

## 华阳股份 (600348.SH) 煤炭产能有增长, 新能源布局亮点多

2022年06月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

陈晨 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

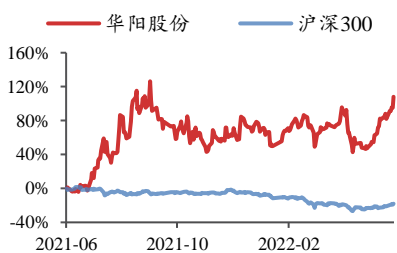
chenchen1@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790522040001

日期	2022/6/10
当前股价(元)	14.29
一年最高最低(元)	16.30/6.55
总市值(亿元)	343.67
流通市值(亿元)	343.67
总股本(亿股)	24.05
流通股本(亿股)	24.05
近3个月换手率(%)	125.65

### 股价走势图



数据来源: 聚源

● **转型新材料业务, 具备增长潜力的无烟煤龙头, 首次覆盖, 给予“买入”评级**  
 公司是华阳新材料科技集团(原阳煤集团)唯一煤炭资产上市平台, 实际控制人为山西省国资委。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 49.0/53.4/61.5 亿元, 同比增长 39%、9%、15%, 折合 EPS 分别是 2.04/2.2/2.56 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 7.0/6.4/5.6 倍, 考虑公司具备两方面突出亮点, 一是煤炭产能仍具有可观的增长空间; 二是公司积极布局钠离子电池等新能源新材料业务, 主业夯实的基础上寻求新业务突破, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **核定在产产能 3510 万吨, 未来增量 1000 万吨, 增长空间大**

公司煤矿主要分布于沁水煤田北部, 以无烟煤和贫瘦煤为主, 资源丰富煤种优质。截至 2021 年末, 公司在产主力矿井 8 座, 合计产能 3510 万吨, 权益产能 2929 万吨 (占比 83%), 剩余可采储量 15.47 亿吨。公司在建矿井两座, 皆为 500 万吨/座, 预计分别于 2023 年和 2024 年建成投产, 是行业内稀缺增长标的。

● **业绩主要来自洗末煤, 长协占比高, 煤炭业务稳健**

公司业绩主要来自洗末煤(动力煤)的产销, 2021 年公司煤炭收入/毛利结构中, 末煤、块煤、粉煤、煤泥占比分别为 79%/13%/6%/2%和 75%/14%/6%/5%。公司洗末煤销售长协占比高, 长协用户占比在 70%以上, 煤炭业务夯实稳健。

● **着力打造“光储网充”示范工程, 积极布局钠离子电池等新能源新材料业务**

公司规划 5GW 高效光伏组件项目, 首条光伏组件生产线于 2022 年 1 月全面投产。飞轮储能业务方面, 目前年产能已达 200 台套, 已开展商业化应用。钠离子电池领域, 公司主要和中科海纳展开合作, 正负极材料各 2000 吨项目已于 2022 年 3 月正式完成生产线设备调试, 钠电池项目进入试生产阶段。公司预计钠离子 pack 电池生产线将于 2022 年三季度末投产。

● **风险提示:** (1) 煤价超预期下跌风险 (2) 行政性干预手段不确定性 (3) 可再生能源持续替代风险 (4) 新建产能不及预期风险 (5) 新业务转型进度不及预期或者失败风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,181	38,007	33,630	34,996	38,451
YOY(%)	-4.5	21.9	-11.5	4.1	9.9
归母净利润(百万元)	1,505	3,534	4,899	5,343	6,154
YOY(%)	-11.5	134.8	38.6	9.1	15.2
毛利率(%)	16.9	36.1	37.0	37.6	38.3
净利率(%)	4.8	9.3	14.6	15.3	16.0
ROE(%)	6.4	17.4	20.3	19.2	19.1
EPS(摊薄/元)	0.63	1.47	2.04	2.22	2.56
P/E(倍)	22.8	9.7	7.0	6.4	5.6
P/B(倍)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：山西省属国资企业，承担转型新能源新材料业务使命 .....	3
2、 煤炭业务：产能规模优势明显，且仍具有较大增长空间 .....	5
2.1、 产能：具备稀缺的增长潜力，新建产能规模达 1000 万吨/年 .....	5
2.2、 长协煤占比高，煤炭业务稳健 .....	7
3、 新材料业务：拟投资钠离子电池等储能业务 .....	9
4、 盈利预测与投资建议 .....	12
5、 风险提示 .....	13
附：财务预测摘要 .....	15

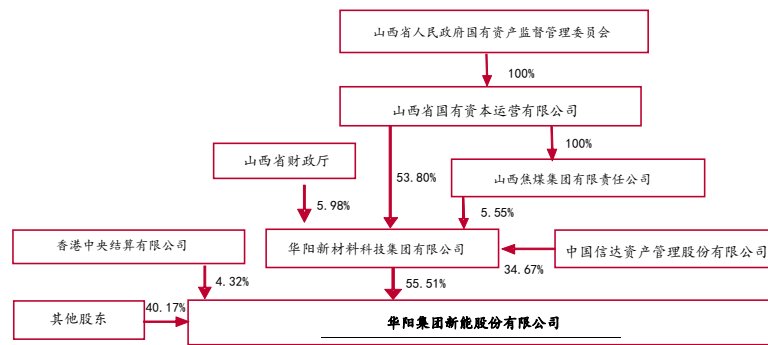
## 图表目录

图 1：华阳新材料科技集团持股 55.51%（截至 2022 年一季度末） .....	3
图 2：华阳集团转型聚焦新能源新材料业务 .....	3
图 3：华阳集团规划 7 大新能源新材料产业 .....	4
图 4：2021 年公司煤炭板块营业收入占比超 95% .....	4
图 5：2021 年公司煤炭板块毛利收入占比超 98% .....	4
图 6：公司上市以后产能不断扩大 .....	6
图 7：2021 年公司原煤产量创历史新高（万吨） .....	7
图 8：2021 年公司洗末煤销量占比 84% .....	7
图 9：2021 年煤炭业务中末煤收入占比 79% .....	7
图 10：2021 年煤炭业务中末煤毛利占比 75% .....	7
图 11：2022Q1 年公司煤炭单位售价 768 元/吨（元/吨） .....	8
图 12：2021 年洗末煤单位售价为 569 元/吨（元/吨） .....	8
图 13：2022Q1 单位销售成本为 482 元/吨（元/吨、%） .....	8
图 14：2021 年洗末煤单位成本 369 元/吨（元/吨） .....	8
图 15：2022Q1 煤炭业务毛利率为 37.21%（元/吨、%） .....	9
图 16：2021 洗末煤业务毛利率为 35%（%） .....	9
图 17：2022Q1 公司实现收入下降 16.69%（亿元） .....	9
图 18：2022Q1 公司实现归母净利润同比增长 183%（亿元） .....	9
图 19：光伏组件项目、飞轮储能项目不断推进 .....	10
图 20：钠离子电池项目不断推进 .....	11
图 21：钠离子电池具备低成本、低污染、安全性能高等优势 .....	12
表 1：华阳股份新建产能规模达 1000 万吨/年 .....	5
表 2：华阳股份主要产品产销量及价格成本预测 .....	12
表 3：华阳股份估值与同行平均水平相近 .....	13

## 1、公司概况：山西省属国资企业，承担转型新能源新材料业务使命

**山西省属大型煤炭资产上市平台。**山西华阳集团新能股份有限公司（简称“华阳股份”）是原山西省七大煤炭集团之一的阳煤集团（现更名为华阳新材料科技集团，下文简称华阳集团）旗下煤炭资产上市平台。公司成立于1999年12月30日，2003年于上交所上市（简称“国阳新能”），2011年更名为阳泉煤业，并于2021年1月更换简称为华阳股份。截至2022年一季度末，集团持有上市公司55.51%股份，实际控制人为山西省国资委。

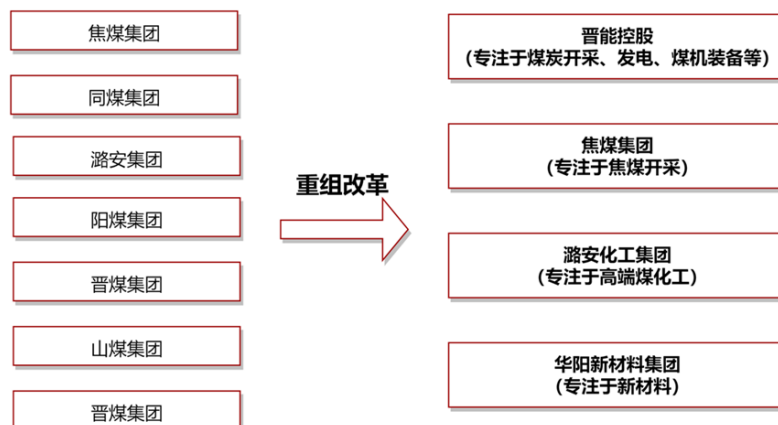
图 1：华阳新材料科技集团持股 55.51%（截至 2022 年一季度末）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**控股股东华阳集团转型聚焦新能源新材料业务。**2020年以来，山西省开展新一轮国资国企改革，在重要领域实施专业化重组，其中省属重点煤炭企业从“七雄并立”变为“焦煤+晋能双航母”领航，“华阳新材料+潞安现代化工”并驾齐驱的新格局。华阳股份控股股东阳煤集团更名为华阳新材料科技集团，集团和上市公司承担起转型新能源新材料业务的使命。

图 2：华阳集团转型聚焦新能源新材料业务

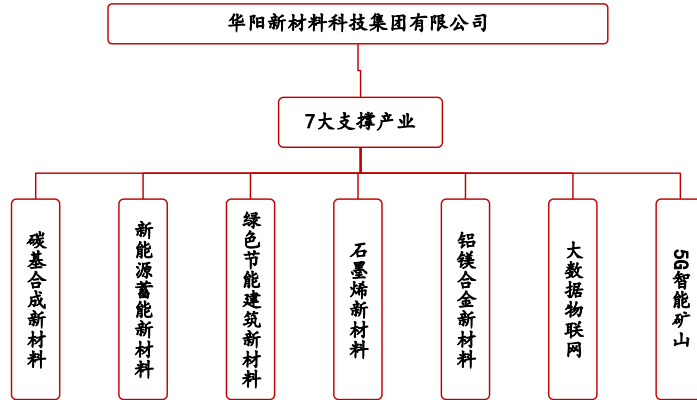


资料来源：山西省政府官网、开源证券研究所

**集团将由 7 大产业支撑协同发展。**根据集团规划，集团公司将形成碳基合成新材料、新能源蓄能新材料、绿色节能建筑新材料、石墨烯新材料、铝镁合金新材料、

大数据物联网、5G 智能矿山等 7 大业务板块。其中，新能源蓄能新材料业务作为打造世界一流新材料产业集群的重要支撑之一，已经开展起来。

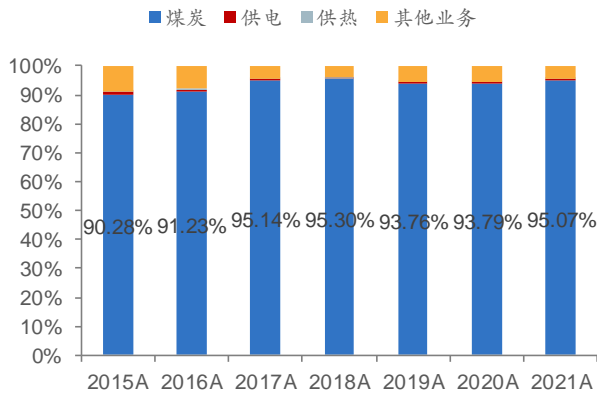
图 3：华阳集团规划 7 大新能源新材料产业



资料来源：华阳集团官网、开源证券研究所

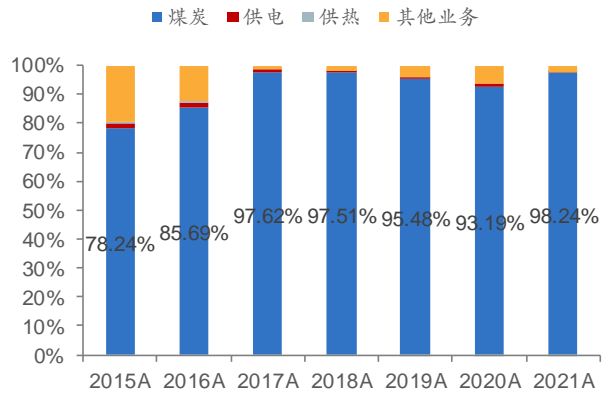
华阳股份收入及利润主要来源于煤炭业务，营收与毛利占比均超过 90%。公司主要生产高品质的无烟煤和贫瘦煤。主要业务包括煤炭、电力、热力等，其中煤炭生产与销售，占公司的营业收入和毛利的比例连续多年超过 90%，其他业务占比较小。2021 年公司实现营业收入 380.07 亿元，毛利总额 137.25 亿元，毛利率为 36.11%，其中煤炭业务营收和毛利占比分别为 95.07%、98.24%，是公司最核心的业务。

图 4：2021 公司煤炭板块营业收入占比超 95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 5：2021 公司煤炭板块毛利收入占比超 98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、煤炭业务：产能规模优势明显，且仍具有较大增长空间

### 2.1、产能：具备稀缺的增长潜力，新建产能规模达 1000 万吨/年

在产矿井 8 座，合计产能 3510 万吨/年。公司主要开采资源分布在山西省阳泉市、晋中市等地，所属矿区资源储量丰富，煤种优质，主要以无烟煤和贫瘦煤为主。截至 2021 年末，公司在产主力矿井 8 座，合计产能 3510 万吨，权益产能 2929 万吨（占比 83%），剩余可采储量 15.47 亿吨，分别是一矿（850 万吨/年）、二矿（810 万吨/年）、新景矿（450 万吨/年）、平舒矿（500 万吨/年）、开元矿（300 万吨/年）、景福矿（90 万吨/年）、兴裕矿（90 万吨/年）和榆树坡矿（420 万吨/年）。

在建矿井 2 座，合计产能 1000 万吨/年，增量空间较大。公司自 2003 年上市以来，矿井产能规模持续扩大。公司 2015 年与集团进行资产置换，获得泊里煤业（500 万吨/年）70%股权，2020 年收购七元煤业（500 万吨/年）100%股权，合计带来了 34 亿吨的资源储备。泊里和七元项目都是无烟煤，皆位于山西省晋中市，两个项目有望分别带来 500 万吨产能增量，两个矿预计分别于 2023 年和 2024 年建成投产（Wind），合计占 2021 年产量的 21.7%，公司产能增长规模在行业内较为稀缺。

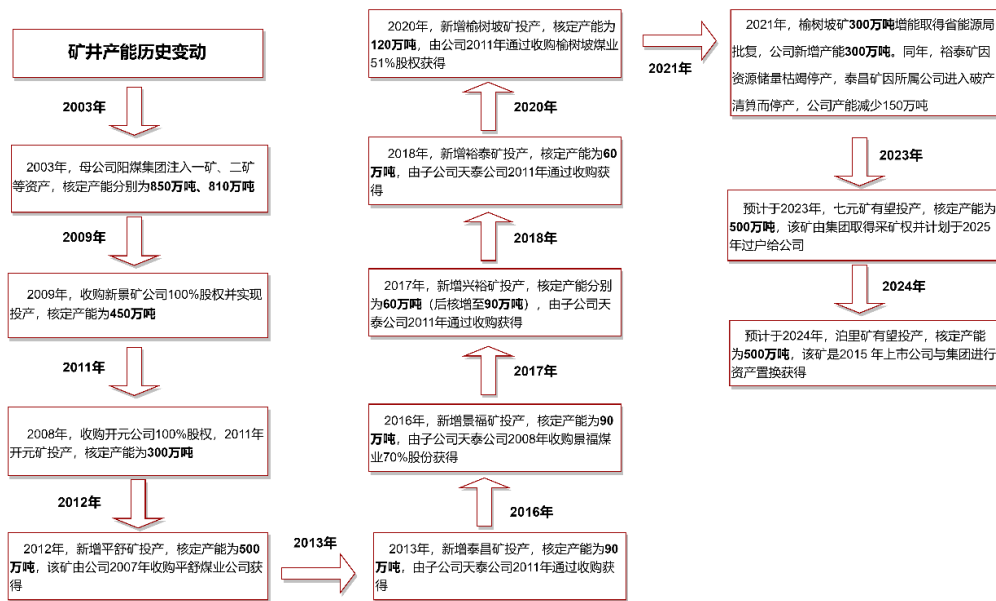
表 1：华阳股份新建产能规模达 1000 万吨/年

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
一矿	公司本部	山西省阳泉市	无烟煤	100%	74,031	44,189	850	850	在产
二矿	公司本部	山西省阳泉市	无烟煤	100%	38,033	16,152	810	810	在产
新景矿	新景公司	山西省阳泉市	无烟煤	100%	83,523	50,258	450	450	在产
平舒矿	平舒公司	山西省寿阳县	贫煤、无烟煤	56%	32,110	16,784	500	282	在产
开元矿	开元公司	山西省寿阳县	贫瘦煤	57%	28,698	11,973	300	170	在产
景福矿	景福煤业	山西省寿阳县	无烟煤	70%	5,977	3,849	90	63	在产
兴裕矿	兴裕煤业	山西省阳泉市	无烟煤	100%	4,897	554	90	90	在产
榆树坡矿	榆树坡公司	山西省宁武县	焦煤、气煤	51%	37,639	10,892	420	214	在产
泊里	泊里公司	山西省晋中市	无烟煤	70%	110,000		500	350	在建
七元矿	七元煤业	山西省晋中市	无烟煤	100%	230,000		500	500	在建
裕泰矿	裕泰煤业	山西省阳泉市	无烟煤	100%	6,111	598	60	60	停产
<b>在产-合计</b>				<b>83%</b>	<b>304,908</b>	<b>154,651</b>	<b>3,510</b>	<b>2,929</b>	

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
在建-合计					340,000	0	1,000	850	
总合计				84%	644,908	154,651	4,570	3,839	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：储量数据为 2021 年末

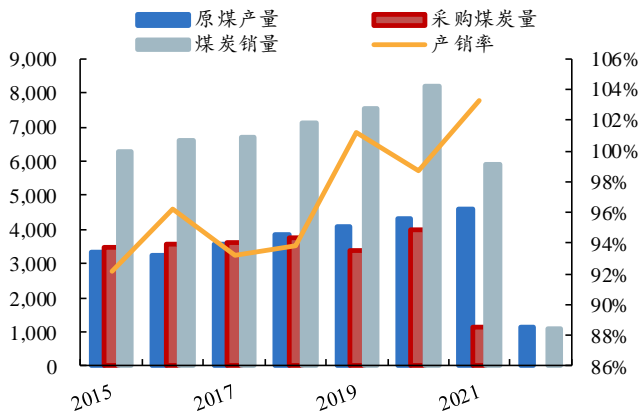
**图 6：公司上市以后产能不断扩大**


资料来源：公司年报、开源证券研究所

**2021年原煤产量4610万吨，商品煤销量5971万吨，产量创历史新高。**公司2021年自产原煤4610万吨，同比增长288万吨，同比增长6.66%；向集团其子公司采购煤炭1119万吨，同比减少2855万吨，同比下降71.84%；全年累计销量5971万吨，同比下降27.11%，其中块煤507万吨，同比增长16.0%；喷粉煤211万吨，同比下降21.2%；洗末煤5013万吨，同比下降29.9%；煤泥销量240万吨，同比下降27.6%。由于山西煤企资产重组，集团矿井已剥离给外部企业，2021年采购集团内部煤大幅下降。2021年，公司洗末煤（主要电厂用煤）、洗块煤（主要化工用煤）、洗粉煤（主要冶金用煤）、煤泥销量占比接近84.0%、8.5%、3.5%和4.0%。

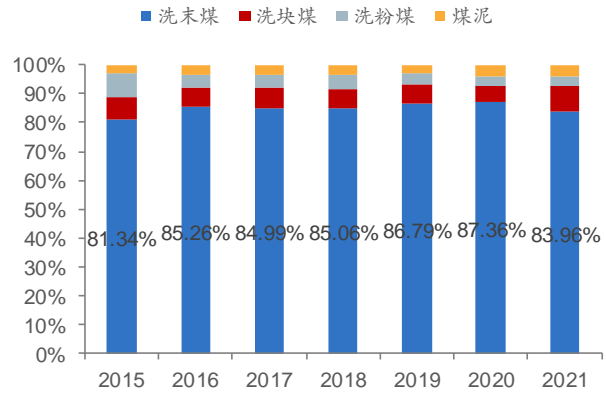
**公司业绩主要来自洗末煤的产销。**2021年公司煤炭收入结构中，末煤、块煤、粉煤、煤泥占比分别为79%、13%、6%和2%，毛利结构中，末煤、块煤、粉煤、煤泥占比分别为75%、14%、6%和5%，可以看出，公司业绩主要来自洗末煤，其次来自块煤和粉煤。

图 7：2021 年公司原煤产量创历史新高（万吨）



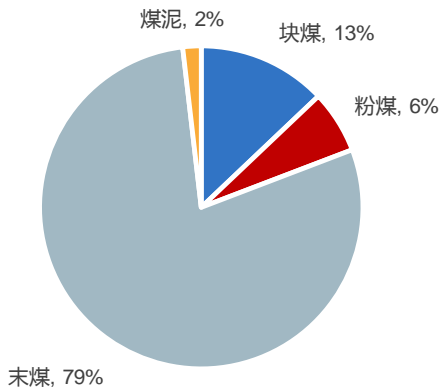
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 8：2021 年公司洗末煤销量占比 84%



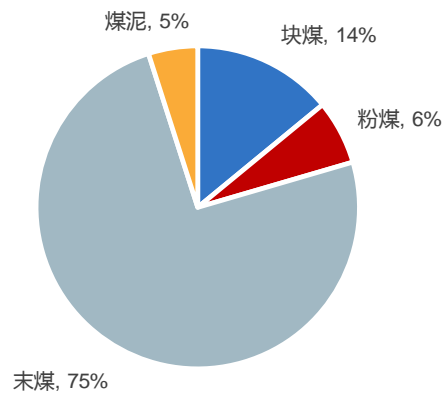
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 9：2021 年煤炭业务中末煤收入占比 79%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 10：2021 年煤炭业务中末煤毛利占比 75%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、长协煤占比高，煤炭业务稳健

**电煤长协占比高，长协用户占比在 70% 以上。**公司在产矿井主要分布于山西省东部的沁水煤田东北部，西距太原约 110 公里，东距石家庄约 120 公里，离华北电厂、钢厂及化工厂等运距较短。石太铁路和石太高速公路从矿区穿过，此外公司拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及先进的储装运系统，是铁路重点保障的国有特大型煤炭企业。从主要产品来看，洗末煤作为动力煤主要用于火力发电，主要供应给河北、山东地区的五大集团电厂等，电煤长协用户占比在 70% 以上；洗粉煤，即喷吹煤，用于钢厂冶金，主要供应给鞍钢、本钢、首钢、河钢等大型钢厂，对北方长协钢厂用户销量占比在 90% 以上；洗块煤用于煤化工，主要供给山东、河北地区化工企业，其中约 80% 供应华阳集团参控股化工企业。

**2022Q1 公司煤炭单位售价 768 元/吨，同比上涨 76.76%。**从销售价格角度来看，公司与行业整体趋势较为一致，2015-2018 年公司商品煤单位销售价格（综合售价）逐年上升，2019 年-2020 年呈下降趋势，2021 年售价大幅反弹。分产品来看，2021 年洗末煤、洗块煤、洗粉煤单位售价分别为 569 元/吨、920 元/吨、1079 元/吨，同比

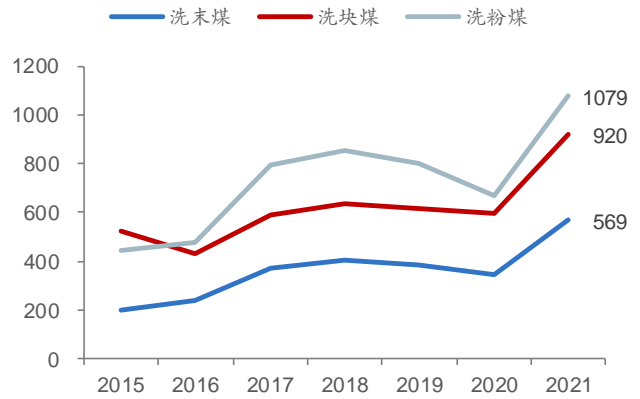
分别上涨 66.6%、55.3%、62.2%。2022Q1 行业供需偏紧，价格整体大幅上涨，公司煤炭单位售价 768 元/吨，同比上涨 76.76%，涨幅高于港口市场价格 63% 的涨幅，也高于 675 元/吨为基准的年度长协价格 23% 的涨幅。

图 11: 2022Q1 公司煤炭单位售价 768 元/吨 (元/吨)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 12: 2021 年洗末煤单位售价为 569 元/吨 (元/吨)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

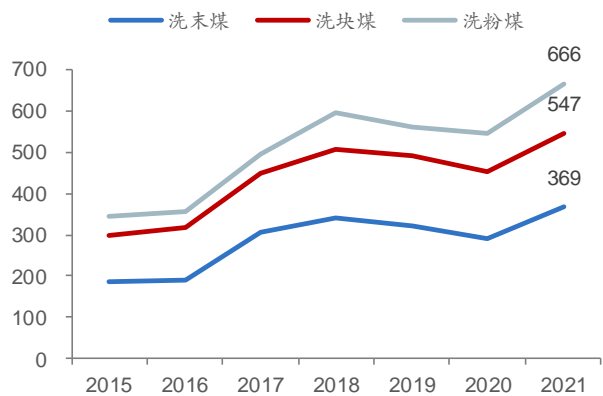
**2022Q1 单位销售成本为 482 元/吨，同比上涨 31.14%。**从生产成本角度来看，公司煤炭单位销售成本与公司煤炭销售价格趋势较为一致，但成本上涨幅度不到价格变动幅度一半，2015-2018 年公司商品煤单位成本逐年上升，2019 年-2020 年呈下降趋势，2021 年转势上升，分产品来看，2021 年洗末煤、洗块煤、洗粉煤单位销售成本分别为 369 元/吨、547 元/吨、666 元/吨，分别同比上涨 26%、20%、22%。2022Q1 公司煤炭业务单位销售成本为 482 元/吨，同比上涨 31.14%。

图 13: 2022Q1 单位销售成本为 482 元/吨 (元/吨、%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

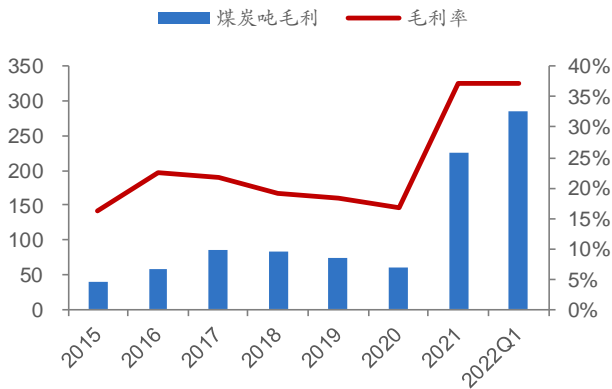
图 14: 2021 年洗末煤单位成本 369 元/吨 (元/吨)



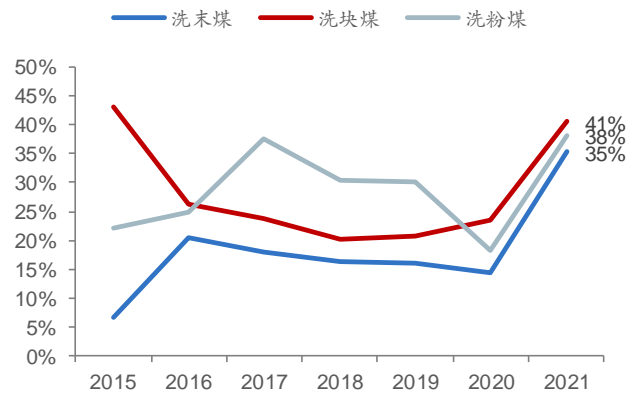
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**2022Q1 煤炭业务毛利率为 37.21%，同比增加 21.8 个百分点。**从毛利角度来看，与前述单位售价趋势颇为一致，2021 年煤炭板块毛利率为 37.31%，单位毛利 226 元/吨，分产品来看，2021 年洗末煤、洗块煤、洗粉煤单位毛利分别为 201 元/吨、373 元/吨、412 元/吨，毛利率分别为 35%、41%、38%。2022Q1 煤炭板块实现毛利率为 37.21%，单位毛利 286 元/吨，毛利率同比增加 21.8 个百分点，2022 年以来公司煤炭

业务毛利率显著上升，与大幅减少低盈利的外购煤等具有非常大的关系。

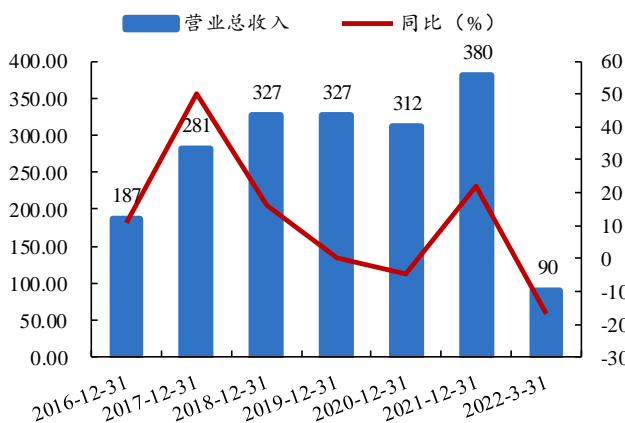
**图 15: 2022Q1 煤炭业务毛利率为 37.21% (元/吨、%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

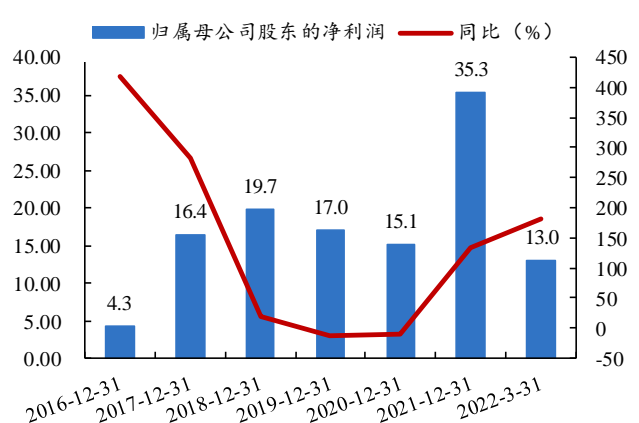
**图 16: 2021 洗末煤业务毛利率为 35% (%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**2022Q1 实现归母净利润 13.02 亿元，同比增长 182.61%。**由于公司长协煤占比居多的影响，2017-2020 年公司业绩基本较为稳定，归母净利润在 15-20 亿区间范围内小幅震荡。2021 年公司受到煤价上涨利好，归母净利润为 35.3 亿元，同比增长 133.33%，扣非后归母净利润为 45.8 亿元，同比增长 257%，非经营性损益大幅增加主要与裕泰矿、兴裕煤矿计提减值损失等有关。2022 年一季度，公司煤炭产量 1158 万吨，同比下降 6.61%，销量 1079 万吨，同比下降 54.01%，综合售价 768 元/吨，同比增长 76.76%，实现毛利 30.83 亿元，同比增长 96.88%。由于煤炭价格大幅上涨，2022 年一季度公司营业能力显著提升，实现营业收入 89.98 亿元，同比下降 16.69% (减少了外购煤有关)，归属于上市公司股东净利润为 13.02 亿元，同比增长 182.61%。

**图 17: 2022Q1 公司实现收入下降 16.69% (亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图 18: 2022Q1 公司实现归母净利润同比增长 183% (亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、新材料业务: 拟投资钠离子电池等储能业务

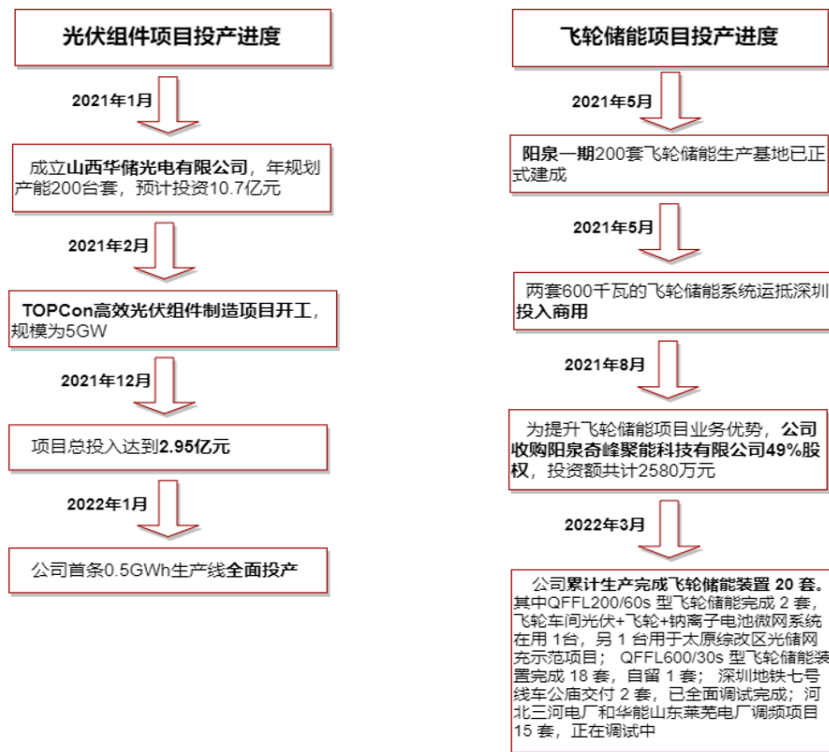
山西新阳清洁能源有限公司作为主体，着力打造光储网充示范工程。华阳股份

“光储网充”示范工程项目，即为“光伏+电化学储能+物理储能+智能微电网+充电桩”系统工程，有助于推动能源电动化和全社会实现降碳目标。华阳股份旗下全资子公司山西新阳清洁能源有限公司（注册资本2亿元，简称“新阳公司”），将作为推进新能源蓄能新材料产业发展的产业平台。

**规划 5GW 高效光伏组件项目，首条光伏组件生产线于 2022 年 1 月全面投产。** 2021 年 1 月，全资子公司新阳公司成立山西华储光电有限公司，专业生产光伏组件。根据公司相关公告，公司在 2021 年 2 月份于山西省阳泉市规划建设 5GW 高效光伏组件生产基地，采用中来股份 N 型 TOPCon 高效光伏组件制造技术，项目规划占地 356 亩，预计项目总投资 10.7 亿元。2022 年 1 月，公司首条 0.5GWh 生产线全面投产，第二条生产线进入单班产能爬坡阶段。

**积极拓展物理储能（飞轮储能）业务。** 针对解决新能源发电不稳定、储能问题，公司积极涉足“电化学储能+物理储能”领域，公司物理储能业务主要是飞轮储能业务。在电力富足条件下，由电能驱动飞轮到高速旋转，电能转变为机械能储存，当系统需要时，再将机械能换成电能，该项业务可以广泛应用于发电厂、地铁等领域。公司致力于打造全国最大的飞轮储能生产基地，飞轮储能项目依托下属于子公司山西新阳清洁能源有限公司参股公司阳泉奇峰聚能科技有限公司（持有股份 49%）开展，项目总投资 1 亿元，当前年规划产能 200 台套，实际产量根据订单需求决定。

图 19：光伏组件项目、飞轮储能项目不断推进



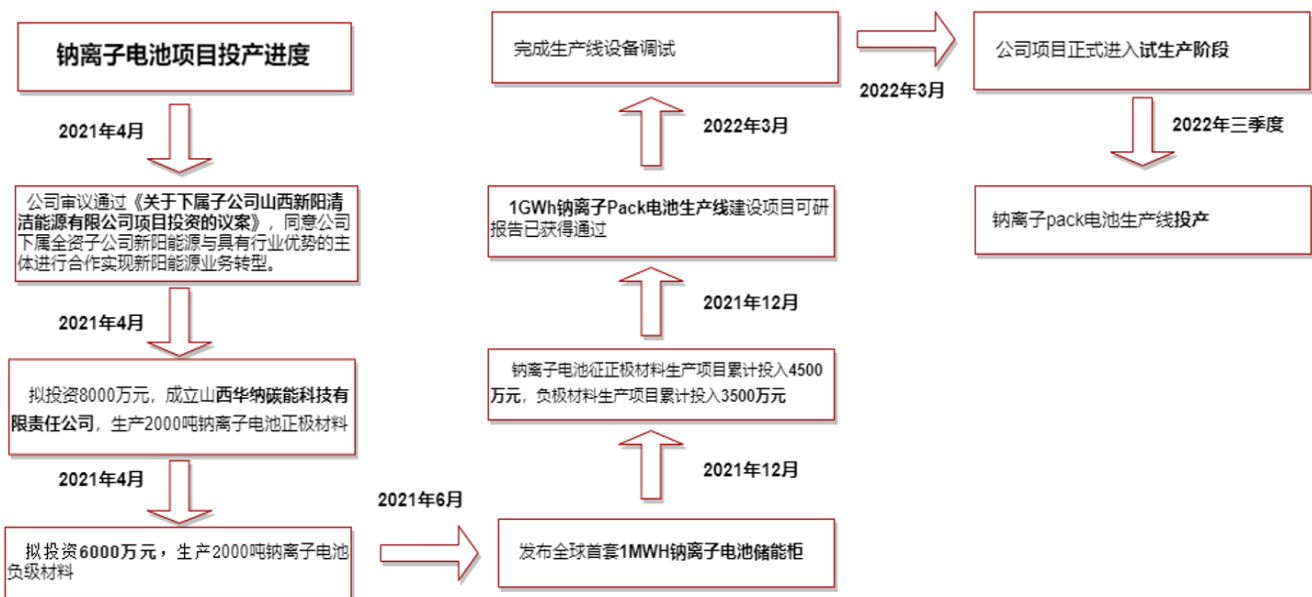
资料来源：公司公告、新华网、开源证券研究所

电化学储能主要是布局钠离子电池业务，公司主要进展如下：

- 华阳股份于 2021 年 4 月 14 日发布公告称，为了充分利用优质的无烟煤资源、推动新材料产业发展，实现“碳基原材料+清洁能源”的一体化升级，公司全资

子公司山西新阳清洁能源有限公司拟与中科海纳合资成立子公司，在太原市综改区投资新建“钠离子电池正极材料 2000 吨生产项目”、“钠离子电池负极材料 2000 吨生产项目”两个项目，两个项目总投资预计分别不超过 8000 万元和 6000 万元，其中钠离子电池正、负极材料生产项目实施主体分别为山西华钠铜能科技有限责任公司、山西华钠碳能科技有限责任公司（北京中科海纳科技有限责任公司占股 55%，山西新阳清洁能源有限公司占股 45%）。2021 年 6 月，发布全球首套 1MWH 钠离子电池储能柜，公司钠离子电池生产技术达到行业内领先水平。2022 年 3 月，公司正式完成正负极材料生产线设备调试，钠电池项目进入试生产阶段。公司预计钠离子 pack 电池生产线将于 2022 年三季度正式投产。

- **中科海纳公司**专注于钠离子电池研发与生产，拥有多项钠离子电池材料、结构、制造和应用的核心专利，拥有中科院陈立泉院士、胡勇胜研究员等技术带头人，中科海纳聚焦低成本、长寿命、高安全、高能量密度的钠离子电池产品，可用于低速电动车、规模储能、电动汽车、国家安全等领域，中科海纳可供应钠离子电池正负极材料与电解液，产品正处于市场推广阶段。
- 华阳股份于 2021 年 9 月发布公告称，将与**多氟多新材料股份有限公司**、天津梧桐树投资管理有限公司签署了三方《战略合作框架协议》。三方拟就六氟磷酸钠合作项目和钠离子电池合作项目，六氟磷酸锂合作项目，电解液添加剂、负极材料、研究院和工业互联网等等领域展开合作。

**图 20：钠离子电池项目不断推进**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

**钠离子电池具有广阔的市场空间。**无烟煤是钠离子电池碳基负极材料的上佳材料，华阳股份地处无烟煤生产基地，依托中科院全球首创的碳基负极材料生产技术和正极廉价原料加工工艺，布局建设全国最大的钠离子电池生产基地。钠离子电池与锂离子电池比较而言，锂离子电池性能更加优异，能量密度可以达到 150-250Wh/kg，循环寿命在 3000+次，而钠离子电池在现有材料体系下能量密度仅为 100-150Wh/kg，

循环寿命约 2000 次+。钠离子电池凭借成本低、安全性能高、循环寿命长等特点，在大规模储能、低速电动车、电动自行车等领域应用前景广阔，将有效降低铅酸电池的污染问题，缓解锂资源短缺问题。

图 21：钠离子电池具备低成本、低污染、安全性能高等优势



资料来源：中科海纳、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

公司具体业务拆分及预测如下：

(1)2022-2024 年，结合公司产能及业务规划，我们预测公司原煤产量-2%、+2%、+8%，商品煤销量增长-28%、+2%和+8%。

(2)2022-2024 年，考虑煤价中枢上行，我们预测公司商品煤单位售价增长+23%、+2%和+2%。

(3) 2022-2024 年，考虑公司成本相对增长幅度偏小，我们预测公司商品煤单位成本增长+21%、+1%和+1%。

**盈利预测与估值：**我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 49.0/53.4/61.5 亿元，同比增长 39%、9%、15%，折合 EPS 分别是 2.04/2.2/2.56 元/股，当前股价对应 PE 分别为 7.0/6.4/5.6 倍，我们选取业务与公司相近的 7 家公司，中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际、潞安环能、电投能源，2022-2023 年平均 PE 分别为 7.1/6.7，华阳股份估值与同行平均水平相近，但考虑公司具备两方面突出亮点，一是煤炭产能仍具有可观的增长空间；二是公司布局新能源新材料业务，并取得积极进展。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：华阳股份主要产品产销及价格成本预测

煤炭（自产+外购）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭产量（万吨）-原煤	4,101	4,322	4,610	4,518	4,608	4,977
yoy	6.41%	5.39%	6.66%	-2.00%	2.00%	8.00%
采购煤炭量（万吨）	3,360	4,397	1,824	302	302	302
yoy	-10.26%	30.86%	-58.52%	0.00%	0.00%	0.00%
煤炭合计销量（万吨）	7549	8192	5971	4274	4360	4708

煤炭（自产+外购）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
yoy	5.90%	8.53%	-27.11%	-28.42%	2.00%	8.00%
产销率	101.2%	94.0%	92.8%	88.7%	88.8%	89.2%
煤炭合计收入（百万元）	30,619	29,245	36,134	31,747	33,101	36,544
单位价格（元/吨）	406	357	605	743	759	776
yoy	-7.18%	-11.99%	69.51%	22.75%	2.22%	2.22%
煤炭合计成本（百万元）	24,983	24,336	22,651	19,545	20,175	22,052
单位成本（元/吨）	331	297	379	457	463	468
yoy	-6.27%	-10.25%	27.70%	20.55%	1.20%	1.20%
毛利（百万元）	5,636	4,910	13,483	12,202	12,926	14,492
单位毛利（元/吨）	75	60	226	285	296	308
毛利率（%）	18.41%	16.79%	37.31%	38.44%	39.05%	39.66%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表 3：华阳股份估值与同行平均水平相近

名称	总市值（亿元）	预期归属上市公司股东净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国神华	6,916	503	651	699	13.8	10.6	9.9
兖矿能源	2,118	163	269	287	13.0	7.9	7.4
陕西煤业	2,065	211	246	257	9.8	8.4	8.0
晋控煤业	275	47	59	61	5.9	4.7	4.5
山煤国际	425	49	56	59	8.6	7.5	7.2
潞安环能	521	67	98	104	7.8	5.3	5.0
电投能源	311	36	60	63	8.7	5.2	4.9
均值					9.7	7.1	6.7
华阳股份	344	35	49.0	53.4	9.7	7.0	6.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2022-2023 年归母净利润预测，除了陕西煤业是 Wind 一致预期，其余皆为开源证券研究所预测；股价日期为 2022 年 6 月 10 日收盘价

## 5、风险提示

(1) 煤价超预期下跌风险；经济增速存在放缓风险，可能造成下游电力、钢铁、化工等需求不及预期风险，影响公司销售价格，从而造成业绩波动。

(2) 行政性干预手段不确定性风险。供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。

(3) 可再生能源持续替代风险。国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

(4) 煤炭新产能投放进度不及预期风险。公司煤炭开采新建产能规模较大，可

能存在一定的不及预期风险。

(5) 新业务转型进度不及预期或者失败风险：转型项目实施过程中可能存在因政策法规、经济环境、行业周期、业务模式、市场需求、项目管理等发生变化而导致无法按照项目实施计划完成的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	15417	22762	28818	32842	39734
现金	8535	16068	21845	25883	32076
应收票据及应收账款	3322	2346	2669	2549	3185
其他应收款	543	56	78	62	92
预付账款	355	224	288	245	341
存货	681	643	512	678	615
其他流动资产	1981	3425	3425	3425	3425
<b>非流动资产</b>	42066	43463	40582	39274	38679
长期投资	1052	1217	1471	1720	1968
固定资产	25421	23834	23097	22755	22606
无形资产	5295	4863	4596	4287	4017
其他非流动资产	10298	13550	11418	10512	10088
<b>资产总计</b>	57483	66226	69401	72116	78413
<b>流动负债</b>	25396	32080	32372	32275	34900
短期借款	7363	9622	9622	9622	9622
应付票据及应付账款	11023	11858	13069	12613	15291
其他流动负债	7011	10600	9681	10040	9987
<b>非流动负债</b>	6082	9728	7913	6249	4646
长期借款	4319	7513	5698	4035	2431
其他非流动负债	1763	2215	2215	2215	2215
<b>负债合计</b>	31478	41808	40285	38525	39546
少数股东权益	2321	3030	4032	5124	6383
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积	119	86	86	86	86
留存收益	13032	15476	19017	22878	27325
<b>归属母公司股东权益</b>	23684	21388	25084	28467	32484
负债和股东权益	57483	66226	69401	72116	78413

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3967	8464	9116	8782	11688
净利润	1662	4256	5901	6435	7413
折旧摊销	2228	2286	1983	2074	2194
财务费用	413	740	673	470	269
投资损失	-570	-107	-115	-110	-110
营运资金变动	-598	-1623	678	-83	1926
其他经营现金流	833	2912	-4	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	-4582	-2272	1018	-652	-1485
资本支出	2148	1671	-3136	-1557	-843
长期投资	0	-192	-254	-250	-249
其他投资现金流	-2434	-793	-2372	-2459	-2577
<b>筹资活动现金流</b>	2916	752	-4356	-4093	-4010
短期借款	4305	2260	0	0	0
长期借款	903	3195	-1815	-1664	-1603
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	125	-32	0	0	0
其他筹资现金流	-2417	-4670	-2541	-2429	-2407
<b>现金净增加额</b>	2300	6943	5777	4038	6193

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	31181	38007	33630	34996	38451
营业成本	25913	24282	21188	21830	23719
营业税金及附加	1242	2270	2009	2090	2297
营业费用	94	108	95	99	109
管理费用	1104	1324	1166	1234	1347
研发费用	245	341	302	314	345
财务费用	413	740	673	470	269
资产减值损失	-63	-1200	-200	-200	-200
其他收益	150	191	152	164	169
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
投资净收益	570	107	115	110	110
资产处置收益	0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1945	7531	8670	9437	10847
营业外收入	42	105	60	66	68
营业外支出	44	1483	200	200	200
<b>利润总额</b>	1943	6153	8530	9303	10716
所得税	281	1897	2629	2867	3303
<b>净利润</b>	1662	4256	5901	6435	7413
少数股东损益	157	723	1002	1093	1259
<b>归母净利润</b>	1505	3534	4899	5343	6154
EBITDA	4696	9175	11059	11757	13127
EPS(元)	0.63	1.47	2.04	2.22	2.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.5	21.9	-11.5	4.1	9.9
营业利润(%)	-16.2	287.2	15.1	8.8	14.9
归属于母公司净利润(%)	-11.5	134.8	38.6	9.1	15.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.9	36.1	37.0	37.6	38.3
净利率(%)	4.8	9.3	14.6	15.3	16.0
ROE(%)	6.4	17.4	20.3	19.2	19.1
ROIC(%)	5.8	11.4	14.6	15.0	16.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.8	63.1	58.0	53.4	50.4
净负债比率(%)	15.4	17.8	-13.5	-28.6	-44.8
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.5	13.4	13.4	13.4	13.4
应付账款周转率	2.3	2.1	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.47	2.04	2.22	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.52	3.79	3.65	4.86
每股净资产(最新摊薄)	6.96	8.07	9.61	11.01	12.68
<b>估值比率</b>					
P/E	22.8	9.7	7.0	6.4	5.6
P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.7	4.5	3.1	2.5	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 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	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	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，属于机密材料，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16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