

华阳股份 (600348.SH)

煤炭主业行稳致远，钠离子电池打开成长空间

事件：公司发布 2021 年半年报。2021 年上半年，公司实现营业收入 188.9 亿元，同比增长 23.4%；实现归母净利 11.5 亿元，同比增长 59.8%。其中，2021 年 Q2，公司单季实现营业收入 81.1 亿元，同比增长 18.3%，环比减少 24.7%；实现归母净利润 6.9 亿元，同比增长 100.9%，环比增长 50%。

煤炭盈利创历史最好水平。2021 年上半年，公司煤炭板块实现收入 178.2 亿元，同比增长 23.3%；实现毛利 37.1 亿元，同比增长 65.9%。其中，Q2 单季实现收入 76.3 亿元，同比增长 15.7%，环比减少 2.9%；实现毛利 21.5 亿元，同比增长 75.5%，环比增长 111.8%。具体而言，

- **产量：**上半年实现产量 2,371 万吨，同比增长 10%，其中 Q2 实现产量 1,131 万吨，环比减少 8.8%，同比增长 4.5%；
- **销量：**上半年实现销量 3,834 万吨，同比减少 4%，其中 Q2 实现销量 1,488 万吨，环比下降 36.6%，同比下降 23.2%；主因资产划转后，公司不再向华阳集团及其子公司采购煤炭；
- **售价：**上半年煤炭销售均价 465 元/吨，同比增长 28.4%；分煤种来看，块煤销售均价 633 元/吨，粉煤销售均价 919 元/吨，末煤销售均价 443 元/吨，煤泥销售均价 197 元/吨。Q2 单季煤炭销售均价 513 元/吨，同比增长 50.6%，环比增长 18%。
- **成本：**上半年煤炭销售成本 368 元/吨，同比增长 20.3%，其中 Q2 销售成本 368 元/吨，环比增长 0.2%，同比增长 32.9%；
- **毛利：**上半年吨煤毛利 97 元，同比增长 72.8%，其中 Q2 吨煤毛利 144 元，环比增长 116.2%，同比增长 128.4%。

公开发行可转债，七元矿井建设有望加快。公司拟公开发行可转债，募资总额不超过 50 亿元，募集资金 70%用于新建七元智能化矿井项目，30%用于补充流动资金、偿还有息债务。七元煤矿于 2020 年 10 月完成收购，地质储量为 20.6 亿吨，产能 500 万吨/年，煤种以无烟煤为主；截止 2021 年 6 月底，该项目已取得采矿许可证和开工建设批复，累计完成投资 17.6 亿元。此次公开发行可转债为七元矿井募集资金，建设进程有望加快。此外，公司还有在建矿井泊里矿，涉及产能 500 万吨/年，煤种为无烟煤。公司远景具备 1000 万吨/年产能增量，且景福矿（90 万吨）、榆树坡（120 万吨）均具备产能核增至 500 万吨能力，为长期稳定的可持续发展奠定基础。

政策加码，储能迎快速发展，钠离子电池+飞轮储能打开公司成长天花板。8 月，工信部表示有关部门将支持钠离子电池加速创新成果转化，支持先进产品量产能力建设，钠离子电池发展前景广阔；公司通过基金持股中科海纳（全球领先钠离子电池研发团队），合资建立子公司等方式，率先打造 2000 吨钠离子正、负极材料，将于年底正式投产。此外，8 月公司受让阳泉奇峰 49% 股权，以优化公司战略布局，提升飞轮储能业务优势，同公司现有的钠离子电池正、负极材料项目等业务发挥协同效应；当前，阳泉奇峰产业基地生产的全国首批 600 千瓦磁悬浮飞轮储能装置正式下线，用于深圳城市轨道交通的再生制动能量回收领域。强强联合下，公司全力铸造一流飞轮储能企业。

投资建议。2021 年 1 月份，公司正式更名为华阳股份，除了继续巩固做强传统煤炭主业外，加快培育新能源产业也将成为公司的另一重要使命。我们预计公司 2021 年~2023 年实现归母净利分别为 23.9 亿元、27.9 亿元、29.6 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.16 元、1.23 元，对应 PE 为 14.0、12.0、11.3，维持“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌，公司发生安全事故，在建矿井投产进度不及预期，新能源业务发展存在不确定性。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,658	31,181	27,995	19,642	21,684
增长率 yoy (%)	-0.1	-4.5	-10.2	-29.8	10.4
归母净利润(百万元)	1,701	1,505	2,388	2,785	2,964
增长率 yoy (%)	-13.7	-11.5	58.7	16.6	6.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.71	0.63	0.99	1.16	1.23
净资产收益率(%)	7.4	6.4	9.4	10.1	9.9
P/E(倍)	19.7	22.3	14.0	12.0	11.3
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5

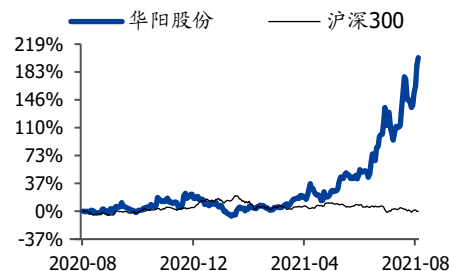
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	13.95
总市值(百万元)	33,549.75
总股本(百万股)	2,405.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	148.44

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 《华阳股份（600348.SH）：受让飞轮储能优质资产，储能布局再下一层》2021-08-10
- 《华阳股份（600348.SH）：以煤为基，开辟“新能源+储能”发展新路径》2021-07-23
- 《阳泉煤业（600348.SH）：低估值无烟煤龙头兼具成长性 山西国改浪潮已至》2020-08-23



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14261	15417	17609	25175	27614
现金	6211	8535	11537	17767	20532
应收票据及应收账款	4048	3322	3295	4562	4112
其他应收款	53	543	156	335	207
预付账款	195	355	206	285	257
存货	641	681	434	245	525
其他流动资产	3112	1981	1981	1981	1981
非流动资产	34805	42066	37574	28893	28745
长期投资	1034	1052	1139	1226	1313
固定资产	22719	25421	22564	15679	15960
无形资产	5463	5295	5080	4958	4708
其他非流动资产	5588	10298	8792	7030	6764
资产总计	49065	57483	55183	54068	56359
流动负债	19860	25396	22372	20371	20873
短期借款	3058	7363	6106	6055	5995
应付票据及应付账款	11056	11023	7788	7904	6548
其他流动负债	5746	7011	8478	6411	8329
非流动负债	5042	6082	4770	3182	2298
长期借款	3415	4319	3007	1419	535
其他非流动负债	1627	1763	1763	1763	1763
负债合计	24902	31478	27142	23552	23171
少数股东权益	1624	2321	2570	2861	3170
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积	-6	119	119	119	119
留存收益	12591	13032	14616	16463	18429
归属母公司股东权益	22539	23684	25471	27655	30018
负债和股东权益	49065	57483	55183	54068	56359

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3505	3967	3292	1784	6057
净利润	1791	1662	2638	3076	3273
折旧摊销	2131	2228	1937	1944	2013
财务费用	414	413	397	120	-47
投资损失	-86	-570	-69	-69	-69
营运资金变动	-1263	-598	-1611	-3286	888
其他经营现金流	519	833	0	0	0
投资活动现金流	-2910	-4582	2623	6806	-1795
资本支出	2953	2148	-4579	-8768	-236
长期投资	0	0	-87	-87	-87
其他投资现金流	42	-2434	-2042	-2049	-2118
筹资活动现金流	-783	2916	-2913	-2360	-1497
短期借款	-3969	4305	-1257	-51	-60
长期借款	2758	903	-1312	-1588	-883
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	125	0	0	0
其他筹资现金流	417	-2417	-345	-721	-554
现金净增加额	-191	2300	3002	6231	2765

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32658	31181	27995	19642	21684
营业成本	26755	25913	22103	14123	15898
营业税金及附加	1400	1242	1162	815	900
营业费用	230	94	140	147	163
管理费用	1182	1104	1002	746	824
研发费用	243	245	220	246	271
财务费用	414	413	397	120	-47
资产减值损失	-12	-63	56	39	43
其他收益	117	150	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	86	570	69	69	69
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2322	1945	3133	3624	3851
营业外收入	57	42	37	43	45
营业外支出	74	44	87	72	69
利润总额	2306	1943	3083	3596	3827
所得税	515	281	446	520	553
净利润	1791	1662	2638	3076	3273
少数股东损益	90	157	249	291	309
归属母公司净利润	1701	1505	2388	2785	2964
EBITDA	4661	4646	5249	5542	5662
EPS (元)	0.71	0.63	0.99	1.16	1.23

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.1	-4.5	-10.2	-29.8	10.4
营业利润(%)	-18.9	-16.2	61.1	15.7	6.3
归属于母公司净利润(%)	-13.7	-11.5	58.7	16.6	6.4
获利能力					
毛利率(%)	18.1	16.9	21.0	28.1	26.7
净利率(%)	5.2	4.8	8.5	14.2	13.7
ROE(%)	7.4	6.4	9.4	10.1	9.9
ROIC(%)	6.5	5.7	7.8	8.4	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	50.8	54.8	49.2	43.6	41.1
净负债比率(%)	5.9	15.4	-3.2	-28.8	-37.6
流动比率	0.7	0.6	0.8	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.7	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	6.4	8.5	8.5	5.0	5.0
应付账款周转率	2.7	2.3	2.4	1.8	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.63	0.99	1.16	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.65	1.37	0.74	2.52
每股净资产(最新摊薄)	6.89	6.96	7.70	8.61	9.59
估值比率					
P/E	19.7	22.3	14.0	12.0	11.3
P/B	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.9	8.6	6.7	5.0	4.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com