

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

煤炭主业有望趋稳，远期增量依旧可观

2024年8月31日

事件: 2024年8月29日，华阳股份发布2024年半年报，上半年公司实现营业收入121.99亿元，同比-20.85%，实现归母净利润12.99亿元，同比-56.87%；扣非后归母净利润12.15亿元，同比-59.39%。经营活动现金流量净额1.4亿元，同比-95.44%；基本每股收益0.36元/股，同比-56.63%。

二季度，公司实现营业收入60.41亿元，同比-14.11%，环比-1.9%；归母净利润4.32亿元，同比-66.41%，环比-50.24%；扣非后归母净利润4.35亿元，同比-65.79%，环比-44.2%。

点评:

- **二季度产量&成本环比改善，下半年煤炭业务有望趋稳。** 产销量方面：2024H1，公司实现原煤产量1866万吨，同比-21.46%。商品煤销量上半年实现1710万吨，同比-20.73%。其中，块煤销量180万吨，同比-16.74%；粉煤销量71万吨，同比-17.38%；末煤销量1390万吨，同比-22.28%；煤泥销量68万吨，同比+3.99%。2024Q2，公司实现煤炭产量1016万吨，环比+19.5%；实现煤炭销量882万吨，环比+6.4%。价格方面：2024H1，公司实现综合煤炭售价573元/吨，同比-8.71%。其中，块煤售价812元/吨，粉煤售价925元/吨，末煤售价536元/吨，煤泥售价327元/吨。2024Q2，公司实现综合煤炭售价557元/吨，环比-5.3%。成本方面：2024H1，公司实现煤炭销售成本354元/吨，同比+9.59%。其中，块煤成本347元/吨，粉煤成本636元/吨，末煤成本358元/吨，煤泥不单独核算成本。2024Q2，公司实现综合煤炭成本347元/吨，环比-4%。受山西省治理“三超”的安全监管影响，公司煤炭产量同比下滑幅度较大，展望下半年公司按照核定产能组织安排生产，我们预计下半年产量趋稳，有望与上半年产量相当。
- **榆树坡产能核增、七元和泊里煤矿建设稳步推进，明后年公司煤炭产量有望迎来较大增长空间。** 产能核增方面：8月初，榆树坡煤矿顺利取得山西省应急管理厅颁发的500万吨/年矿井提能项目安全生产许可证，产能核增工作稳步推进。在建矿井方面：七元和泊里煤矿设计生产能力均为500万吨/年，七元煤矿预计于2024年12月具备联合试运转条件，泊里煤矿预计于2025年12月具备联合试运转条件。随着榆树坡产能核增和基建煤矿建设进度稳步推进，公司明后年产量有望迎来较大释放空间。
- **以较低价格成功竞得于家庄煤炭资源，增强公司持续盈利能力。** 2024年8月22日，公司以68亿元竞得山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权。于家庄区块煤炭资源位于山西省晋中市寿阳县境内，毗邻公司控股子公司阳煤集团寿阳景福煤业有限公司，该探矿权拥有资源储量6.3亿吨，公司单吨资源收购价格为10.8元/吨。相较当前矿业权市场成交价格，公司以较低成本成功竞得于家庄探矿权，将进一步增加公司的煤炭

资源储备量，有助于提升公司的核心竞争力，并为持续盈利能力的增强奠定坚实基础。

- **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 8 月 29 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 24.22/27.31/31.62 亿元；EPS 分别为 0.67/0.76/0.88 元/股；对应 PE 为 10.77/9.55/8.25 倍；以 50%分红率测算，2024 年股息率约为 4.64%/5.24%/6.06%。我们看好公司未来产量增长带动下的盈利能力上升，维持公司“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	25,907	27,602	29,297
同比(%)	-7.9%	-18.6%	-9.2%	6.5%	6.1%
归属母公司净利润（百万元）	7,024	5,179	2,422	2,731	3,162
同比(%)	98.9%	-26.3%	-53.2%	12.8%	15.8%
毛利率(%)	46.4%	44.9%	31.8%	32.6%	33.6%
ROE(%)	26.6%	18.6%	7.8%	8.0%	8.4%
EPS（摊薄）（元）	1.95	1.44	0.67	0.76	0.88
P/E	3.71	5.04	10.77	9.55	8.25
P/B	0.99	0.94	0.84	0.76	0.70
EV/EBITDA	2.51	3.74	4.86	4.26	3.65

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 8 月 29 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	21,733	18,123	19,252	19,355	20,024	
货币资金	17,435	14,497	15,566	15,577	16,141	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,841	1,972	1,859	1,854	1,867	
预付账款	420	411	389	409	428	
存货	700	677	687	724	756	
其他	1,338	566	750	792	833	
非流动资产	48,167	53,448	56,896	60,101	63,160	
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	32,836	36,336	39,447	
无形资产	6,322	6,282	6,682	7,082	7,482	
其他	17,355	17,065	16,003	15,183	14,601	
资产总计	69,900	71,571	76,148	79,456	83,184	
流动负债	25,116	25,908	22,851	23,783	24,635	
短期借款	4,791	2,780	2,780	2,780	2,780	
应付票据	1,600	1,659	1,570	1,654	1,728	
应付账款	9,429	9,715	9,079	9,561	9,990	
其他	9,296	11,754	9,421	9,788	10,137	
非流动负债	15,195	13,497	17,398	16,398	15,398	
长期借款	10,047	11,042	15,042	14,042	13,042	
其他	5,147	2,455	2,356	2,356	2,356	
负债合计	40,311	39,405	40,249	40,181	40,033	
少数股东权益	3,214	4,303	4,697	5,142	5,657	
归属母公司股东权益	26,375	27,863	31,202	34,133	37,495	
负债和股东权益	69,900	71,571	76,148	79,456	83,184	

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	25,907	27,602	29,297	
同比(%)	-7.9%	-18.6%	-9.2%	6.5%	6.1%	
归属母公司净利润	7,024	5,179	2,422	2,731	3,162	
同比(%)	98.9%	-26.3%	-53.2%	12.8%	15.8%	
毛利率(%)	46.4%	44.9%	31.8%	32.6%	33.6%	
ROE%	26.6%	18.6%	7.8%	8.0%	8.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.95	1.44	0.67	0.76	0.88	
P/E	3.71	5.04	10.77	9.55	8.25	
P/B	0.99	0.94	0.84	0.76	0.70	
EV/EBITDA	2.51	3.74	4.86	4.26	3.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	35,046	28,518	25,907	27,602	29,297	
营业成本	18,776	15,713	17,668	18,606	19,439	
营业税金及附加	2,434	2,097	1,814	1,932	2,051	
销售费用	115	124	104	110	117	
管理费用	1,357	1,495	1,295	1,380	1,465	
研发费用	232	703	518	552	586	
财务费用	497	391	424	469	431	
减值损失合计	-21	-21	-220	-220	-220	
投资净收益	72	64	60	63	67	
其他	-135	-111	-170	-162	-154	
营业利润	11,550	7,927	3,754	4,235	4,902	
营业外收支	-719	-39	0	0	0	
利润总额	10,831	7,888	3,754	4,235	4,902	
所得税	2,868	1,838	939	1,059	1,225	
净利润	7,963	6,050	2,816	3,176	3,676	
少数股东损益	939	870	394	445	515	
归属母公司净利润	7,024	5,179	2,422	2,731	3,162	
EBITDA	14,350	10,759	6,526	7,203	7,984	
EPS(当年)(元)	1.95	1.44	0.67	0.76	0.88	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	9,970	6,938	5,148	7,296	7,814	
净利润	7,963	6,050	2,816	3,176	3,676	
折旧摊销	2,425	2,520	2,348	2,500	2,651	
财务费用	660	585	569	624	587	
投资损失	-72	-64	-60	-63	-67	
营运资金变动	-1,909	-2,304	-1,045	540	446	
其它	903	152	520	520	520	
投资活动现金流	-4,969	-7,027	-5,757	-5,662	-5,663	
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	-107	-12	-13	
筹资活动现金流	-3,484	-3,341	1,679	-1,624	-1,587	
吸收投资	5	270	0	0	0	
借款	-114	-1,016	4,000	-1,000	-1,000	
支付利息或股息	-2,121	-2,884	-3,159	-624	-587	
现金流净增加额	1,528	-3,428	1,069	11	564	

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，CPA，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，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。