

煤炭产量稳步增长，钠电领头人大有可为

- **事件：**2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年，公司实现营业收入 154.13 亿元，同比下滑 18.81%；实现归母净利润 30.12 亿元，同比下滑 9.38%；实现扣非归母净利润 29.92 亿元，同比下滑 9.48%。
- **23Q2 业绩环比下滑。**2023Q2，公司实现营业收入 70.33 亿元，同比下降 29.57%，环比下降 16.06%；实现归母净利润 12.85 亿元，同比下降 36.43%，环比下降 25.61%。
- **煤炭产量同比增长，销量因外购煤下降有所降低。**2023H1，公司煤炭产量完成 2376 万吨，同比增长 1.83%；外购煤炭 67 万吨，同比降低 77.36%；销量 2157 万吨，同比下降 10.92%。其中，块煤销售 216 万吨，同比降低 10.47%；喷粉煤 86 万吨，同比增长 5.17%；选末煤 1,789 万吨，同比降低 11.63%；煤泥销量 66 万吨，同比降低 10.97%。
- **价格和成本同降，煤炭盈利能力实有提升。**1) **价格方面：**2023H1，公司煤炭综合售价 627.10 元/吨，同比下降 14.87%。其中，块煤价格 1044.64 元/吨，同比降低 2.67%；喷粉煤价格 1331.76 元/吨，同比下降 11.21%；选末煤价格 552.76 元/吨，同比降低 16.85%；煤泥价格 352.19 元/吨，同比降低 3.39%。
2) **成本方面：**2023Q1，公司煤炭综合单位成本为 323.33 元/吨，同比下降 23.77%，且相比 2022 全年平均成本 364.54 元/吨进一步下降。
3) **毛利方面：**2023H1，公司吨煤毛利为 303.77 元/吨，同比上升 0.68%，吨煤毛利率为 48.44%，同比上升 6.87pct。
- **七元、泊里煤矿建设工作持续推进。**产能 500 万吨/年的七元煤矿目前仍处于在建状态，地质储量为 20.6 亿吨，以无烟煤为主，累计完成投资 33.4 亿元，该矿建设期间由于监管政策、地质条件、瓦斯预抽、采掘设备调整等方面影响，预计首采工作面出煤时间调整至 2024 年第三季度；产能 500 万吨/年的泊里煤矿仍在推进，地质储量 9.11 亿吨，累计完成投资 16.20 亿元。
- **钠电池通过国家检测，万吨级钠离子电池正负极材料开工建设。**公司的钠离子电池于 7 月通过全国首批测评，圆柱电池已实现二轮电动车商业化应用，方形产线已完成空载运行。同时，公司万吨级钠离子电池正负极材料项目于 2023 年 2 月在山西综改区潇河产业园区开工，总投资约 11.4 亿元，达产后可年产 2 万吨钠离子电池正极材料，1.2 万吨钠离子电池负极材料。
- **投资建议：**公司煤炭业务变现能力强，且公司在稳步增强主业盈利能力的同时积极推进钠电等新能源业务。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 59.37/62.11/68.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.65/1.72/1.91 元/股，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 均为 4 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，政策变化风险，在建煤矿投产进度不及预期，新能源业务进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	35042	32238	35495	37931
增长率（%）	-7.9	-8.0	10.1	6.9
归属母公司股东净利润（百万元）	7026	5937	6211	6874
增长率（%）	99.0	-15.5	4.6	10.7
每股收益（元）	1.95	1.65	1.72	1.91
PE	4	4	4	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.37 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 华阳股份 (600348.SH) 2023 年一季报点评：煤炭成本改善超预期，23Q1 业绩大幅增长-2023/04/28

2. 华阳股份 (600348.SH) 2022 年年度报告点评：煤炭盈利增强助推业绩高涨，新能源发展步入快车道-2023/04/15

3. 华阳股份 (600348.SH) 2022 年度业绩快报点评：业绩高增符合预期，关注钠离子电池投产进度-2023/03/14

4. 华阳股份 (600348.SH) 2022 年业绩预告点评：22 年业绩同比大增，煤炭和新能源业务加速发展-2023/01/20

5. 华阳股份 (600348.SH) 2022 年三季报点评：业绩同比大增，钠离子业务加速发展-2022/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	35042	32238	35495	37931
营业成本	18773	18261	20756	21153
营业税金及附加	2434	2224	2485	2731
销售费用	115	129	142	190
管理费用	1356	1257	1384	1593
研发费用	232	258	284	379
EBIT	11925	10150	10489	11914
财务费用	497	465	422	415
资产减值损失	-21	-23	-26	-26
投资收益	72	161	177	190
营业利润	11550	9827	10221	11666
营业外收支	-719	-710	-684	-717
利润总额	10831	9117	9537	10949
所得税	2866	2370	2480	2956
净利润	7965	6746	7058	7993
归属于母公司净利润	7026	5937	6211	6874
EBITDA	14350	12605	13135	14755

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17435	22556	25545	31595
应收账款及票据	1839	1678	1848	1975
预付款项	420	365	415	423
存货	698	728	827	843
其他流动资产	1333	1283	1366	1428
流动资产合计	21725	26610	30001	36264
长期股权投资	1246	1407	1585	1774
固定资产	23244	26618	29827	33033
无形资产	6322	6307	6298	6289
非流动资产合计	48195	50305	52291	54286
资产合计	69920	76915	82292	90550
短期借款	4791	4291	3791	3846
应付账款及票据	11026	10556	11999	12228
其他流动负债	9296	8877	8427	8704
流动负债合计	25113	23724	24217	24779
长期借款	10047	13047	13047	15047
其他长期负债	5147	5477	5977	6477
非流动负债合计	15194	18525	19025	21525
负债合计	40308	42249	43242	46303
股本	2405	3608	3608	3608
少数股东权益	3214	4024	4870	5990
股东权益合计	29612	34666	39051	44247
负债和股东权益合计	69920	76915	82292	90550

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.86	-8.00	10.10	6.86
EBIT 增长率	27.43	-14.89	3.34	13.59
净利润增长率	98.95	-15.50	4.62	10.68
盈利能力 (%)				
毛利率	46.43	43.36	41.52	44.23
净利润率	20.05	18.42	17.50	18.12
总资产收益率 ROA	10.05	7.72	7.55	7.59
净资产收益率 ROE	26.61	19.37	18.17	17.97
偿债能力				
流动比率	0.87	1.12	1.24	1.46
速动比率	0.80	1.05	1.16	1.39
现金比率	0.69	0.95	1.05	1.28
资产负债率 (%)	57.65	54.93	52.55	51.14
经营效率				
应收账款周转天数	19.15	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	13.57	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	0.51	0.44	0.45	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.95	1.65	1.72	1.91
每股净资产	7.32	8.49	9.47	10.60
每股经营现金流	2.76	2.73	3.61	3.49
每股股利	0.88	0.74	0.78	0.86
估值分析				
PE	4	4	4	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.05	2.34	2.25	2.00
股息收益率 (%)	11.90	10.06	10.52	11.64
现金流量表 (百万元)				
净利润	7965	6746	7058	7993
折旧和摊销	2425	2455	2646	2841
营运资金变动	-1909	-819	1835	164
经营活动现金流	9970	9864	13038	12577
资本开支	-4549	-5088	-5092	-5315
投资	-21	0	0	0
投资活动现金流	-4964	-5078	-5092	-5315
股权募资	0	0	0	0
债务募资	683	2914	-1366	2555
筹资活动现金流	-3489	336	-4957	-1211
现金净流量	1528	5121	2989	6050

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026