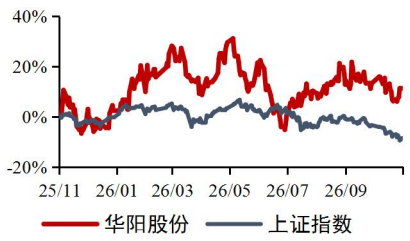
无烟煤 华阳股份（600348.SH） 增持-A(维持)

煤价提升带动 Q3 业绩增长，成长可期

2026 年 11 月 2 日 公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 2 日

收盘价（元/股）：	8.72
年内最高/最低（元/股）：	10.59/7.46
流通 A 股/总股本（亿股）：	36.08/36.08
流通 A 股市值（亿元）：	314.57
总市值（亿元）：	314.57

基础数据：2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.47
摊薄每股收益(元/股)：	0.47
每股净资产(元/股)：	12.00
净资产收益率(%)：	4.94

资料来源：常闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业总收入 161.69 亿元，同比下滑 4.64%；归母净利润达 16.82 亿元，同比增长 49.67%。第三季度实现营业收入 62.48 亿元，同比增长 9.32%；归母净利润 6.21 亿元，同比增长 81.82%

事件点评

➢ **煤价提升带动业绩增长，主业盈利韧性较强。**前三季度公司原煤产量 2975 万吨，同比下降 4.49%；商品煤销量 2577 万吨，同比下降 16.33%；煤炭综合售价 554.43 元/吨，同比增长 23.26%，煤炭销售收入 142.90 亿元，同比增长 3.13%；单吨毛利 249.63 元/吨，同比增长 53.83%。

➢ **现金流改善，毛利率同比提升。**前三季度经营活动现金流净额 27.85 亿元，同比增长 289.61%；研发费用同比增长 37.27%，系研发项目增加所致；投资收益同比增长 47.62%，系联营企业投资收益增加所致。毛利率提升 9.67 个百分点至 43.02%。

投资建议

➢ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.61\0.67\0.76 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 8.72 元，PE 分别为 14.3\13\11.5 倍，维持“增持-A”投资评级。

风险提示

➢ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭、煤化工价格超预期下行风险；安全生产风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25,060	21,444	22,881	24,133	25,459
YoY(%)	-12.1	-14.4	6.7	5.5	5.5
净利润(百万元)	2,225	1,703	2,193	2,421	2,736
YoY(%)	-57.0	-23.5	28.7	10.4	13.0
毛利率(%)	34.4	39.5	39.4	40.6	41.6
EPS(摊薄/元)	0.62	0.47	0.61	0.67	0.76
ROE(%)	6.9	5.3	6.3	6.9	7.5
P/E(倍)	14.1	18.5	14.3	13.0	11.5
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
净利率(%)	8.9	7.9	9.6	10.0	10.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15307	15397	18255	17772	20446
现金	11620	11882	14165	13931	16009
应收票据及应收账款	1963	1844	2218	2066	2453
预付账款	295	290	334	324	370
存货	802	751	907	808	970
其他流动资产	627	630	631	642	644
非流动资产	65665	72008	77926	79371	82712
长期投资	1327	1751	2235	2713	3194
固定资产	30004	36055	37605	38656	39469
无形资产	13259	13260	16397	17769	19956
其他非流动资产	21075	20941	21688	20233	20093
资产总计	80971	87405	96181	97143	103158
流动负债	22209	22734	27100	25858	29267
短期借款	2923	3559	3559	3559	3559
应付票据及应付账款	12500	11859	14153	12762	15138
其他流动负债	6787	7315	9387	9537	10570
非流动负债	**20935**	**23813**	**26403**	**27494**	**28651**
长期借款	18475	21596	24186	25277	26434
其他非流动负债	2460	2217	2217	2217	2217
负债合计	43144	46547	53502	53352	57919
少数股东权益	4550	4716	5199	5796	6435
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	64	60	60	60	60
留存收益	22438	22860	24194	25697	27379
归属母公司股东权益	33278	36142	37479	37994	38805
负债和股东权益	80971	87405	96181	97143	103158

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	7385	4251	8603
净利润	2604	2170	2675	3018	3375
折旧摊销	2278	2224	2391	2613	2842
财务费用	499	539	126	92	107
投资损失	-72	-58	-65	-61	-63
营运资金变动	-2053	-2004	2255	-1412	2339
其他经营现金流	231	308	3	2	3
投资活动现金流	-13737	-6990	-8248	-3999	-6124
筹资活动现金流	6817	4217	3145	-486	-402
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.47	0.61	0.67	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.88	2.05	1.18	2.38
每股净资产(最新摊薄)	7.57	7.53	7.90	8.05	8.27

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25060	21444	22881	24133	25459
营业成本	16432	12984	13866	14347	14871
营业税金及附加	1922	2159	2304	2430	2563
营业费用	108	129	137	145	153
管理费用	1683	1720	1835	1935	2042
研发费用	928	857	914	964	1017
财务费用	499	539	126	92	107
资产减值损失	-15	-162	-93	-141	-126
公允价值变动收益	-4	-2	-3	-3	-3
投资净收益	72	58	65	61	63
营业利润	3673	3115	3817	4295	4792
营业外收入	35	32	33	32	33
营业外支出	93	121	121	121	121
利润总额	3615	3025	3729	4206	4704
所得税	1011	855	1054	1189	1329
税后利润	2604	2170	2675	3018	3375
少数股东损益	379	467	483	597	638
归属母公司净利润	2225	1703	2193	2421	2736
EBITDA	6672	6185	6586	7314	8055

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	6.7	5.5	5.5
营业利润(%)	-53.7	-15.2	22.5	12.5	11.6
归属于母公司净利润(%)	-57.0	-23.5	28.7	10.4	13.0
获利能力					
毛利率(%)	34.4	39.5	39.4	40.6	41.6
净利率(%)	8.9	7.9	9.6	10.0	10.7
ROE(%)	6.9	5.3	6.3	6.9	7.5
ROIC(%)	5.5	4.5	4.3	4.7	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	53.3	55.6	54.9	56.1
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	12.7	11.3	11.3	11.3	11.3
应付账款周转率	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
估值比率					
P/E	14.1	18.5	14.3	13.0	11.5
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.2	8.4	8.2	7.7	7.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

