

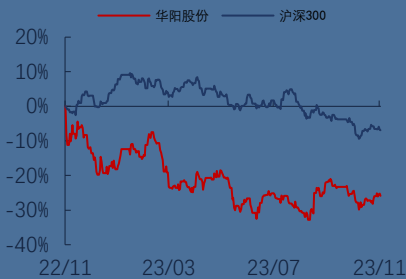


Research and
Development Center

华阳股份：立足煤炭主业，积极转型发展

—公司首次覆盖报告

2023年11月27日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
华阳股份 (600348. SH)
投资评级 买入


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	8.3
52周内股价	7.33-11.31
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅	3.49%
(%)	
总股本(亿股)	36.08
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	299

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

华阳股份：立足煤炭主业，积极转型发展

2023年11月27日

内容提要：

- ◆ **公司坚持煤炭主业，积极培育新能源产业。**公司经山西省政府于1999年批准成立，并于2003年在上交所挂牌上市，位于山西省晋东煤炭基地，是我国目前无烟煤主要生产企业之一。公司坚持煤炭主业，在做强、做优、做精、做细煤炭主业的同时，积极培育钠离子电池、飞轮储能、光伏产业等新能源产业，逐步构建起传统能源与新能源一体化发展的产业格局，实现企业的可持续发展。
- ◆ **无烟煤广泛应用于化工、冶金和电力等行业，山西省是我国无烟煤的主要生产基地。**通常无烟煤按照粒度可以分为块煤、粉煤和末煤，其中块煤主要用于合成氨、尿素等化工产品的原料煤，粉煤主要用于冶金行业高炉喷吹煤，末煤主要用于电力行业燃料煤。我国无烟煤资源集中于山西、贵州等地，占全国煤炭资源储量的13%。山西省是我国无烟煤主要产区，其无烟煤储量占全国比重39.6%，2023年1-9月累计生产无烟煤1.87亿吨，占全国无烟煤产量的64%。山西无烟煤主要产于沁水煤田的晋城矿区和阳泉矿区，其中晋城矿区无烟煤成块率较高，煤质略好于阳泉矿区，阳泉矿区无烟煤成块率较低，用作发电的末煤较多。
- ◆ **公司煤炭储量丰富，核定产能为3590万吨/年，产品以末煤为主。**公司煤炭资源丰富，截至2022年底，公司煤炭资源储量31.72亿吨，可采储量15.02亿吨，共有八个主要的在产矿井，核定产能为3590万吨/年，权益产能为3100万吨/年。2018年以来，公司自产煤产量基本保持稳定状态，煤炭销量呈下降态势，主要是由于山西省煤炭企业整合逐步落地，华阳新材料下属除本公司外其余煤炭子公司陆续移交管理权，公司不再从华阳新材料及其子公司采购煤炭。2023年1-6月，公司实现煤炭产量2376万吨，其中用作火力发电的末煤产量最多，占比达83%。值得注意的是，过去几年公司煤炭产量均高于核定产能，我们认为在当前安全监管形势趋严的背景下，需要对公司产量情况保持关注。
- ◆ **公司煤炭业务增储上产，产能和储量将迎来显著增长。**当前公司拥有七元矿和泊里矿两座在建矿井，其中七元煤矿核定产能500万吨/年，拥有煤炭可采储量12.2亿吨，公司预计2024年三季度首采工作面出煤，我们预计七元矿有望于2025年开始贡献较多产量；泊里煤矿核定产能500万吨/年，拥有煤炭可采储量5.5亿吨，我们预计泊里矿有望于2026年开始贡献产量。随着七元矿和泊里矿的投产，将增加公司煤炭产能1000万吨/年，较当前产能增长28%；同时煤炭可采储量将增加17.7亿吨，较当前可采储量增长117%，有望提高公司服务年限。未来公司将继续做强做优煤炭主业，积极规划取得相应煤炭资源，保持煤炭业务稳步增长态势。
- ◆ **公司围绕国家新能源行业战略布局，转型发展钠离子电池、光伏组件和飞轮储能三大产业。**钠离子电池方面，公司以全产业链钠离子电池生产基地为目标培育发展正负极材料项目、电芯项目和电池项目，其中正负极材料项目是钠电池核心环节，由公司与中科海纳合作完成。相比锂电池，钠电池能量密度较弱，但其成本优势较为突出。因此，钠离子电池在低速交通工具和大型储能设备方面有望率先实现商业化应用。公司已于2023年8月举行全球首批钠离子电池电动二轮车商业化应用发布会，并于10月正式完成100组电动二轮车钠离子电池组首批订单交付。未来公司将继续加强钠离子电池产业投资，在圆柱电池

已逐步开启商业化的基础上，加快方柱电池落地，尽快使方柱电池满足储能要求。光伏组件和飞轮储能方面，由于当前光伏组件生产环节面临较为激烈的竞争，以及飞轮储能技术尚未明显突破，公司将审慎考虑光伏项目和飞轮储能项目的投资扩张，以保有当前业务体量为主。

- ◆ **投资建议：**我们认为华阳股份作为国内无烟煤行业龙头，煤炭资产较为优异、成本管控能力较强，叠加公司产能和煤炭资源储量内生性增长，企业稳健经营的同时又具有高增长潜力。与此同时，公司当前处于低估值状态，未来有望迎来估值修复。截至 11 月 24 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 56.68/61.72/68.94 亿元；EPS 分别为 1.57/1.71/1.91 元/股；对应 PE 为 5.28/4.85/4.34 倍；对应 PB 为 0.97/0.81/0.68 倍。我们看好公司未来产量增长带动下的盈利能力上升，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期；发生重大煤炭安全事故风险；安全监管趋严导致产量下滑风险；新材料业务转型发展的不确定性风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38,033	35,042	29,643	30,131	31,273
同比(%)	22.0%	-7.9%	-15.4%	1.6%	3.8%
归属母公司净利润	3,531	7,026	5,668	6,172	6,894
同比(%)	134.6%	99.0%	-19.3%	8.9%	11.7%
毛利率(%)	36.1%	46.4%	40.8%	42.7%	44.7%
ROE (平均) (%)	16.5%	26.6%	18.4%	16.6%	15.6%
EPS (摊薄) (元)	0.98	1.95	1.57	1.71	1.91
P/E	8.48	4.26	5.28	4.85	4.34
P/B	1.40	1.13	0.97	0.81	0.68
EV/EBITDA	2.74	2.51	2.94	2.30	1.72

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：截至 2023 年 11 月 24 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

投资聚焦.....	6
一、立足煤炭主业，布局新能源业务.....	7
1.1 公司股权结构.....	7
1.2 公司经营概况.....	8
二、国内最大的无烟煤上市企业.....	11
2.1 山西是我国无烟煤主要生产基地.....	11
2.2 公司煤炭储量丰富，产品以末煤为主.....	14
三、煤炭业务内生增长，布局新能源转型发展.....	17
3.1 煤炭业务增储上产，服务年限大幅提升.....	17
3.2 布局新能源产业，积极转型发展.....	18
四、盈利预测与估值.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 绝对估值.....	22
4.3 相对估值.....	23
投资建议.....	24
风险因素.....	25

表目录

表 1: 无烟煤分类目录及质量指标.....	13
表 2: 2022 年华阳股份煤炭资源储量 (亿吨).....	15
表 3: 2022 年华阳股份煤炭产能 (万吨/年).....	15
表 4: 公司在建煤矿基本信息.....	17
表 5: 公司钠离子正负极材料项目.....	19
表 6: 公司钠离子电芯和 PACK 电池项目.....	19
表 7: 公司光伏组件项目情况.....	20
表 8: 华阳股份主要预测假设.....	21
表 9: 华阳股份主要财务数据预测.....	22
表 10: 华阳股份 DCF 主要参数假设及估值结果.....	22
表 11: 绝对估值法敏感性测算 (元/股).....	23
表 12: 可比公司盈利预测与估值.....	23

图目录

图 1: 华阳股份股权结构.....	7
图 2: 华阳股份业务范围.....	8
图 3: 2018-2023Q3 公司营业收入及增速 (亿元).....	8
图 4: 2018-2023Q3 公司归母净利润及增速 (亿元).....	8
图 5: 2018-2023H1 公司营业收入结构 (亿元).....	9
图 6: 2018-2023H1 公司毛利结构 (亿元).....	9
图 7: 2018-2023Q3 公司期间费率变动情况 (亿元).....	9
图 8: 2018-2022 公司减值损失情况 (亿元).....	9
图 9: 2018-2023Q3 公司盈利能力变动情况.....	10
图 10: 2018-2023Q3 资产负债率和有息债务率.....	10
图 11: 2018-2023Q3 公司有息债务及债务利率 (亿元).....	10
图 12: 2016-2023Q3 公司现金流情况 (亿元).....	11
图 13: 2018-2022 公司分红率与股息率.....	11
图 14: 2022 年我国无烟煤保有资源储量占比.....	11
图 15: 2022 年各省无烟煤储量占比.....	11
图 16: 2016-2023 年 9 月全国无烟煤产量 (亿吨).....	12
图 17: 2023 年 1-9 月各省无烟煤产量占比情况.....	12
图 18: 2017-2023 年 9 月全国无烟煤进口量 (万吨).....	12
图 19: 2023 年 1-9 月无烟煤进口量各国占比情况.....	12
图 20: 2023 年 1-11 月合成氨及尿素价格走势 (元/吨).....	13
图 21: 2019-2023 年 11 月阳泉无烟块煤价格 (元/吨).....	13
图 22: 2021-2023 年 11 月全国高炉开工率 (247 家).....	14
图 23: 2019-2023 年 11 月阳泉喷吹煤价格 (元/吨).....	14
图 24: 2019-2023 年 10 月我国火力发电量.....	14
图 25: 2019-2023 年 11 月阳泉无烟末煤价格 (元/吨).....	14
图 26: 2018-2023H1 公司煤炭产量 (万吨).....	16
图 27: 2023 年 1-6 月公司自产煤产量占比结构.....	16

图 28: 2018-2023H1 公司煤炭销量 (万吨)	16
图 29: 2018-2023H1 煤炭销量占比结构	16
图 30: 2018-2023H1 公司不同煤炭品种销售均价、成本和毛利率情况 (元/吨)	17
图 31: 在建煤矿投产增厚公司储量 (亿吨)	18
图 32: 在建煤矿投产增厚公司产能 (万吨/年)	18
图 33: 华阳股份新能源业务情况	18
图 34: 钠离子电池成本优势突出	20
图 35: 钠离子电池能量密度低于锂电池	20
图 36: 华阳股份 PE-Band.....	23
图 37: 华阳股份 PB-Band	23

投资聚焦

公司坚持煤炭主业，积极培育新能源产业。公司经山西省政府于 1999 年批准成立，并于 2003 年在上交所挂牌上市，位于山西省晋东煤炭基地，是我国目前无烟煤主要生产企业之一。公司坚持煤炭主业，在做强、做优、做精、做细煤炭主业的同时，积极培育钠离子电池、飞轮储能、光伏产业等新能源产业，逐步构建起传统能源与新能源一体化发展的产业格局，实现企业的可持续发展。

煤炭业务方面，截至 2022 年底，公司共有八个主要的在产矿井，核定产能为 3590 万吨/年，权益产能为 3100 万吨/年。2018 年以来，公司自产煤产量基本保持稳定状态，煤炭销量呈下降态势，主要是由于山西省煤炭企业整合逐步落地，华阳新材料下属除本公司外其余煤炭子公司陆续移交管理权，公司不再从阳新材料及其子公司采购煤炭。2023 年 1-6 月，公司实现煤炭产量 2376 万吨，其中用作火力发电的末煤产量最多，占比达 83%。值得注意的是，过去几年公司煤炭产量均高于核定产能，我们认为在当前安全监管形势趋严的背景下，需要对公司产量情况保持关注。**公司煤炭业务增储上产，产能和储量将迎来显著增长。**当前公司拥有七元矿和泊里矿两座在建矿井，其中七元煤矿核定产能 500 万吨/年，拥有煤炭可采储量 12.2 亿吨，公司预计 2024 年三季度首采工作面出煤，我们预计七元矿有望于 2025 年开始贡献较多产量；泊里煤矿核定产能 500 万吨/年，拥有煤炭可采储量 5.5 亿吨，我们预计泊里矿有望于 2026 年开始贡献产量。随着七元矿和泊里矿的投产，将增加公司煤炭产能 1000 万吨/年，较当前产能增长 28%；同时煤炭可采储量将增加 17.7 亿吨，较当前可采储量增长 117%，有望提高公司服务年限。未来公司将继续做强做优煤炭主业，积极规划取得相应煤炭资源，保持煤炭业务稳步增长态势。

新能源业务方面，公司积极培育钠离子电池、光伏组件和飞轮储能三大产业，其中钠电产业商业化前景较为明朗。钠离子电池方面，公司以全产业链钠离子电池生产基地为目标培育发展正负极材料项目、电芯项目和电池项目，其中正负极材料项目是钠电池核心环节，公司与中科海纳合作建成钠离子电池正负极材料 2000 吨级生产项目，并于山西省综改区潇河产业园区增加建设万吨级钠离子电池正负极材料项目。相比锂电池，钠电池能量密度较弱，但其成本优势更为突出。因此，钠离子电池在低速交通工具和大型储能设备方面有望率先实现商业化应用。公司已于 2023 年 8 月举行全球首批钠离子电池电动二轮车商业化应用发布会，并于 10 月正式完成 100 组电动二轮车钠离子电池组首批订单交付。未来公司将继续加强钠离子电池产业投资，在圆柱电池已逐步开启商业化的基础上，加快方柱电池落地，尽快使方柱电池满足储能要求。光伏组件和飞轮储能方面，由于当前光伏组件生产环节面临较为激烈的竞争，以及飞轮储能技术尚未明显突破，公司将审慎考虑光伏项目和飞轮储能项目的投资扩张，以保有当前业务体量为主。

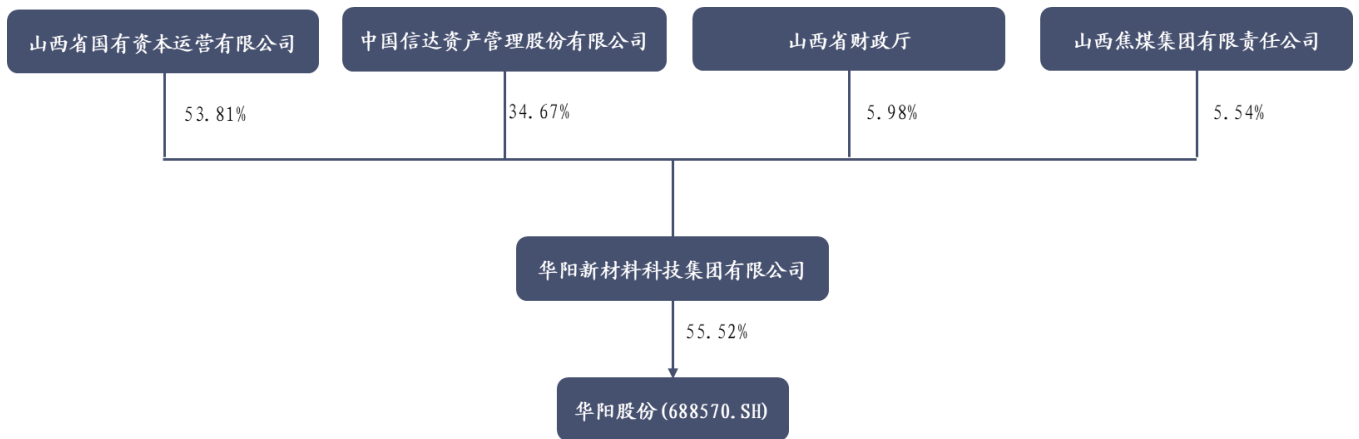
一、立足煤炭主业，布局新能源业务

1.1 公司股权结构

山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“华阳股份”），原名为山西国阳新能股份有限公司（股票简称“国阳新能”），是经山西省政府于 1999 年批准成立，并于 2003 年在上海证券交易所挂牌上市的国有控股公司。2011 年，公司名称由“山西国阳新能股份有限公司”变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”，为了更好地突出主业，公司股票简称也变更为“阳泉煤业”。随着公司转型发展布局碳基新材料业务，公司更名为“山西华阳集团新能股份有限公司”，股票简称也变更为“华阳股份”。

公司控股股东为华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳新材料”），持有上市公司股份 55.52%。华阳新材料是在阳泉矿务局基础上组建的国有大型煤炭企业集团，是我国目前无烟煤生产企业和冶金喷吹煤生产基地、无烟煤出口基地，是国家规划的 13 个大型煤炭基地—晋东煤炭基地的重要组成部分。2005 年 12 月经过企业债转股后，现已成为由山西省国资委、中国信达资产管理股份有限公司、山西省财政厅和山西焦煤集团有限责任公司共同出资组建的大型煤炭企业集团。

图 1：华阳股份股权结构



资料来源：2023 年度跟踪评级报告，信达证券研发中心。注：截至 2023 年 3 月末。

公司坚持煤炭主业，积极培育新能源产业，构建传统能源与新能源一体化发展的产业格局。公司坚持煤炭主业，在做强、做优、做精、做细煤炭主业的同时，积极培育钠离子电池、飞轮储能、光伏产业等新能源产业。逐步构建起煤炭、钠离子电池、飞轮储能、光伏产业等传统能源与新能源一体化发展的产业格局，实现企业的可持续发展。

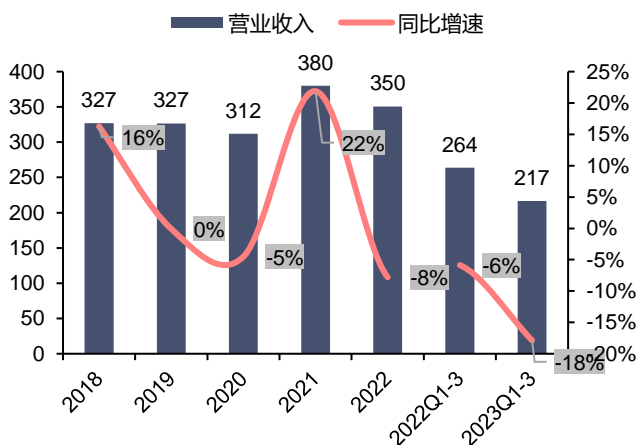
公司产品主要分为煤炭产品、电力、热力等三大类。其中：煤炭产品主要是优质无烟煤，可用于电力、化肥、冶金、机械、建材等行业；电力主要用于工业生产和居民生活；热力主要用于工业加热和城市居民供暖等。此外，公司还从事光伏设备及元器件、电池制造，飞轮储能技术及产品的研发、生产、销售、推广与服务等。

图 2：华阳股份业务范围

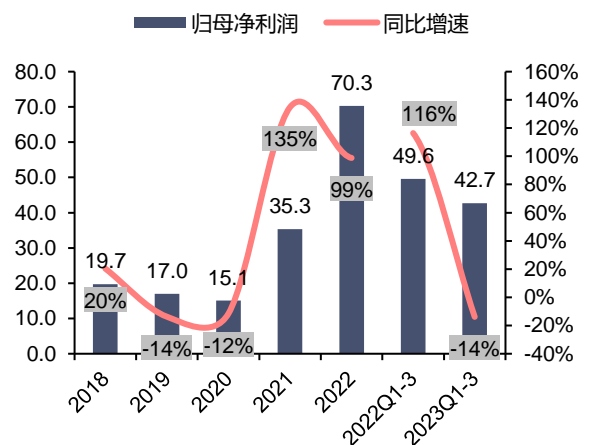

资料来源：公司 2022 年报，信达证券研发中心

1.2 公司经营概况

2022 年公司实现营业收入 350 亿元，同比减少 8%；实现归母净利润 70.3 亿元，同比增加 99%。公司营业收入下降，主要是受省属企业专业化重组影响，公司不再从华阳新材料集团及其子公司采购煤炭，导致公司煤炭销量下降，煤炭业务收入同比减少。同时受益于煤炭价格增长、采购成本下降以及内部管理不断加强，生产布局优化，公司营业成本下降，归母净利润大幅提升。2023Q1-3 公司实现营业收入 217 亿元，同比减少 18%；实现归母净利润 42.7 亿元，同比减少 14%。公司业绩下降主要受煤炭价格下行的影响。

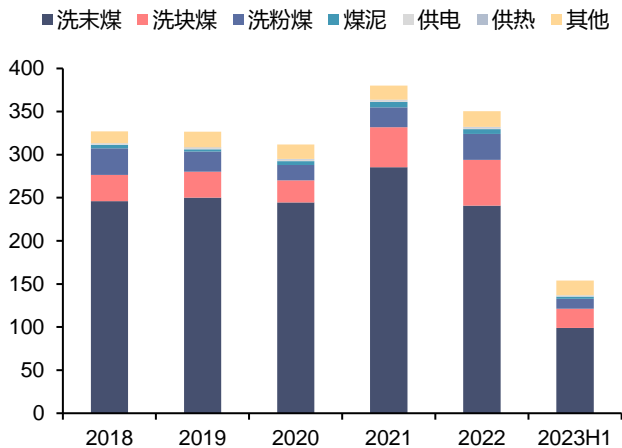
图 3：2018-2023Q3 公司营业收入及增速（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

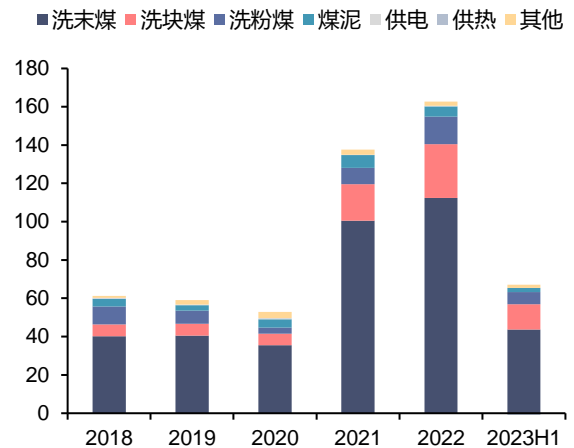
图 4：2018-2023Q3 公司归母净利润及增速（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

煤炭生产与销售仍是公司营业收入和毛利润的主要来源。从营收结构看，2023H1 公司煤炭业务收入 135 亿元，占营业总收入的 88%。从毛利结构看，2023H1 煤炭业务实现毛利润 65.5 亿元，占总毛利的 99%。公司供电和供热业务的收入规模较小，其中供电业务收入随售电量增加及燃煤标杆电价放宽涨幅限制而有所增长；供热业务收入较为稳定。其他业务主要是与煤炭业务配套的相关服务业务或衍生业务，包括煤层气业务、材料销售、固定资产出租和运输业务等。

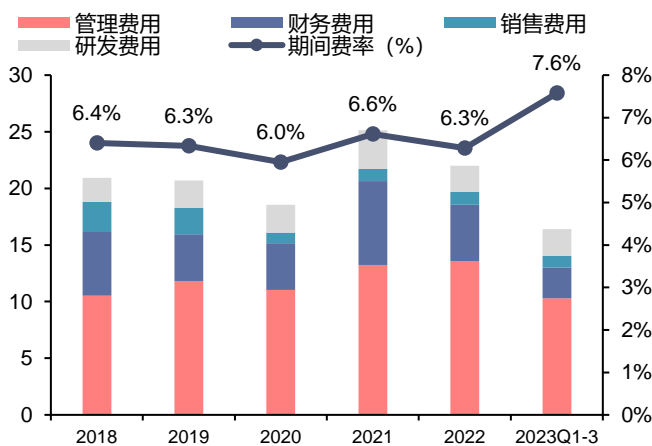
图 5：2018-2023H1 公司营业收入结构（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

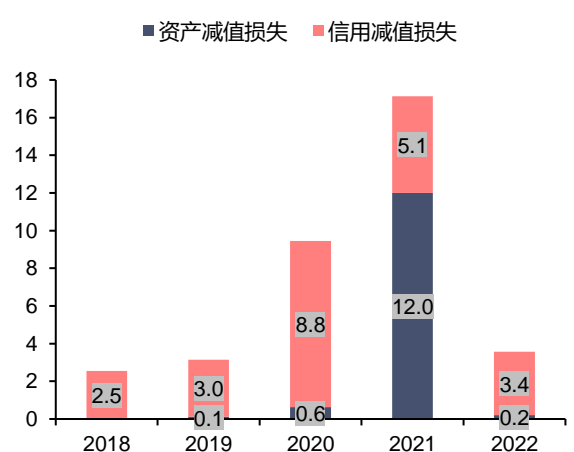
图 6：2018-2023H1 公司毛利结构（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司期间费率有所上升，减值规模明显下降。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2023Q1-3 管理费用和财务费用合计占总费用比重为 79%。2022 年管理费用受职工薪酬增加而同比增长，财务费用因有息债务规模下降和结构改变而同比减少，期间费用率呈下行态势。2023Q1-3 受管理费用和研发费用增加影响，公司期间费率较 2022 年有所上升。资产减值损失方面，2021 年资产减值 12 亿元，主要为资源濒临枯竭的裕泰矿和兴裕矿，分别计提减值 8.5 和 2.5 亿元，其中裕泰矿已关闭并全额一次性计提减值，兴裕矿仍处于生产状态，伴随着资源的衰减，未来仍需计提减值。信用减值方面，2020 年信用减值 8.8 亿元，主要为应收账款减值 4.35 亿元，以及泰昌公司破产清算计提的其他应收款坏账损失 4.4 亿元；2021 年公司共计提信用减值损失 5.1 亿元，主要为兆丰铝业、正元化肥等应收账款坏账计提 6.1 亿元，以及泰昌公司其他应收款剩余未计提部分全部计提坏账 1.1 亿元，此外 2021 年公司坏账损失转回 2.1 亿元。2022 年随着应收款项坏账损失减少，公司信用减值损失同比明显下降。

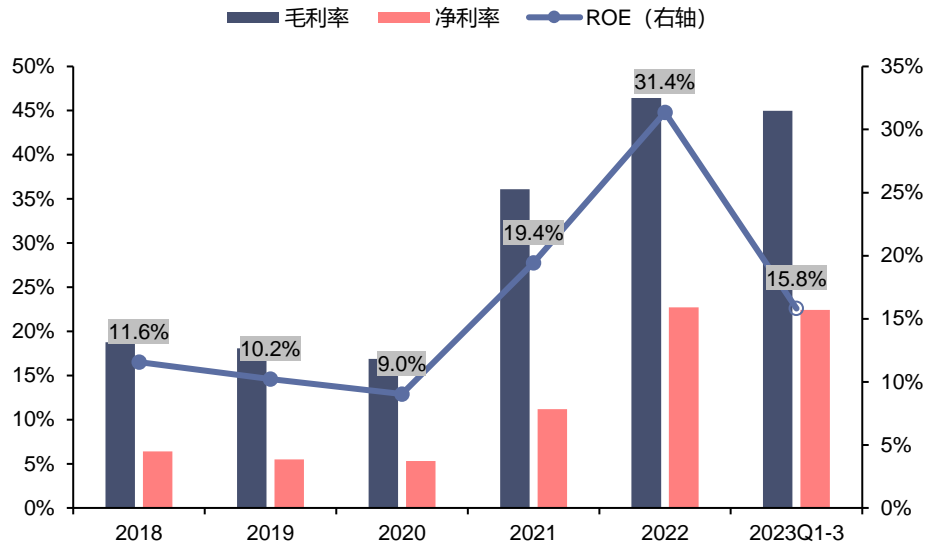
图 7：2018-2023Q3 公司期间费率变动情况（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2018-2022 公司减值损失情况（亿元）


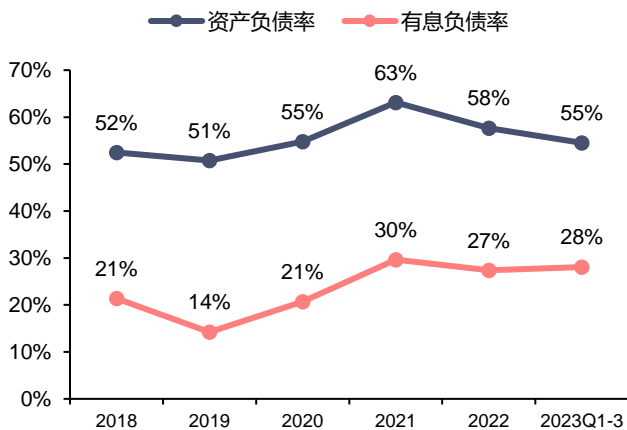
资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：减值损失金额以正数列示。

公司加强成本管控措施，2023Q1-3 毛利率保持稳定。2022 年，受益于煤炭价格增长和采购成本下降，公司煤炭业务毛利率同比增长，达到 46%。同期公司期间费率略有下降，净利率达到 23%。随着公司归母净利润大幅增长，净资产收益率同比均明显提升，达到 31.4%。2023Q1-3 受煤炭价格下行影响，公司营业收入同比下降 18%，同时公司加强成本管控措施，营业成本同比下降 23%，公司毛利率仅小幅下滑 1 个百分点。

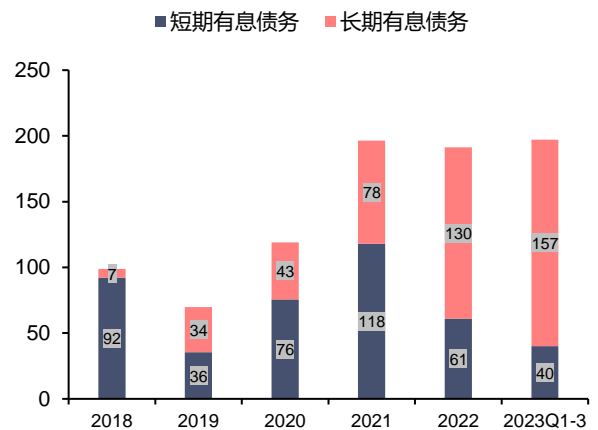
图 9：2018-2023Q3 公司盈利能力变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司资产负债率呈下降态势，长期债务占比显著升高。2021 年至 2023 年 Q3，公司资产负债率呈下降态势，由 63% 下降至 55%；有息负债率保持稳定，由 30% 小幅下降至 28%。公司有息债务规模保持稳定，有息债务结构变化显著。2022 年末，因债务到期偿付，公司有息债务规模有所下降，其中短期有息债务随着债务到期明显下降，债务结构转为以长期有息债务为主。截至 2023 年 9 月末，公司有息负债总规模达 197 亿元，其中短期有息负债占比 20%，长期有息负债占比 80%。

图 10：2018-2023Q3 资产负债率和有息债务率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：2018-2023Q3 公司有息债务及债务利率（亿元）


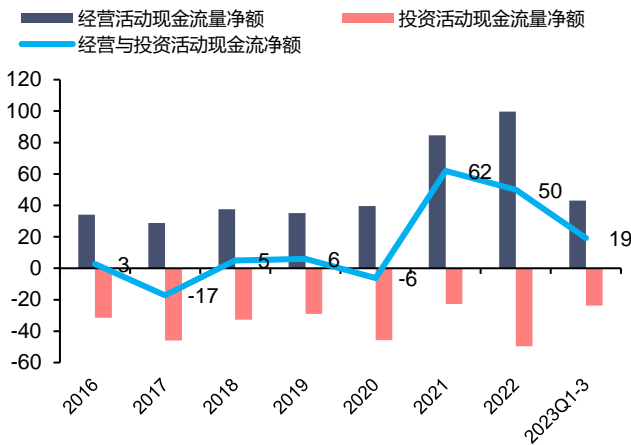
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

受益煤炭价格上行，公司资本开支压力减轻。2016-2020 年，公司经营活动现金流量净额保持稳态，基本能够覆盖公司投资活动现金流支出。2021-2022 年，随着煤炭价格上行，公司经营性现金流净流入规模显著增长，投资性现金流保持净流出，主要是泊里煤矿、七元煤矿、西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目以及相关新能源和新材料拓展业务资本开支较大。随着经营现金流的持续增长，公司资本开支压力减轻。2023Q1-3 受煤炭价格下行影响，公司经营活动现金流有所下降，但仍然能够覆盖公司投资活动现金流支出。

随着七元矿和泊里矿的建设，以及新能源业务的转型发展，公司分红率或将维持稳态。2020 年以来，公司分红金额不断提升，由 2020 年的 6 亿元上升至 2022 年的 21 亿元。同时，分红增幅相较归母净利润增速偏低，导致公司分红率呈下降态势，由 40% 下降至 30%。

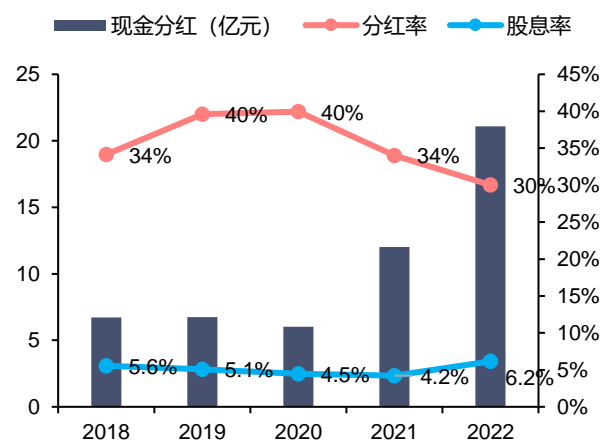
股息率方面，公司股息率基本保持稳定，2022 年略有提升，达到 6.2%。鉴于公司煤炭业务仍然保持扩张态势，且新能源业务处于转型发展期，资本开支规模较大，我们预计公司分红率未来或将维持稳态。

图 12: 2016-2023Q3 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 2018-2022 公司分红率与股息率



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心。注: 股息率以当年 12 月 31 日收盘价计算。

二、公司地处山西东大门，无烟煤资源储量丰富

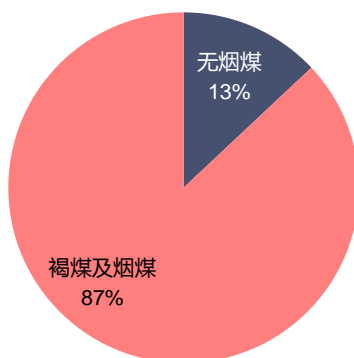
2.1 山西是我国无烟煤主要生产基地

2.1.1 我国无烟煤资源集中于山西，对外依赖度低

我国无烟煤资源分布集中于山西、贵州，占全国煤炭资源储量的 13%。中国是世界煤炭资源最丰富的国家之一，其中无烟煤的储量居世界第一，其探明保有储量 1130.79 亿吨，占全国煤炭资源储量的 13%，且地区分布广泛，在全国有 20 多个省(自治区、直辖市)都不同程度地赋存有无烟煤资源。

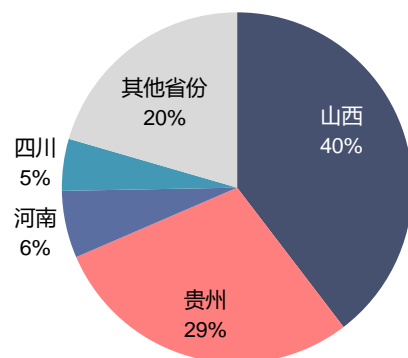
中国无烟煤主要分布在山西和贵州两省，其次是河南、四川省。四省份无烟煤的保有资源储量分别为：山西 448 亿吨，占中国无烟煤保有储量的 39.6%；贵州 326.80 亿吨，占中国无烟煤保有储量的 28.9%；河南 70 亿吨，所占比例为 6.2%；四川 54.12 亿吨，占中国无烟煤保有储量的 4.8%，其他省份 231.87 亿吨，占中国无烟煤保有储量的 20.5%。

图 14: 2022 年我国无烟煤保有资源储量占比



资料来源: 掌上煤焦, 信达证券研发中心

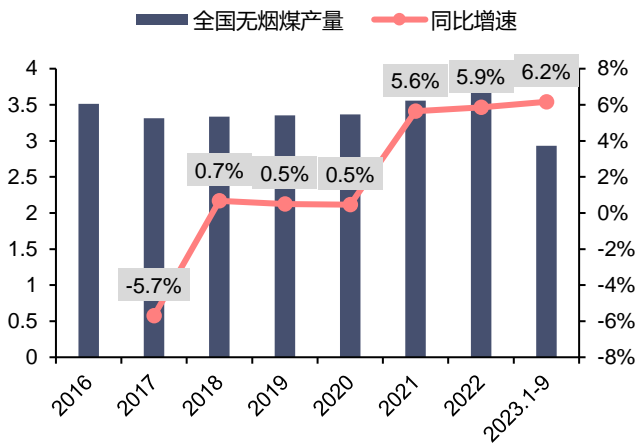
图 15: 2022 年各省无烟煤储量占比



资料来源: 掌上煤焦, 信达证券研发中心

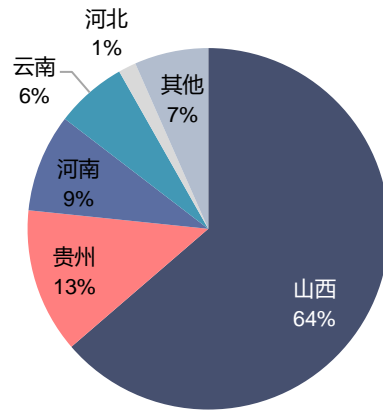
我国无烟煤产量呈小幅增长态势，山西省为无烟煤主要产区。我国无烟煤产量 2016 年以来基本保持稳定，呈小幅增长态势。2022 年我国无烟煤产量为 3.77 亿吨，同比增长 5.9%；2023 年 1-9 月，我国无烟煤产量 2.93 亿吨，同比增长 6.2%。我国无烟煤供应相对比较集中，以山西、贵州和河南等地为主。山西省是我国无烟煤生产的重要基地，2023 年 1-9 月累计生产无烟煤 1.87 亿吨，占全国无烟煤产量的 64%。

图 16: 2016-2023 年 9 月全国无烟煤产量 (亿吨)



资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

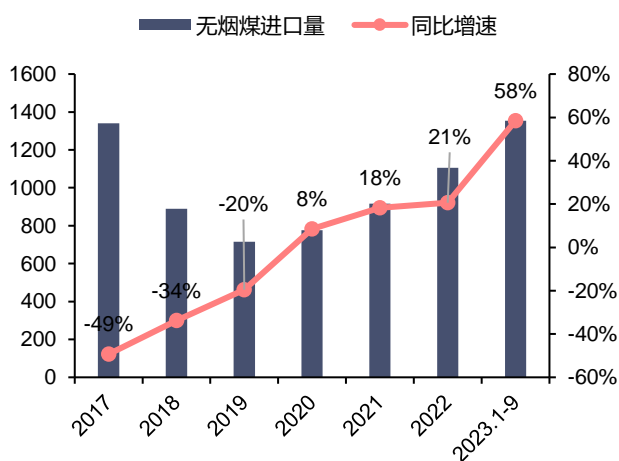
图 17: 2023 年 1-9 月各省无烟煤产量占比情况



资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

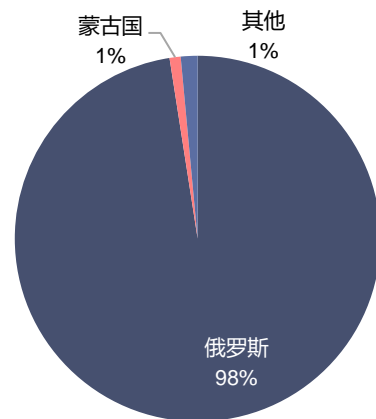
近年来我国无烟煤进口增速较快，但进口数量较低对外依赖程度小。近年来我国无烟煤进口保持了较快增速，2021-2022 年进口同比增速分别为 18%和 21%，2023 年 1-9 月我国无烟煤进口量同比增速达到 58%。从进口数量来看，2023 年 1-9 月我国无烟煤进口量为 1354 万吨，虽然近年来无烟煤保持较高进口增速，但由于无烟煤进口的绝对数量较低，因此我国无烟煤对外依赖程度仍然较小。从进口国别看，2023 年 1-9 月进口无烟煤中俄罗斯占比 98%，俄罗斯为我国无烟煤进口来源国的第一大国家。

图 18: 2017-2023 年 9 月全国无烟煤进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 2023 年 1-9 月无烟煤进口量各国占比情况



资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

2.1.2 无烟煤主要用于化工、冶金及电力等行业

我国煤炭种类按照挥发分的不同分为褐煤、烟煤、无烟煤三大类，无烟煤又根据煤化程度和工业利用的特点分为三类，分别是 01 号无烟煤；02 号无烟煤；03 号无烟煤。无烟煤煤质因产地不同而有所差异，但总体上具有高热值、中等灰、低硫、抗碎强度高、热稳定性和化学反应性好的特点。工业应用中常按照粒度将无烟煤分类为块煤、粉煤、末煤，块煤

粒度在 13mm 以上，主要用于合成氨、尿素等化工产品的原料煤，粉煤粒度在 6mm 以下，主要用于冶金行业高炉喷吹煤，末煤粒度在 13mm 以下，主要用于电力行业燃料煤。

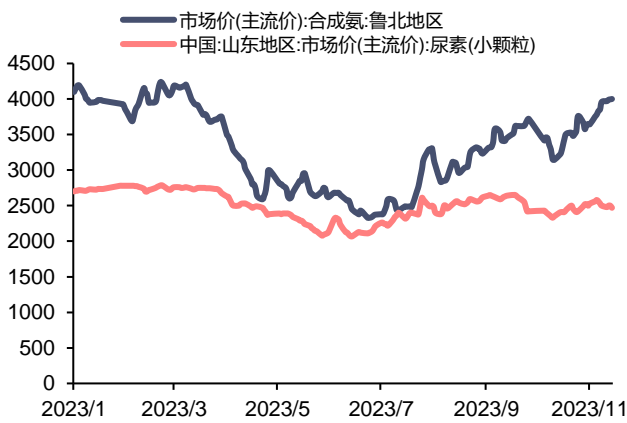
表 1: 无烟煤分类目录及质量指标

	粒度(mm)	用途
块煤	> 13	主要用于合成氨、尿素等化工产品的原料煤
粉煤	< 6	主要用于冶金行业高炉喷吹煤
末煤	< 13	主要用于电力行业燃料煤

资料来源：《煤炭产品品种和等级划分》、中国太原煤炭交易中心，信达证券研发中心

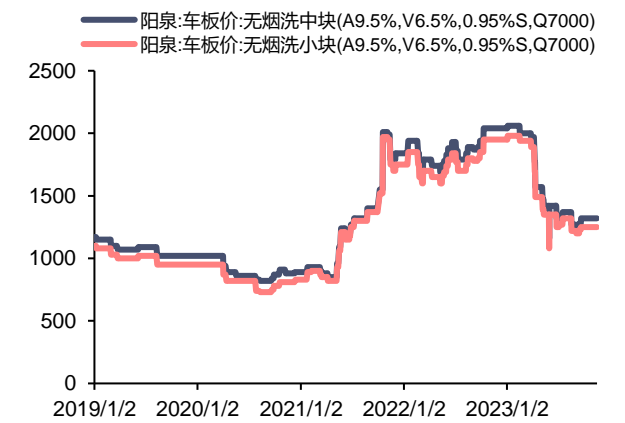
无烟块煤主要用于合成氨、尿素等化工产品的原料煤。2023 年上半年，化工行业下游需求较弱，产品价格呈下行态势，鲁北地区合成氨价格由年初的 4100 元/吨最低下行至 2330 元/吨，山东地区尿素价格波动幅度弱于合成氨，由年初的 2700 元/吨最低下行至 2070 元/吨。随着下半年下游需求转好，化工产品价格触底反弹，截至 2023 年 11 月 16 日鲁北地区合成氨价格企稳反弹至 4000 元/吨，山东地区尿素价格企稳反弹至 2470 元/吨。阳泉地区无烟中块煤由年初的 2040 元/吨最低下降至 1160 元/吨，截至 2023 年 11 月 16 日阳泉地区无烟中块煤价格企稳反弹至 1320 元/吨。

图 20: 2023 年 1-11 月合成氨及尿素价格走势 (元/吨)



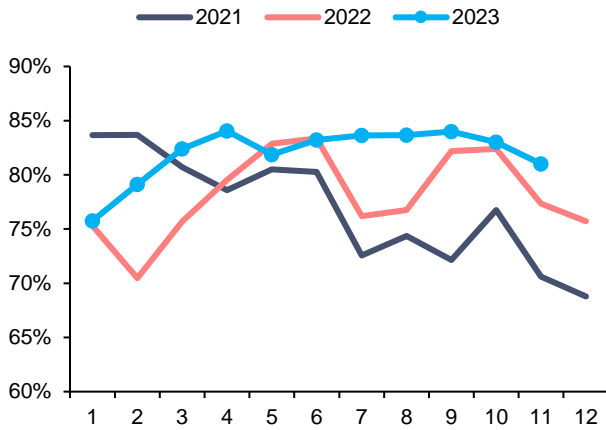
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21: 2019-2023 年 11 月阳泉无烟块煤价格 (元/吨)

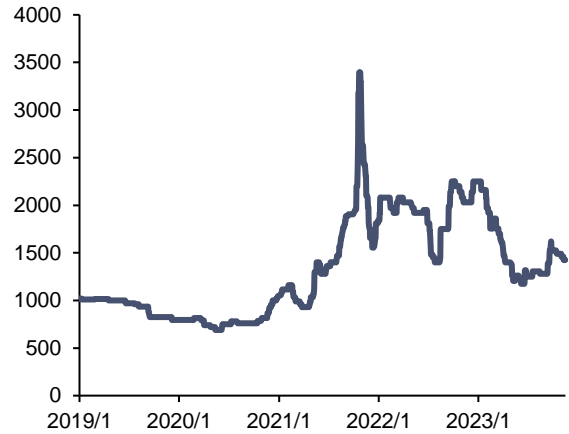


资料来源：Wind，信达证券研发中心

无烟粉煤主要用于冶金行业高炉喷吹煤，当前高炉开工率维持高位。2023 年以来，全国高炉开工率由年初的 76% 上升至 84%，又小幅下降至 81%，整体上高炉开工率水平高于往年水平。喷吹煤价格方面，2023 年以来喷吹煤价格由年初的 2250 元/吨下降至低点 1175 元/吨后企稳回升，截至 2023 年 11 月 16 日阳泉喷吹煤价格回升至 1425 元/吨。

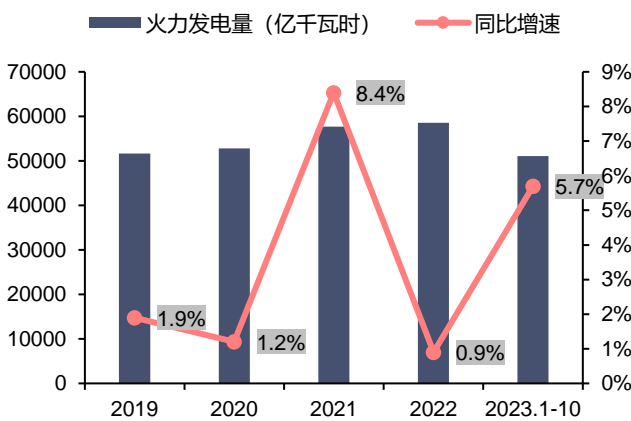
图 22: 2021-2023 年 11 月全国高炉开工率 (247 家)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

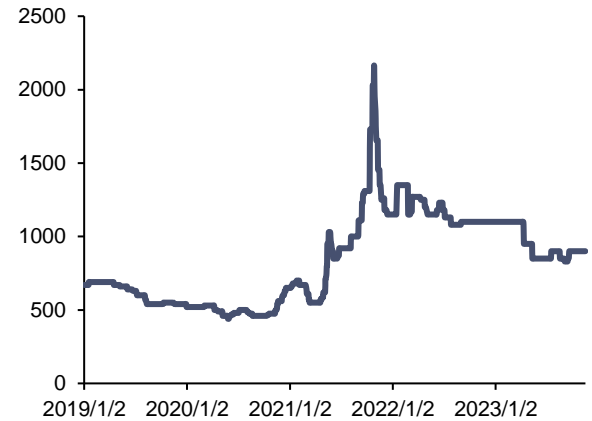
图 23: 2019-2023 年 11 月阳泉喷吹煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

无烟末煤主要用于电力行业燃料煤, 今年以来火力发电量同比增速较快。今年以来水力发电存在较大不确定性, 火力发电压舱石作用凸显。2023 年 1-10 月, 全国火力发电量达到 51077 亿千瓦时, 火力发电量同比增速较快, 达 5.7%。阳泉无烟末煤价格, 由年初的 1100 元/吨下降至 830 元/吨后企稳回升, 截至 2023 年 11 月 16 日阳泉无烟末煤价格回升至 900 元/吨。

图 24: 2019-2023 年 10 月我国火力发电量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 2019-2023 年 11 月阳泉无烟末煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 公司无烟煤储量丰富, 产品以末煤为主

公司煤炭资源以无烟煤为主, 储量资源丰富。截至 2022 年末, 公司煤炭资源储量 31.72 亿吨, 可采储量 15.02 亿吨。裕泰矿因资源枯竭已关闭, 并于 2021 年计提减值 8.5 亿元, 相关减值已一次性计提完毕。兴裕矿目前仍保持生产状态, 其剩余可采储量较少, 即将面临资源枯竭问题, 兴裕矿于 2021 年计提减值 2.5 亿元。随着兴裕矿的逐步枯竭, 未来仍需计提相关减值。

表 2：2022 年华阳股份煤炭资源储量（亿吨）

主要矿区	主要煤种	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	证实储量（亿吨）	服务年限（年）
一矿	无烟煤	7.30	4.35	1.13	39.4
二矿	无烟煤	4.16	1.52	1.53	14.4
新景矿	无烟煤	8.89	4.82	1.49	82.4
平舒矿	贫煤、无烟煤	3.39	1.62	0.85	24.9
开元矿	贫瘦煤	3.02	1.20	1.14	30.8
景福矿	无烟煤	0.62	0.37	0.01	32.0
兴裕矿	无烟煤	0.48	0.04	0.13	3.7
榆树坡矿	焦煤、气煤	3.84	1.09	0.74	16.8
合计		31.72	15.02	7.02	32.2

资料来源：公司 2022 年报，信达证券研发中心。注：裕泰矿因资源枯竭已关闭。

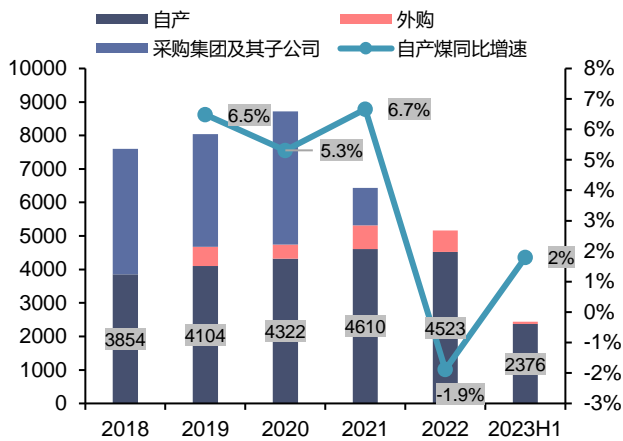
公司煤炭核定产能 3590 万吨/年，权益产能 3100 万吨/年。公司煤炭资源以无烟煤为主，具备良好的煤种优势，“阳优”牌无烟煤，被广泛应用于电力、冶金、化工和水泥等行业，具有较高的品牌知名度和美誉度。截至 2022 年底，公司共有 8 个主要的在产矿井，核定产能 3590 万吨/年，权益产能 3100 万吨/年。2022 年，榆树坡 500 万吨/年产能核增报告已顺利取得批复；兴裕矿煤炭资源濒临枯竭，剩余可采储量较小；裕泰矿因资源枯竭处于关停状态；平舒煤矿改扩建项目（500 万吨/年）已获得采矿许可证和改扩建开工报告批复。

表 3：2022 年华阳股份煤炭产能（万吨/年）

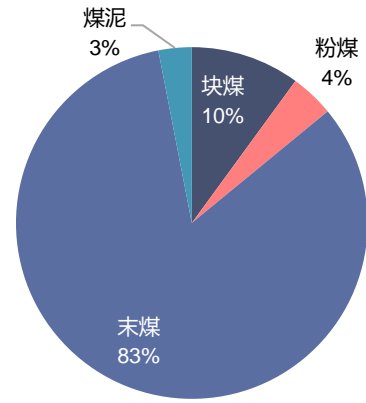
序号	煤矿	煤种	状态	权益比例	核定产能	权益产能
1	一矿	无烟煤	在产	100%	850	850
2	二矿	无烟煤	在产	100%	810	810
3	新景矿	无烟煤	在产	100%	450	450
4	平舒矿	贫煤、无烟煤	在产	56%	500	282
5	开元矿	贫瘦煤	在产	100%	300	300
6	景福矿	无烟煤	在产	70%	90	63
7	兴裕矿	无烟煤	在产	100%	90	90
8	裕泰矿	无烟煤	停产	100%	-	-
9	榆树坡矿	焦煤、气煤	在产	51%	500	255
	合计				3590	3100

资料来源：公司公告，2023 年度跟踪评级报告，信达证券研发中心。注：平舒矿已获得 500 万吨/年采矿许可证和改扩建开工报告批复；裕泰矿因资源枯竭已关闭。

公司自产煤量保持稳态，产量以末煤为主。自产煤方面，2018 以来公司自产煤产量基本保持稳定状态。采购集团及其子公司煤炭方面，随着山西省煤炭企业整合的逐步落地，华阳新材料下属除本公司外其余煤炭子公司陆续移交管理权，自 2022 年，公司不再从华阳新材料及其子公司采购煤炭，公司煤炭来源主要为自有矿井开采，销售品种仍主要为洗末煤、洗块煤、洗粉煤和煤泥。2023H1 年公司实现煤炭产量 2376 万吨，其中末煤产量最多，占比达 83%。值得注意的是，过去几年公司煤炭产量均高于核定产能，我们认为在当前安全监管形势趋严的背景下，需要对公司产量情况保持关注。

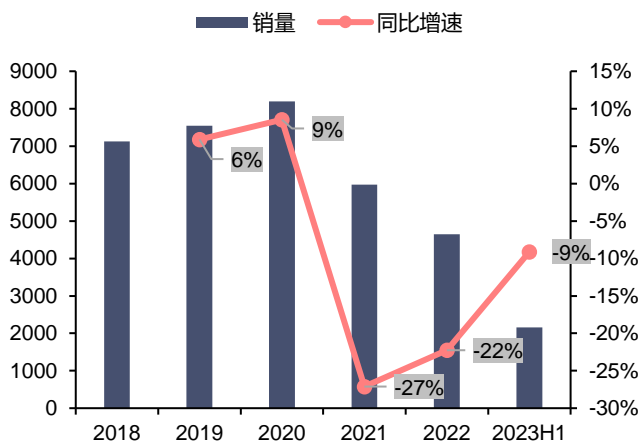
图 26: 2018-2023H1 公司煤炭产量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

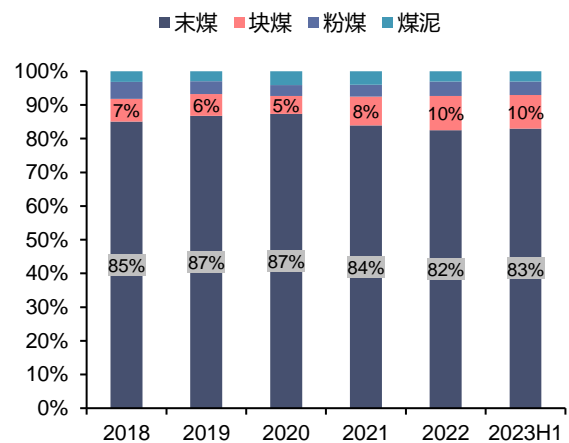
图 27: 2023 年 1-6 月公司自产煤产量占比结构


资料来源: 公司 2023 半年报, 信达证券研发中心

2020-2022, 公司煤炭销量呈下降态势, 由 8192 万吨下降至 4642 万吨, 主要是由于公司不再从华阳新材料及其子公司采购煤炭, 各品种煤炭销量均有所下降。2023 年 1-6 月, 公司实现煤炭销量 2157 万吨, 同比减少 9%。从销量结构看, 末煤占比最高, 2023 年 1-6 月末煤销量占比 83%; 块煤销量占比呈上升态势, 2023 年上半年块煤销量占比 10%。

图 28: 2018-2023H1 公司煤炭销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 2018-2023H1 煤炭销量占比结构


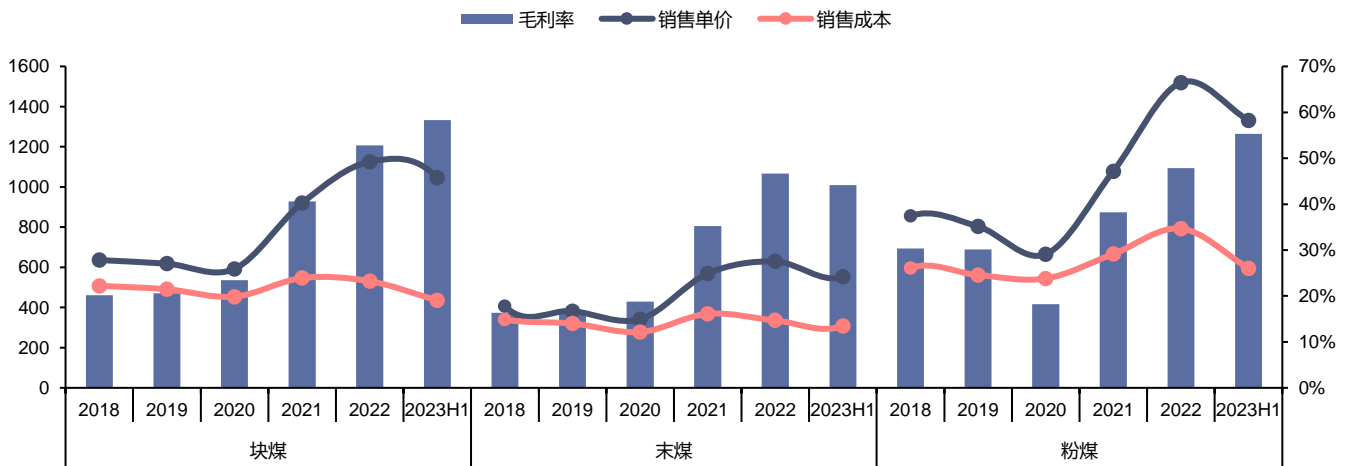
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

无烟块煤毛利率最高, 销售成本保持稳定。2021-2022 年, 公司无烟块煤销售价格快速上升, 由 592 元/吨上涨至 1125 元/吨; 销售成本基本保持稳定, 由 454 元/吨上升至 531 元/吨。2022 年公司无烟块煤毛利率达 53%, 高于末煤和粉煤毛利率。2023 年 1-6 月, 公司无烟块煤销售价格由 1125 元/吨小幅下滑至 1044 元/吨, 下降 7%; 同时公司加大成本管控力度, 块煤销售成本由 531 元/吨下降至 435 元/吨, 下降 18%。整体看, 2023H1 公司块煤毛利率达 58%, 相较 2022 年上升 5 个百分点。

受电煤长协合同影响, 无烟末煤销售价格涨跌幅度较小。2023 年, 公司长协电煤销售量约为 2270 万吨, 占无烟末煤销量的比例约为 63%, 占公司煤炭总销量的比例约为 53%。2021-2022 年, 公司无烟末煤销售价格上涨幅度弱于无烟块煤和粉煤, 由 342 元上涨至 629 元; 销售成本基本保持稳定, 由 277 元上涨至 336 元。2022 年公司无烟末煤实现毛利率 47%。2023 年 1-6 月, 公司无烟末煤销售价格由 629 元/吨下滑至 553 元/吨, 下降 12%; 同时公司加大成本管控力度, 末煤销售成本由 336 元/吨下降至 309 元/吨, 下降 8%。整体看, 2023H1 公司末煤毛利率达 44%, 相较 2022 年小幅下滑 3 个百分点。

无烟粉煤售价和成本涨跌幅度高于块煤和末煤，粉煤价格弹性最大。2021-2022年，公司无烟粉煤销售价格和成本快速上升，销售价格由665元/吨上升至1519元/吨，上涨128%，销售成本由544元上升至793元，上涨46%。2022年公司无烟粉煤实现毛利率48%，与无烟末煤毛利率相近。2023年1-6月，公司无烟粉煤销售价格由1519元/吨下滑至1331元/吨，下降12%；同时公司加强成本管控，销售成本由793元/吨下降至595元/吨，降幅25%。整体看，2023H1公司块煤毛利率达55%，相较2022年增加7个百分点。

图 30：2018-2023H1 公司不同煤炭品种销售均价、成本和毛利率情况（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、煤炭业务内生增长，布局新能源转型发展

3.1 煤炭业务增储上产，服务年限大幅提升

公司拥有七元矿和泊里矿两个在建矿井，未来产量释放空间广阔。七元矿以无烟煤为主，保有储量20.3亿吨，可采储量12.2亿吨；公司持股占比100%，核定产能500万吨/年，权益产能500万吨/年，服务年限可达137年。该项目已取得项目核准批复、划定矿区范围批复、环境影响报告书批复、“三合一”方案、初步设计批复、项目安全设施设计批复、采矿许可证、开工建设批复和国有建设用地使用权，首采工作面出煤时间为2024年三季度，我们预计七元矿有望于2025年开始贡献较多产量。

泊里煤矿以贫煤、无烟煤为主，保有储量9.1亿吨，可采储量5.5亿吨；公司持股占比70%，核定产能500万吨/年，权益产能350万吨/年，服务年限可达77.6年。该项目已取得项目核准批复、划定矿区范围批复、环境影响报告书批复、“三合一”方案、初步设计批复、项目安全设施设计批复、采矿许可证、开工建设批复、国有建设用地使用权、土地证、节能报告，我们预计泊里矿有望于2026年开始贡献产量。

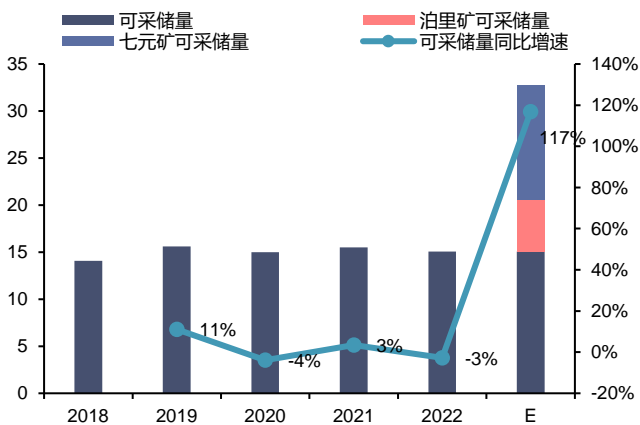
表 4：公司在建煤矿基本信息

	七元矿	泊里矿
煤种	无烟煤	贫煤、无烟煤
保有储量 (亿吨)	20.3	9.1
可采储量 (亿吨)	12.2	5.5
股权比例	100%	70%
核定产能 (万吨/年)	500	500
权益产能 (万吨/年)	500	350
服务年限 (年)	137	77.6
预计正式投产时间	2025年	2026年

资料来源：公司公告，华阳新材料科技集团有限公司2023年度第七期中期票据募集说明书，信达证券研发中心

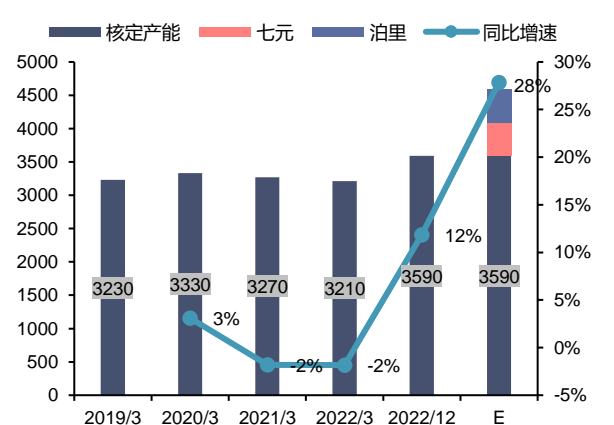
煤炭业务增储上产，储量和产能大幅提升。煤炭资源方面，随着泊里矿和七元矿的逐步投产，未来公司可采储量将由当前的 15 亿吨增长至 32.7 亿吨，涨幅达 117%，可以显著提升公司煤炭业务服务年限。煤炭产能方面，随着七元煤矿和泊里煤矿的投产，公司核定产能将增加 1000 万吨/年，涨幅达 28%。公司煤炭业务增储上产，未来煤炭产量有望以较快速度释放。同时，公司在煤炭业务方面仍然保持积极态度，规划获取煤炭资源，未来公司煤炭业务规模将保持稳步增长态势。

图 31：在建煤矿投产增厚公司储量（亿吨）



资料来源：公司公告、华阳新材料科技集团有限公司 2023 年度第七期中期票据募集说明书，信达证券研发中心

图 32：在建煤矿投产增厚公司产能（万吨/年）

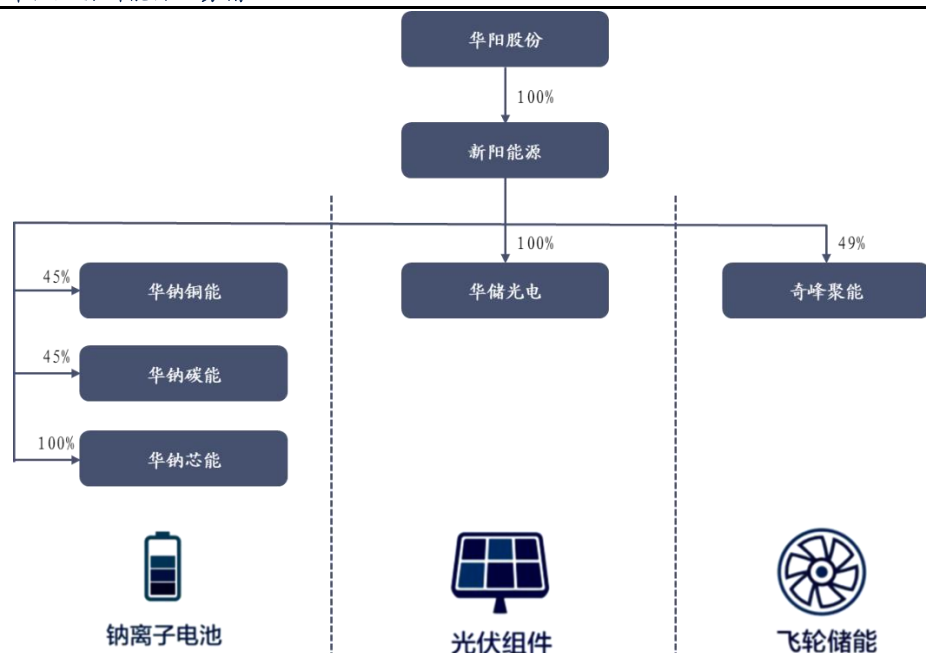


资料来源：公司跟踪评级报告，信达证券研发中心

3.2 布局新能源产业，积极转型发展

公司以双碳目标为指引，致力于能源绿色低碳发展，围绕国家新能源行业战略布局，打造钠离子电池、光伏组件、飞轮储能三大产业智能制造基地。山西新阳清洁能源有限公司（新阳能源）作为华阳股份的全资子公司，是公司布局新能源业务的主体。钠离子电池方面，通过华钠铜能、华钠碳能和华钠芯能三家公司开展，其中华钠铜能和华钠碳能为参股 45%，中科海钠占股 55%；光伏组件方面，通过华储光电开展；飞轮储能方面，通过阳泉奇峰聚能开展，公司持股比例 49%，北京奇峰聚能公司持股 51%。

图 33：华阳股份新能源业务情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3.1 钠离子电池开启商业化应用

钠离子电池业务核心的正负极材料项目，公司通过与中科海钠合作完成。中科海钠是一家专注于钠离子电池研发与生产的高新技术型企业，中科海钠聚集国际领先的技术开发团队，现拥有以中国科学院物理研究所陈立泉院士，胡勇胜研究员为技术带头人的研究开发团队，拥有多项钠离子电池核心专利，是国际领先的拥有钠离子电池核心专利与技术的电池企业。

公司以无烟煤为基，布局钠离子电池正负极材料生产项目。公司依托无烟煤是钠离子电池碳基负极材料的上佳原料，通过参股华钠铜能和华钠碳能，与中科海钠合作建成钠离子电池正负极材料 2000 吨级生产项目。项目于 2022 年 3 月正式投料试生产，2022 年累计分别生产正负极材料 297 吨和 184 吨，2023H1 分别生产正负极材料 194 吨和 182 吨。由于公司下游电芯、pack 厂暂未量产，因此正负极材料项目尚未满产。本项目产品采用定向销售，分别为华钠芯能及阜阳海钠年产 1GWh 钠离子电芯制造提供原材料。2023 年 2 月，万吨级钠离子电池正负极材料项目在山西省综改区潇河产业园区开工奠基，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和 1.2 万吨钠离子电池负极材料。

表 5: 公司钠离子正负极材料项目

项目	一期 2000 吨钠离子电池正负极材料项目
建设地点	山西转型综合改革示范区潇河产业园区
建设规模	占地面积 30 亩，总建筑面积 20274 平方米
产能	钠离子电池正、负极材料各 2000 吨
主要产品	正极: CFM-001, CFM-002
产品特点	低成本、安全环保、高性能

资料来源: 公司 2021 年度社会责任报告, 信达证券研发中心

公司以全产业链钠离子电池生产基地为目标，延伸建设钠离子电芯和电池项目。公司以建设全产业链钠离子电池生产基地为目标，通过全资子公司华钠芯能，延伸钠离子电池正负极材料产业链，建设年产 1GWh 的圆柱钢壳钠离子电芯和方形铝壳钠离子电芯生产线，以及建设 1GWh 钠离子 PACK 电池生产线。电芯产线自 2022 年 9 月 23 日开始带料调试，目前已进入商业化应用阶段。PACK 电池生产线已建成投产，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。

表 6: 公司钠离子电芯和 PACK 电池项目

项目	钠离子电芯生产线	钠离子 PACK 电池项目
建设地点	阳泉高新区智能制造产业园	阳泉高新区智能制造产业园
建设规模	总建筑面积共计约 23916 平方米	总建筑面积为 4790.4 平方米
产能	1GWh	1GWh
主要产品	圆柱钢壳钠离子电芯 NaCR26700-35ME 方形铝壳钠离子电芯 NaCP73174200-200ME	钠离子电动两轮车电池 钠离子储能电池模组
产品特点	原料低成本、安全性能高、充放电倍率高、绿色环保	成本低、安全性能高、高低温性能优异

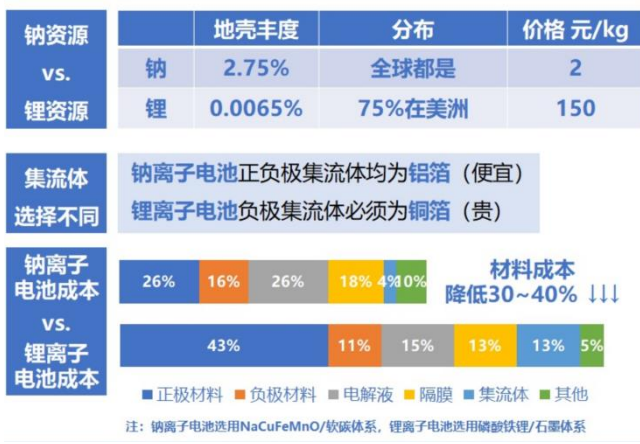
资料来源: 公司 2021 年度社会责任报告, 信达证券研发中心

相较锂电池，钠离子电池成本优势较为突出。从资源储量维度看，钠资源在地壳中的含量为 2.75%，相较锂资源更为丰富，且钠资源分布于全球，而锂资源 75% 都集中于美洲。从资源价格维度看，钠资源的价格显著低于锂资源。从材料选择来看，钠离子电池正负极材料集流体采用价格较为便宜的铝箔，而锂离子电池负极材料必须采用价格更贵的铜箔。整体看，钠离子电池的材料成本相比锂离子电池降低约 30%-40%。

目前钠离子电池能量密度仍然较低，限制其应用场景。目前钠离子电池的能量密度已达到 145 Wh/kg，是铅酸电池的 3 倍左右。相较锂电池的能量密度，钠电池能量仍然较低，限制着钠电池的应用场景。鉴于钠电池能量密度较低和成本低的特征，钠离子电池有望在低速

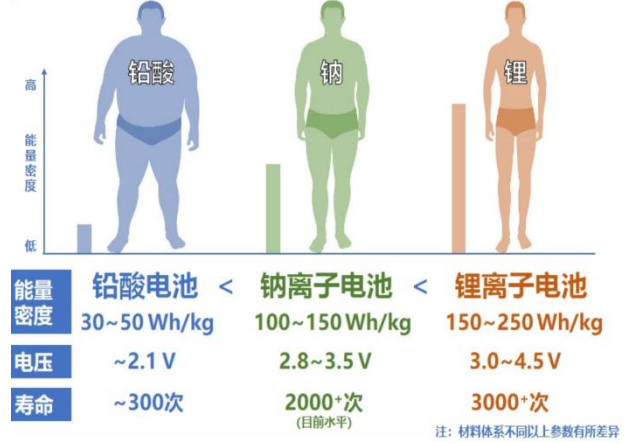
电动车、电动船、家庭储能、电网储能等领域获得应用。未来钠离子能量密度有望逐步提升，将带动钠离子电池产业面向更广阔的市场应用空间。华阳股份已于2023年8月举行全球首批钠离子电池电动二轮车商业化应用发布会，并于10月正式完成100组电动二轮车钠离子电池组首批订单交付。未来公司将继续推进钠离子电池产业，在圆柱电池已逐步开启商业化的基础上，加快方柱电池落地，尽快使方柱电池满足储能要求。

图 34: 钠离子电池成本优势突出



资料来源：中科海纳，信达证券研发中心

图 35: 钠离子电池能量密度低于锂电池



资料来源：中科海纳，信达证券研发中心

3.3.2 光伏组件和飞轮储能

光伏组件制造基地方面，华阳股份通过全资子公司华储光电开展业务。2022年7月份四条生产线全部调试完毕，处于产能爬坡阶段。2022年全年光伏组件产量343MW，全年累计销量292MW，全年收入完成4.88亿元。飞轮储能项目方面，公司通过参股阳泉奇峰聚能49%参与。目前飞轮储能项目以销定产，2022年生产完成26套，其中河北三河电厂一次调频项目于2022年8月交付5套，华能山东莱芜电厂一次调频项目用10套，在车间已完成单台空载调试，将按照电厂要求的时间节点交付。

光伏组件和飞轮储能业务以保有当前体量为主。鉴于光伏组件产业目前面临激烈竞争，以及飞轮储能技术尚未有明显突破，公司将审慎考虑光伏组件项目以及飞轮储能项目的投资扩张力度，以保有当前业务规模为主，将光伏组件和飞轮储能产品首先应用满足公司自身生产经营活动的需求。

表 7: 公司光伏组件项目情况

项目	光伏组件智能制造基地	一期飞轮储能产业项目
建设地点	阳泉市郊区苇泊工业园区	赛鱼阳泉奇峰厂房
建设规模	占地356亩，建筑面积15.7万平方米	建筑面积6000平方米
产能	10条自动化智能生产线	200套/年
主要产品	210mm大尺寸多主栅光伏组件，并兼容182mm及以下光伏组件产品	1000KW/600KW/400KW/200KW飞轮储能

资料来源：公司2021年度社会责任报告，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

鉴于公司新能源业务仍处于转型发展初期，因此暂不考虑新能源业务，仅以煤炭业务为基础进行估值。考虑到公司钠离子电池、光伏组件和飞轮储能等新能源业务尚处于发展初期，其中钠离子电池虽然已经开始逐步商业化，但尚未对业绩产生明显贡献且商业化前景仍有待进一步观察，光伏组件行业则面临较大产能过剩和出清的格局，飞轮储能的技术路线仍

未成熟，因此本报告暂不对新能源相关业务进行预测，保守考虑以煤炭业务为基础对公司进行估值。

产销量：2021-2022，公司煤炭产销量呈下降态势，主要是由于公司不再从华阳新材料及其子公司采购煤炭，各品种煤炭销量均有所下降。受煤矿事故和安全监管力度较大影响，我们预计 2023 年公司煤炭产量同比呈下滑态势。未来产量增长方面，主要由七元煤矿（500 万吨/年）和泊里煤矿（500 万吨/年）两座在建矿井贡献，我们预计七元煤矿有望于 2025/2026/2027 年分别释放 100/300/500 万吨产量，泊里煤矿有望于 2026/2027/2028 年分别释放 100/300/500 万吨产量。考虑七元煤矿建设投产进度，2023-2025 年，我们预计华阳股份煤炭产量分别为 4303/4303/4403 万吨，销量分别为 4309/4303/4403 万吨。

煤炭价格和成本：在煤炭供给无弹性而需求有弹性的局面下，煤炭价格易涨难跌，价格中枢或将仍维持高位，且在需求强复苏下有望进一步抬升。价格方面，我们预计华阳股份 2023-2025 年吨煤综合售价分别为 600/613/625 元/吨。成本方面，考虑到公司积极推进煤矿智能化开采，严格落实项目投资、薪酬结构、融资结构等各项降本增效措施，加大公司成本端管控力度，且 2023H1 公司吨煤成本为 323 元/吨，相较 2022 全年的 365 元/吨，下降 11%。综上，我们预计华阳股份 2023-2025 年吨煤综合成本分别为 323/317/310 元/吨。

表 8：华阳股份主要预测假设

	2021	2022	2023	2024	2025
产量 (万吨)	5965	4704	4303	4303	4403
yoy	-27%	-21%	-9%	0%	2%
块煤	507	473	432	432	440
粉煤	211	198	173	173	177
末煤	5007	3890	3567	3567	3652
煤泥	240	144	131	131	135
销量 (万吨)	5971	4642	4309	4303	4403
yoy	-27%	-22%	-7%	0%	2%
块煤	507	473	432	432	440
粉煤	211	198	173	173	177
末煤	5013	3828	3572	3567	3652
煤泥	240	144	131	131	135
销售价格 (元/吨)	605	710	600	613	625
yoy	70%	17%	-15%	2%	2%
块煤	920	1125	913	932	950
粉煤	1078	1519	1249	1274	1300
末煤	569	629	541	552	563
煤泥	277	376	332	339	346
销售成本 (元/吨)	379	365	323	317	310
yoy	28%	-4%	-11%	-2%	-2%
块煤	547	531	435	427	418
粉煤	666	793	595	583	572
末煤	369	336	309	302	296
煤泥	0	0	0	0	0
毛利率	37%	49%	46%	48%	50%
块煤	41%	53%	52%	54%	56%
粉煤	38%	48%	52%	54%	56%
末煤	35%	47%	43%	45%	47%
煤泥	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

截至 11 月 24 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 56.68/61.72/68.94 亿元；EPS 分别为 1.57/1.71/1.91 元/股；对应 PE 为 5.28/4.85/4.34 倍；对应 PB 为 0.97/0.81/0.68 倍。我们看好公司未来产量增长带动下的盈利能力上升，给予公司“买入”评级。

表 9：华阳股份主要财务数据预测

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38,033	35,042	29,643	30,131	31,273
同比(%)	22.0%	-7.9%	-15.4%	1.6%	3.8%
归属母公司净利润	3,531	7,026	5,668	6,172	6,894
同比(%)	134.6%	99.0%	-19.3%	8.9%	11.7%
毛利率(%)	36.1%	46.4%	40.8%	42.7%	44.7%
ROE(%)	16.5%	26.6%	18.4%	16.6%	15.6%
EPS (摊薄) (元)	0.98	1.95	1.57	1.71	1.91
P/E	8.48	4.26	5.28	4.85	4.34
P/B	1.40	1.13	0.97	0.81	0.68
EV/EBITDA	2.74	2.51	2.94	2.30	1.72

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：截至 2023 年 11 月 24 日收盘价

4.2 绝对估值

我们以绝对估值 FCFE 方法来反映公司的长期价值，首先，对估值的核心参数进行假设：

- 1、无风险利率 (Rf)：选取 2023 年 11 月 17 日十年期国债收益率 2.66%。
- 2、债务利率：综合考虑公司借款利率，选取债务利率为 3.7%。
- 3、增长率：由于煤炭公司受到自身资源开采年限的限制，因此我们假设公司经营至 2060 年。假设公司 2032 年后进入稳定发展阶段，每一年自由现金流增长率为 1%。
- 4、Beta 值：用于衡量公司相对于市场的股价波动情况。Beta>1 说明公司股价波动大于市场，反之则是小于市场。按照 Wind 数据，公司 Beta 值取 1.36。
- 5、风险溢价：本报告选用 8.5% 作为市场平均风险投资收益率。

综上，测算公司折现率为 8.15%。

表 10：华阳股份 DCF 主要参数假设及估值结果

指标	数值	指标	数值
无风险利率	2.66%	少数股东权益 (百万元)	4103
Beta 值	1.36	总股本 (百万股)	3608
增长率	1.00%	股权价值 (百万元)	38871
WACC	8.15%	每股价值 (元)	10.77

资料来源：信达证券研发中心

敏感性分析：绝对估值法下股价受到折现率和永续增长率影响较大。因此，根据预测模型对估值进行敏感性分析，考察在不同折现和增长率下的股价变化。我们认为煤炭行业永续增长率在 0%-0.5% 区间、WACC 在 7.65%-8.15% 之间变动较为合理，估算出公司合理股价为 10.77-11.53 元/股。

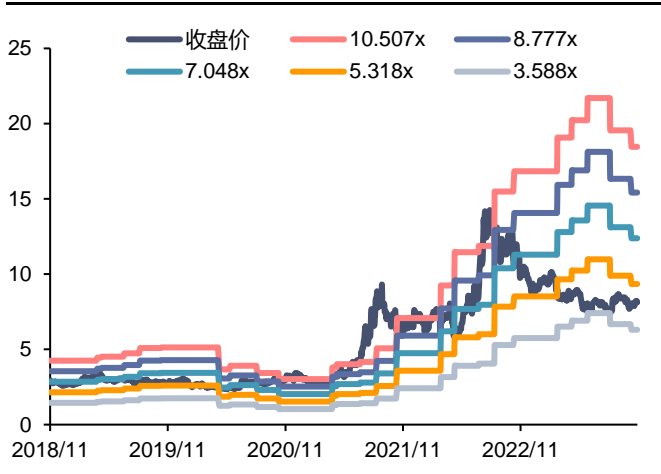
表 11: 绝对估值法敏感性测算 (元/股)

		WACC						
		6.65%	7.15%	7.65%	8.15%	8.65%	9.15%	9.65%
增长率	-1.50%	12.71	11.92	11.23	10.61	10.07	9.58	9.14
	-1.00%	12.82	12.00	11.29	10.66	10.11	9.61	9.16
	-0.50%	12.95	12.10	11.36	10.72	10.15	9.64	9.18
	0.00%	13.10	12.20	11.44	10.77	10.19	9.67	9.21
	0.50%	13.27	12.33	11.53	10.84	10.24	9.71	9.24
	1.00%	13.47	12.47	11.64	10.92	10.30	9.75	9.27
	1.50%	14.33	13.27	12.38	11.63	10.99	10.43	9.93

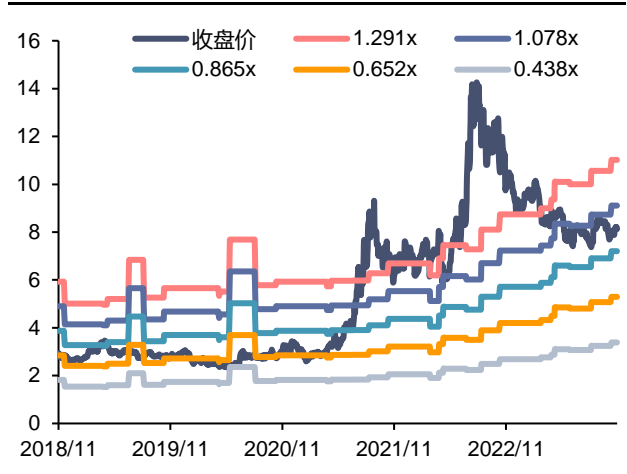
资料来源: 信达证券研发中心

4.3 相对估值

纵向来看, 公司当前估值处在相对低位。截至 11 月 24 日, 公司 PE (TTM) 为 4.72 倍, 百分位为 13.12%; PB 为 1.07 倍, 百分位为 55.07%。公司当前整体处于低估状态, 未来有望迎来估值修复。

图 36: 华阳股份 PE-Band


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 华阳股份 PB-Band


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

横向来看, 公司估值低于可比公司估值。鉴于华阳股份为无烟煤生产企业, 主要产品包括化工用无烟块煤、高炉用喷吹煤以及火电用无烟末煤, 我们选取兰花科创、昊华能源、潞安环能和陕西煤业作为公司的可比公司, 其中兰花科创和昊华能源均为生产无烟煤的企业, 潞安环能主要生产喷吹煤, 陕西煤业主要生产动力煤且部分煤炭销往化工行业。截至 11 月 24 日, 华阳股份 2023 年 PE 为 5.26 倍, 低于 4 家可比公司平均值 6.5 倍, 公司估值低于可比公司平均估值, 在行业相对估值中处于低位。

表 12: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600123.SH	兰花科创	9.52	32.2	25.6	28.2	29.9	4.39	5.52	5.02	4.74
601101.SH	昊华能源	6.18	13.4	14.3	15.1	15.9	6.62	6.22	5.88	5.60
601699.SH	潞安环能	20.61	141.7	101.2	115.3	135.8	4.35	6.09	5.35	4.54
601225.SH	陕西煤业	19.25	351.2	228.4	271.6	322.9	5.31	8.17	6.87	5.78
	平均值		134.6	92.4	107.5	126.1	5.17	6.50	5.78	5.16
600348.SH	华阳股份	8.30	70.3	57.0	62.2	69.4	4.26	5.26	4.82	4.31

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心预测。注: (1) 截至 2023 年 11 月 24 日; (2) 兰花科创、昊华能源采用 Wind 一致预测, 潞安环能、陕西煤业为信达证券研发中心能源团队预测。

投资建议

结合我们对能源产能周期的研判，可以认为在全国煤炭增产保供的形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求。在煤炭布局加速西移、资源费与吨煤投资大幅提升背景下，经济开发刚性成本的抬升有望支撑煤炭价格中枢保持高位，叠加煤炭央企资产注入工作已然开启，愈加凸显优质煤炭公司盈利与成长的高确定性。当前，煤炭板块具有高业绩、高现金、高分红属性，叠加行业高景气、长周期、高壁垒特征，以及低估值水平和一二级估值倒挂，煤炭板块投资攻守兼备。

我们认为华阳股份作为国内无烟煤行业龙头，煤炭资产较为优异、成本管控能力较强，叠加公司产能和煤炭资源储量内生性增长，企业稳健经营的同时又具有高增长潜力。与此同时，公司当前处于低估值状态，未来有望迎来估值修复。截至 11 月 24 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 56.68/61.72/68.94 亿元；EPS 分别为 1.57/1.71/1.91 元/股；对应 PE 为 5.28/4.85/4.34 倍；对应 PB 为 0.97/0.81/0.68 倍。我们看好公司未来产量增长带动下的盈利能力上升，给予公司“买入”评级。

风险因素

- (1) 国内外能源政策变化带来短期影响;
- (2) 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期;
- (3) 发生重大煤炭安全事故风险;
- (4) 安全监管趋严导致产量下滑风险;
- (5) 新材料业务转型发展的不确定性风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	22,817	21,725	21,885	23,519	26,455	
货币资金	16,074	17,435	18,181	19,995	23,037	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,347	1,839	1,447	1,274	1,137	
预付账款	224	420	386	380	380	
存货	643	698	683	671	673	
其他	3,529	1,333	1,188	1,200	1,228	
非流动资产	43,463	48,195	52,206	55,620	58,884	
长期股权投资	1,217	1,246	1,366	1,491	1,621	
固定资产(合计)	23,834	23,244	23,734	29,037	33,470	
无形资产	4,863	6,322	6,722	7,122	7,522	
其他	13,549	17,383	20,384	17,970	16,271	
资产总计	66,280	69,920	74,091	79,139	85,339	
流动负债	32,087	25,113	21,565	20,397	19,563	
短期借款	9,622	4,791	2,691	1,691	691	
应付票据	1,707	1,600	1,560	1,534	1,537	
应付账款	10,157	9,427	9,021	8,870	8,887	
其他	10,602	9,296	8,292	8,302	8,448	
非流动负债	9,728	15,194	17,805	16,807	15,807	
长期借款	5,330	10,047	14,047	13,047	12,047	
其他	4,398	5,147	3,758	3,759	3,759	
负债合计	41,815	40,308	39,370	37,204	35,370	
少数股东权益	3,030	3,214	3,987	4,829	5,769	
归属母公司股东权益	21,435	26,398	30,734	37,107	44,201	
负债和股东权益	66,280	69,920	74,091	79,139	85,339	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	38,033	35,042	29,643	30,131	31,273	
同比(%)	22.0%	-7.9%	-15.4%	1.6%	3.8%	
归属母公司净利润	3,531	7,026	5,668	6,172	6,894	
同比(%)	134.6%	99.0%	-19.3%	8.9%	11.7%	
毛利率(%)	36.1%	46.4%	40.8%	42.7%	44.7%	
ROE(平均)(%)	16.5%	26.6%	18.4%	16.6%	15.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.95	1.57	1.71	1.91	
P/E	8.48	4.26	5.28	4.85	4.34	
P/B	1.40	1.13	0.97	0.81	0.68	
EV/EBITDA	2.74	2.51	2.94	2.30	1.72	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	38,033	35,042	29,643	30,131	31,273	
营业成本	24,307	18,773	17,555	17,260	17,294	
营业税金及附加	2,270	2,434	1,630	1,657	1,720	
销售费用	108	115	89	90	94	
管理费用	1,324	1,356	1,037	1,055	1,095	
研发费用	341	232	237	241	250	
财务费用	740	497	471	447	361	
减值损失合计	-1,200	-21	-220	-220	-220	
投资净收益	107	72	237	241	250	
其他	-321	-135	-52	-49	-44	
营业利润	7,529	11,550	8,588	9,352	10,446	
营业外收支	-1,378	-719	0	0	0	
利润总额	6,151	10,831	8,588	9,352	10,446	
所得税	1,897	2,866	2,147	2,338	2,611	
净利润	4,254	7,965	6,441	7,014	7,834	
少数股东损益	723	939	773	842	940	
归属母公司净利润	3,531	7,026	5,668	6,172	6,894	
EBITDA	11,679	14,350	10,779	12,091	13,252	
EPS(当年)(元)	1.47	2.92	1.57	1.71	1.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	8,470	9,970	7,884	9,925	11,083	
净利润	4,254	7,965	6,441	7,014	7,834	
折旧摊销	2,322	2,425	1,720	2,292	2,445	
财务费用	816	660	645	629	561	
投资损失	-107	-72	-237	-241	-250	
营运资金变动	-1,618	-1,909	-1,117	-189	73	
其它	2,803	901	431	420	420	
投资活动现金流	-2,272	-4,964	-5,526	-5,484	-5,480	
资本支出	-1,604	-4,549	-5,600	-5,600	-5,600	
长期投资	-192	-21	-50	-50	-50	
其他	-476	-394	124	166	170	
筹资活动现金流	752	-3,489	-1,611	-2,627	-2,561	
吸收投资	50	0	1,191	0	0	
借款	19,104	11,265	1,900	-2,000	-2,000	
支付利息或股息	-1,870	-2,121	-2,755	-629	-561	
现金净增加额	6,949	1,528	746	1,814	3,042	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。