

全产业链布局氢能赛道，Q1 增速略微放缓

增持 (维持)

——美锦能源 (000723) 点评报告

2023 年 05 月 04 日

报告关键要素:

公司发布 22 年年报及 23 年一季报。22 年公司实现营业收入 246.00 亿元，同比增长 15.18%；实现归母净利润 22.09 亿元，同比下滑 13.05%；实现扣非归母净利润 22.46 亿元，同比下滑 22.05%。2023 年一季度，公司营业收入为 53.38 亿元，同比下滑 13.65%；归母净利润为 4.02 亿元，同比下滑 40.52%；扣非归母净利润为 3.89 亿元，同比下滑 42.16%。

投资要点:

量减价增营收增加，成本上升导致毛利率下滑: 2022 年公司焦炭产量为 536.3 万吨，同比下滑 4.58%；销量为 543.3 万吨，同比下滑 5.54%。2022 年，我国煤炭市场受到多重上行/下行超预期的扰动因素，主要受到俄乌地缘冲突以及国际能源危机的影响，直接导致了我国煤炭价格的高位运行，量减价增综合导致公司营收增加。2022 年公司焦化产品毛利率为 21.26%，同比下降 8.99%。按炼焦煤和焦炭市场均价计算，炼焦煤/焦炭年初价格涨幅为 17.63%/5.56%，炼焦煤价格涨幅大于焦炭价格的涨幅，使得公司成本上升幅度大于产品价格上升幅度，毛利率下降。
受价格下降影响，23 年 Q1 盈利增速放缓: 据公司一季报显示，由于主营产品焦炭的市场价格下降幅度大于原材料采购价格的下降幅度，公司盈利出现较大幅度的下滑。按炼焦煤和焦炭市场均价计算，与 2023 年年初价格相比，2023 年一季度炼焦煤下滑 5.12%至 2151 元/吨，焦炭市场均价下滑 3.69%至 2507 元/吨，产品价格下降幅度更大。23 年第一季度公司毛利率为 10.98%，同比下滑 5.02%。

发挥产业协同效应，完善氢能产业链布局: 炼焦过程中释放的大量的焦炉煤气中含有 55%左右的氢气，为提升产品附加值，公司在氢能产业链上下游广泛投资布局。目前，公司已完成氢能较为完整的产业链布局，上游搭建氢气“制-储-运-加-用”产业链；中游搭建从膜电极-燃料电池电堆及系统-整车制造的核心装备产业链；下游全力推进七大区域发展战略。公司氢能业务的主要产品为氢燃料电池商用车，报告期内公司合计生产销售商用车 741 台，同比增长 23.29%，其中氢燃料电池汽车 637 台，同比增长 43.03%。在氢燃料电池商用车细分领域市占率位居前列。青岛美锦氢能科技园项目预计于 2023 年中将投入生产，规划产能 5 千台，未来产能有望提升。

基础数据

总股本 (百万股)	4,326.45
流通 A 股 (百万股)	3,971.89
收盘价 (元)	7.91
总市值 (亿元)	342.22
流通 A 股市值 (亿元)	314.18

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

黄星

执业证书编号:

S0270522070002

电话:

13929126885

邮箱:

huangxing@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	24600.02	24608.49	25609.10	27831.07
增长比率 (%)	15	0	4	9
净利润 (百万元)	2209.25	2238.00	2485.43	2790.57
增长比率 (%)	-13	1	11	12
每股收益 (元)	0.51	0.52	0.57	0.65
市盈率 (倍)	15.49	15.29	13.77	12.26
市净率 (倍)	2.37	2.05	1.77	1.54

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

盈利预测与投资建议：考虑到成本逐步上升对 23 年盈利能力的影响，我们下调了 2023 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 246.08/256.09/278.31 亿元，净利润分别为 22.38/24.85/27.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.57/0.65 元/股，公司长期基本面依然向好，本次评级维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济周期波动及下游行业产能过剩、产业政策变化、市场竞争加剧、原材料及委外加工价格变动、产品升级和新兴技术路线替代等。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24600	24608	25609	27831
%同比增速	15%	0%	4%	9%
营业成本	19437	19203	19923	21696
毛利	5164	5406	5686	6135
%营业收入	21%	22%	22%	22%
税金及附加	544	538	573	617
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	170	213	205	224
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	854	862	880	964
%营业收入	3%	4%	3%	3%
研发费用	112	169	180	183
%营业收入	0%	1%	1%	1%
财务费用	326	302	219	127
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-245	0	0	0
信用减值损失	-25	0	0	0
其他收益	21	26	28	29
投资收益	49	39	41	46
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	21	0	0	0
资产处置收益	-43	-107	-112	-109
营业利润	2937	3279	3587	3987
%营业收入	12%	13%	14%	14%
营业外收支	58	7	9	24
利润总额	2995	3286	3595	4011
%营业收入	12%	13%	14%	14%
所得税费用	766	813	892	999
净利润	2229	2473	2703	3012
%营业收入	9%	10%	11%	11%
归属于母公司的净利润	2209	2238	2485	2791
%同比增速	-13%	1%	11%	12%
少数股东损益	20	235	218	221
EPS (元/股)	0.51	0.52	0.57	0.65

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.51	0.52	0.57	0.65
BVPS	3.34	3.86	4.48	5.12
PE	15.49	15.29	13.77	12.26
PEG	-1.19	11.75	1.25	1.00
PB	2.37	2.05	1.77	1.54
EV/EBITDA	8.17	7.08	6.52	5.57
ROE	15%	13%	13%	13%
ROIC	12%	11%	11%	10%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4819	5562	7883	10756
交易性金融资产	2086	2086	2086	2086
应收票据及应收账款	1469	2095	1886	2092
存货	1324	1496	1535	1646
预付款项	169	384	360	372
合同资产	80	183	154	168
其他流动资产	1440	661	708	772
流动资产合计	11387	12469	14613	17891
长期股权投资	589	589	589	589
固定资产	15455	16225	16807	17022
在建工程	3237	2943	2704	2759
无形资产	4099	4722	5302	5832
商誉	67	67	67	67
递延所得税资产	366	366	366	366
其他非流动资产	1362	1362	1362	1362
资产总计	36565	38744	41812	45890
短期借款	500	0	0	0
应付票据及应付账款	9166	9567	9782	10594
预收账款	0	0	0	0
合同负债	585	0	0	0
应付职工薪酬	97	104	105	115
应交税费	998	1008	1081	1155
其他流动负债	3468	3363	3242	3413
流动负债合计	14314	14042	14210	15277
长期借款	617	617	617	617
应付债券	3133	3133	3133	3133
递延所得税负债	461	461	461	461
其他非流动负债	1498	1498	1498	1498
负债合计	20023	19751	19919	20986
归属于母公司的所有者权益	14463	16680	19362	22152
少数股东权益	2078	2313	2531	2752
股东权益	16541	18993	21892	24904
负债及股东权益	36565	38744	41812	45890

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3195	3727	4470	5104
投资	-2375	0	0	0
资本性支出	-2598	-2288	-2180	-2071
其他	-223	39	41	46
投资活动现金流净额	-5197	-2249	-2139	-2025
债权融资	0	0	0	0
股权融资	398	0	196	0
银行贷款增加(减少)	5574	-500	0	0
筹资成本	-1012	-214	-206	-206
其他	-1514	-21	0	0
筹资活动现金流净额	3447	-735	-10	-206
现金净流量	1446	743	2321	2872

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场