

# 华阳股份 (600348.SH) 1GWh 电芯投产，钠离子电池扩产可期

2022 年 10 月 10 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**张绪成（分析师）**
**陈晨（分析师）**

zhangxucheng@kysec.cn

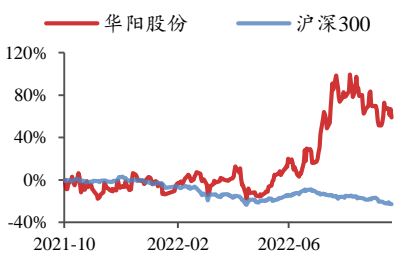
chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

日期	2022/9/30
当前股价(元)	18.27
一年最高最低(元)	23.88/9.57
总市值(亿元)	439.39
流通市值(亿元)	439.39
总股本(亿股)	24.05
流通股本(亿股)	24.05
近 3 个月换手率(%)	212.3

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《2022Q2 业绩创新高，钠离子电池加速推进——公司 2022 中报点评报告》  
-2022.9.1

《携手中科海钠，钠离子电池业务为公司贡献新成长——公司深度报告》  
-2022.7.22

《2022H1 业绩创新高，新能源转型亮点多——公司中报预告点评报告》  
-2022.7.13

### ● 1GWh 电芯投产，钠离子电池扩产可期，维持“买入”评级

2022 年 9 月 30 日，公司在阳泉市高新区高端制造产业园区举办钠离子电芯生产线出品仪式，全球首批量产 1GWh 钠离子电芯生产线正式投产，项目将有效推动公司打造国内首条钠离子电池全产业链。电芯是钠离子电池的“心脏”，电芯生产线投产将实现钠离子电池从中试到量产的关键转换，是华阳股份新能源转型“材料-电芯-电池-应用”路线中具有里程碑意义的重要一步。煤炭价格维持高位，公司煤炭产能仍具可观增长空间，钠离子电池业务取得实质性进展，公司业务有望实现新旧能源共舞。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 60.7/65.6/75.0 亿元，同比增长 71.8%/8.1%/14.2%；EPS 为 2.52/2.73/3.12 元，对应当前股价 PE 为 7.2/6.7/5.9 倍，维持“买入”评级。

### ● 公司与中科海钠深度绑定，技术与先发优势明显

公司与中科海钠合作紧密：2019 年，公司及集团就投资了中科海钠，成为钠离子电池产业的早期投资人。2020 年又加大了投资力度，助推钠离子电池材料的产业化。截至 2022Q3，公司及集团合计持有中科海钠 15.53% 股份，为第二大股东。2021 年，双方在太原综改区合资成立了华钠铜能和华钠碳能，推进千吨级钠离子电池材料产业化。2022 年初，由华阳股份投资、中科海钠提供技术支持的华钠芯能落地阳泉开发区，2022 年 9 月即实现电芯投产。中科海钠技术具有先发优势：中科海钠在国内外钠离子电池研发领域处于领先地位，其研发团队早在 2010 年即开始钠离子电池的技术积累。公司与中科海钠采用铜基层状氧化物+软碳负极技术路线，具有成本优势，同时，钠离子电池产业化具有明显的先发优势。

### ● 钠离子电池市场广阔，公司扩产可期

**2030 年或超 135GWh：**低速电动车：我们测算 2025/2030 年钠离子电池在低速车（两轮电动车和 A00 级电动车）领域的需求为 16/51GWh；储能：预计在电力储能领域 2025/2030 年新增需求量分别为 19/68GWh；重卡：新能源重卡市场需求高速增长，我们预计 2025/2030 年新增需求量分别为 4/16GWh；此外，钠离子电池在备用电池（数据中心、通信电源、UPS 等）、汽车启动等场景也具有广阔的市场前景。**10GWh 扩产或可期：**2022 年 9 月 30 日，公司与中科海钠还签署了万吨级钠离子电池正、负极材料合作框架协议，我们预计公司下一步钠离子电池扩产规模有望达 10GWh。

● **风险提示：**煤价下跌超预期；新产能不及预期；新业务转型进度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,181	38,007	34,031	35,413	38,909
YOY(%)	-4.5	21.9	-10.5	4.1	9.9
归母净利润(百万元)	1,505	3,534	6,071	6,563	7,497
YOY(%)	-11.5	134.8	71.8	8.1	14.2
毛利率(%)	16.9	36.1	42.7	43.3	43.9
净利率(%)	4.8	9.3	17.8	18.5	19.3
ROE(%)	6.4	17.4	24.0	22.0	21.3
EPS(摊薄/元)	0.63	1.47	2.52	2.73	3.12
P/E(倍)	29.2	12.4	7.2	6.7	5.9
P/B(倍)	2.6	2.3	1.8	1.5	1.3

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	15417	22762	27869	35085	40686
现金	8535	16068	20920	28126	33055
应收票据及应收账款	3322	2346	2729	2552	3250
其他应收款	543	56	80	62	94
预付账款	355	224	294	245	348
存货	681	643	420	675	514
其他流动资产	1981	3425	3425	3425	3425
<b>非流动资产</b>	42066	43463	40691	39384	38800
长期投资	1052	1217	1471	1720	1968
固定资产	25421	23834	23149	22818	22682
无形资产	5295	4863	4596	4287	4017
其他非流动资产	10298	13550	11474	10560	10132
<b>资产总计</b>	57483	66226	68559	74469	79486
<b>流动负债</b>	25396	32080	30108	32205	32419
短期借款	7363	9622	9622	9622	9622
应付票据及应付账款	11023	11858	11079	12552	13110
其他流动负债	7011	10600	9407	10031	9686
<b>非流动负债</b>	6082	9728	7924	6260	4658
长期借款	4319	7513	5709	4046	2444
其他非流动负债	1763	2215	2215	2215	2215
<b>负债合计</b>	31478	41808	38032	38465	37077
少数股东权益	2321	3030	4271	5613	7147
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积	119	86	86	86	86
留存收益	13032	15476	19864	24607	30025
<b>归属母公司股东权益</b>	23684	21388	26256	30390	35263
负债和股东权益	57483	66226	68559	74469	79486

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3967	8464	8299	12417	10905
净利润	1662	4256	7312	7905	9031
折旧摊销	2228	2286	1985	2079	2200
财务费用	413	740	682	462	247
投资损失	-570	-107	-115	-110	-110
营运资金变动	-598	-1623	-1561	2086	-458
其他经营现金流	833	2912	-4	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	-4582	-2272	907	-658	-1502
资本支出	2148	1671	-3027	-1555	-833
长期投资	0	-192	-254	-250	-249
其他投资现金流	-2434	-793	-2374	-2463	-2583
<b>筹资活动现金流</b>	2916	752	-4354	-4553	-4474
短期借款	4305	2260	0	0	0
长期借款	903	3195	-1804	-1663	-1602
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	-2549	-2890	-2872
<b>现金净增加额</b>	2300	6943	4852	7205	4929

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	31181	38007	34031	35413	38909
营业成本	25913	24282	19496	20086	21812
营业税金及附加	1242	2270	2033	2115	2324
营业费用	94	108	96	100	110
管理费用	1104	1324	1180	1249	1363
研发费用	245	341	306	318	349
财务费用	413	740	682	462	247
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	10710	11561	13186
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	10571	11427	13054
所得税	281	1897	3258	3522	4024
<b>净利润</b>	1662	4256	7312	7905	9031
少数股东损益	157	723	1242	1342	1533
<b>归属母公司净利润</b>	1505	3534	6071	6563	7497
EBITDA	4696	9175	13109	13877	15448
EPS(元)	0.63	1.47	2.52	2.73	3.12

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	-10.5	4.1	9.9
营业利润(%)	-16.2	287.2	42.2	7.9	14.1
归属于母公司净利润(%)	-11.5	134.8	71.8	8.1	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.9	36.1	42.7	43.3	43.9
净利率(%)	4.8	9.3	17.8	18.5	19.3
ROE(%)	6.4	17.4	24.0	22.0	21.3
ROIC(%)	5.8	11.4	17.4	17.5	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.8	63.1	55.5	51.7	46.6
净负债比率(%)	15.4	17.8	-9.8	-32.9	-43.3
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1
<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	2.52	2.73	3.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.52	3.45	5.16	4.53
每股净资产(最新摊薄)	6.96	8.07	10.09	11.81	13.84
<b>估值比率</b>					
P/E	29.2	12.4	7.2	6.7	5.9
P/B	2.6	2.3	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.7	5.6	3.5	2.7	2.1

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