

美锦能源 (000723.SZ) Q3 业绩承压，关注下游需求改善及氢能布局进展

2022 年 10 月 29 日

——公司三季报点评报告

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

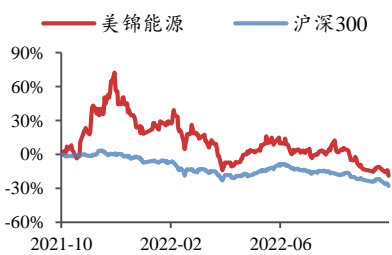
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/10/28
当前股价(元)	8.99
一年最高最低(元)	19.77/8.93
总市值(亿元)	388.95
流通市值(亿元)	356.97
总股本(亿股)	43.26
流通股本(亿股)	39.71
近 3 个月换手率(%)	92.84

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤焦主业持续向好，深化布局氢能全产业链—公司 2022 年中报点评》-2022.8.30

《煤焦持续高景气，2022Q2 业绩表现符合预期—公司 2022 年中报预告点评》-2022.7.1

《焦炭高位助力 2021 年业绩高增，氢能发展有望提速—公司 2021 年报 & 2022 年一季报点评》-2022.4.29

● Q3 业绩承压，关注下游需求改善及氢能布局进展。维持“买入”评级

公司发布三季报，2022 年前三季度实现归母净利润 17.1 亿元，同比-15.56%；扣非后归母净利润 16.6 亿元，同比-23.33%。单季度来看，2022 年 Q3 实现归母净利润 3.5 亿元，环比-48.41%；扣非后归母净利润 1.6 亿元，环比-80.40%。商品房销售同比大跌，叠加断贷事件，下游钢厂需求不振，焦炭价格大幅回落，导致公司 Q3 业绩承压。结合三季报，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 23.5/27.0/29.1（前值 25.8/29.7/31.5）亿元，同比-8.6%/+15.0%/+7.8%；EPS 为 0.54/0.62/0.67 元；对应当前股价 PE 为 16.6/14.4/13.4 倍。在房地产纾困政策和稳增长加持下，下游需求回升或将带动煤焦钢产业链利润修复。同时，公司全面布局氢能产业链，开辟第二增长曲线，未来成长空间广阔。维持“买入”评级。

● 焦煤价格回落导致 Q3 业绩承压，Q4 下游需求回升有望带动业绩回暖

2022 年 Q1-3 山西太原一级冶金焦均价 2879.4 元/吨，同比+10.0%；山西吕梁主焦煤均价 2508.2 元/吨，同比+32.4%。其中 Q3 山西太原一级冶金焦均价 2483.8 元/吨，环比-24.7%；山西吕梁主焦煤均价 2167.7 元/吨，环比-26.6%。结合焦炭、焦煤价格表现，公司业绩承压主要系焦炭处于焦化产业中游，焦煤议价能力更强，价格弹性明显高于焦炭，焦炭利润受到挤压。展望后市：焦煤、焦炭下游需求与地产息息相关，近期基建和地产链有所恢复，10 月以来全国 247 家高炉平均开工率为 82.4%，维持高位运行，相较于 Q3 均值提升 3.92pct。随着二十大顺利闭幕，稳经济、保交楼政策有望加速落地，四季度有望看到投资、施工共振的局面，实物工作量或将加快形成，焦煤、焦炭需求存在改善预期，价格回升有望带动 Q4 业绩回暖。

● 筹划境外发行 GDR，谋求拓宽融资渠道以继续落实氢能产业链布局

根据公告，为加速推进由传统能源向氢能源转型升级的发展战略，拓宽公司国际融资渠道，公司筹划境外发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市。本次 GDR 发行上市对公司具有重大意义，一方面利用中欧资本市场互联互通的有利契机，拓宽海外融资能力，保障公司在氢能领域布局的资金需求；另一方面可以通过 GDR 引入国际专业投资者，进一步优化公司股权结构并持续完善治理结构，提高公司综合竞争力。公司坚定氢能全产业链布局，与煤焦化产业协同发展，有望形成双轮驱动，奠定未来高增基础。

● 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	24,249	27,041	28,325
YOY(%)	-8.8	65.7	13.9	11.5	4.7
归母净利润(百万元)	705	2,567	2,347	2,698	2,910
YOY(%)	-26.3	264.4	-8.6	15.0	7.8
毛利率(%)	21.3	30.3	21.7	22.1	22.8
净利率(%)	5.5	12.1	9.7	10.0	10.3
ROE(%)	7.6	21.9	17.1	17.3	16.5
EPS(摊薄/元)	0.16	0.59	0.54	0.62	0.67
P/E(倍)	55.2	15.2	16.6	14.4	13.4
P/B(倍)	3.9	3.1	2.8	2.5	2.2

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	5,945	8,116	8,955
现金	2,770	1,491	733	2,263	3,394
应收票据及应收账款	2,542	1,430	1,602	1,779	1,762
其他应收款	168	223	222	275	246
预付账款	327	461	436	565	484
存货	794	1,380	1,400	1,683	1,517
其他流动资产	901	1,552	1,552	1,552	1,552
非流动资产	17,811	22,868	24,446	25,892	26,047
长期投资	407	497	601	706	809
固定资产	9,217	15,628	16,755	17,552	17,280
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	2,602	2,443	2,196
资产总计	25,313	29,405	30,391	34,008	35,002
流动负债	12,065	12,649	11,837	13,332	12,013
短期借款	655	369	369	369	369
应付票据及应付账款	6,697	7,090	6,716	8,322	6,753
其他流动负债	4,713	5,191	4,752	4,642	4,891
非流动负债	1,991	2,471	2,300	2,085	1,771
长期借款	1,071	1,358	1,187	972	658
其他非流动负债	921	1,113	1,113	1,113	1,113
负债合计	14,056	15,120	14,137	15,417	13,783
少数股东权益	1,249	1,861	2,282	2,785	3,369
股本	4,274	4,270	4,326	4,326	4,326
资本公积	1,261	1,093	1,093	1,093	1,093
留存收益	4,433	6,955	9,415	12,143	14,948
归属母公司股东权益	10,008	12,424	13,973	15,806	17,850
负债和股东权益	25,313	29,405	30,391	34,008	35,002

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,219	4,911	4,142	5,691	4,214
净利润	860	3,125	2,767	3,201	3,494
折旧摊销	860	1,083	1,278	1,452	1,583
财务费用	257	229	215	218	179
投资损失	-21	-20	-13	-15	-13
营运资金变动	-1,123	-214	-106	834	-1,029
其他经营现金流	385	707	0	0	0
投资活动现金流	-2,781	-2,867	-2,843	-2,883	-1,726
资本支出	2,626	2,056	1,474	1,341	52
长期投资	-138	-297	-103	-104	-103
其他投资现金流	-293	-1,108	-1,472	-1,646	-1,777
筹资活动现金流	1,880	-2,383	-2,057	-1,278	-1,358
短期借款	168	-287	0	0	0
长期借款	213	288	-171	-215	-314
普通股增加	175	-4	56	0	0
资本公积增加	861	-168	0	0	0
其他筹资现金流	464	-2,213	-1,942	-1,063	-1,044
现金净增加额	318	-340	-758	1,530	1,130

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,846	21,288	24,249	27,041	28,325
营业成本	10,107	14,847	18,983	21,053	21,858
营业税金及附加	210	519	591	659	690
营业费用	192	174	199	222	232
管理费用	549	676	770	859	899
研发费用	33	267	304	339	355
财务费用	257	229	215	218	179
资产减值损失	-328	-312	-361	-496	-453
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	3,562	4,203	4,576
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	3,615	4,182	4,564
所得税	280	957	847	980	1,070
净利润	860	3,125	2,767	3,201	3,494
少数股东损益	156	558	420	503	584
归属母公司净利润	705	2,567	2,347	2,698	2,910
EBITDA	2,028	5,232	4,924	5,646	6,111
EPS(元)	0.16	0.59	0.54	0.62	0.67

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.8	65.7	13.9	11.5	4.7
营业利润(%)	-21.2	250.0	-13.6	18.0	8.9
归属于母公司净利润(%)	-26.3	264.4	-8.6	15.0	7.8
获利能力					
毛利率(%)	21.3	30.3	21.7	22.1	22.8
净利率(%)	5.5	12.1	9.7	10.0	10.3
ROE(%)	7.6	21.9	17.1	17.3	16.5
ROIC(%)	6.1	20.2	17.2	18.0	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	51.4	46.5	45.3	39.4
净负债比率(%)	14.3	12.8	9.5	-1.0	-7.7
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	5.7	10.7	16.0	16.0	16.0
应付账款周转率	1.8	2.2	2.8	2.8	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.59	0.54	0.62	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.14	0.96	1.32	0.97
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.87	3.22	3.64	4.11
估值比率					
P/E	55.2	15.2	16.6	14.4	13.4
P/B	3.9	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.6	8.1	8.7	7.3	6.6

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