

2022年04月28日

美锦能源 (000723.SZ)

公司快报

2021年净利增264%，布局氢能全产业链

投资要点

- ◆ **2021年净利大增264%：**2021年公司实现营业收入212.88亿元，同比增66%；实现归母净利25.67亿元，同比增264%。毛利率30.25%，较去年增加7.43个百分点，净利率为12.06%，较去年增加6.57个百分点。2021年四季度营收为55.17亿元，同比增42.54%，环比降19.78%；归母净利5.42亿元，同比增121.66%，环比降30.11%。
- ◆ **2022年一季度业绩持续改善：**2022年一季度营收为61.82亿元，同比增64.56%，环比增12.04%；归母净利6.76亿元，同比增6.28%，环比增24.77%。毛利率24.03%，较去年同期降低10.03个百分点，净利率为10.94%，较去年增加1.12个百分点。
- ◆ **2021年焦炭量价齐升，吨焦毛利同比增96.14%：**公司目前焦炭产能715万吨/年，在建730万吨/年，建成后将成为国内焦炭行业产能规模最大的企业。2021年公司焦炭产量562万吨，同比增3.37%，销量575万吨，同比增2.62%，产销比102.33%。吨焦收入3656元/吨，同比增59.51%，吨焦成本2542元/吨，同比增47.44%，吨焦毛利1114元/吨，同比增96.14%。公司现有汾西太岳、东于、锦富等煤矿，共计630万吨煤炭产能。2021年精煤产量289.21万吨，测算自给率约为51.46%，可在较大程度上对冲焦煤涨价对利润的侵蚀。
- ◆ **布局氢能全产业链，2021年汽车产量601台：**公司依托主业优势，布局氢能产业链。上游方面，公司利用焦化主业生产低成本氢气，并持续推动加氢站建设。2021年公司全资子公司华盛化工配套建设的焦炉煤气变压吸附制氢项目（一期）已建成并投入生产，产能2000标立方，并配套建设加氢母站。中游方面，公司布局膜电极和燃料电池电堆。截至2021年，公司已参股膜电极龙头鸿基创能19.89%股权的方式和参股电堆龙头企业国鸿氢能5.32%股权。下游方面，公司拥有新能源整车生产能力。截至2021年公司有飞驰科技和青岛美锦两大新能源商用车整车生产制造和销售公司。2021年，飞驰科技、青岛美锦商用车产量合计601台，其中氢燃料电池车362台，纯电动车220台。
- ◆ **投资建议：**稳增长背景下2022年焦炭价格有望维持高位，考虑到公司煤矿资源较为丰富，高自给率可抵御成本端冲击。我们预计公司2022-2024年的归母净利分别为29.62亿元、26.53亿元和22.57亿元，对应PE估值分别为14.82/16.55/19.45。此外，公司布局氢能全产业链，未来空间广阔。首次覆盖给予“增持-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**吨焦利润大幅下降，氢能产业发展不及预期

煤炭 | 焦炭 III

增持-B(首次)

投资评级

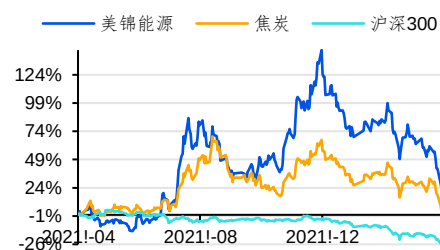
股价(2022-04-27)

10.28元

交易数据

总市值(百万元)	43,898.39
流通市值(百万元)	40,813.95
总股本(百万股)	4,270.27
流通股本(百万股)	3,970.23
12个月价格区间	6.67/19.77元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.05	-5.53	50.64
绝对收益	-22.88	-25.02	30.46

分析师

 胡博
 SAC执业证书编号：S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

分析师

 杨立宏
 SAC执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

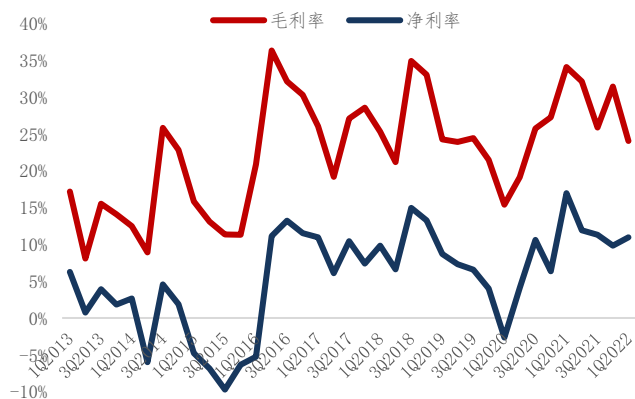
相关报告

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,846	21,288	22,352	22,576	22,801
YoY(%)	-8.8	65.7	5.0	1.0	1.0
净利润(百万元)	705	2,567	2,962	2,653	2,257
YoY(%)	-26.3	264.4	15.4	-10.5	-14.9
毛利率(%)	21.3	30.3	30.0	28.0	25.0
EPS(摊薄/元)	0.16	0.60	0.69	0.62	0.53
ROE(%)	7.0	20.7	19.4	14.8	11.2
P/E(倍)	62.3	17.1	14.8	16.5	19.4
P/B(倍)	4.4	3.5	2.9	2.4	2.2
净利率(%)	5.5	12.1	13.3	11.7	9.9

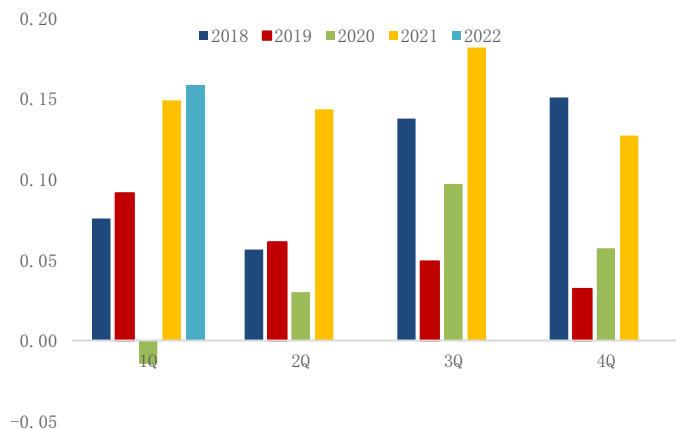
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2022 年 1Q 公司分季度毛利率和利润率%



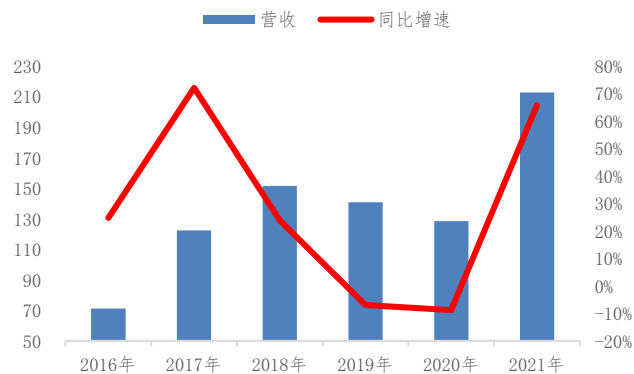
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2018-2022 年 1Q 单季度 EPS (单位: 元)



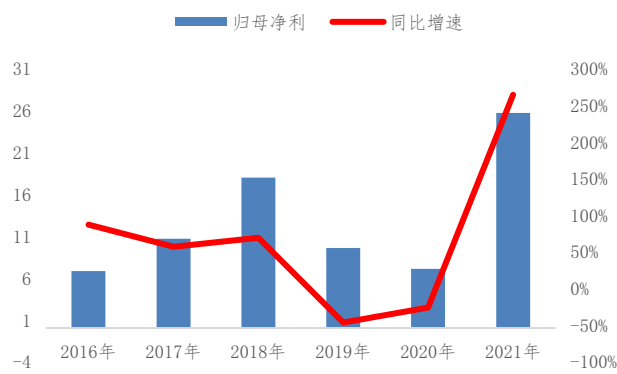
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2016-2021 年公司营业收入与增速 (单位: 亿元; %)



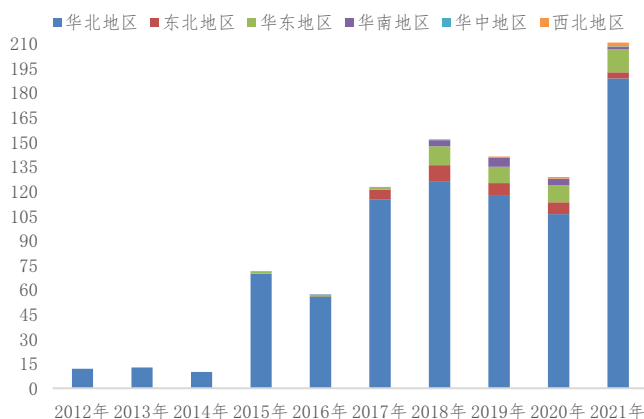
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2016-2021 年公司归母与增速 (单位: 亿元; %)



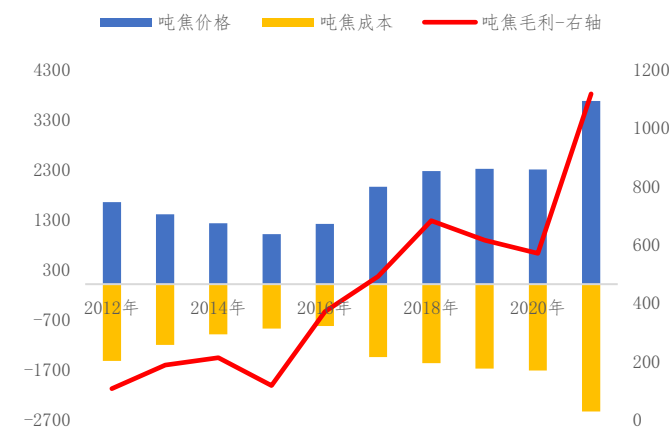
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2012-2021 年公司分地区营业收入 (单位: 亿元)



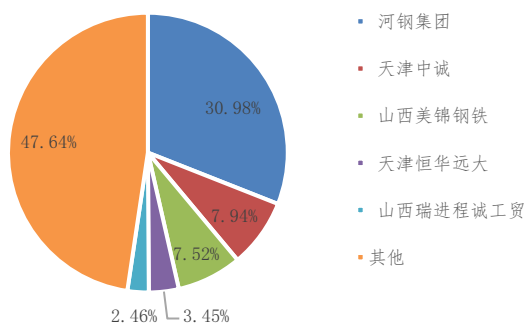
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2012-2021 年吨焦价格、成本与毛利 (单位: 元/吨)



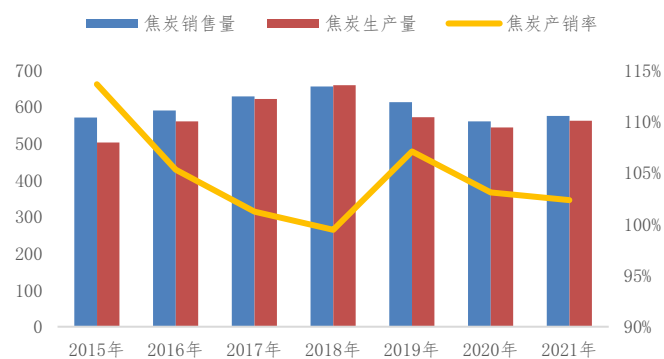
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7：2021 年焦炭客户销售额占总销售额比



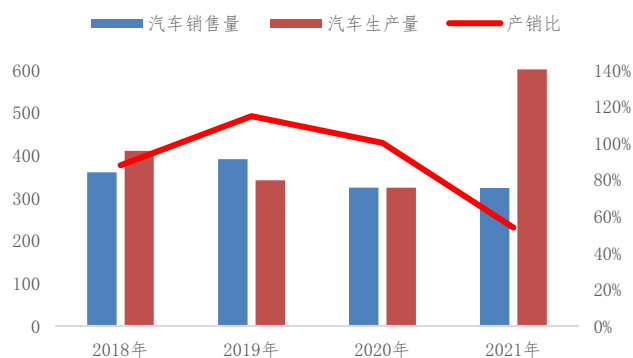
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：2015-2021 年公司焦炭产销量变化（单位：万吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：2018-2021 年公司汽车产销量（单位：辆；%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7502	6537	10748	14571	17678	营业收入	12846	21288	22352	22576	22801
现金	2,770	1,491	666	9,462	9,269	营业成本	10107	14847	15646	16254	17101
应收票据及应收账款	2,710	1,653	4,957	1,726	4,288	营业税金及附加	210	519	671	677	684
预付账款	327	461	2,386	1,171	990	营业费用	192	174	179	181	182
存货	794	1,380	1,810	1,084	1,927	管理费用	549	676	894	903	912
其他流动资产	901	1,552	929	1,127	1,203	研发费用	33	267	224	226	228
非流动资产	17,811	22,868	21,582	20,918	20,082	财务费用	257	229	100	100	100
长期投资	407	497	497	497	497	资产减值损失	-328	-312	-10	0	0
固定资产	9217	15628	14908	14187	13467	公允价值变动收益	-0	0	0	-0	0
无形资产	2677	3906	3773	3639	3506	投资净收益	21	20	20	20	20
其他非流动资产	874	1169	736	926	944	营业利润	1177	4121	4669	4254	3614
资产总计	25313	29405	32330	35489	37760	营业外收入	27	4	5	5	5
流动负债	12065	12649	13765	13615	13152	营业外支出	65	43	40	40	40
短期借款	655	369	0	0	0	利润总额	1140	4082	4634	4219	3579
应付票据及应付账款	6697	7090	7695	8477	7874	所得税	280	957	1112	1013	859
其他流动负债	1511	2863	2000	2000	2000	税后利润	860	3125	3522	3207	2720
非流动负债	1991	2471	864	966	981	少数股东损益	156	558	559	554	463
长期借款	1071	1358	0	0	0	归属母公司净利润	705	2567	2962	2653	2257
其他非流动负债	921	1113	864	966	981	EBITDA	2965	6220	5622	5208	4567
负债合计	14056	15120	14628	14581	14132	主要财务比率					
少数股东权益	1249	1861	2421	2975	3437	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	4274	4270	4270	4270	4270	成长能力					
资本公积	1261	1093	1093	1093	1093	营业收入(%)	-8.8	65.7	5.0	1.0	1.0
留存收益	4433	6955	9917	12570	14827	营业利润(%)	-21.2	250.0	13.3	-8.9	-15.1
归属母公司股东权益	10008	12424	15281	17933	20190	归属于母公司净利润(%)	-26.3	264.4	15.4	-10.5	-14.9
负债和股东权益	25313	29405	32330	35489	37760	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	21.3	30.3	30.0	28.0	25.0
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	5.5	12.1	13.3	11.7	9.9
经营活动现金流	1219	4911	428	8955	55	ROE(%)	7.0	20.7	19.4	14.8	11.2
净利润	860	3125	2962	2653	2257	ROIC(%)	9.9	28.7	25.0	18.3	23.0
折旧摊销	860	1083	853	853	853	偿债能力					
财务费用	257	229	100	100	100	资产负债率(%)	55.5	51.4	45.2	41.1	37.4
投资损失	-21	-20	-20	-20	-20	流动比率	0.6	0.5	0.8	1.1	1.3
营运资金变动	-965	384	-4028	4815	-3599	速动比率	0.6	0.4	0.6	1.0	1.2
其他经营现金流	227	110	560	554	463	营运能力					
投资活动现金流	-2781	-2867	20	20	20	总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
筹资活动现金流	1880	-2383	-1273	-179	-267	应收账款周转率	5.4	9.8	6.9	7.0	7.7
						应付账款周转率	3.9	5.3	5.0	4.7	4.7
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.60	0.69	0.62	0.53	P/E	62.3	17.1	14.8	16.5	19.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.15	0.10	2.10	0.01	P/B	4.4	3.5	2.9	2.4	2.2
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.91	3.58	4.20	4.73	EV/EBITDA	10.2	11.5	8.3	7.3	8.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡博、杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn