

无烟煤

华阳股份（600348.SH）

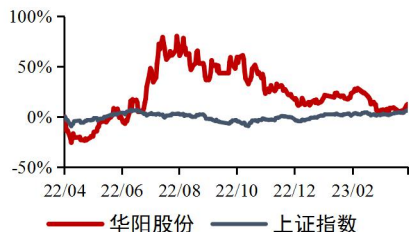
增持-A(下调)

2022 年业绩同比高增，转型加速

2023 年 4 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023 年 4 月 18 日

收盘价（元）：	14.32
年内最高/最低（元）：	23.88/9.57
流通 A 股/总股本（亿）：	24.05/24.05
流通 A 股市值（亿）：	344.40
总市值（亿）：	344.40

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益：	2.92
摊薄每股收益：	2.92
每股净资产（元）：	12.31
净资产收益率：	26.90

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 2023 年 4 月 15 日，华阳股份发布 2022 年年报。公司 2022 年度实现营业收入 350.5 亿元，同比下降 7.86%，归母净利润 70.3 亿元，同比增长 98.95%，扣非归母净利润 73.64 亿元，同比增长 60.74%。

事件点评

➢ 盈利高增主因“高煤价+低成本”。2022 年公司煤炭板块实现收入 329.45 亿元，同比下降 8.82%，实现毛利 160.23 亿元，同比增长 18.84%，毛利率 48.64%。产销方面，2022 年公司煤炭产量 4523 万吨，同比下降 1.89%，销量 4642 万吨，同比下降 22.26%。销量大幅下降主要源于采购集团及其子公司煤炭同比减少 1119 万吨。煤炭综合售价 709.69 元/吨，同比增长 17.28%，单位销售成本 364.53 元，同比降低 3.90%，吨煤毛利 345.16 元/吨，同比增长 52.87%。煤价高位运行，叠加有效成本管控，公司毛利大增。财务费用及减值损失同比大降增大利润空间。公司 2022 年四项费用共计 22 亿元，同比下降 12.46%，其中财务费用 4.97 亿元，同比下降 32.79%，主要系利息费用减少所致。资产减值损失 0.21 亿元，同比下降 98.22%，主要系上年对部分资源枯竭矿井资产计提资产减值准备所致。信用减值损失 3.35 亿元，同比下降 34.97%。主要系报告期计提应收款项坏账损失同比减少所致。

➢ 四季度业绩稳中有进，煤炭销量略有下滑。公司 Q4 单季度实现收入 83.25 亿元，环比增长 12.56%，实现毛利 55.25 亿元，环比增长 0.31%，毛利率 66.37%。Q4 单季度公司煤炭产量 1101.37 万吨，环比增长 1.26%，煤炭销量 1130.78 万吨，环比下降 0.65%。Q4 单季度吨煤售价 736.17 元/吨，环比增长 8.26%，吨煤成本 247.59 元/吨，环比下降 33.64%。吨煤毛利 488.6 元/吨，环比增长 59.18%。

➢ 产能核增有序推进，未来增量可期。公司积极推进先进产能建设，加快建设七元、泊里两座 500 万吨矿井，榆树坡 500 万吨/年产能核增报告已经批复，平舒公司已取得 500 万吨/年采矿许可证和改扩建开工报告批复。2023 年公司煤炭计划产量 4610 万吨、销量 4200 万吨。

➢ 新能源、新材料齐头并进，转型加速。（1）钠离子电池：电极材料方面，2022 年正、负极材料累计分别生产 296.67 吨、184.35 吨，产品定向销售为华钠芯能及阜阳海钠年产 1GWh 钠离子电芯制造提供原材料，2023 年 2 月，万吨级钠离子电池正负极材料项目开工，总投资约 11.4 亿元，达产后可年产正、负极材料 2 万吨和 1.2 万吨；电芯方面，电芯产线于 2022 年 9 月带料调试，产线流程已经调通，试制电芯已送检，预计 2023 年 6 月份出具检测报告。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



告；Pack 线方面，公司建设年产 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线，截止 2023 年 3 月，圆柱 Pack 整线带料调试完成，方形 Pack 整线安装完成。(2) 光伏：2022 年 7 月，4 条生产线全部调试完毕，9 月 35KV 变电站投运，处于产能爬坡阶段。2022 年全年光伏组件产量完成 343 MW，收入完成 4.88 亿元，累计销量 292.11MW。(3) 飞轮储能：2022 年生产完成 26 套，销售 14 套。(4) 布局碳纤维产业：规划推动一期 200 吨/年 T1000 碳纤维示范研发项目落地。公司积极布局新能源、新材料产业，推动新能源领域战略转型发展，成长可期。

投资建议

➢ 公司煤炭业务贡献业绩，转型赛道发展空间广阔，预计公司 2022-2024 年分别实现收入 355/361/366 亿元，归母净利润分别为 71/77/80 亿元，分别同增 0.5%/8.5%/4.8%，对应 PE 5/5/4X。根据盈利预测，预计公司未来增长平稳。给予公司“增持-A”评级。

风险提示

➢ 煤炭价格大幅下跌，公司新矿投产和产能核增不及预期，生产事故导致停产，转型不及预期，分红预案未通过股东大会审议。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,007	35,042	35,519	36,119	36,619
YoY(%)	21.9	-7.8	1.4	1.7	1.4
净利润(百万元)	3,534	7,026	7,062	7,663	8,030
YoY(%)	134.8	98.8	0.5	8.5	4.8
毛利率(%)	36.1	46.4	47.1	48.3	48.2
EPS(摊薄/元)	1.47	2.92	2.94	3.19	3.34
ROE(%)	17.4	26.9	22.2	20.9	19.1
P/E(倍)	9.7	4.9	4.8	4.5	4.3
P/B(倍)	1.8	1.3	1.1	1.0	0.8
净利率(%)	9.3	20.0	19.9	21.2	21.9

数据来源：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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22762	21725	28593	32404	38724
现金	16068	17435	23986	28036	34025
应收票据及应收账款	2346	1839	2403	1911	2462
预付账款	224	420	233	431	242
存货	643	698	643	691	665
其他流动资产	3481	1333	1328	1335	1330
非流动资产	43463	48195	47151	46020	44486
长期投资	1217	1246	1355	1465	1574
固定资产	23834	23244	24218	24670	24529
无形资产	4863	6322	6219	6200	6130
其他非流动资产	13550	17383	15358	13685	12253
资产总计	66226	69920	75744	78424	83210
流动负债	32080	25113	26889	26180	27380
短期借款	9622	4791	4791	4791	4791
应付票据及应付账款	11858	11026	11858	10901	12223
其他流动负债	10600	9296	10240	10488	10366
非流动负债	9728	15194	12302	9384	6345
长期借款	7513	12730	9838	6920	3881
其他非流动负债	2215	2464	2464	2464	2464
负债合计	41808	40308	39191	35565	33726
少数股东权益	3030	3214	3999	5044	6244
股本	2405	2405	3608	3608	3608
资本公积	86	67	67	67	67
留存收益	15476	21095	26274	32021	38113
归属母公司股东权益	21388	26398	32554	37816	43240
负债和股东权益	66226	69920	75744	78424	83210

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8464	9970	11079	11222	13032
净利润	4256	7965	7847	8708	9230
折旧摊销	2286	2381	2162	2375	2558
财务费用	740	497	960	723	490
投资损失	-107	-72	-110	-110	-110
营运资金变动	-1623	-1909	224	-469	869
其他经营现金流	2912	1108	-5	-5	-5
投资活动现金流	-2272	-4964	-1003	-1129	-908
筹资活动现金流	752	-3489	-3524	-6043	-6134
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	2.92	2.94	3.19	3.34
每股经营现金流(最新摊薄)	3.52	4.15	4.61	4.67	5.42
每股净资产(最新摊薄)	8.07	10.57	12.62	14.81	17.07

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38007	35042	35519	36119	36619
营业成本	24282	18773	18773	18671	18971
营业税金及附加	2270	2434	1776	1806	1831
营业费用	108	115	107	108	110
管理费用	1324	1356	1243	1264	1282
研发费用	341	232	355	361	366
财务费用	740	497	960	723	490
资产减值损失	-1713	-357	-710	-361	0
公允价值变动收益	4	57	5	5	5
投资净收益	107	72	110	110	110
营业利润	7531	11550	11710	12939	13685
营业外收入	105	42	1	1	1
营业外支出	1483	761	500	500	500
利润总额	6153	10831	11210	12440	13186
所得税	1897	2866	3363	3732	3956
税后利润	4256	7965	7847	8708	9230
少数股东损益	723	939	785	1045	1200
归属母公司净利润	3534	7026	7062	7663	8030
EBITDA	8742	13673	13267	14455	15135

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	21.9	-7.8	1.4	1.7	1.4
营业利润(%)	287.2	53.4	1.4	10.5	5.8
归属于母公司净利润(%)	134.8	98.8	0.5	8.5	4.8
获利能力					
毛利率(%)	36.1	46.4	47.1	48.3	48.2
净利率(%)	9.3	20.0	19.9	21.2	21.9
ROE(%)	17.4	26.9	22.2	20.9	19.1
ROIC(%)	10.7	17.7	15.5	16.1	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	57.6	51.7	45.3	40.5
流动比率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	13.4	16.7	16.7	16.7	16.7
应付账款周转率	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6
估值比率					
P/E	9.7	4.9	4.8	4.5	4.3
P/B	1.8	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.7	4.2	3.8	3.0	2.4

数据来源：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 6 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林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

