

美锦能源 (000723.SZ) 买入 (维持评级)

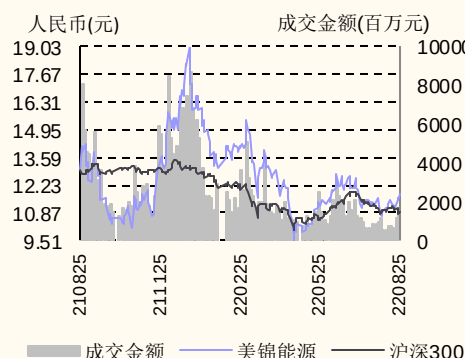
公司点评

市场价格 (人民币): 11.79 元

目标价格 (人民币): 16.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	42.70
已上市流通 A 股(亿股)	39.70
总市值(亿元)	503.46
年内股价最高最低(元)	19.05/9.51
沪深 300 指数	4116
深证成指	12104



相关报告

1.《焦化业务表现优异，氢能即将发力-美锦能源 2021 年报及 2022...》，2022.4.28

2.《打造氢能全产业链，深耕煤焦主业-美锦能源公司深度报告》，2022.3.31

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

焦化业务表现稳定，氢能拐点已至

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,846	21,288	22,895	33,145	35,953
营业收入增长率	-8.83%	65.71%	7.55%	44.77%	8.47%
归母净利润(百万元)	705	2,567	2,660	2,849	3,142
归母净利润增长率	-26.28%	264.35%	3.63%	7.11%	10.27%
摊薄每股收益(元)	0.173	0.601	0.623	0.667	0.736
每股经营性现金流净额	0.30	1.15	0.97	2.12	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.04%	20.66%	18.98%	18.01%	17.74%
P/E	38.67	27.00	18.93	17.67	16.02
P/B	2.72	5.58	3.59	3.18	2.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8月25日，公司发布2022年上半年业绩，2022年H1实现营业收入133.6亿元，同比+50%，归母净利润13.6亿元，同比+8.6%，符合预期。

经营分析

■ 2022年上半年公司营收同比大幅上升，利润受行业淡季影响承压。公司主要产品收入较上年同期上涨，主要系报告期内煤焦价格持续较高位运行以及化产项目投运。二季度为焦炭行业淡季，公司2022H1实现毛利率23.3%，同比-9.67%，主要系原材料炼焦煤成本大幅上涨，成本涨幅超过产品售价，当前焦炭供需仍偏紧，焦炭价格仍处于高位，预计未来焦炭价格将维持当前价位，叠加下半年为焦炭行业旺季，预计全年公司焦炭产品毛利将回暖，看好公司全年业绩。

■ 控股子公司2022年上半年燃料电池重卡上牌数全国第一，氢能业务对营收贡献有望提高。公司旗下子公司飞驰科技，2022年上半年燃料电池重卡累计上牌275辆，位居全国首位，考虑到行业上半年大部分为签订订单、系统设计、整车测试等阶段，下半年实为产销高峰，历年1-6月FCV销量仅为全年30%左右，预计飞驰科技FCV全年销量超千辆，贡献营收近15亿元。此外，公司已建设4座加氢站，已开工和计划建设的加氢综合能源站共有15座，全产业链布局效用显著，预计2022年公司业绩中氢能业务贡献有望提高。

■ 焦煤主业加速转型，与氢能板块形成协同效应。公司焦化业务表现良好，2022H1实现收入130.5亿元，同比+47.7%，受煤焦价格高位运行影响。现有焦化产能715万吨/年，报告期内全焦产量284.62万吨，焦炭产销率达101.9%。公司收购佳顺焦化100%股权，新建煤焦氢产业基地。公司逐步由传统能源向氢能源转型升级，副产品焦炉煤气富含55%氢气，可大规模低成本高效获取工业氢气，使焦化主业与氢能板块构成协同效应。

盈利调整与投资建议

■ 我们维持公司2022-2023年的盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为26.6/28.5/31.4亿元，对应EPS分别为0.62/0.67/0.74元，给予公司2022年25倍PE，对应目标价16.75元/股，给予“买入”评级。

风险提示

■ 大股东美锦集团股权质押率高；氢能产业发展不及预期；焦炭价格下跌风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,090	12,846	21,288	22,895	33,145	35,953
增长率		-8.8%	65.7%	7.5%	44.8%	8.5%
主营业务成本	-10,773	-10,107	-14,847	-16,546	-25,778	-27,912
%销售收入	76.5%	78.7%	69.7%	72.3%	77.8%	77.6%
毛利	3,317	2,739	6,440	6,348	7,366	8,041
%销售收入	23.5%	21.3%	30.3%	27.7%	22.2%	22.4%
营业税金及附加	-254	-210	-519	-458	-663	-719
%销售收入	1.8%	1.6%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-722	-192	-174	-229	-298	-288
%销售收入	5.1%	1.5%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用	-519	-549	-676	-687	-961	-1,007
%销售收入	3.7%	4.3%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	-24	-33	-267	-275	-398	-431
%销售收入	0.2%	0.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	1,798	1,756	4,805	4,700	5,046	5,597
%销售收入	12.8%	13.7%	22.6%	20.5%	15.2%	15.6%
财务费用	-252	-257	-229	-242	-416	-455
%销售收入	1.8%	2.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%
资产减值损失	-72	-331	-300	-40	-23	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	21	20	15	13	23
%税前利润	0.6%	1.9%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
营业利润	1,494	1,177	4,121	4,432	4,621	5,145
营业利润率	10.6%	9.2%	19.4%	19.4%	13.9%	14.3%
营业外收支	-18	-37	-39	-19	-22	-23
税前利润	1,476	1,140	4,082	4,414	4,599	5,122
利润率	10.5%	8.9%	19.2%	19.3%	13.9%	14.2%
所得税	-394	-280	-957	-1,103	-1,150	-1,281
所得税率	26.7%	24.5%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,082	860	3,125	3,310	3,449	3,842
少数股东损益	126	156	558	650	600	700
归属于母公司的净利润	956	705	2,567	2,660	2,849	3,142
净利率	6.8%	5.5%	12.1%	11.6%	8.6%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,082	860	3,125	3,310	3,449	3,842
少数股东损益	126	156	558	650	600	700
非现金支出	867	1,191	1,403	1,557	1,811	1,987
非经营收益	356	291	596	68	308	313
营运资金变动	-378	-1,123	-214	-782	3,467	-285
经营活动现金净流	1,927	1,219	4,911	4,154	9,035	5,857
资本开支	-911	-2,618	-1,901	-4,711	-2,202	-3,703
投资	-51	-138	-956	-400	-400	-400
其他	19	-25	-10	-85	-87	-78
投资活动现金净流	-942	-2,781	-2,867	-5,196	-2,688	-4,180
股权募资	45	1,093	251	0	0	0
债权募资	-692	793	-1,494	2,756	70	160
其他	-196	-5	-1,141	-1,277	-1,339	-1,570
筹资活动现金净流	-842	1,880	-2,383	1,479	-1,269	-1,410
现金净流量	142	318	-340	437	5,078	267

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,567	2,770	1,491	1,913	6,979	7,238
应收款项	2,186	3,089	2,591	3,094	4,613	5,680
存货	1,065	794	1,380	1,269	2,260	3,135
其他流动资产	1,874	849	1,075	1,118	1,531	1,634
流动资产	6,693	7,502	6,537	7,394	15,384	17,687
%总资产	34.1%	29.6%	22.2%	22.0%	36.2%	37.6%
长期投资	313	562	826	1,326	1,826	2,326
固定资产	10,454	13,786	17,228	19,690	19,604	20,358
%总资产	53.2%	54.5%	58.6%	58.5%	46.1%	43.3%
无形资产	2,050	2,744	3,973	5,130	5,614	6,578
非流动资产	12,947	17,811	22,868	26,257	27,149	29,362
%总资产	65.9%	70.4%	77.8%	78.0%	63.8%	62.4%
资产总计	19,640	25,313	29,405	33,651	42,533	47,049
短期借款	2,572	2,900	1,538	370	240	200
应付款项	5,504	7,699	8,263	8,950	14,766	16,289
其他流动负债	869	1,466	2,848	1,773	2,217	2,431
流动负债	8,945	12,065	12,649	11,093	17,223	18,920
长期贷款	858	1,071	1,358	1,858	2,058	2,258
其他长期负债	558	921	1,113	4,174	4,317	4,351
负债	10,361	14,056	15,120	17,125	23,598	25,529
普通股股东权益	8,168	10,008	12,424	14,014	15,824	17,709
其中：股本	4,099	4,274	4,270	4,270	4,270	4,270
未分配利润	3,536	4,161	6,678	8,274	9,983	11,868
少数股东权益	1,111	1,249	1,861	2,511	3,111	3,811
负债股东权益合计	19,640	25,313	29,405	33,651	42,533	47,049

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.233	0.173	0.601	0.623	0.667	0.736
每股净资产	1.993	2.454	2.909	3.282	3.706	4.147
每股经营现金净流	0.470	0.299	1.150	0.973	2.116	1.371
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.249	0.267	0.294
回报率						
净资产收益率	11.70%	7.04%	20.66%	18.98%	18.01%	17.74%
总资产收益率	4.87%	2.78%	8.73%	7.91%	6.70%	6.68%
投入资本收益率	10.30%	8.64%	20.89%	15.78%	15.25%	15.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.98%	-8.83%	65.71%	7.55%	44.77%	8.47%
EBIT增长率	-40.83%	-2.32%	173.57%	-2.18%	7.37%	10.91%
净利润增长率	-46.82%	-26.28%	264.35%	3.63%	7.11%	10.27%
总资产增长率	5.11%	28.89%	16.16%	14.44%	26.40%	10.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.3	63.4	34.0	32.0	35.0	42.0
存货周转天数	51.3	33.6	26.7	28.0	32.0	41.0
应付账款周转天数	94.3	118.0	99.3	102.0	105.0	109.0
固定资产周转天数	238.3	261.9	268.0	301.2	206.0	196.5
偿债能力						
净负债/股东权益	20.06%	10.67%	9.84%	23.63%	-5.76%	-5.53%
EBIT利息保障倍数	7.1	6.8	21.0	19.4	12.1	12.3
资产负债率	52.75%	55.53%	51.42%	50.89%	55.48%	54.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	4	12
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	买入	13.20	16.25 ~ 17.00
2	2022-04-28	买入	10.28	N/A

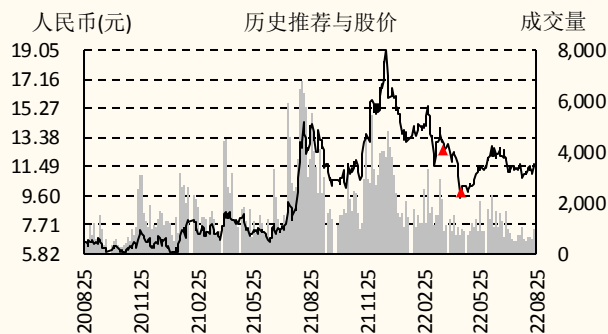
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402