

无烟煤

华阳股份（600348.SH）

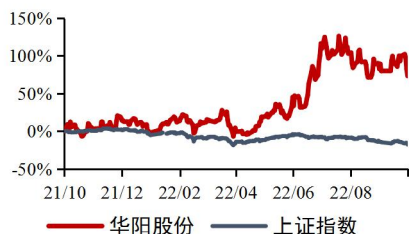
买入-A(维持)

三季报点评：业绩符合预期，钠电产业链稳步推进

2022年10月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月28日

收盘价（元）：	17.59
年内最高/最低（元）：	23.88/9.57
流通A股/总股本（亿）：	24.05/24.05
流通A股市值（亿）：	423.04
总市值（亿）：	423.04

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益：	2.06
摊薄每股收益：	2.06
每股净资产（元）：	12.21
净资产收益率：	19.18

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

杨立宏

执业登记编码：S0760522090002

邮箱：yanglihong@sxzq.com

事件描述

➢ 2022年10月29日，公司发布三季报。前三季度公司实现营业收入263.64亿元，同比减少5.86%；实现归母净利润49.59亿元，同比增长116.46%。三季度单季公司实现营业收入80.30亿元，同比减少11.91%，环比减少13.99%；实现归母净利润16.36亿元，同比增长43.63%，环比减少19.05%。

事件点评

➢ 成本不断降低，盈利保持高位。公司业绩基本符合预期，三季度营收环比降低或与报告期内部分煤矿停产有关。但考虑到停产时间较短，预计对全年影响有限。公司一季度超前部署采掘面，随后成本连续两个季度持续下降，贡献盈利水平。从单季度来看，2022年Q1-Q3公司毛利率分别实现34%、46%、43%，净利率分别实现14%、22%、20%，三季度盈利保持高位；受益成本因素，2022年三季度单季公司盈利指标均好于去年同期。考虑到四季度公司将持续追赶产量和动力煤旺季来临，预计四季度业绩具备环比改善的条件。

➢ 钠离子电芯投产，未来前景广阔。公司联手中科海钠布局钠离子电池全产业链。近期碳酸锂价格再度攀升，强化钠离子电池经济性优势。2022年9月底，公司1GWh钠离子电芯产线（全球首条）顺利投产。预计项目满产后，圆柱钢壳钠离子电芯将达到4000万只/年、方形铝壳钠离子电芯将达到98万只/年。产品将适用于储能电池、动力电池（轻型电动车、乘用车、重卡等）、备用电池（数据中心、通信电源、UPS等）和汽车启动等场景，有望替代铅酸电池和替补锂电池，市场前景广阔。

投资建议

➢ 公司煤炭业务贡献业绩，钠离子电池发展空间广阔，预计公司2022-2024年分别实现收入403.88/432.62/449.79亿元，归母净利润分别为60.34/70.98/77.71亿元，分别同增70.7%/17.6%/9.5%，对应PE 8/7/6X，维持公司“买入-A”评级。

风险提示

➢ 煤炭价格大幅下跌，公司新矿投产和产能核增不及预期，碳酸锂价格大幅下跌导致钠离子电池市场空间缩小，钠离子电池项目建设和生产进度低于预期，其他转型项目受阻。

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	40,388	43,262	44,979



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

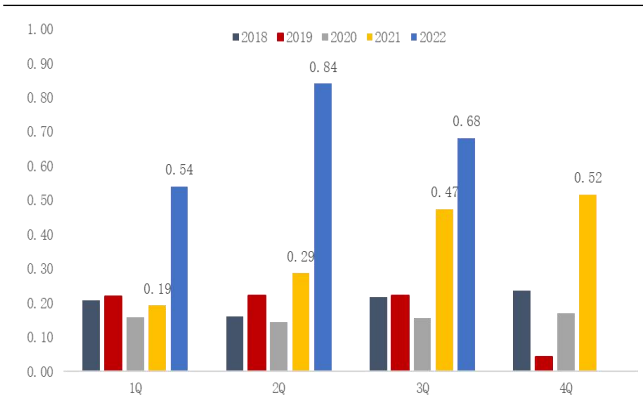
1



	YoY(%)	-4.5	21.9	6.3	7.1	4.0
净利润(百万元)		1,505	3,534	6,034	7,098	7,771
	YoY(%)	-11.5	134.8	70.7	17.6	9.5
毛利率(%)		16.9	36.1	37.9	38.5	38.3
EPS(摊薄/元)		0.63	1.47	2.51	2.95	3.23
ROE(%)		6.4	17.4	20.6	20.7	19.6
P/E(倍)		30.6	13.1	7.6	6.5	5.9
P/B(倍)		2.8	2.4	1.9	1.6	1.3
净利率(%)		4.8	9.3	14.9	16.4	17.3

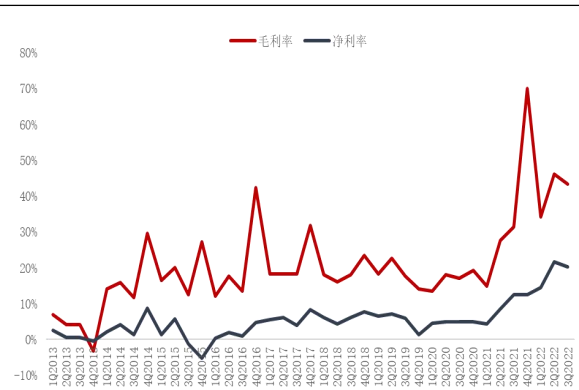
数据来源：最闻，山西证券研究所

图 1：18Q1-22Q3 华阳股份单季 EPS（元/股）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：13Q1-22Q3 华阳股份单季毛利率和净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：华阳股份钠离子电池项目投产进度

时间	钠离子电池项目投产进度
2021 年 4 月	拟投资 8000 万元，成立山西华纳碳能科技有限责任公司，生产 2000 吨钠离子电池正极材料。
2021 年 4 月	拟投资 6000 万元，生产 2000 吨钠离子电池负极材料。
2021 年 6 月	发布全球首套 1MWH 钠离子电池储能柜。
2021 年 12 月	钠离子电池正极材料生产项目累计投入 4500 万元，负极材料生产项目累计投入 3500 万元。
2021 年 12 月	1GWH 钠离子 Pack 电池生产线建设项目可研报告获得通过。
2022 年 3 月	正负极项目完成生产线设备调试。
2022 年 3 月	正负极项目正式进入试生产阶段。
2022 年 7 月	钠离子电池 pack 生产线开工。
2022 年 8 月	万吨级钠离子电池正极材料项目审批通过。
2022 年 9 月	1GWH 钠离子电芯生产线（全球首条）正式投产。项目满产后，圆柱钢壳钠离子电芯将达到 4000 万只/年、方形铝壳钠离子电芯将达到 98 万只/年。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15417	22762	26084	30139	35123
现金	8535	16068	17284	22845	25952
应收票据及应收账款	3322	2346	3677	2774	3933
预付账款	355	224	391	268	417
存货	681	643	725	725	788
其他流动资产	2525	3481	4006	3527	4033
非流动资产	42066	43463	43816	44269	43554
长期投资	1052	1217	1461	1706	1951
固定资产	25421	23834	25332	26720	26902
无形资产	5295	4863	4596	4287	4017
其他非流动资产	10298	13550	12427	11555	10684
资产总计	57483	66226	69900	74408	78678
流动负债	25396	32080	32417	33366	33902
短期借款	7363	9622	9622	9622	9622
应付票据及应付账款	11023	11858	11795	13281	12878
其他流动负债	7011	10600	11000	10463	11401
非流动负债	6082	9728	8234	6746	5122
长期借款	4319	7513	6019	4532	2908
其他非流动负债	1763	2215	2215	2215	2215
负债合计	31478	41808	40651	40112	39024
少数股东权益	2321	3030	3030	3030	3030
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积	119	86	86	86	86
留存收益	13032	15476	19458	24143	29272
归属母公司股东权益	23684	21388	26219	31266	36624
负债和股东权益	57483	66226	69900	74408	78678

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	8398	13199	10165
净利润	1662	4256	6034	7098	7771
折旧摊销	2228	2286	2067	2312	2527
财务费用	413	740	1518	1453	1323
投资损失	-570	-107	-110	-110	-110
营运资金变动	-598	-1623	-1106	2450	-1342
其他经营现金流	833	2912	-5	-5	-5
投资活动现金流	-4582	-2272	-2304	-2651	-1697
筹资活动现金流	2916	752	-4877	-4988	-5361
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.47	2.51	2.95	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.52	3.49	5.49	4.23
每股净资产(最新摊薄)	6.96	8.07	10.08	12.18	14.40

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31181	38007	40388	43262	44979
营业成本	25913	24282	25101	26611	27761
营业税金及附加	1242	2270	2019	2163	2249
营业费用	94	108	121	130	135
管理费用	1104	1324	1414	1514	1574
研发费用	245	341	404	433	450
财务费用	413	740	1518	1453	1323
资产减值损失	-63	-1200	-808	-433	0
公允价值变动收益	0	4	5	5	5
投资净收益	570	107	110	110	110
营业利润	1945	7531	9119	10640	11602
营业外收入	42	105	1	1	1
营业外支出	44	1483	500	500	500
利润总额	1943	6153	8619	10141	11102
所得税	281	1897	2586	3042	3331
税后利润	1662	4256	6034	7098	7771
少数股东损益	157	723	0	0	0
归属母公司净利润	1505	3534	6034	7098	7771
EBITDA	4646	9036	10992	12608	13603

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-4.5	21.9	6.3	7.1	4.0
营业利润(%)	-16.2	287.2	21.1	16.7	9.0
归属于母公司净利润(%)	-11.5	134.8	70.7	17.6	9.5
获利能力					
毛利率(%)	16.9	36.1	37.9	38.5	38.3
净利率(%)	4.8	9.3	14.9	16.4	17.3
ROE(%)	6.4	17.4	20.6	20.7	19.6
ROIC(%)	5.7	11.2	14.1	15.0	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	54.8	63.1	58.2	53.9	49.6
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
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	2.1	2.1	2.1
估值比率					
P/E	30.6	13.1	7.6	6.5	5.9
P/B	2.8	2.4	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	11.3	5.9	4.6	3.4	2.8

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

