

华阳股份 (600348.SH) 降本增效成果显著，新能源、新材料转型加速

2023年08月28日

——公司半年报点评报告

投资评级：买入（维持）

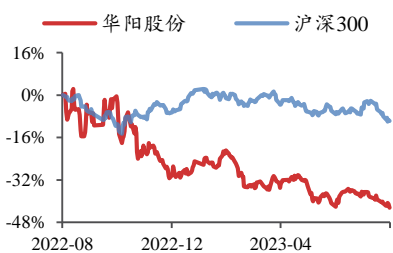
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

| | |
|------------|------------|
| 日期 | 2023/8/25 |
| 当前股价(元) | 7.37 |
| 一年最高最低(元) | 22.20/7.33 |
| 总市值(亿元) | 265.87 |
| 流通市值(亿元) | 265.87 |
| 总股本(亿股) | 36.08 |
| 流通股本(亿股) | 36.08 |
| 近3个月换手率(%) | 43.67 |

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《成本下降 Q1 业绩高增，新能源、新材料转型加速——公司 2023 年一季报点评报告》-2023.4.29

《全年业绩同比高增，新能源、新材料转型加速——公司年报点评报告》-2023.4.16

《全年业绩同比高增，钠电、碳纤维等新业务转型加速——公司年报预告点评报告》-2023.1.29

● 降本增效成果显著，新能源、新材料转型加速。维持“买入”评级

公司发布 2023 年中报，上半年实现营业收入 154.1 亿元，同比-18.8%，实现归母净利润 30.1 亿元，同比-9.4%，实现扣非后归母净利润 29.9 亿元，同比-9.5%。2023 年煤炭价格有所下滑，但公司加强成本管控降本效果明显，上半年业绩下滑有限。我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 61.5/66.0/69.3（前值 73.1/78.1/83.9）亿元，同比-12.5%/+7.3%/+5.1%；EPS 为 1.70/1.83/1.92 元，对应当前股价 PE 为 4.3/4.0/3.8 倍。公司有合计 1000 万吨在建矿井将于未来投产，煤炭产能仍有增量，同时钠离子电池、光伏组件、飞轮储能及碳纤维等新能源新材料业务进展顺利，新型 26700 型钠离子电池通过产业测评，未来转型大有可为，维持“买入”评级。

● 成本同比下降对冲煤价下跌，新建矿井提供未来增量

2023 年 H1 成本大幅下降：2023 年 H1 公司煤炭产量 2376 万吨，同比-1.8%，销量 2157 万吨，同比-9.1%，煤炭综合售价 627 元/吨，同比-13.6%，销售成本 323 元/吨，同比-23.8%，毛利 304 元/吨，同比+0.7%。公司上半年煤炭产销销量同比有所下滑，单位生产成本同比大幅下降，吨煤盈利能力微增。**新建矿井提供增量：**公司仍有七元矿和泊里矿两座在建矿井，产能均为 500 万吨/年，均已取得采矿许可证，公司持股七元矿比例 100%，泊里矿 70%，合计权益产能 850 万吨/年，七元煤矿预计 2024 年三季度首采工作面出煤，泊里矿也已获得项目批复和采矿许可，未来将加速建设，同时根据公司年报平舒矿也已取得 500 万吨/年采矿许可证和改扩建开工报告批复，2023 年公司煤炭产量目标为 4610 万吨，产量有望实现稳步增长。

● 钠离子电池通过测评，新能源、新材料转型加速落地

钠离子电池通过测评：第二届钠离子电池产业链与标准发展论坛上，全国首批钠离子电池测评通过名单公布，华阳集团旗下华钠芯能所生产的 NaCR26700-30ME 型钠离子电池成功通过测评，钠离子电池业务进展顺利。2022 年 9 月 30 日公司 1GWh 钠离子电芯生产线正式投产，项目包括钠离子电池（圆柱钢壳）生产线 1 条和钠离子电池（方形铝壳）生产线 1 条，两条生产线产能共计 1GWh/年。2023 年 2 月，公司 2 万吨钠离子电池正极材料和 1.2 万吨钠离子电池负极材料项目开工奠基，达产后钠离子电池规模达 10GWh。此外 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线已建成投产，同时加紧建设钠离子电池+飞轮储能独立共享储能电站。**光伏组件：**目前公司 4 条生产线（2GW）具备生产能力，2022 年产量 343MW，收入 4.9 亿元。**飞轮储能：**年产能达 200 台套，2022 年生产 26 套，销售 14 套。**布局碳纤维赛道：**2023 年 1 月 7 日，公司拟设立合资公司，规划推动一期 200 吨/年 T1000 高性能碳纤维示范研发项目落地。公司致力于助推新能源、新材料产业集群化规模化发展。

● 风险提示：煤价下跌超预期；新建产能不及预期；新业务转型进度不及预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 38,033 | 35,042 | 29,980 | 31,599 | 33,061 |
| YOY(%) | 22.0 | -7.9 | -14.4 | 5.4 | 4.6 |
| 归母净利润(百万元) | 3,531 | 7,026 | 6,148 | 6,597 | 6,933 |
| YOY(%) | 134.6 | 99.0 | -12.5 | 7.3 | 5.1 |
| 毛利率(%) | 36.1 | 46.4 | 43.9 | 43.3 | 42.9 |
| 净利率(%) | 9.3 | 20.0 | 20.5 | 20.9 | 21.0 |
| ROE(%) | 17.4 | 26.9 | 19.1 | 17.0 | 15.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.98 | 1.95 | 1.70 | 1.83 | 1.92 |
| P/E(倍) | 7.5 | 3.8 | 4.3 | 4.0 | 3.8 |
| P/B(倍) | 1.4 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 22817 | 21725 | 31354 | 40392 | 43522 |
| 现金 | 16074 | 17435 | 27651 | 35794 | 39542 |
| 应收票据及应收账款 | 2347 | 1839 | 1742 | 2032 | 1917 |
| 其他应收款 | 104 | 63 | 57 | 69 | 63 |
| 预付账款 | 224 | 420 | 131 | 450 | 158 |
| 存货 | 643 | 698 | 503 | 777 | 572 |
| 其他流动资产 | 3425 | 1270 | 1270 | 1270 | 1270 |
| 非流动资产 | 43463 | 48195 | 42093 | 41925 | 41340 |
| 长期投资 | 1217 | 1246 | 1355 | 1463 | 1570 |
| 固定资产 | 23834 | 23244 | 20415 | 21475 | 21954 |
| 无形资产 | 4863 | 6322 | 6220 | 6200 | 6126 |
| 其他非流动资产 | 13549 | 17383 | 14103 | 12787 | 11689 |
| 资产总计 | 66280 | 69920 | 73447 | 82318 | 84861 |
| 流动负债 | 32087 | 25113 | 23868 | 27850 | 25200 |
| 短期借款 | 9622 | 4791 | 4791 | 4791 | 4791 |
| 应付票据及应付账款 | 11863 | 11026 | 8744 | 12322 | 9893 |
| 其他流动负债 | 10602 | 9296 | 10333 | 10737 | 10515 |
| 非流动负债 | 9728 | 15194 | 11793 | 9203 | 6537 |
| 长期借款 | 7513 | 12730 | 9329 | 6739 | 4073 |
| 其他非流动负债 | 2215 | 2464 | 2464 | 2464 | 2464 |
| 负债合计 | 41815 | 40308 | 35661 | 37053 | 31737 |
| 少数股东权益 | 3030 | 3214 | 4036 | 4918 | 5845 |
| 股本 | 2405 | 2405 | 3608 | 3608 | 3608 |
| 资本公积 | 136 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 留存收益 | 15474 | 21095 | 28065 | 35544 | 43405 |
| 归属母公司股东权益 | 21435 | 26398 | 33749 | 40346 | 47279 |
| 负债和股东权益 | 66280 | 69920 | 73447 | 82318 | 84861 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 8470 | 9970 | 7195 | 12504 | 7738 |
| 净利润 | 4254 | 7965 | 6970 | 7479 | 7860 |
| 折旧摊销 | 2286 | 2381 | 2059 | 2182 | 2398 |
| 财务费用 | 740 | 497 | 209 | -101 | -343 |
| 投资损失 | -107 | -72 | -93 | -85 | -88 |
| 营运资金变动 | -1618 | -1909 | -1893 | 3087 | -2032 |
| 其他经营现金流 | 2914 | 1108 | -57 | -57 | -57 |
| 投资活动现金流 | -2272 | -4964 | 4194 | -1873 | -1667 |
| 资本支出 | 1671 | 4554 | -6212 | -275 | -693 |
| 长期投资 | -192 | -21 | -109 | -106 | -107 |
| 其他投资现金流 | -793 | -431 | -2127 | -2254 | -2467 |
| 筹资活动现金流 | 752 | -3489 | -1172 | -2489 | -2323 |
| 短期借款 | 2260 | -4831 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 3195 | 5217 | -3401 | -2590 | -2666 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 1203 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 18 | -70 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -4720 | -3805 | 1026 | 101 | 343 |
| 现金净增加额 | 6949 | 1528 | 10216 | 8143 | 3748 |

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 38033 | 35042 | 29980 | 31599 | 33061 |
| 营业成本 | 24307 | 18773 | 16805 | 17907 | 18883 |
| 营业税金及附加 | 2270 | 2434 | 2082 | 2195 | 2296 |
| 营业费用 | 108 | 115 | 98 | 104 | 108 |
| 管理费用 | 1324 | 1356 | 1088 | 1147 | 1207 |
| 研发费用 | 341 | 232 | 199 | 210 | 219 |
| 财务费用 | 740 | 497 | 209 | -101 | -343 |
| 资产减值损失 | -1200 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 191 | 138 | 160 | 163 | 153 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 投资净收益 | 107 | 72 | 93 | 85 | 88 |
| 资产处置收益 | -1 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 7529 | 11550 | 9808 | 10444 | 10988 |
| 营业外收入 | 105 | 42 | 62 | 63 | 68 |
| 营业外支出 | 1483 | 761 | 200 | 200 | 200 |
| 利润总额 | 6151 | 10831 | 9670 | 10307 | 10856 |
| 所得税 | 1897 | 2866 | 2700 | 2828 | 2996 |
| 净利润 | 4254 | 7965 | 6970 | 7479 | 7860 |
| 少数股东损益 | 723 | 939 | 822 | 882 | 927 |
| 归属母公司净利润 | 3531 | 7026 | 6148 | 6597 | 6933 |
| EBITDA | 9173 | 14031 | 12213 | 12677 | 13214 |
| EPS(元) | 0.98 | 1.95 | 1.70 | 1.83 | 1.92 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 22.0 | -7.9 | -14.4 | 5.4 | 4.6 |
| 营业利润(%) | 287.0 | 53.4 | -15.1 | 6.5 | 5.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 134.6 | 99.0 | -12.5 | 7.3 | 5.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 36.1 | 46.4 | 43.9 | 43.3 | 42.9 |
| 净利率(%) | 9.3 | 20.0 | 20.5 | 20.9 | 21.0 |
| ROE(%) | 17.4 | 26.9 | 19.1 | 17.0 | 15.1 |
| ROIC(%) | 11.4 | 18.3 | 14.4 | 13.9 | 13.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 63.1 | 57.6 | 48.6 | 45.0 | 37.4 |
| 净负债比率(%) | 17.7 | 10.0 | -25.7 | -45.7 | -51.1 |
| 流动比率 | 0.7 | 0.9 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.4 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 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 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.98 | 1.95 | 1.70 | 1.83 | 1.92 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.35 | 2.76 | 1.99 | 3.47 | 2.14 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.39 | 7.04 | 8.75 | 10.57 | 12.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 7.5 | 3.8 | 4.3 | 4.0 | 3.8 |
| P/B | 1.4 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 3.7 | 2.3 | 1.7 | 0.9 | 0.4 |

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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10层
邮编：200120
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

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

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