

美锦能源 (000723.SZ) 焦炭高位助力 2021 年业绩高增，氢能发展有望提速

2022 年 04 月 29 日

——公司 2021 年报&2022 年一季报点评

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

xuelei@kysec.cn

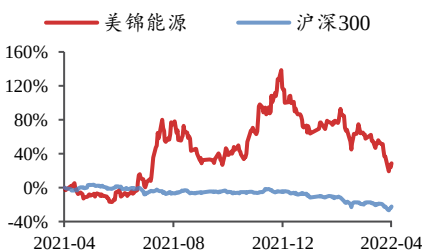
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/4/29
当前股价(元)	10.45
一年最高最低(元)	19.77/6.67
总市值(亿元)	446.24
流通市值(亿元)	414.89
总股本(亿股)	42.70
流通股本(亿股)	39.70
近 3 个月换手率(%)	190.82

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-焦炭业务高成长，延伸布局氢能产业链》-2021.12.7

● 焦炭行业格局持续向好，氢能发展步入快车道。维持“买入”评级

公司发布年报，2021 年实现营收 212.9 亿元，同比+65.7%；归母净利润 25.7 亿元，同比+269.2%。同时，公司发布一季报，2022 年 Q1 实现营收 61.8 亿元，同比+63.95%；归母净利润 6.8 亿元，同比+6.07%。2021 年焦炭行业供给格局持续优化，焦炭价格持续上涨，下游需求保持旺盛，量价齐升带动公司业绩大幅提升。2022 年以来，焦炭价格依然偏高运行，但原料煤涨幅大于焦价涨幅，利润空间遭到压制。同时由于全资子公司美锦煤化工焦炉关停进行升级改造，我们下调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年归母净利润 22.4（前值 28.39）/28.4（前值 48.35）/30.3 亿元，同比-12.6%/+26.5%/6.8%；EPS 为 0.53/0.66/0.71 元；对应当前股价 PE 为 19.9/15.7/14.7 倍。公司新布局的氢能产业正处于业务成长期，在“碳中和”背景下，氢能是国家政策鼓励的清洁能源，国家氢能规划顶层文件已然出台，看好其未来成长空间。维持“买入”评级。

● 2021 年焦炭供给格局持续优化，量价齐升带动业绩大幅上涨

焦炭产销稳中有升。2021 年公司实现焦炭产量 562 万吨，同比+3.37%；销量 575.12 万吨，同比+2.62%。吨焦盈利显著提升。2021 年公司吨焦售价 3656.11 元/吨，同比+66.54%；吨焦成本 2542.08 元/吨，同比+47.44%；吨焦毛利 1114.03 元/吨，同比增加 642.8 元/吨，涨幅为 136.41%；毛利率 30.47%，较 2020 年提升 9pct，主要系焦煤自给率的提升，根据测算，2021 年公司原料煤自给率为 39.59%，较 2020 年增加 9.59pct。

● 2022 年 Q1 利润空间承压，主因原料煤价格大涨

焦炭价格偏高运行。2022 年 Q1 山西太原一级冶金焦均价为 2876.7 元/吨，同比+19.9%；山西吕梁主焦煤市场均价为 2418.3 元/吨，同比+90.7%。焦炭价格仍然偏高运行，但是涨幅明显逊于焦煤。一季度本就为淡季，叠加冬奥会限产影响，焦炭作为煤焦钢产业链的中游，议价能力相对较弱，短期内利润空间受到挤压。考虑到国家“稳增长”决心，待疫情逐步转好，下游需求恢复或将助推焦炭价格进一步上涨，有利于公司盈利能力恢复。

● 氢能顶级规划出台，公司布局氢能全产业链，未来成长可期

3 月 23 日，国家发改委与国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，文件明确指出氢能来源以及应用终端发展目标。“碳中和”时代，公司率先开启绿色低碳转型之路，已经形成“制-储-运-加-车”示范运营的氢能产业链闭环。氢能发展天花板主要由应用场景来决定，公司拥有两大新能源商用车整车生产制造和销售公司（飞驰科技&青岛美锦），2021 年公司实现商用车产量 601 台，同比+85.5%，其中氢燃料电池车 362 台。

● 风险提示：经济恢复不及预期；焦炭价格大幅下滑；氢能项目进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,846	21,288	22,253	28,302	29,786
YOY(%)	-8.8	65.7	4.5	27.2	5.2
归母净利润(百万元)	705	2,567	2,244	2,838	3,031
YOY(%)	-26.3	264.4	-12.6	26.5	6.8
毛利率(%)	21.3	30.3	22.2	22.2	22.8
净利率(%)	5.5	12.1	10.1	10.0	10.2
ROE(%)	7.6	21.9	16.5	18.1	17.0
EPS(摊薄/元)	0.16	0.60	0.53	0.66	0.71
P/E(倍)	63.3	17.4	19.9	15.7	14.7
P/B(倍)	4.5	3.6	3.2	2.8	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,502	6,537	8,605	8,391	9,888
现金	2,770	1,491	2,628	1,192	3,408
应收票据及应收账款	2,542	1,430	2,722	2,558	2,999
其他应收款	168	223	186	334	213
预付账款	327	461	363	685	418
存货	794	1,380	1,155	2,070	1,299
其他流动资产	901	1,552	1,552	1,552	1,552
非流动资产	17,811	22,868	23,192	27,519	27,897
长期投资	407	497	601	706	809
固定资产	9,217	15,628	15,684	18,983	18,975
无形资产	2,677	3,906	4,488	5,191	5,762
其他非流动资产	5,510	2,837	2,419	2,639	2,350
资产总计	25,313	29,405	31,796	35,910	37,785
流动负债	12,065	12,649	13,506	15,124	14,538
短期借款	655	369	369	369	369
应付票据及应付账款	6,697	7,090	8,651	9,704	9,470
其他流动负债	4,713	5,191	4,486	5,052	4,699
非流动负债	1,991	2,471	2,214	2,197	1,873
长期借款	1,071	1,358	1,101	1,084	760
其他非流动负债	921	1,113	1,113	1,113	1,113
负债合计	14,056	15,120	15,720	17,321	16,410
少数股东权益	1,249	1,861	2,263	2,792	3,401
股本	4,274	4,270	4,270	4,270	4,270
资本公积	1,261	1,093	1,093	1,093	1,093
留存收益	4,433	6,955	9,307	12,176	15,098
归属母公司股东权益	10,008	12,424	13,813	15,797	17,974
负债和股东权益	25,313	29,405	31,796	35,910	37,785

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,219	4,911	4,861	5,362	5,661
净利润	860	3,125	2,645	3,367	3,640
折旧摊销	860	1,083	1,239	1,462	1,696
财务费用	257	229	170	216	210
投资损失	-21	-20	-13	-15	-13
营运资金变动	-1,123	-214	820	331	128
其他经营现金流	385	707	0	0	0
投资活动现金流	-2,781	-2,867	-1,549	-5,775	-2,061
资本支出	2,626	2,056	220	4,222	275
长期投资	-138	-297	-103	-104	-103
其他投资现金流	-293	-1,108	-1,433	-1,656	-1,889
筹资活动现金流	1,880	-2,383	-2,175	-1,022	-1,384
短期借款	168	-287	0	0	0
长期借款	213	288	-257	-17	-324
普通股增加	175	-4	0	0	0
资本公积增加	861	-168	0	0	0
其他筹资现金流	464	-2,213	-1,918	-1,005	-1,060
现金净增加额	318	-340	1,137	-1,435	2,215

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,846	21,288	22,253	28,302	29,786
营业成本	10,107	14,847	17,315	22,026	23,009
营业税金及附加	210	519	542	690	726
营业费用	192	174	182	232	244
管理费用	549	676	707	899	946
研发费用	33	267	279	355	373
财务费用	257	229	170	216	210
资产减值损失	-328	-312	-332	-520	-476
其他收益	5	35	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	21	20	13	15	13
资产处置收益	-17	-209	0	0	0
营业利润	1,177	4,121	3,403	4,419	4,767
营业外收入	27	4	11	29	32
营业外支出	65	43	42	50	45
利润总额	1,140	4,082	3,455	4,398	4,754
所得税	280	957	810	1,031	1,114
净利润	860	3,125	2,645	3,367	3,640
少数股东损益	156	558	402	529	608
归母净利润	705	2,567	2,244	2,838	3,031
EBITDA	2,028	5,232	4,696	5,861	6,434
EPS(元)	0.16	0.60	0.53	0.66	0.71

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.8	65.7	4.5	27.2	5.2
营业利润(%)	-21.2	250.0	-17.4	29.9	7.9
归属于母公司净利润(%)	-26.3	264.4	-12.6	26.5	6.8
获利能力					
毛利率(%)	21.3	30.3	22.2	22.2	22.8
净利率(%)	5.5	12.1	10.1	10.0	10.2
ROE(%)	7.6	21.9	16.5	18.1	17.0
ROIC(%)	6.1	20.2	16.6	18.7	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	51.4	49.4	48.2	43.4
净负债比率(%)	14.3	12.8	-2.9	5.5	-7.1
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.2	0.4	0.3	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.7	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	1.8	2.2	2.2	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.60	0.53	0.66	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.15	1.14	1.26	1.33
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.91	3.23	3.70	4.21
估值比率					
P/E	63.3	17.4	19.9	15.7	14.7
P/B	4.5	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	23.4	9.2	9.9	8.3	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn