

公司研究

盈利稳定性显著强于行业均值

——华阳股份（600348.SH）2023年一季报点评

要点

事件：华阳股份发布2023年一季报，公司实现营业收入83.79亿元，同比-9.27%；实现归母净利润17.27亿元，同比+32.58%。

点评：公司2023年Q1煤炭同比量价齐跌，但煤炭单吨成本显著下滑。公司23年Q1煤炭产销量分别为1157.18万吨和1070.74万吨，同比-0.1%和-0.8%；煤炭综合售价679.95元/吨，同比-11.4%。但公司煤炭综合单吨成本为342.55元/吨，同比-28.9%，成本显著下滑主要系公司不断加强内部管理，优化生产布局，加强成本管控。

无烟煤资源储量丰富，远期产能仍有增量。公司拥有较丰富的煤炭资源储备，其中大部分为稀缺煤种无烟煤。公司2022年煤炭产量为4,523万吨，2023年煤炭产量计划4,610万吨。现有七元、泊里煤矿两座在建矿井，各有产能500万吨/年。两个项目均已获得项目核准批复、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，公司未来增量可期。

钠电池产业化元年利好频出，公司产品验证稳步推进。2023年以来头部钠电池企业乘用车端商业化逐渐开始落地：2023年2月23日第二届全国钠电池研讨会上，思皓新能源与中科海钠展示了搭载钠离子电池的思皓花仙子电动车；2023年4月16日奇瑞汽车今日宣布，宁德时代钠离子电池将首发落地奇瑞车型。公司电芯产线自2022年9月23日开始带料调试，目前产线流程已经调通，正在进行各工序工艺优化调试验证。试制电芯已送检，预计2023年6月份出具检测报告。

光伏飞轮储能齐发力，新增布局碳纤维赛道。光伏组件业务2022年7月份四条生产线全部调试完毕，9月35KV变电站投运，根据订单量按需生产，处于产能爬坡阶段，2022年全年光伏组件产量完成343MW。飞轮储能业务2022年生产完成26套，共销售飞轮14套。2023年1月7日，公司公告与华阳资本、太化集团、大同经建投、大同云峰资产共同设立合资公司，开展千吨级高性能碳纤维一期200吨/年示范项目。

盈利预测、估值与评级：鉴于公司未来煤炭产能提升以及新能源业务的推进，我们维持盈利预测，预计2023-2025年EPS分别为3.08元、3.16元、3.33元。2023-2025年PE为5倍、4倍、4倍。鉴于公司无烟煤龙头地位以及钠离子电池等新能源布局后的二次成长，我们维持“增持”评级。

风险提示：煤炭价格下滑，钠离子电池布局进度不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,007	35,042	36,102	36,339	38,272
营业收入增长率	21.89%	-7.80%	3.02%	0.66%	5.32%
净利润(百万元)	3,534	7,026	7,417	7,589	8,011
净利润增长率	134.80%	98.81%	5.57%	2.32%	5.56%
EPS(元)	1.47	2.92	3.08	3.16	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.52%	26.61%	23.39%	20.45%	18.68%
P/E	10	5	5	4	4
P/B	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-4-28

增持（维持）

当前价：14.00元

作者

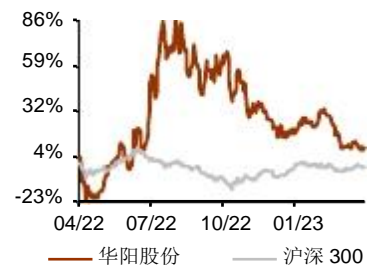
分析师：王招华
执业证书编号：S0930515050001
021-52523811
wangzh@ebsec.com

联系人：马俊
majun@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	24.05
总市值(亿元)	336.70
一年最低/最高(元)	9.24/23.88
近3月换手率	93.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.89	-3.79	24.87
绝对	4.63	-7.89	32.25

资料来源：Wind

表 1：华阳股份单季度主要财务指标 (亿元)

单位：亿元	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
主营业务收入	81.13	91.16	100.03	89.98	93.36	80.30	86.79	83.79
同比增长率	10%	19%	22%	-16%	15%	-12%	-13%	-7%
毛利	22.36	28.72	70.10	30.86	43.15	34.86	53.82	35.73
毛利率	27.56%	31.51%	70.08%	34.30%	46.22%	43.41%	62.01%	42.64%
销售费用	0.11	0.31	0.17	0.31	0.49	0.37	-0.02	0.34
财务费用	1.50	1.75	2.64	1.14	1.54	0.57	1.72	0.81
管理费用	2.64	3.22	4.79	2.94	2.52	2.78	5.32	3.22
研发费用	1.13	0.71	1.49	0.31	0.51	0.47	1.03	0.37
期间费用率	6.64%	6.58%	9.09%	5.23%	5.42%	5.21%	9.28%	5.65%
税前利润	11.19	17.10	25.66	20.16	29.74	24.97	33.44	25.27
归属母公司净利润	6.90	11.39	12.43	13.02	20.21	16.36	20.67	17.27
净利率	8.50%	12.49%	12.42%	14.48%	21.65%	20.37%	23.81%	20.61%
同比增长率	22%	205%	203%	182%	193%	44%	66%	33%
扣非净利润	6.59	10.94	23.82	12.98	20.07	16.34	24.24	17.20
期末净资产	256	255	244	261	275	294	296	320
年化 ROE	10.79%	17.87%	20.35%	19.92%	29.42%	22.28%	27.91%	21.58%
存货/销售收入	1.70%	1.61%	1.61%	1.51%	2.15%	2.22%	2.01%	2.09%
带息负债	167.5	186.6	196.3	197.1	186.5	188.8	191.3	202.4
货币资金	120.9	142.2	160.7	158.9	165.2	161.3	174.3	181.3
资产负债率	59.01%	61.01%	63.13%	60.90%	59.41%	56.73%	57.65%	54.72%
存货金额	5.5	5.9	6.4	5.4	8.0	7.1	7.0	7.0
自由现金流	(2.7)	27.4	34.3	(1.1)	17.9	6.9	30.4	3.4
最新总股本 (亿股)	24.05	24.05	24.05	24.05	24.05	24.05	24.05	24.05
摊薄 EPS (元/股)	0.287	0.474	0.517	0.542	0.840	0.680	0.859	0.718

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 2：煤炭行业单季度归母净利润 (亿元)

代码	上市公司	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
000937.SZ	冀中能源	15.87	14.14	4.73	27.03
600348.SH	华阳股份	20.21	16.36	20.67	17.27
601001.SH	晋控煤业	14.32	10.50	(3.39)	7.11
600546.SH	山煤国际	18.88	18.53	15.87	16.86
601101.SH	昊华能源	6.10	6.05	(1.85)	4.30
601666.SH	平煤股份	17.35	13.63	9.97	11.46
600188.SH	兖州煤业	113.60	90.91	36.46	57.74
000983.SZ	山西焦煤	32.38	26.03	24.25	24.70
601699.SH	潞安环能	33.83	34.19	49.00	33.80
601918.SH	新集能源	6.04	7.09	2.23	5.94
000552.SZ	靖远煤电	1.98	0.64	24.59	9.58
600758.SH	辽宁能源	0.18	(0.33)	(0.20)	2.87
601898.SH	中煤能源	65.84	59.51	(10.88)	71.55
601225.SH	陕西煤业	189.04	37.09	68.16	69.11
600121.SH	郑州煤电	0.95	(0.90)	0.12	0.65
600508.SH	上海能源	7.65	5.77	(3.82)	8.35
600123.SH	兰花科创	11.11	7.72	4.65	7.73

中庚基金

600971.SH	恒源煤电	4.95	7.27	9.06	6.08
600395.SH	盘江股份	7.65	4.14	5.36	3.50
600985.SH	淮北矿业	19.41	16.55	17.92	21.11
601088.SH	中国神华	221.87	179.87	104.95	186.12
600997.SH	开滦股份	7.58	4.74	0.31	4.08
603113.SH	金能科技	0.50	0.86	(0.11)	(1.39)
行业盈利 (取平均值)		35.53	24.36	16.44	25.89

资料来源：Wind、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	38,007	35,042	36,102	36,339	38,272
营业成本	24,282	18,773	19,332	20,305	21,593
折旧和摊销	2,263	2,374	2,928	2,990	3,041
税金及附加	2,270	2,434	2,166	2,180	2,296
销售费用	108	115	217	218	230
管理费用	1,324	1,356	1,281	1,289	1,357
研发费用	341	232	361	363	383
财务费用	740	497	516	459	472
投资收益	107	72	200	300	500
营业利润	7,531	11,550	11,984	12,103	12,532
利润总额	6,153	10,831	12,084	12,303	13,132
所得税	1,897	2,866	3,867	3,814	4,071
净利润	4,256	7,965	8,217	8,489	9,061
少数股东损益	723	939	800	900	1,050
归属母公司净利润	3,534	7,026	7,417	7,589	8,011
EPS(元)	1.47	2.92	3.08	3.16	3.33

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,464	9,970	10,001	12,009	11,322
净利润	3,534	7,026	7,417	7,589	8,011
折旧摊销	2,263	2,374	2,928	2,990	3,041
净营运资金增加	703	-2,652	2,008	-253	1,695
其他	1,964	3,223	-2,353	1,683	-1,426
投资活动产生现金流	-2,272	-4,964	-1,700	-1,100	-450
净资本支出	-1,604	-4,549	-1,750	-1,400	-950
长期投资变化	1,217	1,246	0	0	0
其他资产变化	-1,885	-1,660	50	300	500
融资活动现金流	752	-3,489	-6,314	-1,934	-1,816
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,412	-471	-3,691	700	900
无息负债变化	2,918	-1,030	-143	617	929
净现金流	6,943	1,528	1,987	8,975	9,055

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	36.1%	46.4%	46.5%	44.1%	43.6%
EBITDA 率	35.1%	41.9%	43.7%	42.0%	40.9%
EBIT 率	29.1%	35.1%	35.6%	33.8%	32.9%
税前净利润率	16.2%	30.9%	33.5%	33.9%	34.3%
归母净利润率	9.3%	20.0%	20.5%	20.9%	20.9%
ROA	6.4%	11.4%	11.4%	10.6%	10.2%
ROE (摊薄)	16.5%	26.6%	23.4%	20.4%	18.7%
经营性 ROIC	16.6%	18.9%	17.8%	18.0%	18.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	63%	58%	51%	47%	45%
流动比率	0.71	0.87	1.23	1.63	2.05
速动比率	0.69	0.84	1.21	1.61	2.03
归母权益/有息债务	1.11	1.40	2.09	2.34	2.56
有形资产/有息债务	3.12	3.32	4.26	4.53	4.80

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	66,226	69,920	72,193	79,823	88,465
货币资金	16,068	17,435	19,422	28,396	37,452
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,346	1,839	2,816	2,834	2,985
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	63	65	65	69
存货	643	698	540	568	605
其他流动资产	3,387	1,180	1,969	2,146	3,585
流动资产合计	22,762	21,725	25,244	34,464	45,178
其他权益工具	43	52	52	52	52
长期股权投资	1,217	1,246	1,246	1,246	1,246
固定资产	23,834	23,244	21,549	19,515	17,383
在建工程	7,959	11,947	12,139	12,289	12,251
无形资产	4,863	6,322	6,689	6,951	7,010
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,836	3,800	3,800	3,800	3,800
非流动资产合计	43,463	48,195	46,949	45,359	43,287
总负债	41,808	40,308	36,473	37,790	39,619
短期借款	9,622	4,791	0	0	0
应付账款	10,151	9,427	9,707	10,196	10,842
应付票据	1,707	1,600	1,648	1,730	1,840
预收账款	0	2	2	2	2
其他流动负债	258	311	292	288	254
流动负债合计	32,080	25,113	20,463	21,079	22,005
长期借款	5,330	10,047	11,147	11,847	12,747
应付债券	2,183	2,683	2,683	2,683	2,683
其他非流动负债	546	541	543	543	547
非流动负债合计	9,728	15,194	16,010	16,711	17,614
股东权益	24,417	29,612	35,720	42,033	48,846
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
公积金	2,107	2,467	2,467	2,467	2,467
未分配利润	13,456	18,694	24,002	29,415	35,178
归属母公司权益	21,388	26,398	31,706	37,119	42,882
少数股东权益	3,030	3,214	4,014	4,914	5,964

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.28%	0.33%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	3.48%	3.87%	3.55%	3.55%	3.55%
财务费用率	1.95%	1.42%	1.43%	1.26%	1.23%
研发费用率	0.90%	0.66%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	31%	26%	32%	31%	31%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.88	0.90	0.93	1.00
每股经营现金流	3.52	4.15	4.16	4.99	4.71
每股净资产	8.89	10.98	13.18	15.43	17.83
每股销售收入	15.80	14.57	15.01	15.11	15.91

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	10	5	5	4	4
PB	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.5	3.9	3.4	3.1	2.7
股息率	3.6%	6.3%	6.5%	6.7%	7.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE