下载日志已记录，仅供内部参考

立足煤炭主体，谋求转型发展

华阳股份（600348.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 08 月 24 日

公司评级	买入
股票代码	600348.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	8.96

近一年股价走势



分析师

李世朋 S0800524120002

13051178065

lishipeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心结论

【核心结论】公司立足主业，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 25.37 亿元、29.48 亿元、30.59 亿元，EPS 分别为 0.7、0.82、0.85 元，同比增长 48.97%、16.2%、3.78%。考虑 DDM 估值方法，给予公司目标价 12.15 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

【报告亮点】市场认为煤炭行业已开始呈现过剩的格局，供需宽松下煤价可能出现较明显下滑；且认为公司历史分红率较低，未来分红难有提升。但是我们认为供需紧平衡格局依旧维持，预计 2026-2028 年现货采购价格中枢或将抬升到 800-900 元/吨的位置，公司近几年业绩较为稳健且分红比例较高，未来有望继续保持较高分红。

【主要逻辑】

主要逻辑一：供需紧平衡，煤价中枢或有抬升。我们预计 2026-2028 年在电煤长协充分保障的前提下，现货采购价格中枢或将抬升到 800-900 元/吨的位置，2026 年下半年最高价格仍旧存在创新高的可能。

主要逻辑二：公司资源较丰富，产销量较为稳定。公司煤炭资源储量较为丰富、品质优异，截至 2025 年底，公司拥有煤炭资源量 65.66 亿吨、可开采储量 29.33 亿吨，可开采年限超过 50 年。

主要逻辑三：提质增效重回报，分红能力有望维持高位。为全面落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》、《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》要求，积极响应上海证券交易所“提质增效重回报”专项行动倡议，公司对 2025 年度“提质增效重回报”行动实施情况进行评估，制定 2026 年度“提质增效重回报”行动方案。方案提出，坚定回报股东政策，实现发展成果共享。

风险提示：经济增长不及预期，产能投放超预期，进口超预期，突发煤矿事故，公司分红比例不及预期，产能投放进度不及预期等。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	25,060	21,444	25,165	25,391	26,547
增长率	-12.1%	-14.4%	17.3%	0.9%	4.6%
归母净利润（百万元）	2,225	1,703	2,537	2,948	3,059
增长率	-57.0%	-23.5%	49.0%	16.2%	3.8%
每股收益（EPS）	0.62	0.47	0.70	0.82	0.85
市盈率（P/E）	14.5	19.0	12.7	11.0	10.6
市净率（P/B）	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
估值与目标价 5
华阳股份核心指标概览 6
一、 华阳股份：积极开拓的老牌煤炭国企 7
1.1 公司简介：立足主业，多向发展 7
1.2 财务数据：2025 年受煤价影响盈利有所下滑 8
二、 主营业务：龙头煤企、资源较充足 10
2.1 行业判断：供需紧平衡，煤价中枢或有抬升 10
2.2 基本情况：储量较为丰富，产量或将提升 14
三、 盈利预测与估值 15
3.1 盈利预测 15
3.2 估值与投资建议 17
四、 风险提示 19

图表目录

图 1：华阳股份核心指标概览图 6
图 2：2025 年各业务板块收入占比 8
图 3：2025 年各业务板块毛利占比 8
图 4：2016 年-2025 年营业收入 8
图 5：2016 年-2025 年归母净利润 9
图 6：销售净利率、销售毛利率及 ROE 情况 9
图 7：2016 年-2025 年资产负债率 9
图 8：公司经营活动产生的现金流净额 10
图 9：公司分红及股息率 10
图 10：2010 年以来全国煤炭产量及死亡率 11
图 11：2025 年全国发电装机结构 12
图 12：2025 年全国发电量结构 12
图 13：全国发电机组可利用小时数 12
图 14：2016 年以来煤炭价格走势 13
图 15：截至 2025 年底同业主要公司储量比较 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：2025 年同业主要公司全年产量比较.....14

表 1：2020-2028 年动力煤供需平衡表.....13
表 2：煤炭业务板块经营分拆模型.....15
表 3：全板块经营预测模型.....17
表 4：DDM 模型及估值假设.....18
表 5：DDM 估值敏感性分析（单位：元/股）.....18

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

公司的核心收入和利润来源于煤炭业务，2025 年收入占比达到 91%、利润占比达到 92%，是影响公司业绩的核心点。因此基于华阳股份的企业特点与分部数据，对公司各板块业务进行拆解，并给予以下核心假设：

1、煤价中枢稳步抬升：当前煤炭行业供给不足、需求稳定，供需依旧处于紧平衡格局，因此预计 2026-2028 年煤价中枢抬升至 800-900 元/吨左右。

2、煤炭产销量相对平稳：公司资源相对丰富，短期产量较为稳定，因此可取历史均值，预计 2026-2028 年商品煤总产量分别为 3866.47、3772.74、3911.41 万吨，总销售量分别为 3866.47、3772.74、3911.41 万吨。

在以上假设之下，我们预计煤炭分部收入 2026-2028 年分别为 209.65 亿元、215.44 亿元、225.24 亿元，同比增长 16.79%、2.76%、4.55%。

基于煤炭行业开采成本相对刚性、成本端可控的特点，叠加煤炭分部收入 2026-2028 年逐年抬升的预估，我们预计煤炭分部毛利率 2026-2028 年分别为 48.17%、51.79%、53.21%。

3、其他相关业务相对平稳：其他业务与公司主业煤炭配套相关，因此认为与 2025 年变化相对较小，收入与成本均可取历史均值。因此我们预计 2026-2028 年发电业务营收分别为 18.76 亿元、18.09 亿元、18.42 亿元，成本分别为 13.2 亿元、11.85 亿元、12.52 亿元；供热业务营收分别为 0.58 亿元、0.61 亿元、0.59 亿元，成本分别为 0.86 亿元、0.9 亿元、0.88 亿元。

在以上假设之下，我们预计 2026-2028 年发电业务毛利率分别为 29.63%、34.51%、32.02%，供热业务毛利率分别为-49.56%、-47.77%、-48.64%。

区别于市场的观点

市场认为煤炭行业已开始呈现过剩的格局，供需宽松下煤价可能出现较明显下滑；且认为公司历史分红率较低，未来分红难有提升。但是我们有不一样的观点：

行业观点：2026 年以来煤炭市场内忧外扰不断，“2.28 号美以伊冲突”影响下国际能源价格明显上涨，进口可能受到较大影响；5 月山西特大矿难或将导致全年生产受到影响，2026 年供应端出现明显下滑概率较大，并驱动煤价连续上涨。我们预计 2026-2028 年在电煤长协充分保障的前提下，现货采购价格中枢或将抬升到 800-900 元/吨的位置，2026 年下半年最高价格仍旧存在创新高的可能。

公司观点： 为全面落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》、《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》要求，积极响应上海证券交易所“提质增效重回报”专项行动倡议，公司对 2025 年度“提质增效重回报”行动实施情况进行评估，制定 2026 年度“提质增效重回报”行动方案。方案提出，坚定回报股东政策，实现发展成果共享。华阳股份自上市以来累计现金分红 20 次，平均分红率达到 32.54%，2025 年公告分红率超过 50%，近 3 年平均分红率超过 50%，未来有望继续保持较高分红。

股价上涨催化剂

1）煤炭价格大幅上涨，带动实际利润提升；

下载日志已记录，仅供内部参考

2）分红比例继续提升，分红收益率增加；

3）中长期无风险收益率下行，股息率-利率差不断扩大。

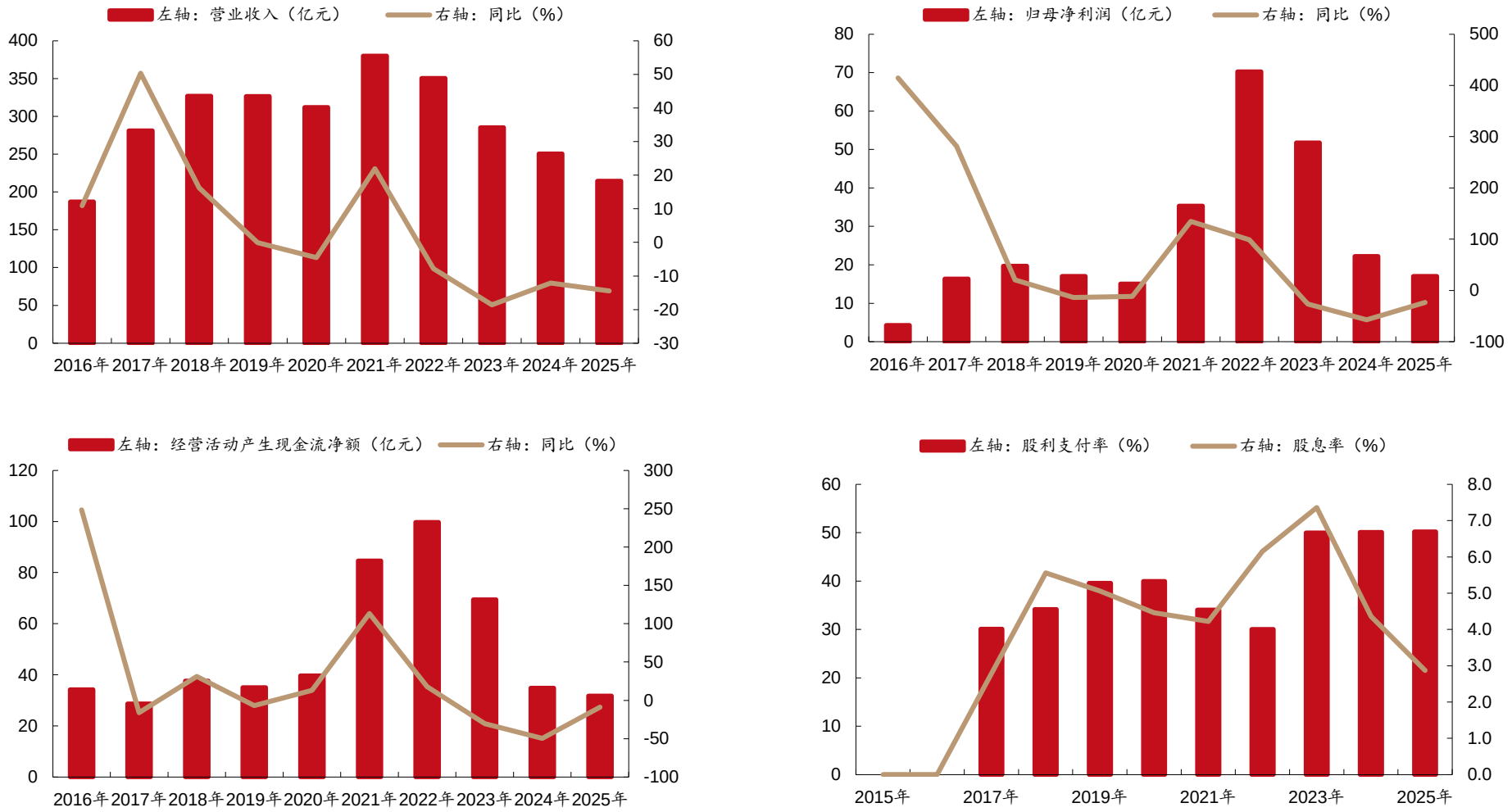
估值与目标价

公司立足主业，预计 2026-2028 年营业收入分别为 251.65 亿元、253.91 亿元、265.47 亿元，同比增长 17.35%、0.9%、4.55%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 25.37 亿元、29.48 亿元、30.59 亿元，EPS 分别为 0.7、0.82、0.85 元，同比增长 48.97%、16.2%、3.78%。

考虑绝对估值，为全面落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》、《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》要求，积极响应上海证券交易所“提质增效重回报”专项行动倡议，公司对 2025 年度“提质增效重回报”行动实施情况进行评估，制定 2026 年度“提质增效重回报”行动方案。方案提出，坚定回报股东政策，实现发展成果共享。华阳股份自上市以来累计现金分红 20 次，平均分红率达到 32.54%，2025 年公告分红率超过 50%，近 3 年平均分红率超过 50%，未来有望继续保持较高分红。因此采用 DDM 股利贴现模型，预测公司股票合理估值在 12.15 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

华阳股份核心指标概览

图 1：华阳股份核心指标概览图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 华阳股份：积极开拓的老牌煤炭国企

1.1 公司简介：立足主业，多向发展

山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“华阳股份”或公司）成立于 1999 年 12 月 30 日，是由华阳新材料科技集团有限公司（原“阳泉煤业（集团）有限责任公司”）作为主发起人，联合山西宏厦等四家企业共同发起设立的股份有限公司。控股股东为华阳新材料科技集团有限公司，公司实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

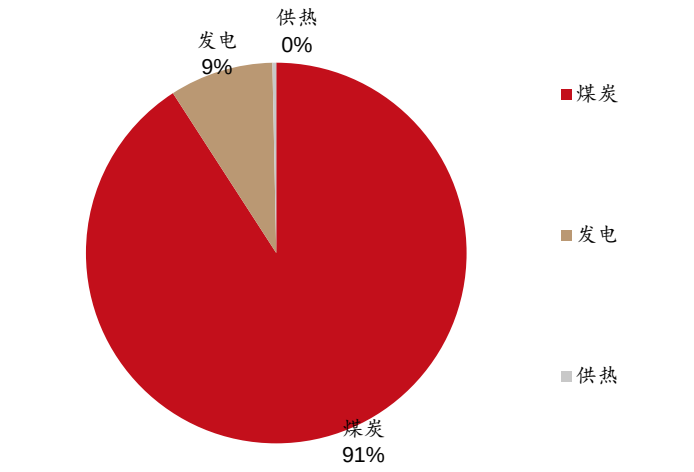
华阳新材料科技集团，是勇担“在转型发展上率先蹚出一条新路来”历史使命，由世界 500 强企业—阳煤集团整体更名而来的高科技新材料产业集团。集团前身为原阳泉矿务局，1950 年 1 月成立，1998 年 2 月整体改制为阳煤集团，是原山西五大煤炭集团之一。2020 年 9 月 15 日，省政府第 26 次省长办公会研究决定，将原阳煤集团更名为华阳新材料科技集团有限公司，要求“聚焦新材料产业，提高全省新材料产业集中度，着力构建集科研、产业、资本为一体的新材料协同创新生态系统，推动我省新材料产业向高端化、智能化、规模化发展，打造在全国具有比较优势的特色新材料产业集群，助力我省在转型发展上率先蹚出一条新路来。”2020 年 10 月 27 日，华阳新材料科技集团正式挂牌，开启了转型发展新征程。

公司坚持煤炭和新能源新材料产业“双轮驱动”，致力于生产经营“赚钱”和资本市场“值钱”，形成传统能源与新能源一体的大型综合性能源企业格局。公司立足煤炭主业根基，深耕新能源新材料赛道，已形成传统能源与新兴产业协同发展的产业格局。自上市以来，公司在业绩表现、公司治理、高质量发展及品牌影响力等方面均取得卓越成效，资本市场认可度与企业对外形象持续提升。公司 2025 年斩获中国上市公司“最佳董事会”、“董事会最佳实践”奖、“英华奖-A 股价值示范案例奖”、“晋牛奖”ESG 价值奖和转型突破奖等多项荣誉，以高质量转型发展成效获得资本市场与行业的双重高度认可；同时凭借扎实的经营管理、突出的社会责任践行成果，持续保持行业领先的品牌影响力与市场美誉度，成为能源行业转型发展的典范企业。

公司主要从事煤炭开采、洗选、销售及相关配套业务，同时布局新能源新材料等转型产业。公司聚焦构建“传统能源（煤炭）+新能源新材料”双轮驱动发展格局，提升核心资产运营效率和产业协同水平。煤炭产业方面，核心产品为无烟煤，广泛应用于电力、化工、冶金、建材等行业。公司具备较强的资源优势、品牌优势、技术优势和区位优势，主力生产煤矿 9 座，在建矿井 1 座，分别位于山西阳泉、晋中等地。新能源新材料方面，公司稳步推进钠离子电池产业化与高性能碳纤维规模化生产，促进公司高质量发展。其中，钠离子电池业务方面，公司全资子公司山西华钠芯能科技有限责任公司主营钠离子电池电芯、模组及储能系统制造，钠离子煤矿应急电源、工商业储能柜等产品实现商业化应用；高性能碳纤维方面，公司控股子公司山西华阳碳材料科技有限公司专注于高性能碳纤维研发与生产，其主导的 T1000 级高性能碳纤维项目于 2025 年 11 月 30 日建成投产，标志着公司在新材料领域取得重大技术突破。

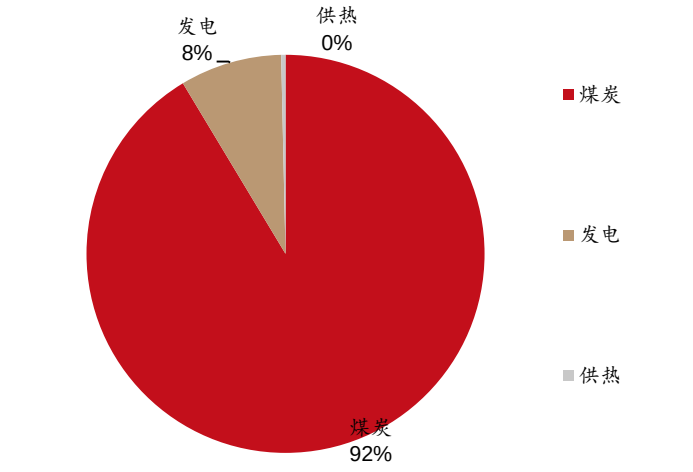
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2025 年各业务板块收入占比



资料来源：华阳股份 2025 年财报，西部证券研发中心

图 3：2025 年各业务板块毛利占比

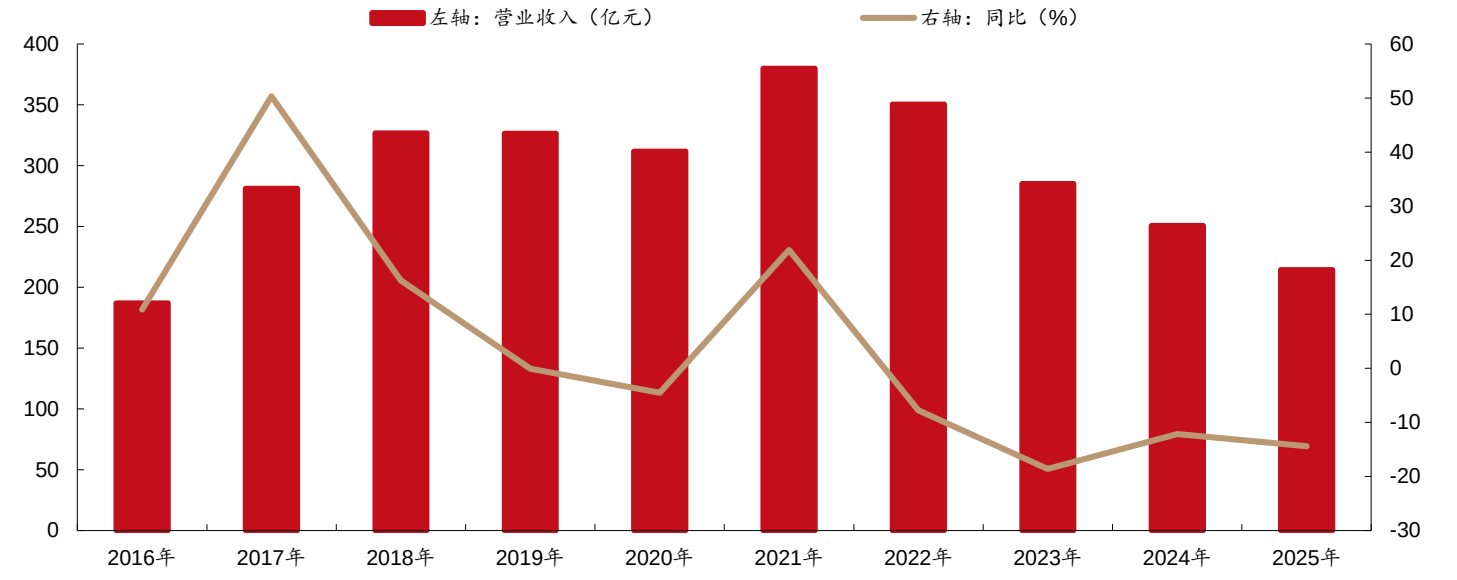


资料来源：华阳股份 2025 年财报，西部证券研发中心

1.2 财务数据：2025年受煤价影响盈利有所下滑

公司立足主业、业绩受煤价影响较大。自供给侧改革以来，煤炭价格逐步改善，中枢显著提升，2022 年地缘政治事件导致海外能源价格大涨进一步推升了煤炭价格，2023 年以来因供给增加导致煤价出现明显下滑，2025 年均价下降到近 5 年最低位置。公司聚焦煤炭主营业务，经营业绩受煤价影响较大，2025 年全年实现营业收入 214.44 亿元，同比下降 14.43%；归母净利润实现 17.03 亿元，同比下降 23.45%。但在 2026 年中东地缘事件及山西特大矿难双重影响下，预计煤价有望实现连续反弹，并带动 2026 年业绩的恢复性增长。

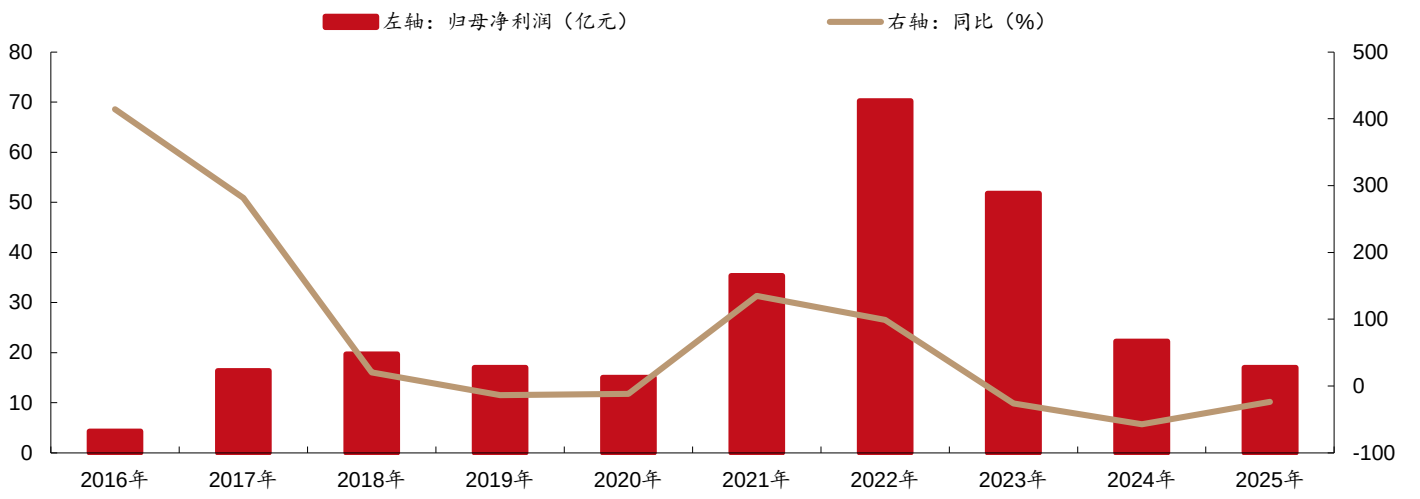
图 4：2016 年-2025 年营业收入



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

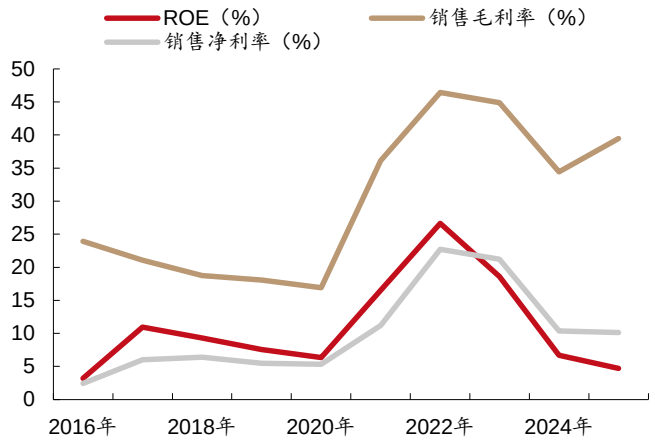
图 5：2016 年-2025 年归母净利润



资料来源：Wind，西部证券研发中心

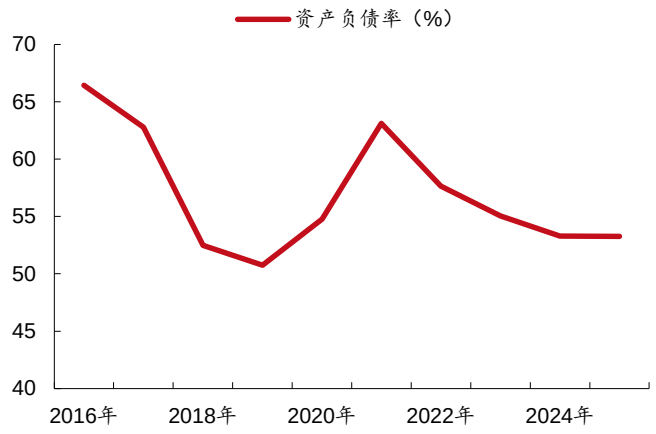
随着盈利能力的改善，销售毛利率、净利率与 ROE 水平同样出现提升，公司 ROE 从 2016 年的 3.18%大幅提升至 2022 年的 26.61%，显示出公司优秀的资源整合能力以及经营能力。2023 年后受煤价影响 ROE 虽有明显回落，但仍然高于 2016 年水平。盈利能力的提升同样带来的是资产负债率的下降，截至 2025 年底，公司资产负债率为 53.25%，公司应对风险的能力大为提升。

图 6：销售净利率、销售毛利率及 ROE 情况



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：2016 年-2025 年资产负债率

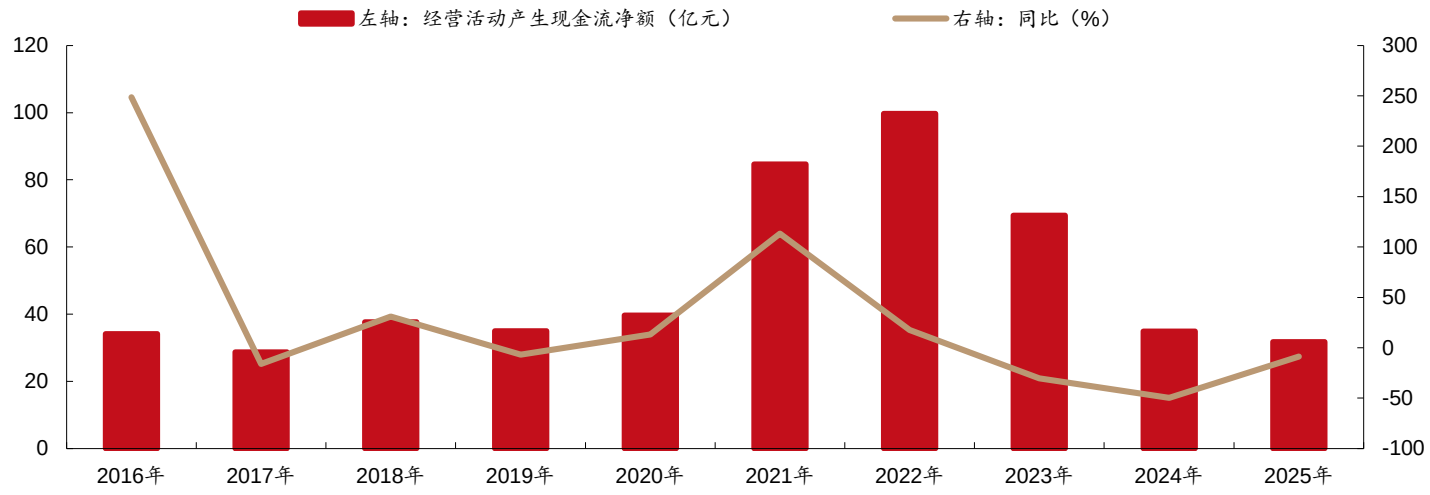


资料来源：Wind，西部证券研发中心

短期现金流受到煤价影响，中长期仍可稳定。2016 年以来公司经营活动产生的现金流净额总体呈上升趋势，2022 年之后虽有下降但仍较高，2025 年受煤价超预期下滑影响，营收明显下降，经营活动产生的现金流净额仅有 31.79 亿元，同比下滑 8.84%，但随着 2026 年煤价反弹带动营收恢复，预计经营现金流净额仍可较为稳定。

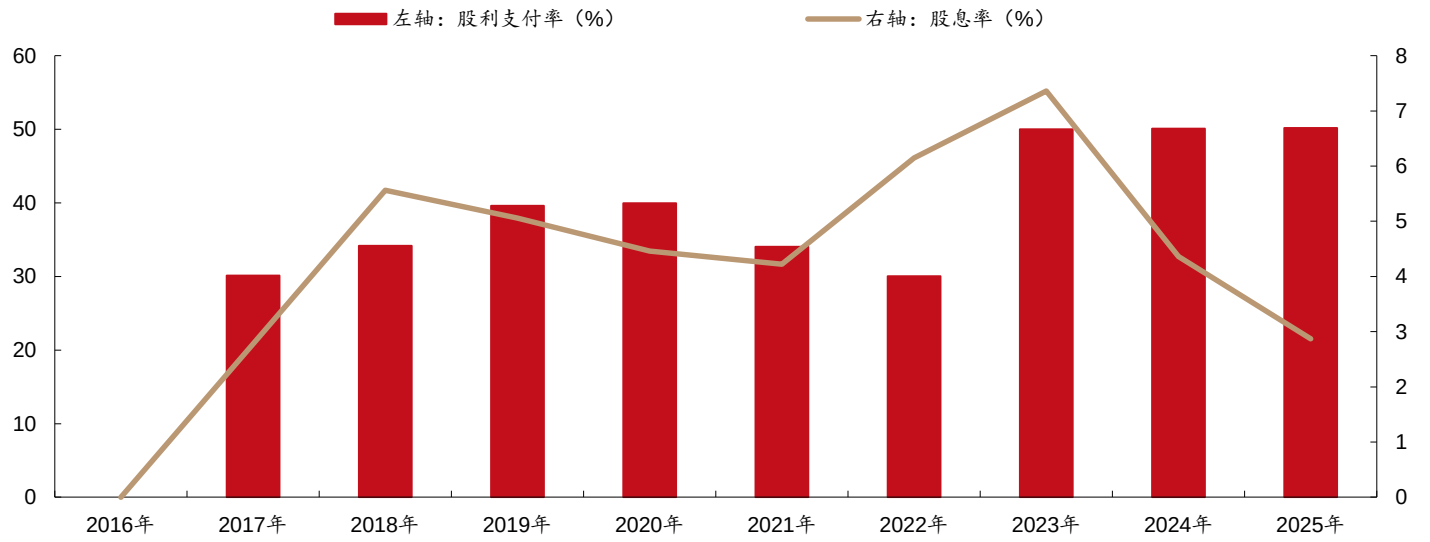
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：公司经营活动产生的现金流净额



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：公司分红及股息率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、主营业务：龙头煤企、资源较充足

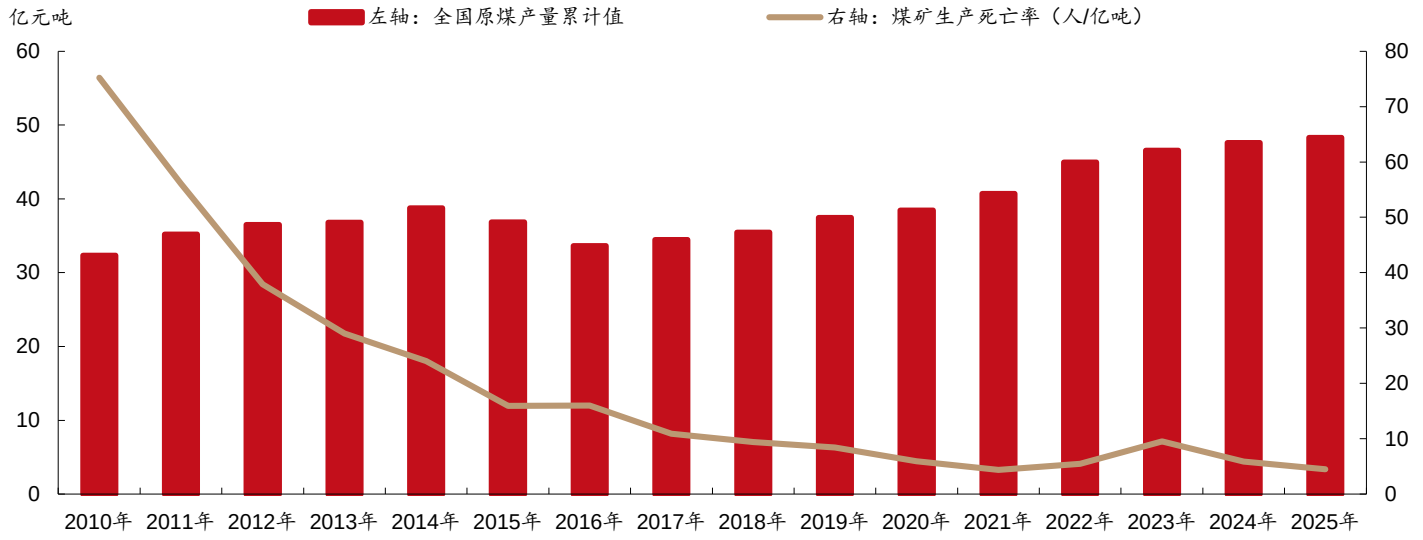
2.1 行业判断：供需紧平衡，煤价中枢或有抬升

供给端：保供难度较大，产能释放有天花板。煤炭作为中国主要能源品种，2021 年煤价的明显上涨，严重挤压了下游行业的利润，尤其是多年未曾调整的电价也在严重亏损下被迫调整浮动比例，由此进一步加剧了下游工商业的成本开支，调控手段自然不断加码。政策端不断发力，煤矿生产供应量逐渐增加，尤其是发改委与能源局推动煤矿建设产能提前加速投放以及核增产能实行产能承诺兑现制，产能核增能力得到提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

但煤炭保供不仅需要考虑满足下游需求、维持供需平衡，还需要考虑煤矿资源本身的承受能力。随着煤矿生产技术以及安全治理水平的提升，煤矿事故死亡人数连续下降，每亿元吨死亡人数从 2010 年的 75.2 人下降到 2021 年的 4.4 人，但这一数字却在保供开始的第二年反弹，2023 年继续增长并回升到 9.5 人，回到了供给侧改革初期的水平。2026 年 5 月山西省更是发生了死亡 82 人的特大安全事故，由此可能引发全年安全检查的大幅升级。因此我们也看到近几年开始全国煤炭产量增速明显下降，2022 年全国原煤产量增速高达 9%，2025 年则下降到 1.2%，2026 年 1-7 月累计增速进一步下降到-2.9%，产量进入负增长，产能释放或临近天花板。

图 10：2010 年以来全国煤炭产量及死亡率



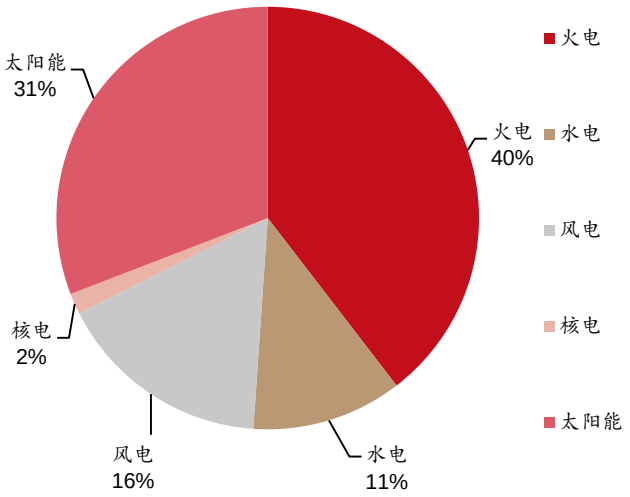
资料来源：Wind，国家统计局，新浪财经，西部证券研发中心

需求端：绿电消纳略有不足，火电基数依旧较高。减碳降碳是贯彻“十四五”规划和“3060”远景目标纲要的重要手段，从一次能源碳排放结构和“双碳政策”要求考虑，发电结构的变革是未来电力行业的核心，同时也是影响煤炭需求量的根本因素。而为了实现发电结构的变革，最主要是在用电量增长的基数下，增加清洁能源发电、以逐渐实现清洁能源发电增量对煤电增量的完全替代甚至超越，从而可以实现“发电减碳”的要求。

在加速发展清洁能源装机的同时，我们也要看到在真正实现“发电替代”与煤炭需求达峰之前，火电依旧以 40%的装机结构贡献了 61%的发电量，其主要原因在于风电与光伏发电在自然禀赋约束的情况下，可利用小时数相对较低，同样的发电量需要至少 2-4 倍的装机量才能达到，因此火力发电在发电结构中的主体地位依旧难以动摇。根据当前情况，在七八月份水电旺季期间，非火电结构发电量最大值只有不到 3200 亿千瓦时，在冬季水电淡季期间最大值只有大约 2800 亿千瓦时，在月均超过 8500 亿千瓦时的全社会用电量面前依旧是捉襟见肘，在用电基数较高的情况下，增量部分仍旧由火电来贡献，这也凸显了火力发电基数居高不下的现状。

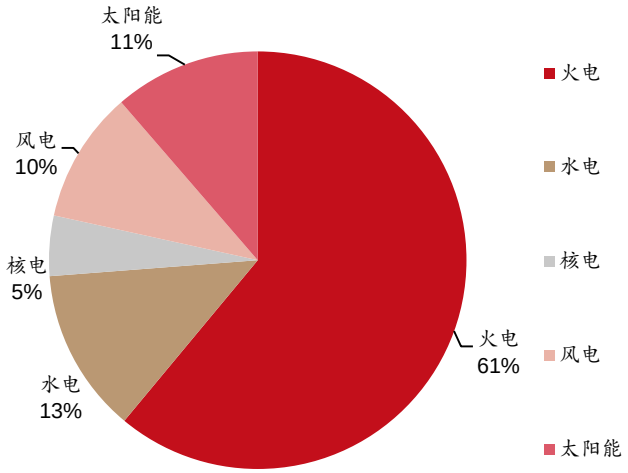
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2025 年全国发电装机结构



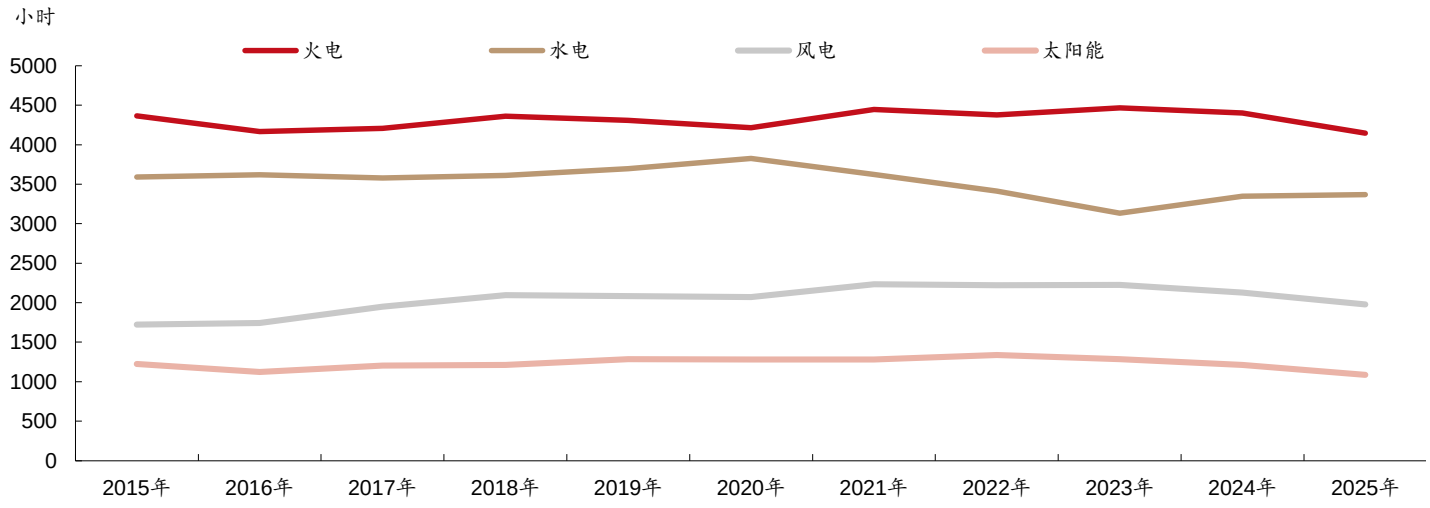
资料来源：Wind，国家能源局，西部证券研发中心

图 12：2025 年全国发电量结构



资料来源：Wind，国家能源局，西部证券研发中心

图 13：全国发电机组可利用小时数

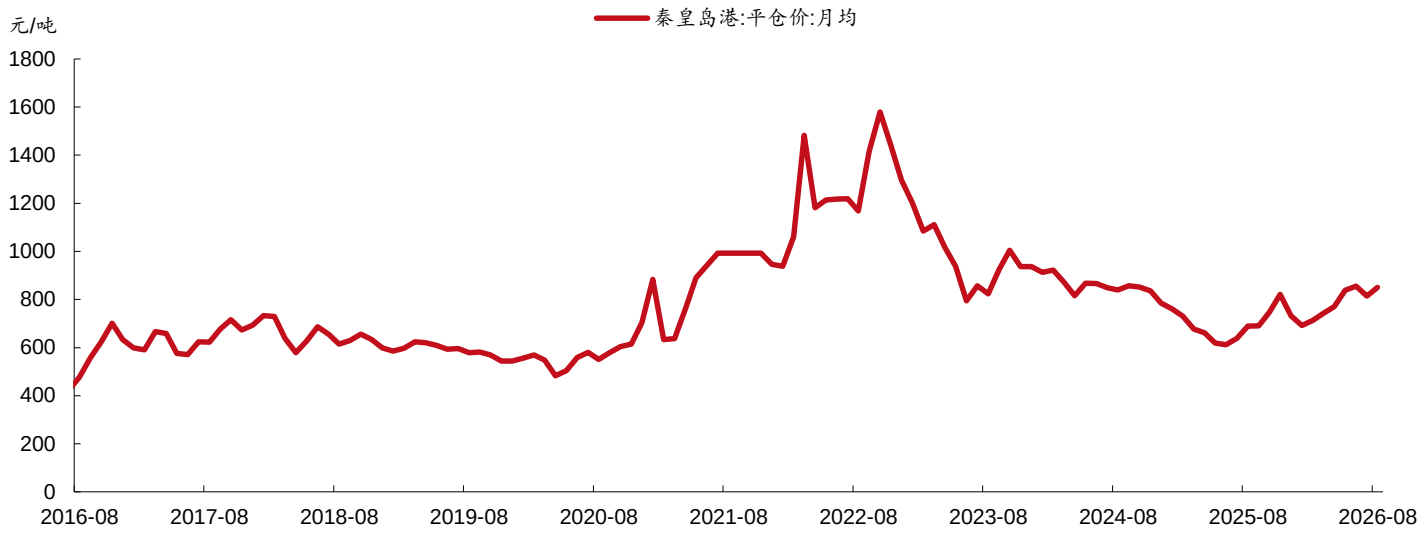


资料来源：Wind，中电联，西部证券研发中心

价格分析：本轮煤价大幅上涨起始于 2021 年初，在经济复苏的情况下，能源需求达到相对较高的水平，供应弹性的不足导致动力煤社会库存大幅去化，能源储备安全垫下降，煤炭价格居高不下，2022 年煤炭月均价格一度超过 1500 元/吨（环渤海港口 Q5500 的动力煤，全文煤价同此）。但随着强保供政策的推出，市场缺口逐渐弥补，社会库存开始累积，煤价开始缓慢下降。2025 年的关税争端又影响到未来需求预期，导致煤价出现进一步下跌，全年均价下滑到 700 元/吨，为近 5 年以来最低。2026 年以来煤炭市场内忧外扰不断，“2.28 号美以伊冲突”影响下国际能源价格明显上涨，进口可能受到较大影响；5 月山西特大矿难或将导致全年生产受到影响，2026 年供应端出现明显下滑概率较大，并驱动煤价连续上涨。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：2016 年以来煤炭价格走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

总结：供需紧平衡，煤价中枢抬升。基于供给端分析，我们看到国内煤炭产能释放或临近天花板，预计 2026-2028 年动力煤产出或将在 38.5-39 亿吨之间；需求端受经济复苏拉动及新能源挤占双重影响，有望稳定在 42-43 亿吨之间；进口煤在外部影响下预计将进一步下滑到 3.45 亿吨左右。因此 2026-2028 年供需紧平衡，预计 2026-2028 年在电煤长协充分保障的前提下，现货采购价格中枢有望抬升到 800-900 元/吨的位置，2026 年下半年最高价格仍旧存在创新高的可能。

表 1：2020-2028 年动力煤供需平衡表

动力煤	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E
煤炭产量：亿吨	38.44	40.70	45.00	46.60	47.60	48.30	48.60	48.80	48.90
动力煤产量：亿吨	32.24	34.21	36.10	37.36	38.40	38.60	38.70	38.80	38.90
动力煤进口：亿吨	2.29	2.66	2.26	3.68	4.15	3.68	3.45	3.45	3.45
动力煤供给：亿吨	34.53	36.87	38.36	41.04	42.55	42.28	42.15	42.25	42.35
动力煤需求：亿吨	34.64	37.08	37.57	40.39	41.85	41.85	42.19	42.38	42.44
电煤需求：亿吨	21.05	22.90	23.78	25.73	26.51	26.23	26.17	26.08	25.93
燃料煤需求：亿吨	13.59	14.18	13.79	14.66	15.34	15.62	16.02	16.30	16.51
供需盈余：万吨	-1082	-2073	7931	6500	7039	4254	-355	-1261	-942
价格中枢：元/吨	570	1000	1240	950	850	700	850+	850	850

资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 基本情况：储量较为丰富，产量或将提升

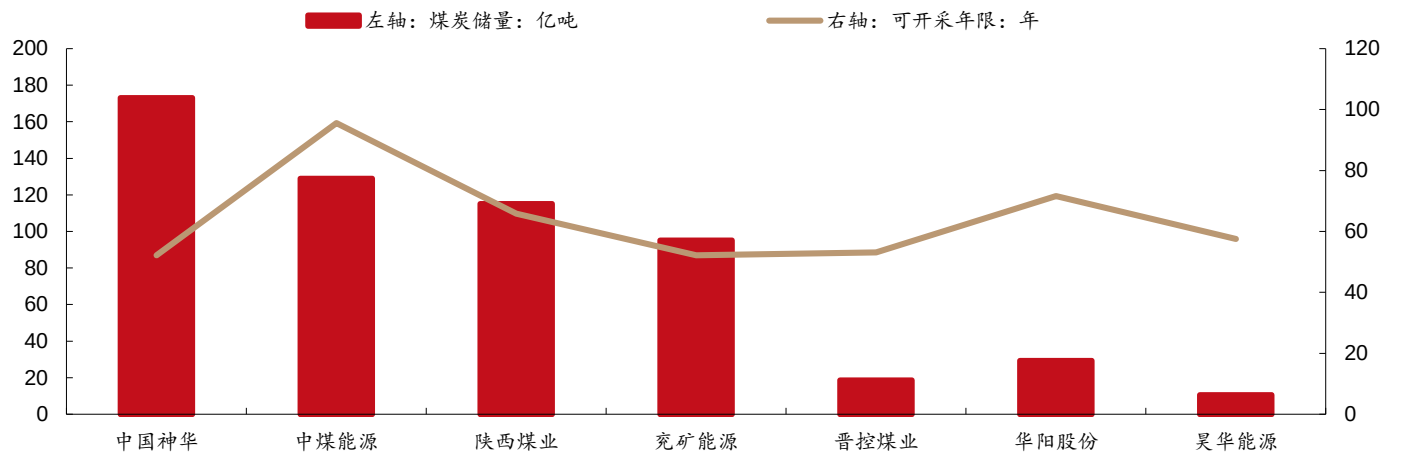
公司始终将煤炭主业作为发展压舱石，聚焦优质产能释放与资源储备升级，实现产量与储量双向增长，进一步巩固行业地位。在产量提升方面，公司持续优化产能布局，推进矿井生产系统升级改造，加快优质产能合规释放。七元公司转入生产和榆树坡公司完成产能核增，叠加泊里公司即将联合试运转，核定产能将提升至 4590 万吨/年。

在资源储备方面，公司加大资源勘探，通过地质精准勘探、优质资源竞买等方式，资源保障能力大幅提升。公司的煤炭资源主要为优质无烟煤，煤质优良、开采条件优越，为公司长期稳健经营提供了坚实的资源支撑，也为后续产能持续释放奠定了基础。

资源储量：公司煤炭资源储量较为丰富、品质优异，截至 2025 年底，公司拥有煤炭资源量 65.66 亿吨、可开采储量 29.33 亿吨，可开采年限超过 50 年。

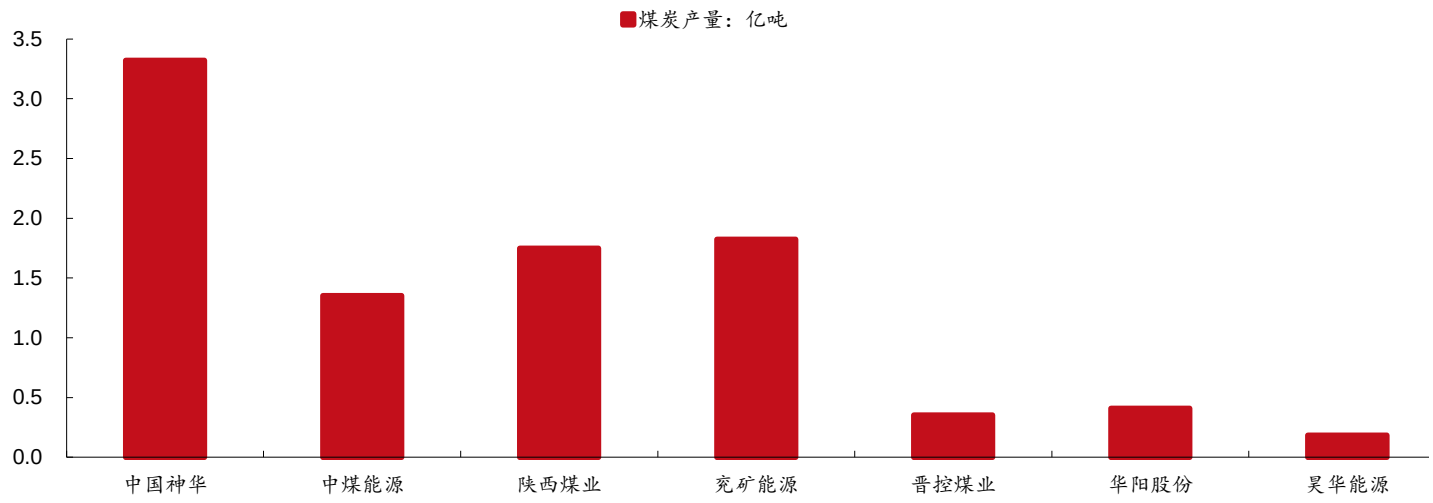
产销量：2025 年，全年完成煤炭产量 4161 万吨，同比增长 8.43%；自产煤炭销量 3960 万吨，同比增长 11.42%。

图 15：截至 2025 年底同业主要公司储量比较



资料来源：2025 年各公司财报，西部证券研发中心

图 16：2025 年同业主要公司全年产量比较



资料来源：2025 年各公司财报，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

三、盈利预测与估值

3.1 盈利预测

公司的核心收入和利润来源于煤炭业务，2025 年收入占比达到 91%、利润占比达到 92%，是影响公司业绩的核心点。因此基于华阳股份的企业特点与分部数据，对公司各板块业务进行拆解，并给予以下核心假设：

1、煤价中枢稳步抬升：当前煤炭行业供给不足、需求稳定，供需依旧处于紧平衡格局，因此预计 2026-2028 年煤价中枢抬升至 800-900 元/吨左右。

2、煤炭产销量相对平稳：公司资源相对丰富，短期产量较为稳定，因此可取历史均值，预计 2026-2028 年商品煤总产量分别为 3866.47、3772.74、3911.41 万吨，总销售量分别为 3866.47、3772.74、3911.41 万吨。

在以上假设之下，我们预计煤炭分部收入 2026-2028 年分别为 209.65 亿元、215.44 亿元、225.24 亿元，同比增长 16.79%、2.76%、4.55%。

基于煤炭行业开采成本相对刚性、成本端可控的特点，叠加煤炭分部收入 2026-2028 年逐年抬升的预估，我们预计煤炭分部毛利率 2026-2028 年分别为 48.17%、51.79%、53.21%。

表 2：煤炭业务板块经营分拆模型

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E
营业收入：亿元	329.45	248.39	201.54	179.51	209.65	215.44	225.24
销售收入：亿元	329.45	248.39	201.54	179.51	209.65	215.44	225.24
块煤	53.19	39.01	29.97	22.45	27.61	28.57	28.90
粉煤	30.07	18.86	18.90	19.52	18.44	20.98	21.86
末煤	240.80	186.01	125.57	133.89	160.00	161.93	170.32
煤泥	5.40	4.50	4.40	3.64	3.60	3.95	4.15
外购煤	0.00	0.00	22.71	0.00	0.00	0.00	0.00
销售量：万吨	4642.15	4100.26	3554.25	3960.08	3866.47	3772.74	3911.41
块煤	472.64	399.52	375.97	373.89	383.13	377.66	378.23
粉煤	197.90	157.97	207.22	268.30	211.16	228.89	236.12
末煤	3827.86	3409.31	2493.96	3131.58	3118.58	3005.88	3130.32
煤泥	143.75	133.46	141.02	186.32	153.60	160.31	166.74
外购煤	0.00	0.00	336.08	0.00	0.00	0.00	0.00
销售价格：元	709.69	605.78	567.04	453.29	542.23	571.04	575.84
块煤	1125.30	976.49	797.15	600.47	720.57	756.60	764.16
粉煤	1519.21	1193.73	911.87	727.60	873.11	916.77	925.94
末煤	629.06	545.60	503.48	427.56	513.07	538.72	544.11
煤泥	375.72	337.55	311.73	195.41	234.49	246.22	248.68
外购煤	0.00	0.00	675.79	0.00	0.00	0.00	0.00

下载日志已记录，仅供内部参考

营业成本：亿元	169.22	121.21	120.48	103.03	108.67	103.86	105.39
产购成本：亿元	169.22	121.21	120.48	103.03	108.67	103.86	105.39
块煤	25.09	15.04	15.10	9.74	13.26	12.69	11.89
粉煤	15.69	12.61	8.54	9.68	11.06	9.89	10.36
末煤	128.44	93.56	74.96	83.60	84.34	81.27	83.14
煤泥	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外购煤	0.00	0.00	21.88	0.00	0.00	0.00	0.00
产购量：万吨	4704.48	4147.65	3694.81	4095.02	3866.47	3772.74	3911.41
块煤	472.64	399.52	375.97	373.89	383.13	377.66	378.23
粉煤	197.90	157.97	207.22	268.30	211.16	228.89	236.12
末煤	3890.19	3456.70	2632.53	3266.51	3118.58	3005.88	3130.32
煤泥	143.75	133.46	141.02	186.32	153.60	160.31	166.74
外购煤	0.00	0.00	338.07	0.00	0.00	0.00	0.00
产购成本：元	359.70	292.25	326.07	251.60	281.05	275.29	269.45
块煤	530.92	376.36	401.57	260.59	346.17	336.11	314.29
粉煤	792.66	798.41	411.88	360.96	523.75	432.20	438.97
末煤	330.16	270.68	284.75	255.94	270.46	270.38	265.59
煤泥	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外购煤	0.00	0.00	647.32	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率：%	48.64	51.20	40.22	42.60	48.17	51.79	53.21

资料来源：华阳股份 2022-2025 年财报，西部证券研发中心

3、其他相关业务相对平稳：其他业务与公司主业煤炭配套相关，因此认为与 2025 年变化相对较小，收入与成本均可取历史均值。因此我们预计 2026-2028 年发电业务营收分别为 18.76 亿元、18.09 亿元、18.42 亿元，成本分别为 13.2 亿元、11.85 亿元、12.52 亿元；供热业务营收分别为 0.58 亿元、0.61 亿元、0.59 亿元，成本分别为 0.86 亿元、0.9 亿元、0.88 亿元。

在以上假设之下，我们预计 2026-2028 年发电业务毛利率分别为 29.63%、34.51%、32.02%，供热业务毛利率分别为-49.56%、-47.77%、-48.64%。

基于以上假设及煤炭板块盈利预测模型，全板块经营预测模型如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：全板块经营预测模型

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E
营业收入：亿元	350.42	285.18	250.60	214.44	251.65	253.91	265.47
其他损益：亿元	18.32	31.23	28.43	16.89	22.66	19.77	21.22
综合营业收入：亿元	332.11	253.95	222.17	197.55	228.99	234.13	244.25
煤炭	329.45	248.39	201.54	179.51	209.65	215.44	225.24
发电	2.14	5.09	20.11	17.41	18.76	18.09	18.42
供热	0.51	0.47	0.52	0.64	0.58	0.61	0.59
营业成本：亿元	187.73	157.13	164.32	129.84	144.00	134.93	138.59
其他损益：亿元	16.11	31.01	27.13	15.39	21.26	18.33	19.79
综合营业成本：亿元	171.62	126.12	137.19	114.45	122.73	116.60	118.80
煤炭	169.22	121.21	120.48	103.03	108.67	103.86	105.39
发电	1.90	4.27	15.92	10.49	13.20	11.85	12.52
供热	0.51	0.65	0.79	0.93	0.86	0.90	0.88
毛利：亿元	162.69	128.05	86.28	84.60	107.65	118.98	126.88
同比：%	18.54	-21.29	-32.62	-1.94	27.25	10.52	6.64
毛利率：%	46.43	44.90	34.43	39.45	42.78	46.86	47.79
煤炭	48.64	51.20	40.22	42.60	48.17	51.79	53.21
发电	11.48	16.23	20.85	39.76	29.63	34.51	32.02
供热	1.15	-36.55	-53.75	-46.16	-49.56	-47.77	-48.64

资料来源：华阳股份 2022-2025 年财报，西部证券研发中心

公司立足主业，预计 2026-2028 年营业收入分别为 251.65 亿元、253.91 亿元、265.47 亿元，同比增长 17.35%、0.9%、4.55%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 25.37 亿元、29.48 亿元、30.59 亿元，EPS 分别为 0.7、0.82、0.85 元，同比增长 48.97%、16.2%、3.78%。

3.2 估值与投资建议

绝对估值法：为全面落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》、《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》要求，积极响应上海证券交易所“提质增效重回报”专项行动倡议，公司对 2025 年度“提质增效重回报”行动实施情况进行评估，制定 2026 年度“提质增效重回报”行动方案。方案提出，坚定回报股东政策，实现发展成果共享。华阳股份自上市以来累计现金分红 20 次，平均分红率达到 32.54%，2025 年公告分红率超过 50%，近 3 年平均分红率超过 50%，未来有望继续保持较高分红。因此采用 DDM 股利贴现模型。

DDM 模型的基本假设：

1、永续增长率 g：基于经营模型分析，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 251.65 亿元、253.91 亿元、265.47 亿元，同比增长 17.35%、0.9%、4.55%。过渡期增长率取未来 3 年营收增速的均值，即 7.6%=（17.35%+0.9%+4.55%）/3。煤炭企业基本处于稳定发展阶段，永续增长率取不高于 3%，考虑取值 0.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、无风险利率 Rf：根据 10 年期国债收益率，本月月均值在 1.71%上下，考虑取值 1.71%。

3、市场的预期收益率 Rm：以市场整体长期回报率为参考结合 GDP 增速上浮，考虑取值 6%。

4、未来现金分红比例：根据对公司盈利预测分析，未来盈利仍可维持较高水平，未来有望维持较高分红，假设 2026-2028 年每股分红分别是 0.35 元、0.41 元、0.43 元，对应 2026-2028 年分红比例分别是 49.77%、50.17%、50.7%。

表 4：DDM 模型及估值假设

DDM 估值		2025E	2026E	2027E	估值假设	数值
股利（亿元）		12.63	14.79	15.51	过渡期年数	3
过渡期股利（亿元）		16.69	17.96	19.32	过渡期增长率	7.60%
股利预测期现值（亿元）	40.57				永续增长率 g	0.50%
股利过渡期现值（亿元）	51.06				贝塔值（β）	0.89
股利永续价值现值（亿元）	346.85				无风险利率 Rf（%）	1.71%
股利现值合计（亿元）	438.48				市场的预期收益率 Rm（%）	6.00%
总股本（亿股）	36.08				有效税率 Tx（%）	26.51%
每股价值(元)	**12.15**				KE	5.53%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 5：DDM 估值敏感性分析（单位：元/股）

永续增长率 g / KE	0.31%	0.34%	0.38%	0.41%	0.45%	0.50%	0.55%	0.61%	0.67%	0.73%	0.81%
3.43%	18.68	18.85	19.03	19.25	19.48	19.75	20.06	20.41	20.81	21.27	21.80
3.78%	16.98	17.12	17.27	17.44	17.63	17.84	18.09	18.37	18.68	19.05	19.46
4.15%	15.46	15.57	15.70	15.83	15.99	16.16	16.35	16.58	16.83	17.11	17.44
4.57%	14.10	14.19	14.29	14.40	14.53	14.66	14.82	15.00	15.20	15.43	15.69
5.03%	12.88	12.96	13.04	13.13	13.23	13.34	13.46	13.61	13.77	13.95	14.15
5.53%	11.79	11.85	11.91	11.98	12.06	**12.15**	12.26	12.37	12.50	12.64	12.81
6.08%	10.80	10.85	10.90	10.96	11.03	11.10	11.18	11.27	11.38	11.49	11.62
6.69%	9.91	9.95	9.99	10.04	10.09	10.15	10.22	10.29	10.38	10.47	10.57
7.36%	9.11	9.14	9.18	9.22	9.26	9.31	9.36	9.42	9.49	9.56	9.65
8.09%	8.39	8.41	8.44	8.47	8.51	8.55	8.59	8.64	8.69	8.75	8.82
8.90%	7.73	7.75	7.78	7.80	7.83	7.86	7.90	7.94	7.98	8.03	8.08

资料来源：Wind，西部证券研发中心

总结：考虑 DDM 估值方法，对应每股价值 12.15 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、风险提示

1）经济增长不及预期：煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内经济转型背景下，存在经济发展不及预期的风险。

2）产能投放超预期：煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

3）进口超预期：在国内产能不足、供需失衡下，可能放松进口管制增加煤炭进口。

4）突发煤矿事故：突发煤矿安全事故可能引发较大的政策管控，从而导致供给紧张。

5）公司分红比例不及预期：作为高股息标的，若后期分红比例波动较大甚至不及预期，可能影响公司估值水平。

6）产能投放进度不及预期：作为资源型企业，煤炭资源建设的进度可能受多种因素影响存在不及预期的可能，进而可能影响远期公司盈利情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,620	11,882	14,739	15,208	19,149
应收款项	2,539	2,487	2,406	2,381	2,381
存货净额	802	751	718	704	739
其他流动资产	346	277	337	320	311
流动资产合计	**15,307**	**15,397**	**18,200**	**18,612**	**22,579**
固定资产及在建工程	44,297	49,529	51,834	53,865	55,580
长期股权投资	1,327	1,751	1,444	1,508	1,568
无形资产	13,259	13,260	15,295	18,109	19,638
其他非流动资产	6,782	7,467	6,844	7,035	7,116
非流动资产合计	**65,665**	**72,008**	**75,417**	**80,517**	**83,901**
资产总计	**80,971**	**87,405**	**93,617**	**99,129**	**106,480**
短期借款	2,923	3,559	3,087	3,190	3,279
应付款项	19,047	18,946	19,814	18,357	19,522
其他流动负债	239	228	248	238	238
流动负债合计	**22,209**	**22,734**	**23,149**	**21,785**	**23,039**
长期借款及应付债券	19,085	22,179	26,058	30,849	34,770
其他长期负债	1,850	1,634	1,765	1,750	1,716
长期负债合计	**20,935**	**23,813**	**27,823**	**32,598**	**36,486**
负债合计	**43,144**	**46,547**	**50,972**	**54,383**	**59,524**
股本	3,608	3,608	3,608	3,608	3,608
股东权益	37,827	40,858	42,646	44,746	46,956
负债和股东权益总计	**80,971**	**87,405**	**93,617**	**99,129**	**106,480**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,604	2,170	3,050	3,579	3,761
折旧摊销	2,257	2,221	2,743	3,135	3,528
利息费用	499	539	1,452	1,678	1,911
其他	(1,872)	(1,751)	520	(827)	763
经营活动现金流	**3,488**	**3,179**	**7,765**	**7,565**	**9,963**
资本支出	(13,370)	(6,135)	(7,083)	(7,983)	(6,770)
其他	(367)	(855)	362	5	3
投资活动现金流	**(13,737)**	**(6,990)**	**(6,721)**	**(7,978)**	**(6,766)**
债务融资	2,666	3,440	3,248	2,270	2,298
权益融资	(743)	(785)	(1,435)	(1,388)	(1,554)
其它	4,893	1,562	0	0	0
筹资活动现金流	**6,817**	**4,217**	**1,813**	**882**	**744**
汇率变动	(1)	(3)	0	0	0
现金净增加额	**(3,433)**	**403**	**2,857**	**468**	**3,941**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**25,060**	**21,444**	**25,165**	**25,391**	**26,547**
营业成本	16,432	12,984	14,400	13,493	13,859
营业税金及附加	1,922	2,159	2,104	2,209	2,401
销售费用	108	129	123	129	141
管理费用	2,612	2,576	2,529	2,749	2,910
财务费用	499	539	1,452	1,678	1,911
其他费用/（-收入）	(186)	(57)	(62)	(91)	(52)
营业利润	**3,673**	**3,115**	**4,619**	**5,224**	**5,377**
营业外净收支	(58)	(90)	(469)	(282)	(193)
利润总额	**3,615**	**3,025**	**4,151**	**4,942**	**5,185**
所得税费用	1,011	855	1,100	1,363	1,423
净利润	**2,604**	**2,170**	**3,050**	**3,579**	**3,761**
少数股东损益	379	467	513	631	702
归属于母公司净利润	**2,225**	**1,703**	**2,537**	**2,948**	**3,059**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	7.3%	4.9%	6.9%	7.7%	7.7%
毛利率	34.4%	39.5%	42.8%	46.9%	47.8%
营业利润率	14.7%	14.5%	18.4%	20.6%	20.3%
销售净利率	10.4%	10.1%	12.1%	14.1%	14.2%
成长能力					
营业收入增长率	-12.1%	-14.4%	17.3%	0.9%	4.6%
营业利润增长率	-53.7%	-15.2%	48.3%	13.1%	2.9%
归母净利润增长率	-57.0%	-23.5%	49.0%	16.2%	3.8%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	53.3%	54.4%	54.9%	55.9%
流动比	0.69	0.68	0.79	0.85	0.98
速动比	0.65	0.64	0.76	0.82	0.95

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.62	0.47	0.70	0.82	0.85
BVPS	9.22	10.02	10.37	10.78	11.20
估值					
P/E	14.5	19.0	12.7	11.0	10.6
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
P/S	1.3	1.5	1.3	1.3	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。