

信义山证汇通天下

证券研究报告

无烟煤

华阳股份（600348.SH）

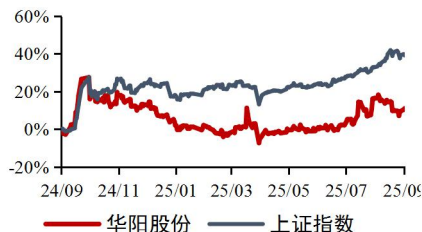
增持-A(维持)

煤炭量增价减，成长可期

2025 年 9 月 9 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 9 日

收盘价（元）：	7.10
年内最高/最低（元）：	9.31/6.17
流通 A 股/总股本（亿）：	36.08/36.08
流通 A 股市值（亿）：	256.13
总市值（亿）：	256.13

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益（元）：	0.22
摊薄每股收益（元）：	0.22
每股净资产（元）：	10.53
净资产收益率（%）：	2.50

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025 年半年度报告。上半年公司实现营业收入 112.40 亿元，同比减少 7.86%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比减少 39.75%。二季度单季公司实现营业收入 54.22 亿元，同比减少 10.24%，环比减少 6.79%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比减少 56.97%，环比减少 68.89%。

事件点评

➢ 上半年煤炭量增价减。2025 年上半年，公司原煤产量完成 2,076 万吨，同比增长 11.25%；外购统销煤炭 184 万吨，同比增长 14.28%。商品煤销量 1,928 万吨，同比增长 12.79%。煤炭综合售价 460.84 元/吨，同比降低 19.50%。

➢ 新能源新材料项目继续推进。钠离子电池正、负极材料项目投资总额约 1.3 亿元，已完工，万吨级钠离子电池正、负极材料项目投资总额约 11.4 亿元，截至 2025 年上半年，厂房工程全部完成；地库墙体砌筑完成，基槽回填土、外墙防水、保护层完成、宿舍楼主体结构完成。钠离子电池电芯项目投资总额约 3.16 亿元，Pack 电池项目投资总额约 0.73 亿元。钠电应急电源通过中国煤炭工业协会专家评审，整体达到国际领先水平。高性能碳纤维项目投资总额约 6.08 亿元，截至 2025 年上半年公辅车间完成单元联调，聚合车间已完成热试车，纺丝车间开展走丝联调，碳化车间继续进行碳化线全线试运行。

➢ 增量预期叠加中标探矿权，公司煤炭业务接续有保障。公司榆树坡、平舒矿产能提升，叠加七元矿和泊里矿相继进入联合试运转，正式投产后，核定产能将提升至 4500 万吨/年以上，逐步释放产量；公司于 2024 年 8 月 22 日公告以 68 亿元竞得寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，增加煤炭资源约 6.3 亿吨，公司煤炭资源总储量达到近 70 亿吨，且其中大部分为稀缺煤种无烟煤，公司中长期资源保障有力。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 17.41/21.56/23.46 亿元，2025-2027 年动态 PE 分别为 14.5/11.7/10.8 倍。虽然上半年煤炭价格下滑影响业绩，但公司七元、泊里煤矿合计 1000 万吨产能未来产量不断释放。公司 2024 年竞得于家庄区块煤炭探矿权，有助于提高公司未来发展的资源保障。另外，公司通过稳定分红回馈投资者。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；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；新能源项目建设及盈利不及预期风险等。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,518	25,060	22,554	24,810	26,050
YoY(%)	-18.6	-12.1	-10.0	10.0	5.0
净利润(百万元)	5,179	2,225	1,741	2,156	2,346
YoY(%)	-26.3	-57.0	-21.8	23.9	8.8
毛利率(%)	44.9	34.4	31.0	31.0	32.0
EPS(摊薄/元)	1.44	0.62	0.48	0.60	0.65
ROE(%)	18.8	6.9	5.2	6.4	6.9
P/E(倍)	4.9	11.4	14.5	11.7	10.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
净利率(%)	18.2	8.9	7.7	8.7	9.0

资料来源：最闻，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18123	15307	15323	15735	7029
现金	14497	11620	12235	11477	3650
应收票据及应收账款	1972	1963	1579	2317	1773
预付账款	411	295	340	358	375
存货	677	802	599	942	652
其他流动资产	566	627	570	641	578
非流动资产	53448	65665	62231	64572	65756
长期投资	1255	1327	1472	1614	1756
固定资产	28846	30004	28536	30709	31451
无形资产	6332	13259	14268	15553	17217
其他非流动资产	17015	21075	17956	16696	15333
资产总计	71571	80971	77554	80307	72785
流动负债	25908	22209	22339	28037	23630
短期借款	2780	2923	2923	2923	2923
应付票据及应付账款	11374	12500	10109	14761	10976
其他流动负债	11754	6787	9308	10353	9731
非流动负债	13497	20935	16468	13190	9597
长期借款	11042	18475	14008	10731	7138
其他非流动负债	2455	2460	2460	2460	2460
负债合计	39405	43144	38807	41227	33227
少数股东权益	4303	4550	4843	5188	5579
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	63	64	64	64	64
留存收益	22887	22438	23637	25068	26546
归属母公司股东权益	27863	33278	33904	33892	33978
负债和股东权益	71571	80971	77554	80307	72785

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6938	3488	3142	10090	2711
净利润	6050	2604	2034	2501	2737
折旧摊销	2479	2278	2664	2911	3268
财务费用	391	499	581	354	375
投资损失	-64	-72	-79	-72	-72
营运资金变动	-2304	-2053	-2036	4423	-3579
其他经营现金流	387	231	-22	-26	-19
投资活动现金流	-7027	-13737	871	-5153	-4362
筹资活动现金流	-3341	6817	-3397	-5695	-6176
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.62	0.48	0.60	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	0.97	0.87	2.80	0.75
每股净资产(最新摊薄)	7.72	7.57	7.74	7.74	7.76

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28518	25060	22554	24810	26050
营业成本	15713	16432	15561	17118	17715
营业税金及附加	2097	1922	1575	1796	1904
营业费用	124	108	83	97	106
管理费用	1495	1683	1089	1281	1430
研发费用	703	928	436	544	671
财务费用	391	499	581	354	375
资产减值损失	-324	-15	11	12	13
公允价值变动收益	30	-4	22	26	19
投资净收益	64	72	79	72	72
营业利润	7927	3673	3340	3731	3953
营业外收入	66	35	62	51	54
营业外支出	105	93	611	392	300
利润总额	7888	3615	2792	3390	3706
所得税	1838	1011	758	889	970
税后利润	6050	2604	2034	2501	2737
少数股东损益	870	379	294	345	391
归属母公司净利润	5179	2225	1741	2156	2346
EBITDA	10829	6940	5811	6530	7219

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.6	-12.1	-10.0	10.0	5.0
营业利润(%)	-31.4	-53.7	-9.1	11.7	5.9
归属于母公司净利润(%)	-26.3	-57.0	-21.8	23.9	8.8
获利能力					
毛利率(%)	44.9	34.4	31.0	31.0	32.0
净利率(%)	18.2	8.9	7.7	8.7	9.0
ROE(%)	18.8	6.9	5.2	6.4	6.9
ROIC(%)	13.2	5.9	4.1	5.1	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	55.1	53.3	50.0	51.3	45.7
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.3
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	15.0	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
估值比率					
P/E	4.9	11.4	14.5	11.7	10.8
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.3	6.1	6.9	5.8	5.9

资料来源：最闻、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

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

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>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

