

## 华阳股份（600348.SH）降本增效托底业绩，新能源、新材料转型加速

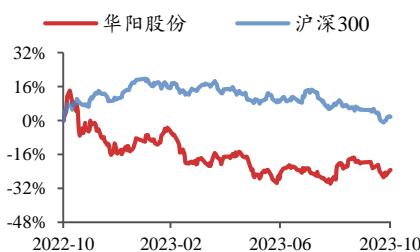
2023年11月14日

——公司三季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/14
当前股价(元)	8.11
一年最高最低(元)	18.64/7.33
总市值(亿元)	292.57
流通市值(亿元)	292.57
总股本(亿股)	36.08
流通股本(亿股)	36.08
近3个月换手率(%)	60.5

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《降本增效成果显著，新能源、新材料转型加速—公司半年报点评报告》  
-2023.8.28

《成本下降 Q1 业绩高增，新能源、新材料转型加速—公司 2023 年一季报点评报告》-2023.4.29

《全年业绩同比高增，新能源、新材料转型加速—公司年报点评报告》  
-2023.4.16

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

## ● 降本增效托底业绩，新能源、新材料转型加速。维持“买入”评级

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 216.5 亿元，同比-20.7%，实现归母净利润 42.7 亿元，同比-13.9%；Q3 实现营业收入 62.4 亿元，环比-11.3%，实现归母净利润 12.6 亿元，环比-1.9%。前三季度煤炭价格下滑导致盈利能力减弱，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 57.3/62.7/66.2（前值 61.5/66.0/69.3）亿元，同比-18.4%/+9.4%/+5.5%；EPS 为 1.59/1.74/1.83 元，对应当前股价 PE 为 4.6/4.2/4.0 倍。公司有合计 1000 万吨在建矿井将于未来投产，煤炭产能仍有增量，同时钠离子电池、光伏组件、飞轮储能及碳纤维等新能源新材料业务进展顺利，新型 26700 型钠离子电池通过产业测评，未来转型大有可为，维持“买入”评级。

## ● 前三季度量价拖累业绩，Q3 降本增效利润回升

前三季度量价齐跌致利润下降。2023 年前三季度公司煤炭产/销量 3488/3160 万吨，同比+1.9%/-10.0%，煤炭综合售价/成本 607/304 元/吨，同比-13.4%/-24.3%，吨毛利 303 元/吨，同比+1.2%，吨煤盈利能力虽有所提升，但板块利润被销量拖累，实现板块毛利 95.6 亿元，同比-8.9%。单季度看，Q3 成本大降吨毛利提升，抬升煤炭板块利润。Q3 煤炭产/销量 1112/1003 万吨，环比-8.8%/-7.7%，煤炭综合售价/成本 564/264 元/吨，环比-1.9%/-13.4%，吨毛利 300 元/吨，环比+10.9%，虽然煤炭产销量大减，但由于吨煤利润提升 Q3 实现板块毛利 30 亿元，环比+2.4%。

## ● 钠离子电池通过测评，新能源、新材料转型加速落地

钠离子电池通过测评：第二届钠离子电池产业链与标准发展论坛上，全国首批钠离子电池测评通过名单公布，华阳集团旗下华纳芯能所生产的 NaCR26700-30ME 型钠离子电池成功通过测评，钠离子电池业务进展顺利。2022 年 9 月 30 日公司 1GWh 钠离子电芯生产线正式投产，项目包括钠离子电池（圆柱钢壳）生产线 1 条和钠离子电池（方形铝壳）生产线 1 条，两条生产线产能共计 1GWh/年。2023 年 2 月，公司 2 万吨钠离子电池正极材料和 1.2 万吨钠离子电池负极材料项目开工奠基，达产后钠离子电池规模达 10GWh。此外 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线已建成投产，同时加紧建设钠离子电池+飞轮储能独立共享储能电站。光伏组件：目前公司 4 条生产线（2GW）具备生产能力，2022 年产量 343MW，收入 4.9 亿元。飞轮储能：年产能达 200 台套，2022 年生产 26 套，销售 14 套。布局碳纤维赛道：2023 年 1 月 7 日，公司拟设立合资公司，规划推动一期 200 吨/年 T1000 高性能碳纤维示范研发项目落地。公司致力于助推新能源、新材料产业集群化规模化发展。

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

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,033	35,042	29,899	31,512	32,965
YOY(%)	22.0	-7.9	-14.7	5.4	4.6
归母净利润(百万元)	3,531	7,026	5,734	6,272	6,619
YOY(%)	134.6	99.0	-18.4	9.4	5.5
毛利率(%)	36.1	46.4	43.3	42.7	42.2
净利率(%)	9.3	20.0	19.2	19.9	20.1
ROE(%)	17.4	26.9	18.0	16.5	14.8
EPS(摊薄/元)	0.98	1.95	1.59	1.74	1.83
P/E(倍)	7.5	3.8	4.6	4.2	4.0
P/B(倍)	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22817	21725	31150	39637	42618	<b>营业收入</b>	38033	35042	29899	31512	32965
现金	16074	17435	27448	35038	38639	营业成本	24307	18773	16954	18067	19054
应收票据及应收账款	2347	1839	1732	2032	1906	营业税金及附加	2270	2434	2077	2189	2290
其他应收款	104	63	57	69	62	营业费用	108	115	98	103	108
预付账款	224	420	130	449	156	管理费用	1324	1356	1085	1144	1204
存货	643	698	513	778	584	研发费用	341	232	198	209	219
其他流动资产	3425	1270	1270	1270	1270	财务费用	740	497	211	-94	-330
<b>非流动资产</b>	43463	48195	42020	41848	41255	资产减值损失	-1200	-21	428	264	224
长期投资	1217	1246	1355	1463	1570	其他收益	191	138	160	163	153
固定资产	23834	23244	20359	21413	21882	公允价值变动收益	4	57	57	57	57
无形资产	4863	6322	6220	6200	6126	投资净收益	107	72	93	85	88
其他非流动资产	13549	17383	14087	12773	11676	资产处置收益	-1	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	66280	69920	73170	81485	83873	<b>营业利润</b>	7529	11550	9158	9936	10497
<b>流动负债</b>	32087	25113	24071	27866	25417	营业外收入	105	42	62	63	68
短期借款	9622	4791	4791	4791	4791	营业外支出	1483	761	200	200	200
应付票据及应付账款	11863	11026	8919	12336	10080	<b>利润总额</b>	6151	10831	9019	9798	10365
其他流动负债	10602	9296	10360	10739	10545	所得税	1897	2866	2518	2688	2860
<b>非流动负债</b>	9728	15194	11783	9192	6525	<b>净利润</b>	4254	7965	6501	7110	7504
长期借款	7513	12730	9319	6728	4061	少数股东损益	723	939	767	839	885
其他非流动负债	2215	2464	2464	2464	2464	<b>归属母公司净利润</b>	3531	7026	5734	6272	6619
<b>负债合计</b>	41815	40308	35854	37058	31942	EBITDA	9173	14031	11563	12175	12733
少数股东权益	3030	3214	3981	4819	5704	EPS(元)	0.98	1.95	1.59	1.74	1.83
股本	2405	2405	3608	3608	3608						
资本公积	136	67	67	67	67	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	15474	21095	27596	34706	42211	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	21435	26398	33335	39607	46226	营业收入(%)	22.0	-7.9	-14.7	5.4	4.6
负债和股东权益	66280	69920	73170	81485	83873	营业利润(%)	287.0	53.4	-20.7	8.5	5.6
						归属于母公司净利润(%)	134.6	99.0	-18.4	9.4	5.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.1	46.4	43.3	42.7	42.2
						净利率(%)	9.3	20.0	19.2	19.9	20.1
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	17.4	26.9	18.0	16.5	14.8
<b>经营活动现金流</b>	8470	9970	6931	11955	7597	ROIC(%)	11.4	18.3	13.6	13.4	12.9
净利润	4254	7965	6501	7110	7504	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	2286	2381	2059	2182	2397	资产负债率(%)	63.1	57.6	49.0	45.5	38.1
财务费用	740	497	211	-94	-330	净负债比率(%)	17.7	10.0	-25.5	-44.9	-50.6
投资损失	-107	-72	-93	-85	-88	流动比率	0.7	0.9	1.3	1.4	1.7
营运资金变动	-1618	-1909	-1690	2899	-1829	速动比率	0.6	0.8	1.2	1.3	1.6
其他经营现金流	2914	1108	-57	-57	-57	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-2272	-4964	4266	-1868	-1658	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
资本支出	1671	4554	-6284	-279	-701	应收账款周转率	13.4	16.7	16.7	16.7	16.7
长期投资	-192	-21	-109	-106	-107	应付账款周转率	2.1	1.6	1.7	1.7	1.7
其他投资现金流	-793	-431	-2127	-2253	-2466	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	752	-3489	-1184	-2497	-2337	每股收益(最新摊薄)	0.98	1.95	1.59	1.74	1.83
短期借款	2260	-4831	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	2.76	1.92	3.31	2.11
长期借款	3195	5217	-3411	-2591	-2667	每股净资产(最新摊薄)	5.39	7.04	8.63	10.37	12.20
普通股增加	0	0	1203	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	18	-70	0	0	0	P/E	7.5	3.8	4.6	4.2	4.0
其他筹资现金流	-4720	-3805	1024	94	330	P/B	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6
<b>现金净增加额</b>	6949	1528	10014	7590	3601	EV/EBITDA	3.7	2.3	1.8	1.0	0.5

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 (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，属于商业秘密材料，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形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9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