

无烟煤

华阳股份（600348.SH）

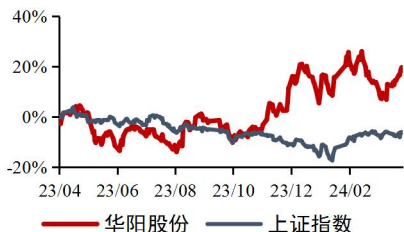
增持-A(维持)

分红比例超预期提高，在建产能及转型持续推进

2024年4月22日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月19日

收盘价(元):	10.15
年内最高/最低(元):	14.61/7.33
流通A股/总股本(亿):	36.08/36.08
流通A股市值(亿):	366.16
总市值(亿):	366.16

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	1.44
摊薄每股收益:	1.44
每股净资产(元):	8.92
净资产收益率:	18.81

资料来源：最闻

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

事件描述

➢ 公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入285.18亿元，同比-18.63%；实现归母净利润51.79亿元，同比-26.26%；扣非后归母净利润50.83亿元，同比-30.95%；经营活动流量净额69.38亿元，同比-30.41%。基本每股收益1.44元/股，加权平均净资产收益率19.45%，同比减少11.94个百分点。

事件点评

➢ 2023年煤价中枢回落导致业绩下滑。公司2023年煤炭板块营收占比87.1%，同比减少6.91个百分点；但毛利占比99.32%，同比提高0.83个百分点；煤炭板块是影响公司业绩主要因素。2023年各煤种价格中枢均有所回落，秦皇岛港动力煤长协年度均价714元/吨，同比-1.09%；阳泉末煤坑口价年度均价932元/吨，同比-19.33%；阳泉喷吹煤车板价年度均价1483元/吨，同比-24.02%；阳泉无烟中块年度均价1535元/吨，同比-18.44%。公司2023年实现煤炭产量4591万吨，同比+1.5%，销售煤炭4100万吨，同比-11.7%吨煤售价606元/吨，同比-14.64%；吨煤成本296元/吨，同比-18.9%；吨煤毛利310元/吨，同比-10.14%，板块盈利受煤价影响有所下滑。

➢ 新能源业务继续推进。2023年，公司全面整合研发资源、研发人员，大力支持新能源、新材料产业发展；新能源业务持续突破，1GWh钠离子电芯和PACK电池进入试运营阶段。全球首批商用钠离子电动两轮车发布。光伏组件四条生产线全线贯通，N型生产线最高日产量5.56MW，产线效率不断攀升。从收入来看，新能源归属的其他业务2023年实现3123百万元营收，同比+70.48%。2024年公司计划实现光伏组件3GW销售目标和钠电400MW以上销售目标，营收或将持续增长。

➢ 分红比例大幅提升，或将提振公司估值水平。根据年报利润分配预案，公司2023年拟每10股派息（含税）7.18元，合计派息（含税）25.90亿元，占合并报表中归母净利润的50.01%，同比提高近20个百分点。以4月18日收盘价计算，股息率约7.1%。根据市净率与PB分红比例及预期股息率关系推断，分红比例的提高可能带来公司估值水平的提高。

投资建议

➢ 预计公司2024-2026年EPS分别为1.22、1.24和1.40元，对应公司4月19日收盘价10.15元，2024-2026年PE分别为8.4\8.3\7.3。公司经营计划2024年煤炭产量减少影响业绩，但公司七元、泊里煤矿合计1000万吨产能建设持续推进，预计后期将2025、2026年将贡献利润。同时，公司提高分



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

红比例预计也将提振中长期估值水平，我们维持“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；新能源项目建设及盈利不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,042	28,518	23,973	25,441	27,819
YoY(%)	-7.8	-18.6	-15.9	6.1	9.3
净利润(百万元)	7,026	5,179	4,391	4,465	5,050
YoY(%)	98.8	-26.3	-15.2	1.7	13.1
毛利率(%)	46.4	44.9	41.7	41.6	41.5
EPS(摊薄/元)	1.95	1.44	1.22	1.24	1.40
ROE(%)	26.9	18.8	13.6	12.6	12.8
P/E(倍)	5.3	7.1	8.4	8.3	7.3
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	20.0	18.2	18.3	17.5	18.2

资料来源：最闻，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	21725	18123	13601	21931	22884
现金	17435	14497	10981	17981	19746
应收票据及应收账款	1839	1972	1232	2168	1549
预付账款	420	411	287	453	357
存货	698	677	545	756	668
其他流动资产	1333	566	555	572	565
非流动资产	48195	53448	56072	55408	56041
长期投资	1246	1255	1331	1406	1482
固定资产	23244	28846	29718	30137	30368
无形资产	6322	6332	6724	6737	6903
其他非流动资产	17383	17015	18298	17128	17288
资产总计	69920	71571	69673	77339	78926
流动负债	25113	25908	18474	23586	21263
短期借款	4791	2780	2780	2780	2780
应付票据及应付账款	11026	11374	8537	12658	10533
其他流动负债	9296	11754	7157	8148	7950
非流动负债	15194	13497	13980	12734	12261
长期借款	12730	11042	11526	10279	9806
其他非流动负债	2464	2455	2455	2455	2455
负债合计	40308	39405	32455	36320	33523
少数股东权益	3214	4303	4964	5675	6458
股本	2405	3608	3608	3608	3608
资本公积	67	63	63	63	63
留存收益	21095	22887	27180	31968	37144
归属母公司股东权益	26398	27863	32254	35343	38944
负债和股东权益	69920	71571	69673	77339	78926

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9970	6938	5211	11670	7053
净利润	7965	6050	5052	5176	5833
折旧摊销	2381	2479	2541	2771	3003
财务费用	497	391	101	50	-70
投资损失	-72	-64	-68	-66	-67
营运资金变动	-1909	-2304	-2368	3778	-1603
其他经营现金流	1108	387	-47	-39	-43
投资活动现金流	-4964	-7027	-5050	-2002	-3526
筹资活动现金流	-3489	-3341	-3677	-2669	-1762
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.95	1.44	1.22	1.24	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	2.76	1.92	1.44	3.24	1.95
每股净资产(最新摊薄)	7.04	7.72	8.94	9.80	10.80

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	35042	28518	23973	25441	27819
营业成本	18773	15713	13967	14868	16268
营业税金及附加	2434	2097	1714	1845	2003
营业费用	115	124	91	104	110
管理费用	1356	1495	1092	1246	1315
研发费用	232	703	375	513	498
财务费用	497	391	101	50	-70
资产减值损失	-357	-324	-258	-282	-304
公允价值变动收益	57	30	44	37	40
投资净收益	72	64	68	66	67
营业利润	11550	7927	6638	6794	7653
营业外收入	42	66	54	60	57
营业外支出	761	105	105	105	105
利润总额	10831	7888	6587	6749	7605
所得税	2866	1838	1535	1573	1773
税后利润	7965	6050	5052	5176	5833
少数股东损益	939	870	661	711	782
归属母公司净利润	7026	5179	4391	4465	5050
EBITDA	14082	11047	9478	9831	10825

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-7.8	-18.6	-15.9	6.1	9.3
营业利润(%)	53.4	-31.4	-16.3	2.3	12.7
归属于母公司净利润(%)	98.8	-26.3	-15.2	1.7	13.1
获利能力					
毛利率(%)	46.4	44.9	41.7	41.6	41.5
净利率(%)	20.0	18.2	18.3	17.5	18.2
ROE(%)	26.9	18.8	13.6	12.6	12.8
ROIC(%)	18.4	13.5	10.8	10.6	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6	55.1	46.6	47.0	42.5
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.9	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	16.7	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
估值比率					
P/E	5.3	7.1	8.4	8.3	7.3
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.1	4.3	5.1	4.1	3.6

资料来源：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。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

