对公司业绩影响较小。公司光伏组件业务由山西华储光电开展，2025 年收入降至 7.89 亿元，同比下降 59.7%。据公司交流，受光伏组件行业竞争激烈影响，公司 2GW 组件产线已于 2025 年 8—9 月停止生产，主要考虑继续生产可能进一步加重经营负担，后续安排仍有待观察。飞轮储能方面，公司通过参股阳泉奇峰聚能切入高功率储能领域，产品主要面向电厂调频。2025 年对奇峰聚能确认投资损失 66.49 万元，目前对公司整体业绩影响较小。

图49：2025 年公司光伏组件收入同比下降 59.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：公司光伏及飞轮储能项目情况

项目	光伏组件项目	飞轮储能项目
实施主体	山西华储光电有限公司	阳泉奇峰聚能科技有限公司
项目基础	已建成高效光伏组件生产线	已形成飞轮储能产品生产能力
持股比例	100%	49%
主要产品	高效光伏组件、N 型组件	飞轮储能系统
应用方向	分布式、集中式光伏电站	电厂调频
当前进展	2GW 组件产线已于 2025 年 8—9 月停止生产	以订单制和场景化项目为主

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司为山西无烟煤龙头，资源储备充足，煤种稀缺性较强，煤炭主业盈利韧性突出，电力业务提供利润补充，新能源新材料布局提供中长期弹性。**煤炭业务：**产量方面，七元矿已转入生产矿井序列，泊里矿推进联合试运转及验收转产，中期产量仍具修复空间；价格方面，煤价中枢处于低位企稳阶段，若后续需求改善，煤炭售价有望温和修复；成本方面，公司持续推进“一矿一策”和“0+5”成本管控，低成本优势有望支撑煤炭业务维持较优毛利率。**电力业务：**西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目投运后，公司电力业务规模中枢上移，电力业务有望持续贡献稳定利润。**新能源新材料业务：**鉴于钠电业务现阶段收入和利润规模较小，碳纤维仍处于产能爬坡及市场拓展阶段，光伏组件 2GW 产线已停止生产，飞轮储能对公司整体业绩影响较小，我们暂不将新能源新材料业务作为预测期内的核心盈利驱动，主要关注其中长期业务拓展及估值弹性。

表6：公司经营业务关键假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭业务					
煤炭产量 (万吨)	3837	4161	4100	4200	4300
yoy (%)	-16.42%	8.44%	-1.47%	2.44%	2.38%
煤炭销量 (万吨)	3554	3960	3547	3711	3784
yoy (%)	-13.32%	11.42%	-10.43%	4.63%	1.95%
吨煤售价 (元/吨)	567.05	453.29	503.56	498.56	503.58
yoy (%)	-6.39%	-20.06%	11.09%	-0.99%	1.01%

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
吨煤销售成本（元/吨）	338.98	260.18	261.86	264.82	262.91
yoy (%)	14.67%	-23.25%	0.64%	1.13%	-0.72%
吨煤毛利（元/吨）	228.07	193.11	241.71	233.75	240.67
煤炭营业收入（亿元）	201.54	179.51	178.62	185.04	190.54
yoy (%)	-18.86%	-10.93%	-0.49%	3.59%	2.97%
煤炭营业成本（亿元）	120.48	103.03	92.88	98.28	99.48
毛利（亿元）	81.06	76.47	85.74	86.75	91.06
毛利率	40.22%	42.60%	48.00%	46.88%	47.79%
电力业务					
电力业务收入（亿元）	20.11	17.41	17.49	18.24	18.67
yoy (%)	295.02%	-13.44%	0.46%	4.30%	2.36%
电力业务成本（亿元）	15.92	10.49	12.15	11.82	12.53
yoy (%)	273.24%	-34.12%	15.83%	-2.70%	6.02%
电力业务毛利（亿元）	4.19	6.92	5.34	6.42	6.14
电力业务毛利率 (%)	20.85%	39.76%	30.55%	35.21%	32.89%
供热业务					
供热业务收入（亿元）	0.52	0.64	0.64	0.64	0.64
yoy (%)	9.13%	23.61%	0.00%	0.00%	0.00%
供热业务成本（亿元）	0.79	0.93	0.93	0.93	0.93
yoy (%)	22.86%	17.50%	0.00%	0.00%	0.00%
供热业务毛利（亿元）	-0.28	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29
供热业务毛利率 (%)	-53.8%	-46.2%	-46.2%	-46.2%	-46.2%
其他业务					
其他业务收入（亿元）	28.43	16.89	16.89	16.89	16.89
yoy (%)	-8.96%	-40.60%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务成本（亿元）	27.13	15.39	15.39	15.39	15.39
yoy (%)	-12.50%	-43.28%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务毛利（亿元）	1.30	1.50	1.50	1.50	1.50
其他业务毛利率 (%)	4.58%	8.87%	8.87%	8.87%	8.87%
合并利润表预测					
营业总收入（亿元）	250.60	214.44	213.64	220.81	226.74
yoy (%)	-12.13%	-14.43%	-0.38%	3.36%	2.69%
营业总成本（亿元）	164.32	129.84	121.35	126.43	128.33
毛利（亿元）	86.28	84.60	92.28	94.38	98.41
毛利率 (%)	34.43%	39.45%	43.20%	42.74%	43.40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2026—2028 年实现归母净利润分别为 30.20/29.94/32.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/0.83/0.91 元，以 2026 年 9 月 18 日收盘价 8.94 元计算，对应 PE 分别为 10.7/10.8/9.9 倍。公司坐拥山西优质无烟煤资源，煤炭主业具备成本优势和产量修复空间，电力业务贡献利润增量，新能源新材料业务贡献远期成长弹性，维持“买入”评级。

表7：公司 PE 低于可比公司均值，估值具备修复空间（截至 2026 年 9 月 18 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601088.SH	中国神华	46.23	2.66	3.20	3.16	3.31	17.4	14.4	14.6	14.0
601001.SH	晋控煤业	16.81	1.09	1.49	1.61	2.01	15.4	11.3	10.4	8.4
600546.SH	山煤国际	13.39	0.59	1.39	1.40	1.51	22.7	9.6	9.6	8.9
601225.SH	陕西煤业	25.20	1.73	2.23	2.35	2.45	14.6	11.3	10.7	10.3
601699.SH	潞安环能	15.19	0.37	1.26	1.38	1.57	41.1	12.1	11.0	9.7
000983.SZ	山西焦煤	6.44	0.21	0.53	0.62	0.63	30.4	12.2	10.4	10.2
600188.SH	兖矿能源	19.68	0.84	1.94	2.19	2.59	23.4	10.1	9.0	7.6
均值							23.6	11.6	10.8	9.9
600348.SH	华阳股份	8.94	0.47	0.84	0.83	0.91	18.9	10.7	10.8	9.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除陕西煤业 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测，其他公司 EPS 及 PE 均为开源证券研究所预测值

6、风险提示

煤价超预期下行：国内无烟煤价格若超预期下行，则影响公司煤炭业务收入及盈利水平。

生产安全事故：公司煤矿若发生重大安全生产事故，则面临停产整顿及产量下降风险。

新建矿井投产进度不及预期：若七元矿产能爬坡、泊里矿验收转产进度不及预期，则影响公司煤炭产量增长。

新能源新材料产业化进展不及预期：若钠离子电池、碳纤维等项目客户认证及产能爬坡不及预期，则影响相关业务收入及利润贡献。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15307	15397	17458	20654	20802
现金	11620	11882	14175	17077	18218
应收票据及应收账款	1963	1844	2043	1640	1386
其他应收款	97	110	49	137	43
预付账款	295	290	302	305	320
存货	802	751	495	901	465
其他流动资产	530	520	393	593	370
非流动资产	65665	72008	72689	74508	74964
长期投资	1327	1751	2061	2457	2806
固定资产	30004	36055	36816	37533	37679
无形资产	13259	13260	14398	15879	17404
其他非流动资产	21075	20941	19415	18639	17075
资产总计	80971	87405	90147	95162	95766
流动负债	22209	22734	24079	29147	30025
短期借款	2923	3559	3241	3400	3320
应付票据及应付账款	12500	11859	10949	13414	15594
其他流动负债	6787	7315	9890	12333	11111
非流动负债	20935	23813	22380	20115	16966
长期借款	18475	21596	20041	17837	14658
其他非流动负债	2460	2217	2339	2278	2308
负债合计	43144	46547	46459	49262	46991
少数股东权益	4550	4716	5381	6120	6884
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	64	60	60	60	60
留存收益	22438	22860	24699	26560	28573
归属母公司股东权益	33278	36142	38307	39781	41891
负债和股东权益	80971	87405	90147	95162	95766

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3488	3179	4667	10662	8449
净利润	2604	2170	3685	3733	4038
折旧摊销	2278	2224	2881	3152	3420
财务费用	499	539	129	-75	-266
投资损失	-72	-58	-65	-65	-62
营运资金变动	-2053	-2004	-1825	4055	1463
其他经营现金流	231	308	-139	-138	-145
投资活动现金流	-13737	-6990	-3521	-4899	-3821
资本支出	13370	6135	3552	4426	3602
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	1147	-2861	-3487
短期借款	143	637	-318	159	-80
长期借款	7433	3121	-1555	-2204	-3179
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	3021	-816	-228
现金净增加额	-3433	403	2293	2902	1141

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25060	21444	21364	22081	22674
营业成本	16432	12984	12135	12643	12833
营业税金及附加	1922	2159	2151	2223	2283
营业费用	108	129	104	112	121
管理费用	1683	1720	1423	1575	1648
研发费用	928	857	724	816	837
财务费用	499	539	129	-75	-266
资产减值损失	-14	-24	-61	-33	-37
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	5107	5177	5610
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	5056	5116	5545
所得税	1011	855	1372	1384	1507
净利润	2604	2170	3685	3733	4038
少数股东损益	379	467	665	739	764
归属母公司净利润	2225	1703	3020	2994	3274
EBITDA	6940	6533	8454	8640	9190
EPS(元)	0.62	0.47	0.84	0.83	0.91

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-12.1	-14.4	-0.4	3.4	2.7
营业利润(%)	-53.7	-15.2	63.9	1.4	8.4
归属于母公司净利润(%)	-57.0	-23.5	77.3	-0.9	9.4
获利能力					
毛利率(%)	34.4	39.5	43.2	42.7	43.4
净利率(%)	8.9	7.9	14.1	13.6	14.4
ROE(%)	6.9	5.3	8.4	8.1	8.3
ROIC(%)	5.9	4.9	6.0	5.9	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	53.3	51.5	51.8	49.1
净负债比率(%)	31.2	37.6	34.6	23.6	14.5
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	12.7	11.3	11.0	12.0	15.0
应付账款周转率	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.47	0.84	0.83	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.88	1.29	2.96	2.34
每股净资产(最新摊薄)	7.57	7.53	8.13	8.54	9.13
估值比率					
P/E	14.5	18.9	10.7	10.8	9.9
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.0	8.0	6.2	5.7	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源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。开源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。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn