

# 成本压缩焦化利润空间，氢能业务进入发展快车道

- **事件：**2022 年 4 月 27 日，公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，2021 年归属于母公司所有者的净利润 25.67 亿元，同比增长 269.16%；营业收入 212.88 亿元，同比增长 65.71%。2022 年一季度归属于母公司所有者的净利润 6.76 亿元，同比增长 6.07%；营业收入 61.82 亿元，同比增长 63.95%
- **2021 年焦炭量价齐升，带动业绩增长。**2021 年公司焦炭产量 562 万吨，同比增长 3.37%，销量为 575.12 万吨，同比增长 2.62%。吨焦售价 3656.15 元/吨，同比增长 66%，焦炭单位销售成本为 2542.52 元/吨，同比增长 47%。焦化业务毛利率为 30.47%，较去年同期提升 9 个百分点。
- **22Q1 成本压制利润空间，盈利增速放缓。**据 Wind 数据，2022 年一季度太原一级冶金焦价格上涨 19.94% 至 2876.67 元/吨，同时期古交 2 号焦煤均价为 1309 元/吨，同比增长 33.33%，原料煤的价格涨幅高于焦炭，受成本快速上涨影响，公司 2022 年一季度的盈利增速放缓。
- **订单增加，新能源车产量大增。**2021 年公司生产新能源车 601 辆，同比增长 85.49%，销售新能源车 323 辆，基本与 2020 年持平，另外公司保有 225 辆库存车，主要是为确保 2022 年华北市场客户订单能及时交付。
- **氢能业务进入发展快车道，公司已实现全产业链布局。**2022 年 3 月 23 日，国家发展改革委、国家能源局联合发布的《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》中明确提出要支持氢能产业发展，到 2025 年燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年。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；下游全力推进六大区域发展战略，即粤港澳大湾区、长三角、京津冀、环渤海、能源金三角、中部地区。公司探索了从研发—生产制造—商业化应用的“氢能源全生命周期”创新生态链。
- **现金股利支付率 33%，股息率 1.95%。**据公告，公司拟每 10 股派发现金股利 2.00 元(含税)，合计派发现金股利 8.54 亿元，占 2021 年归母净利润的 33.3%，以 2022 年 4 月 27 日股价测算股息率 1.95%。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年现归母净利润 21.56/23.49/25.11 亿元，对应 2022 年 4 月 27 日的 PE 分别为 20/19/17 倍。考虑到公司在燃料电池领域布局充分，基本覆盖全产业链，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**大股东质押比例高，焦炭价格下滑影响盈利，焦煤价格升高侵蚀利润空间，氢能源项目建设不及预期，氢能产业政策落地不及预期。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**10.28 元**

**分析师：周泰**

 执业证号：S0100521110009  
 邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师：李航**

 执业证号：S0100521110011  
 邮箱：lihang@mszq.com

## 相关研究

1. 美锦能源(000723):燃料电池政策出台，公司有望受益行业发展

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21288	26012	27282	28050
增长率(%)	65.7	22.2	4.9	2.8
归属母公司股东净利润(百万元)	2567	2156	2348	2509
增长率(%)	269.2	-16.0	8.9	6.9
每股收益(元)	0.60	0.50	0.55	0.59
PE	17	20	19	17
PB	3.1	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>21288</b>	<b>26012</b>	<b>27282</b>	<b>28050</b>
营业成本	14847	20249	21036	21409
营业税金及附加	519	557	546	561
销售费用	174	213	243	250
管理费用	676	786	846	870
研发费用	267	289	295	306
EBIT	4805	3919	4317	4655
财务费用	229	183	192	153
资产减值损失	-312	-30	-30	-30
投资收益	20	26	27	28
<b>营业利润</b>	<b>4121</b>	<b>3485</b>	<b>3863</b>	<b>4239</b>
营业外收支	-39	-25	-20	-20
<b>利润总额</b>	<b>4082</b>	<b>3460</b>	<b>3843</b>	<b>4219</b>
所得税	957	802	948	1126
<b>净利润</b>	<b>3125</b>	<b>2658</b>	<b>2895</b>	<b>3093</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2567</b>	<b>2156</b>	<b>2348</b>	<b>2509</b>
EBITDA	5907	5101	5562	5960

资产负债表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1491	2153	2792	4615
应收账款及票据	1430	1497	1570	1614
预付款项	461	405	421	428
存货	1380	1432	1488	1515
其他流动资产	1775	1950	2019	2062
<b>流动资产合计</b>	<b>6537</b>	<b>7437</b>	<b>8290</b>	<b>10233</b>
长期股权投资	497	611	731	856
固定资产	15625	16689	17073	17184
无形资产	3906	4841	5576	5911
<b>非流动资产合计</b>	<b>22868</b>	<b>24999</b>	<b>26174</b>	<b>26694</b>
<b>资产合计</b>	<b>29405</b>	<b>32436</b>	<b>34464</b>	<b>36928</b>
短期借款	369	1295	800	800
应付账款及票据	7090	7212	7492	7625
其他流动负债	5191	5243	5376	5445
<b>流动负债合计</b>	<b>12649</b>	<b>13750</b>	<b>13668</b>	<b>13870</b>
长期借款	1358	1258	1158	1058
其他长期负债	1113	1112	1112	1112
<b>非流动负债合计</b>	<b>2471</b>	<b>2370</b>	<b>2270</b>	<b>2170</b>
<b>负债合计</b>	<b>15120</b>	<b>16119</b>	<b>15938</b>	<b>16040</b>
股本	4270	4270	4270	4270
少数股东权益	1861	2363	2910	3495
<b>股东权益合计</b>	<b>14285</b>	<b>16316</b>	<b>18527</b>	<b>20887</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>29405</b>	<b>32436</b>	<b>34464</b>	<b>36928</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	65.71	22.19	4.88	2.82
EBIT 增长率	173.67	-18.43	10.16	7.82
净利润增长率	269.16	-16.00	8.90	6.85
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	30.25	22.16	22.89	23.68
净利润率	14.68	10.22	10.61	11.03
总资产收益率 ROA	8.73	6.65	6.81	6.79
净资产收益率 ROE	20.66	15.45	15.04	14.43
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.52	0.54	0.61	0.74
速动比率	0.36	0.39	0.45	0.58
现金比率	0.12	0.16	0.20	0.33
资产负债率 (%)	51.42	49.70	46.24	43.44
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	24.50	21.00	21.00	21.00
存货周转天数	33.92	26.00	26.00	26.00
总资产周转率	0.72	0.80	0.79	0.76
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	0.60	0.50	0.55	0.59
每股净资产	2.91	3.27	3.66	4.07
每股经营现金流	1.15	1.00	1.14	1.16
每股股利	0.20	0.15	0.16	0.18
<b>估值分析</b>				
PE	17	20	19	17
PB	3.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	7.68	8.93	7.96	7.11
股息收益率 (%)	1.95	1.47	1.60	1.71
<b>现金流量表 ( 百万元 )</b>				
<b>净利润</b>	<b>3125</b>	<b>2658</b>	<b>2895</b>	<b>3093</b>
折旧和摊销	1103	1181	1245	1305
营运资金变动	-214	-71	187	71
<b>经营活动现金流</b>	<b>4911</b>	<b>4286</b>	<b>4866</b>	<b>4975</b>
资本开支	-1901	-3419	-2628	-2029
投资	-956	-218	-122	-127
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2867</b>	<b>-3611</b>	<b>-2723</b>	<b>-2128</b>
股权募资	251	0	0	0
债务募资	-1494	825	-595	-100
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2383</b>	<b>-13</b>	<b>-1504</b>	<b>-1025</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-340</b>	<b>662</b>	<b>639</b>	<b>1823</b>

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001