

2022年04月17日

华阳股份 (600348.SH)

公司快报

煤炭 | 无烟煤 III

投资评级

增持-A(维持)

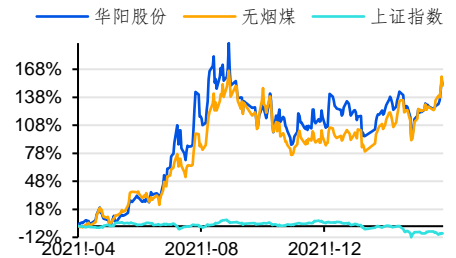
股价(2022-04-15)

13.21 元

交易数据

总市值(百万元)	31,770.05
流通市值(百万元)	31,770.05
总股本(百万股)	2,405.00
流通股本(百万股)	2,405.00
12个月价格区间	5.35/16.30 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	27.73	24.07	163.39
绝对收益	29.0	15.27	157.1

分析师

 胡博
 SAC 执业证书编号: S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

华阳股份: 煤炭板块带动业绩改善, 积极布局“光伏+储能” 2021-11-02

华阳股份: 盈利增长来自外购煤量价双降 2019-08-25

华阳股份: 采购集团煤价下调助推 Q4 业绩逆势提升 2019-04-14

华阳股份: 3 季度业绩环比有望改善 2018-08-27

华阳股份: 开局良好, 国改可期 2018-04-28

盈利受益煤价上涨, “光伏+储能” 有序推进

投资要点

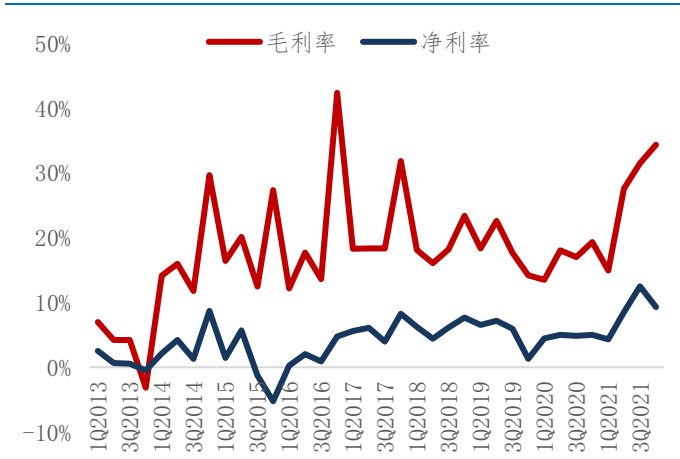
- ◆ **2021 年上半年归母净利润同比增长 134.82%:** 2021 年公司实现收入 380.07 亿元, 同比增 21.89%; 实现归母净利 35.34 亿元, 同比增长 134.82%; 毛利率为 36.11%, 同比上升 19.22 个百分点, 净利润率为 9.30%, 同比上升 4.47 个百分点, EPS 为 1.47 元。
- ◆ **四季度单季毛利率达 70.08%:** 2021 年四季度公司实现收入 100.03 亿元, 同比增 9.73%, 环比增 22.30%; 实现归母净利 12.43 亿元, 同比增 9.13%, 环比增 203.17%; 四季度毛利率为 70.08%, 环比增 38.57 个百分点。
- ◆ **业绩增长主要来自于煤炭价格的上涨:** 2021 年公司煤炭销量为 5971 万吨, 同比下降 27.11%, 其中因山西省属企业专业化重组, 采购集团煤炭 1119 万吨, 同比下降 71.84%; 吨煤销售价格 605 元, 同比增 69.51%; 下半年吨煤售价达 857 元, 环比上半年增 145.61%, 公司全年吨煤销售成本为 379 元, 同比增 27.70%, 吨煤毛利 226 元, 同比上升 276.75%。全年公司煤炭板块实现收入 361.34 亿元, 同比增 23.55%, 实现毛利 134.83 亿元, 同比上升 174.61%, 公司煤炭板块毛利率同比上升 20.53 个百分点至 37.31%。
- ◆ **煤炭产量增长可期:** 目前公司在建矿井为七元煤矿、泊里煤矿, 合计 1000 万吨。同时景福矿和榆树坡具备核增潜力, 合计约 790 万吨。内生增长空间约 54.74%, 潜力较大。
- ◆ **响应山西国企改革, 积极布局“光伏+储能”:** 本轮山西国企改革中, 公司与控股集团先后更名。未来公司将积极探索新材料领域。公司布局钠离子电池, 参股钠离子龙头中科海纳(持股 19.44%), 建成全球首套 1 兆瓦时钠离子电池储能系统, 目前钠离子电芯项目已经签约开工。此外, 2GW 高效光伏电池组件开始试生产。公司未来除钠离子电池外, 还将深度布局六氟磷酸钠、电解液添加剂、负极材料、研究院和工业互联网等领域。
- ◆ **投资建议:** 考虑公司煤炭业务贡献业绩弹性, 布局“光伏+储能”提升估值, 预计 2022-2024 年归母净利润为 51.37 亿元/58.80 亿元/48.84 亿元, 对应 EPS 为 2.14/2.45/2.03。维持增持-A 评级。
- ◆ **风险提示:** 经济增长低于预期; 项目建设不达预期; 转型受阻。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,181	38,007	41,807	45,988	50,587
YoY(%)	-4.5	21.9	10.0	10.0	10.0
净利润(百万元)	1,505	3,534	5,137	5,880	4,884
YoY(%)	-11.5	134.8	45.4	14.5	-16.9
毛利率(%)	16.9	36.1	30.0	30.0	25.0
EPS(摊薄/元)	0.63	1.47	2.14	2.45	2.03
ROE(%)	6.4	16.5	27.6	26.5	19.5
P/E(倍)	21.1	9.0	6.2	5.4	6.5
P/B(倍)	1.3	1.5	1.7	1.4	1.3
净利率(%)	4.8	9.3	12.3	12.8	9.7

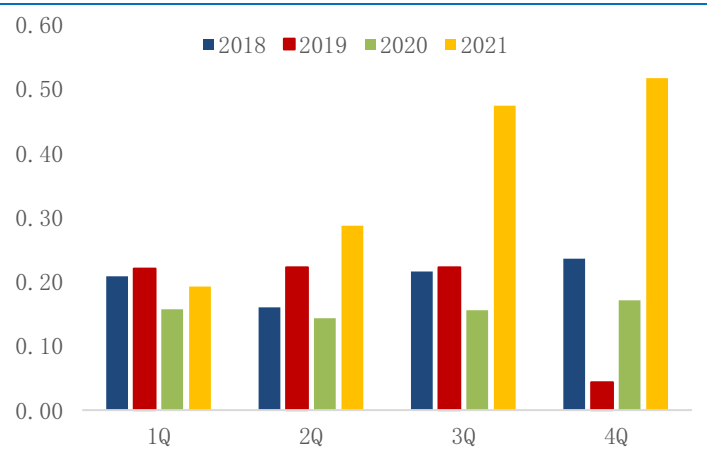
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2021 年 4Q 公司分季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2021 年 4Q 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2017-2021 年 2H 公司煤炭销量、均价、吨煤成本与毛利 单位: 万吨、元/吨、万元

	2020	2021	同比	2H2020	1H2021	2H2021	同比	环比
销量 (万吨)	8192	5971	-27.11%	4200	3834	2137	-49.12%	-44.26%
块煤	437	507	16.07%	199	309	198	-0.49%	-35.89%
喷粉煤	267	211	-21.00%	107	129	82	-23.49%	-36.29%
选末煤	7157	5013	-29.95%	3717	3252	1761	-52.63%	-45.87%
煤泥	332	240	-27.70%	178	144	96	-46.01%	-33.40%
吨煤价格 (元)	357	605	69.51%	349	763	857	145.61%	12.33%
块煤	593	920	55.24%	611	838	1367	123.73%	63.16%
喷粉煤	665	1076	61.80%	712	1378	1324	85.92%	-3.97%
选末煤	342	569	66.63%	338	752	803	137.33%	6.82%
煤泥	131	277	111.80%	135	302	397	193.52%	31.66%
吨煤成本 (元)	297	379	27.70%	289	368	400	38.50%	8.62%
块煤	454	547	20.46%	426	562	563	32.18%	0.04%
喷粉煤	544	665	22.18%	607	915	271	-55.30%	-70.36%
选末煤	292	369	26.21%	286	347	409	43.16%	18.07%
煤泥	0	0		0	0	0		
吨煤毛利 (元)	60	226	276.75%	60	395	457	658.61%	15.79%
块煤	139	373	168.96%	185	275	804	333.97%	192.02%
喷粉煤	121	411	239.88%	105	463	1052	902.75%	127.30%
选末煤	50	201	304.91%	52	405	394	650.40%	-2.81%
煤泥	131	277	111.80%	135	302	397	193.52%	31.66%
煤炭收入 (万元)	2924546	3613366	23.55%	1465389	2924546	1831055	24.95%	-37.39%
块煤	258816	466357	80.19%	121589	258816	270703	122.64%	4.59%
喷粉煤	177658	227071	27.81%	76407	177658	108687	42.25%	-38.82%
选末煤	2444620	2853399	16.72%	1257413	2444620	1413564	12.42%	-42.18%

	2020	2021	同比	2H2020	1H2021	2H2021	同比	环比
煤泥	43452	66538	53.13%	24045	43452	38101	58.46%	-12.32%
营业收入合计	2949520	3637133	23.31%	1490363	2949520	1841563	23.56%	-37.56%
煤炭成本(万元)	2433563	2265081	-6.92%	1212277	1410908	854173	-29.54%	-39.46%
块煤	198196	277109	39.82%	84704	165695	111415	31.53%	-32.76%
喷粉煤	145326	140265	-3.48%	65144	117987	22278	-65.80%	-81.12%
选末煤	2090040	1847706	-11.59%	1062429	1127226	720481	-32.19%	-36.08%
煤泥	0	0		0	0	0		
营业成本合计	2453918	2290915	-6.64%	1222582	1425248	865667	-29.19%	-39.26%
煤炭毛利(万元)	490984	1348285	174.61%	253113	1513639	976882	285.95%	-35.46%
块煤	60620	189248	212.19%	36885	93121	159288	331.85%	71.05%
喷粉煤	32332	86806	168.49%	11263	59671	86409	667.19%	44.81%
选末煤	354580	1005693	183.63%	194984	1317395	693083	255.46%	-47.39%
煤泥	43452	66538	53.13%	24045	43452	38101	58.46%	-12.32%
毛利合计	495603	613268	23.74%	267781	1524272	975896	264.44%	-35.98%
煤炭毛利率	16.79%	37.31%	20.53%	17.27%	51.76%	53.35%	36.08%	1.59%
块煤	23.42%	40.58%	17.16%	30.34%	35.98%	58.84%	28.51%	22.86%
喷粉煤	18.20%	38.23%	20.03%	14.74%	33.59%	79.50%	64.76%	45.92%
选末煤	14.50%	35.25%	20.74%	15.51%	53.89%	49.03%	33.52%	-4.86%
煤泥	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
毛利率	16.80%	16.86%	0.06%	17.97%	51.68%	52.99%	35.03%	1.31%

资料来源:公司公告,华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15417	22762	15279	18901	28615	营业收入	31181	38007	41807	45988	50587
现金	8,535	16,068	3,345	11,092	17,172	营业成本	25913	24282	29265	32192	37940
应收票据及应收账款	3,865	2,402	7,839	3,922	6,729	营业税金及附加	1242	2270	2090	2299	2529
预付账款	355	224	433	291	579	营业费用	94	108	418	460	506
存货	681	643	822	847	1,131	管理费用	1104	1324	1672	1840	2023
其他流动资产	1,981	3,425	2,839	2,749	3,004	研发费用	245	341	418	460	506
非流动资产	42,066	43,463	39,323	37,772	35,531	财务费用	413	740	632	112	-111
长期投资	1052	1217	1217	1217	1217	资产减值损失	-63	-1200	-50	-25	-25
固定资产	25421	23834	21756	19678	17601	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
无形资产	5295	4863	4624	4385	4145	投资净收益	570	107	300	300	300
其他非流动资产	4293	5551	3746	4530	4609	营业利润	1945	7531	7661	8950	7518
资产总计	57483	66226	54601	56673	64146	营业外收入	42	105	40	40	40
流动负债	25396	32080	27401	25018	29057	营业外支出	44	1483	50	50	50
短期借款	7363	9622	4681	0	0	利润总额	1943	6153	7651	8940	7508
应付票据及应付账款	11023	11858	12890	15439	18302	所得税	281	1897	1913	2235	1877
其他流动负债	4711	6589	4261	5187	5346	税后利润	1662	4256	5739	6705	5631
非流动负债	6082	9728	4925	5026	4783	少数股东损益	157	723	602	825	746
长期借款	4319	7513	3056	3078	2772	归属母公司净利润	1505	3534	5137	5880	4884
其他非流动负债	1763	2215	1868	1949	2010	EBITDA	5435	13257	10610	11380	9724
负债合计	31478	41808	32325	30044	33840						
少数股东权益	2321	3030	3631	4456	5203	主要财务比率					
股本	2405	2405	2405	2405	2405	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	119	86	-2319	-2319	-2319	成长能力					
留存收益	13032	15476	18558	22087	25017	营业收入(%)	-4.5	21.9	10.0	10.0	10.0
归属母公司股东权益	23684	21388	18645	22173	25104	营业利润(%)	-16.2	287.2	1.7	16.8	-16.0
负债和股东权益	57483	66226	54601	56673	64146	归属于母公司净利润(%)	-11.5	134.8	45.4	14.5	-16.9
						获利能力					
						毛利率(%)	16.9	36.1	30.0	30.0	25.0
						净利率(%)	4.8	9.3	12.3	12.8	9.7
						ROE(%)	6.4	16.5	27.6	26.5	19.5
						ROIC(%)	8.6	22.9	28.2	28.5	36.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.8	63.1	59.2	53.0	52.8
						流动比率	0.6	0.7	0.6	0.8	1.0
						速动比率	0.6	0.7	0.5	0.7	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	8.9	12.6	10.5	10.4	11.1
						应付账款周转率	3.4	3.9	4.0	3.8	3.5
						估值比率					
						P/E	21.1	9.0	6.2	5.4	6.5
						P/B	1.3	1.5	1.7	1.4	1.3
						EV/EBITDA	2.7	2.2	3.5	2.2	2.0

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3967	8464	6022	14431	7644
净利润	1662	4256	5137	5880	4884
折旧摊销	2228	2286	2317	2317	2317
财务费用	413	740	632	112	-111
投资损失	-570	-107	-300	-300	-300
营运资金变动	996	-1995	-2366	5596	107
其他经营现金流	-762	3284	602	825	746
投资活动现金流	-4582	-2272	300	300	300
筹资活动现金流	2916	752	-19045	-6984	-1864
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.47	2.14	2.45	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.52	2.50	6.00	3.18
每股净资产(最新摊薄)	9.85	8.89	7.75	9.22	10.44

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡博、杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com