

焦炭业务成本承压，氢能产业高速发展

2023 年 04 月 26 日

► **事件:** 2023 年 4 月 25 日, 公司发布了 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年, 公司实现营业收入 246.00 亿元, 同比增长 15.18%; 实现归母净利润 22.09 亿元, 同比下滑 13.05%; 实现扣非归母净利润 22.46 亿元, 同比下滑 22.05%。2023 年一季度, 公司营业收入为 53.38 亿元, 同比下滑 13.65%; 归母净利润为 4.02 亿元, 同比下滑 40.52%; 扣非归母净利润为 3.89 亿元, 同比下滑 42.16%。

► **2022 年成本支撑焦炭价格上涨, 焦化毛利率下滑。**截至 2022 年末, 公司拥有 715 万吨/年焦炭在产产能, 2022 年公司产能利用率达到 75.01%, 焦炭产量为 536.3 万吨, 同比下滑 4.58%; 销量为 543.3 万吨, 同比下滑 5.54%。据公告测算, 焦炭单位售价为 4403.74 元/吨, 同比增长 20.05%, 焦炭单位销售成本为 3467.38 元/吨, 同比增长 35.51%。由于炼焦煤价格涨幅大于焦炭价格的涨幅, 公司焦化业务毛利率为 20.99%, 较去年同期下降 8.99 个百分点。

► **23Q1 盈利增速放缓。**据 Wind 数据, 2023 年一季度太原一级冶金焦价格同比下滑 14.55%至 2458.20 元/吨, 同时期古交 2 号焦煤均价为 1352.31 元/吨, 同比增长 3.30%, 原料端成本支撑明显。据公司一季报显示, 虽然实际的营业成本有所下降, 但由于主营产品焦炭的市场价格下降幅度大于原材料采购价格的下降幅度, 公司盈利出现较大幅度的下滑, 23Q1, 公司毛利率为 20.09%, 同比下滑 3.95pct; 归母净利率为 7.54%, 同比下滑 3.41pct。

► **氢燃料电池货车进入成长阶段, 产销量大幅提升。**随着国家对新能源政策的落地, 各地方政府踊跃加入示范城市群, 同时, 2022 年起公司氢燃料电池货车进入成长阶段, 在华南、华北、环渤海、西北等地区开拓如矿山、钢厂、港口、城际运输等运营场景, 取得较好成绩, 从而新能源汽车产销量得到大幅度提升。2022 年公司生产新能源汽车 741 辆, 同比增长 23.29%; 销售新能源汽车 462 量, 同比增长 43.03%。目前, 公司氢能业务高速发展, 产业链一步延伸。氢能汽车方面, 2022 年公司位于青岛西海岸新区的青岛美锦氢能科技园项目于年底实现全面封顶, 预计于 2023 年中将投入生产, 规划整车产能 5000 台; 下游产业方面, 截至 2022 年末, 公司已建成并投入运营的加氢站合计 17 座。

► **投资建议:**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 16.79/18.49/19.48 亿元, EPS 分别为 0.39/0.43/0.45 元/股, 对应 2023 年 4 月 25 日的 PE 分别为 20/19/18 倍。考虑到焦炭成本承压, 下调评级, 给予“谨慎推荐”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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	24,600	24,549	25,571	26,499
增长率 (%)	15.2	-0.2	4.2	3.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,209	1,679	1,849	1,948
增长率 (%)	-13.0	-24.0	10.2	5.3
每股收益 (元)	0.51	0.39	0.43	0.45
PE	16	20	19	18
PB	2.4	2.1	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价)

谨慎推荐

下调评级

当前价格:

7.94 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 1.美锦能源 (000723.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评: 成本压缩焦化利润空间, 氢能业务进入发展快车道-2022/04/28
- 2.美锦能源(000723):燃料电池政策出台, 公司有望受益行业发展-2021/11/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,600	24,549	25,571	26,499
营业成本	19,437	19,490	20,103	20,759
营业税金及附加	544	491	511	530
销售费用	170	172	179	185
管理费用	854	786	818	848
研发费用	112	272	276	289
EBIT	3,430	3,339	3,683	3,888
财务费用	326	380	388	342
资产减值损失	-245	-30	-30	-30
投资收益	49	25	26	26
营业利润	2,937	2,719	3,047	3,295
营业外收支	58	-25	-20	-20
利润总额	2,995	2,694	3,027	3,275
所得税	766	624	747	874
净利润	2,229	2,070	2,280	2,401
归属于母公司净利润	2,209	1,679	1,849	1,948
EBITDA	4,844	5,008	5,485	5,801

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,819	3,290	3,882	5,901
应收账款及票据	1,469	1,413	1,472	1,525
预付款项	169	390	402	415
存货	1,324	1,378	1,422	1,469
其他流动资产	3,606	3,984	4,052	4,113
流动资产合计	11,387	10,454	11,230	13,423
长期股权投资	589	703	823	948
固定资产	15,455	16,393	16,516	16,264
无形资产	4,099	4,999	5,699	5,999
非流动资产合计	25,177	26,819	27,437	27,349
资产合计	36,565	37,273	38,667	40,773
短期借款	500	1,426	800	800
应付账款及票据	9,166	6,941	7,160	7,394
其他流动负债	4,648	4,666	4,771	4,876
流动负债合计	14,314	13,034	12,731	13,070
长期借款	617	517	417	317
其他长期负债	5,093	5,092	5,092	5,092
非流动负债合计	5,709	5,608	5,508	5,408
负债合计	20,023	18,642	18,239	18,478
股本	4,326	4,326	4,326	4,326
少数股东权益	2,078	2,469	2,900	3,353
股东权益合计	16,541	18,631	20,428	22,294
负债和股东权益合计	36,565	37,273	38,667	40,773

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.18	-0.21	4.16	3.63
EBIT 增长率	-28.55	-2.67	10.30	5.57
净利润增长率	-13.05	-24.01	10.16	5.32
盈利能力 (%)				
毛利率	20.99	20.61	21.38	21.66
净利润率	9.06	8.43	8.92	9.06
总资产收益率 ROA	6.04	4.50	4.78	4.78
净资产收益率 ROE	15.27	10.39	10.55	10.28
偿债能力				
流动比率	0.80	0.80	0.88	1.03
速动比率	0.69	0.66	0.73	0.88
现金比率	0.34	0.25	0.30	0.45
资产负债率 (%)	54.76	50.01	47.17	45.32
经营效率				
应收账款周转天数	21.78	21.00	21.00	21.00
存货周转天数	24.86	26.00	26.00	26.00
总资产周转率	0.67	0.66	0.66	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.39	0.43	0.45
每股净资产	3.34	3.74	4.05	4.38
每股经营现金流	0.74	0.38	1.14	1.19
每股股利	0.00	0.12	0.13	0.14
估值分析				
PE	16	20	19	18
PB	2.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.21	7.44	6.56	5.83
股息收益率 (%)	0.00	1.47	1.62	1.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,229	2,070	2,280	2,401
折旧和摊销	1,414	1,670	1,802	1,913
营运资金变动	-1,122	-2,810	129	153
经营活动现金流	3,195	1,636	4,931	5,149
资本开支	-2,598	-3,402	-2,609	-2,011
投资	-2,375	-218	-122	-127
投资活动现金流	-5,197	-3,596	-2,705	-2,112
股权募资	398	0	0	0
债务募资	3,886	825	-726	-100
筹资活动现金流	3,447	430	-1,632	-1,018
现金净流量	1,446	-1,530	593	2,019

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收到任何形式的补偿。

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。	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
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026