

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

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

## 产量下滑拖累业绩，煤炭主业增长空间依旧广阔

2024年4月19日

**事件:** 2024年4月18日，华阳股份发布2023年报，公司全年实现营业收入285.2亿元，同比下降18.63%，实现归母净利润51.8亿元，同比下降26.26%；扣非后净利润50.8亿元，同比下降30.95%。经营活动现金流量净额69.4亿元，同比下降30.41%；基本每股收益1.44元/股，同比下降26.15%。

第四季度，公司实现营业收入68.7亿元，环比提升10.1%；归母净利润9.08亿元，环比下降27.9%；扣非后净利润8.46亿元，环比下降32.1%；经营活动现金流净额26.4亿元，环比提升114.9%。

**点评:**

- **煤炭业务产销量下滑，短期拖累公司业绩。** **产销量:** 2023年公司商品煤产量4157万吨，同比下降11.6%；煤炭销量4100万吨，同比下降11.68%；其中块煤400万吨，同比降低15.47%；喷粉煤158万吨，同比降低20.17%；末煤3409万吨，同比降低10.93%；煤泥销量133万吨，同比降低7.16%。受山西省治理“三超”的安全监管影响，2024年公司煤炭产量计划为3290万吨，同比下降20.9%，煤炭销量计划为3200万吨，同比下降22%。 **价格:** 2023年公司实现煤炭业务收入248亿元，同比减少24.61%；煤炭综合售价606元/吨，同比降低14.64%，其中块煤售价976元/吨、粉煤1194元/吨、末煤546元/吨、煤泥338元/吨。 **成本:** 公司煤炭业务成本121亿元，同比减少28.37%，煤炭综合吨煤成本为296元/吨，同比下降69元/吨，其中块煤成本376元/吨、粉煤798元/吨、末煤274元/吨、煤泥不单独核算成本。
- **煤炭业务稳步成长，新能源业务做精做优。** 煤炭业务方面，公司在建七元煤矿和泊里煤矿，均为产能500万吨/年的大型现代化矿井。2024年七元煤矿有望进入联合试运转阶段，泊里煤矿2025年底前有望具备联合试运转条件。建成后公司煤炭产能增加1000万吨，将有效带动公司盈利能力提升。新能源业务方面，加强与产业研究总院沟通协作，将政策、资金等要素优先配置到有前景、有效益的新能源、新材料产业，全力以赴支持新能源新材料产业发展，做精做优新能源新材料产业。
- **高度重视股东回报，提高分红彰显投资价值。** 分红方面，2023年，公司宣告拟每10股派发现金股利7.18元（含税），分红总额达到25.9亿元，占归母净利润的50.01%。以4月19日收盘价计算，公司现金股息率7.07%，公司股息回报水平优异；而反观估值方面，以2024年预测业绩计算，A股市盈率为9.13倍，PB为1.14倍，公司估值水平仍然处于较低状态。我们认为，在当前高分红、高股息、低估值状态下，公司仍具备长期投资价值。
- **盈利预测及评级:** 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。截至4月19日收盘价，

我们预测公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 40.12/41.53/46.95 亿元；EPS 分别为 1.11/1.15/1.3 元/股；对应 PE 为 9.13/8.82/7.80 倍；对应 PB 为 1.14/1.01/0.89 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	35,046	28,518	21,596	22,356	24,336
同比(%)	-7.9%	-18.6%	-24.3%	3.5%	8.9%
归属母公司净利润（百万元）	7,024	5,179	4,012	4,153	4,695
同比(%)	98.9%	-26.3%	-22.5%	3.5%	13.1%
毛利率(%)	46.4%	44.9%	44.0%	44.1%	44.6%
ROE(%)	26.6%	18.6%	12.5%	11.4%	11.4%
EPS（摊薄）（元）	1.95	1.44	1.11	1.15	1.30
P/E	5.21	7.07	9.13	8.82	7.80
P/B	1.39	1.31	1.14	1.01	0.89
EV/EBITDA	2.51	3.74	5.28	4.57	3.81

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 4 月 19 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>21,733</b>	<b>18,123</b>	<b>17,722</b>	<b>18,941</b>	<b>21,538</b>	
货币资金	17,435	14,497	14,761	16,164	18,683	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,841	1,972	1,580	1,353	1,322	
预付账款	420	411	266	275	296	
存货	700	677	470	486	524	
其他	1,338	566	646	664	712	
<b>非流动资产</b>	<b>48,167</b>	<b>53,448</b>	<b>57,192</b>	<b>60,403</b>	<b>63,466</b>	
长期股权投资	1,246	1,255	1,375	1,500	1,630	
固定资产(合计)	23,244	28,846	29,100	33,845	37,827	
无形资产	6,322	6,282	6,682	7,082	7,482	
其他	17,355	17,065	20,035	17,977	16,527	
<b>资产总计</b>	<b>69,900</b>	<b>71,571</b>	<b>74,914</b>	<b>79,344</b>	<b>85,004</b>	
<b>流动负债</b>	<b>25,116</b>	<b>25,908</b>	<b>20,385</b>	<b>20,786</b>	<b>21,787</b>	
短期借款	4,791	2,780	2,780	2,780	2,780	
应付票据	1,600	1,659	1,075	1,110	1,197	
应付账款	9,429	9,715	6,213	6,418	6,923	
其他	9,296	11,754	10,316	10,477	10,887	
<b>非流动负债</b>	<b>15,195</b>	<b>13,497</b>	<b>17,497</b>	<b>16,497</b>	<b>15,497</b>	
长期借款	10,047	11,042	15,042	14,042	13,042	
其他	5,147	2,455	2,455	2,455	2,455	
<b>负债合计</b>	<b>40,311</b>	<b>39,405</b>	<b>37,881</b>	<b>37,283</b>	<b>37,284</b>	
少数股东权益	3,214	4,303	4,956	5,632	6,396	
归属母公司股东权益	26,375	27,863	32,077	36,429	41,324	
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,900</b>	<b>71,571</b>	<b>74,914</b>	<b>79,344</b>	<b>85,004</b>	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	35,046	28,518	21,596	22,356	24,336	
同比(%)	-7.9%	-18.6%	-24.3%	3.5%	8.9%	
归属母公司净利润	7,024	5,179	4,012	4,153	4,695	
同比(%)	98.9%	-26.3%	-22.5%	3.5%	13.1%	
毛利率(%)	46.4%	44.9%	44.0%	44.1%	44.6%	
ROE%	26.6%	18.6%	12.5%	11.4%	11.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.95	1.44	1.11	1.15	1.30	
P/E	5.21	7.07	9.13	8.82	7.80	
P/B	1.39	1.31	1.14	1.01	0.89	
EV/EBITDA	2.51	3.74	5.28	4.57	3.81	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>35,046</b>	<b>28,518</b>	<b>21,596</b>	<b>22,356</b>	<b>24,336</b>	
营业成本	18,776	15,713	12,091	12,490	13,471	
营业税金及附加	2,434	2,097	1,188	1,230	1,338	
销售费用	115	124	108	112	97	
管理费用	1,357	1,495	1,080	1,118	1,217	
研发费用	232	703	324	335	365	
财务费用	497	391	424	477	426	
减值损失合计	-21	-21	-220	-220	-220	
投资净收益	72	64	50	51	56	
其他	-135	-111	8	12	22	
<b>营业利润</b>	<b>11,550</b>	<b>7,927</b>	<b>6,219</b>	<b>6,438</b>	<b>7,279</b>	
营业外收支	-719	-39	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>10,831</b>	<b>7,888</b>	<b>6,219</b>	<b>6,438</b>	<b>7,279</b>	
所得税	2,868	1,838	1,555	1,610	1,820	
<b>净利润</b>	<b>7,963</b>	<b>6,050</b>	<b>4,665</b>	<b>4,829</b>	<b>5,460</b>	
少数股东损益	939	870	653	676	764	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,024</b>	<b>5,179</b>	<b>4,012</b>	<b>4,153</b>	<b>4,695</b>	
EBITDA	14,350	10,759	8,599	9,409	10,352	
EPS(当年)(元)	1.95	1.44	1.11	1.15	1.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,970</b>	<b>6,938</b>	<b>2,501</b>	<b>8,701</b>	<b>9,781</b>	
净利润	7,963	6,050	4,665	4,829	5,460	
折旧摊销	2,425	2,520	1,956	2,494	2,647	
财务费用	660	585	569	624	587	
投资损失	-72	-64	-50	-51	-56	
营运资金变动	-1,909	-2,304	-4,959	486	823	
其它	903	152	320	320	320	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,969</b>	<b>-7,027</b>	<b>-5,670</b>	<b>-5,674</b>	<b>-5,674</b>	
资本支出	-4,549	-6,573	-5,600	-5,600	-5,600	
长期投资	-21	-46	-50	-50	-50	
其他	-399	-408	-20	-24	-24	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,484</b>	<b>-3,341</b>	<b>3,431</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,587</b>	
吸收投资	5	270	0	0	0	
借款	11,265	8,413	4,000	-1,000	-1,000	
支付利息或股息	-2,121	-2,884	-569	-624	-587	
<b>现金流净增加额</b>	<b>1,528</b>	<b>-3,428</b>	<b>263</b>	<b>1,403</b>	<b>2,519</b>	

## 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。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 15% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 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。