

美锦能源 (000723.SZ) 焦化业绩承压，关注黑色需求及氢能业务进展

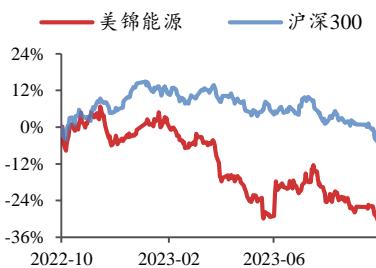
2023 年 10 月 31 日

——公司三季报点评报告

投资评级：增持（维持）

日期	2023/10/30
当前股价(元)	7.00
一年最高最低(元)	10.35/6.54
总市值(亿元)	302.85
流通市值(亿元)	279.64
总股本(亿股)	43.26
流通股本(亿股)	39.95
近3个月换手率(%)	46.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《半年报业绩承压，关注黑色需求及氢能业务进展—公司半年报点评报告》 -2023.8.31

《年报季报业绩承压，关注黑色需求及氢能—公司信息更新报告》
-2023.4.27

《Q3 业绩承压，关注下游需求改善及氢能布局进展—公司三季报点评报告》 -2022.10.29

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 焦化业绩承压，关注黑色需求及氢能业务进展。维持“增持”评级

公司发布三季报，2023 前三季度公司实现营业收入 148.4 亿元，同比-20.7%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比-76.3%；单 Q3 来看，公司实现营业收入 51.0 亿元，环比+15.9%；实现归母净利润 0.3 亿元，Q2 为-0.3 亿，环比扭亏。三季度扭亏主因原料煤成本大幅下降，公司焦炭利润修复。考虑到地产周期仍处底部，焦炭利润修复空间有限，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.9/11.2/15.7 亿元（前值 11.7/14.9/15.9 亿元），同比-73.5%/+90.5%/+40.7%；EPS 为 0.14/0.26/0.36 元；对应当前股价 PE 为 48.5/25.5/18.1 倍。随着稳经济政策逐渐落地，焦钢需求有望提升，焦炭利润有望修复，但考虑到经济复苏周期较长，2023 年修复力度有待验证。维持“增持”评级。

● 焦炭价格下行业业绩承压，期待稳增长政策落地

前三季度焦炭价格大跌拖累业绩。Q1-Q3 河北二级冶金焦均价 2203 元/吨，同比-27.2%，致公司营收降低。成本方面，Q1-Q3 山西吕梁主焦煤均价 1923 元/吨，同比-23.3%，焦炭价格跌幅大于焦煤跌幅，价差缩窄致公司盈利大减。三季度公司焦化扭亏为盈。Q3 河北二级冶金焦均价 2003 元/吨，环比-2.7%，Q3 煤焦价差环比缩窄，我们推测公司在煤价低点补充原料煤库存，因为二季度吕梁主焦煤市场均价环比下跌 29.7%，价格处于低位。焦化有望得到稳增长政策催化。10 月 24 日，中央财政增发的 1 万亿元国债用于基础设施建设，随着稳增长政策的陆续落地，焦化利润有望得到修复。

● 发展全产业链，氢能布局走在行业前列

氢能全产业链布局。2022 年是公司氢能第二个五年计划的开局之年，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；中游搭建从碳纸-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氢能发展。氢能车方面，公司拥有飞驰科技和青岛美锦两个整车生产子公司，合计产能能力为 1 万台，2022 年合计生产商用车 741 台，其中氢燃料电池汽车 637 台，市占率位居行业前列。根据公司中报，公司运营氢能车辆 557 辆，此外飞驰汽车生产的燃料电池汽车各类车型累计上险量 237 辆，位居行业首位。支持政策频出，氢能区域协同构建加速。自《氢能中长期规划》颁布以来，中央及各地政府对氢能支持政策频出，公司以京津冀示范城市群为起点，布局长三角、粤港澳、能源金三角等七大区域，2022 年公司在七大区域的制氢、加氢站、燃料电池汽车及自动驾驶等布局进展顺利，未来氢能将成为公司主要增长动力。

● 风险提示：经济恢复不及预期，煤价上涨超预期，公司氢能新布局不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,358	24,600	17,097	18,996	21,820
YOY(%)	66.3	15.2	-30.5	11.1	14.9
归母净利润(百万元)	2,541	2,209	586	1,116	1,570
YOY(%)	265.4	-13.0	-73.5	90.5	40.7
毛利率(%)	30.0	21.0	12.2	14.8	17.0
净利率(%)	11.9	9.0	3.4	5.9	7.2
ROE(%)	21.7	13.5	3.8	6.6	8.7
EPS(摊薄/元)	0.59	0.51	0.14	0.26	0.36
P/E(倍)	11.2	12.9	48.5	25.5	18.1
P/B(倍)	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6537	11387	11576	16451	11824	营业收入	21358	24600	17097	18996	21820
现金	1491	4819	7143	10225	6227	营业成本	14943	19437	15016	16183	18101
应收票据及应收账款	1430	1469	996	1468	1511	营业税金及附加	519	544	378	420	482
其他应收款	223	648	0	539	24	营业费用	174	170	118	131	151
预付账款	461	169	348	179	452	管理费用	676	854	567	645	732
存货	1380	1324	812	1464	1095	研发费用	267	112	78	87	99
其他流动资产	1552	2959	2277	2577	2513	财务费用	229	326	120	22	35
非流动资产	22842	25233	18419	19668	21454	资产减值损失	-312	-245	0	0	0
长期投资	497	589	699	814	926	其他收益	35	21	28	25	26
固定资产	15603	15457	9926	10511	11626	公允价值变动收益	0	21	21	21	21
无形资产	3906	4105	4534	4956	5458	投资净收益	20	49	34	42	38
其他非流动资产	2836	5081	3259	3388	3445	资产处置收益	-209	-43	-54	-64	-77
资产总计	29379	36620	29995	36119	33278	营业利润	4095	2937	848	1536	2231
流动负债	12649	14314	8836	14686	11125	营业外收入	4	197	101	149	125
短期借款	369	500	434	467	451	营业外支出	43	139	91	115	103
应付票据及应付账款	7090	9166	4138	9783	6016	利润总额	4056	2995	858	1570	2253
其他流动负债	5191	4648	4284	4436	4659	所得税	957	766	211	394	559
非流动负债	2471	5765	3950	3500	2743	净利润	3099	2229	647	1176	1694
长期借款	1358	3750	2386	1711	1066	少数股东损益	558	20	61	61	124
其他非流动负债	1113	2015	1564	1789	1677	归属母公司净利润	2541	2209	586	1116	1570
负债合计	15120	20079	12806	18187	13868	EBITDA	5206	4521	2021	2692	3522
少数股东权益	1861	2078	2139	2200	2324	EPS(元)	0.59	0.51	0.14	0.26	0.36
股本	4270	4326	4326	4326	4326	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1093	1543	1543	1543	1543	成长能力					
留存收益	6928	8284	8822	9899	11380	营业收入(%)	66.3	15.2	-30.5	11.1	14.9
归属母公司股东权益	12397	14463	15049	15732	17086	营业利润(%)	250.0	-28.3	-71.1	81.1	45.2
负债和股东权益	29379	36620	29995	36119	33278	归属于母公司净利润(%)	265.4	-13.0	-73.5	90.5	40.7
现金流量表(百万元)						盈利能力					
经营活动现金流	4911	3195	-2001	6944	-48	毛利率(%)	30.0	21.0	12.2	14.8	17.0
净利润	3099	2229	647	1176	1694	净利率(%)	11.9	9.0	3.4	5.9	7.2
折旧摊销	1083	1393	1177	1249	1406	ROE(%)	21.7	13.5	3.8	6.6	8.7
财务费用	229	326	120	22	35	ROIC(%)	20.1	11.1	3.3	5.5	7.8
投资损失	-20	-49	-34	-42	-38	偿债能力					
营运资金变动	-188	-942	-3969	4511	-3203	资产负债率(%)	51.5	54.8	42.7	50.4	41.7
其他经营现金流	707	238	59	27	59	净负债比率(%)	12.4	10.7	-16.1	-34.8	-15.4
投资活动现金流	-2867	-5197	6614	-2988	-2966	流动比率	0.5	0.8	1.3	1.1	1.1
资本支出	2056	2668	-5437	2229	3157	速动比率	0.3	0.7	1.1	1.0	0.9
长期投资	-297	-2284	-110	-114	-112	营运能力					
其他投资现金流	-514	-244	1287	-644	303	总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
筹资活动现金流	-2383	3447	-2289	-874	-983	应收账款周转率	10.8	17.0	13.9	15.4	14.7
短期借款	-287	132	-66	33	-16	应付账款周转率	3.6	4.3	3.9	4.1	4.0
长期借款	288	2392	-1364	-675	-644	每股指标(元)					
普通股增加	-4	56	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.51	0.14	0.26	0.36
资本公积增加	-668	450	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.74	-0.46	1.60	-0.01
其他筹资现金流	-1713	417	-859	-232	-322	每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.22	3.36	3.52	3.83
现金净增加额	-340	1446	2324	3082	-3997	估值比率					
						P/E	11.2	12.9	48.5	25.5	18.1
						P/B	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7
						EV/EBITDA	6.2	6.7	13.2	8.5	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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形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9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