

## 燃料电池行业研究 买入 (维持评级)

## 行业点评

张帅  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

彭聪  
分析师 SAC 执业编号: S1130518070001  
pengcong@gjzq.com.cn

刘妍雪  
联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

## 美锦能源参股广东国鸿：产业链布局完整

## 事件

- 7月16日，美锦能源公告与国鸿氢能签订增资协议，美锦能源决定以自有资金向国鸿氢能增资1.8亿元，交易完成后美锦能源将持有国鸿氢能9.09%的股权。

## 点评

- 电堆是燃料电池产业的最核心环节。电堆承接燃料电池产业上下游，是核心中游环节，上游为膜电极和双极板等，下游覆盖车用燃料电池系统、热电联产系统和船用燃料电池系统等领域。从成本来看，电堆占燃料电池系统成本的50%以上；从性能来看，电堆性能、可靠性和耐久性是燃料电池系统乃至整车性能的决定因素；从技术来看，电堆是燃料电池系统中技术含量最高的部分，双极板处理与流道设计等具备较高门槛。

- 国鸿氢能是国内电堆龙头企业，产品寿命全国领先，美锦能源投资估值相对合理。

国鸿氢能是目前全球产能最大的燃料电池电堆生产企业和国内最全面的燃料电池系统供应商，电堆年产能2万台，系统年产能5000套，2018年公司电堆市占率达70%。公司燃料电池系统覆盖30kW~120kW的系列产品，零部件国产化率达90%。目前已有2000多辆装载国鸿产品的商用车交付，总运营距离超700万公里。

国内电堆企业可分为两类，国内自主研发型企业的代表是新源动力、神力科技；技术引进型企业的代表为国鸿氢能，国鸿氢能引进巴拉德9ssl电堆技术，9ssl电堆标准寿命超2万小时，实际运营寿命超3万小时。

本次交易国鸿氢能估值为18亿元，估值合理。国鸿氢能2018年PE估值为55倍，优于可比公司上海重塑、亿华通；PB估值为7.5倍与上海重塑（7.3倍）接近，高于亿华通（5.1倍）；PS估值为4.3倍与上海重塑（4.6倍）接近，低于亿华通（10.5倍）。

- 参股国鸿补齐中游电堆，区域合作覆盖珠三角、长三角和环渤海地区，产业布局集大成。1) 美锦能源已完成下游燃料电池汽车（佛山飞驰）、上游MEA（鸿基创能）、制氢（美锦氢源）和加氢站（云浮锦鸿）的产业链覆盖。佛山飞驰2018年燃料电池车产量达368辆，燃料电池汽车市占率第二；鸿基创能是膜电极明星企业，膜电极年产能达10万平米。电堆是燃料电池整车的上游、MEA的下游，一直以来飞驰汽车均选用国鸿氢能的电堆，美锦能源参股国鸿氢能后，公司实现燃料电池全产业链布局，具备良好的协同效应。2) 立足广东、布局嘉兴和青岛，长期展望珠三角、长三角和环渤海区域市场。公司控股企业佛山飞驰和投资企业鸿基创能、国鸿氢能均为广东本土企业，在广东地区具备较强影响力，近期公司先后与嘉兴、青岛达成合作框架协议，计划在嘉兴和青岛分别建设氢能产业园和氢能小镇，未来以嘉兴和青岛为基石，可开拓长三角和山东两个副产氢丰富、氢能前景广阔地区。

## 投资建议：

- 燃料电池产业还处于导入期，距离产业走向成熟期是一个漫长的阶段，目前越来越多的上市公司加入燃料电池行业。站在当前阶段，我们建议从两方面思路遴选标的：（1）估值处于合理区间+氢能持续布局公司，建议关注嘉化能源（副产氢、加氢站、国投聚力合作）；（2）产业链布局完善标的，建议关注美锦能源（参股膜电极明星公司广州鸿基、拟投资电堆龙头国鸿氢能、控股燃料电池车制造企业佛山飞驰、副产氢和加氢站建设运营）、雪人股份（空压机主要供应商、参股HYGS）、大洋电机（布局燃料电池系统、运营，参股BLDP）、雄韬股份（布局膜电极、电堆、系统企业）。

**风险提示：**行业发展不达预期，成本下降不达预期，政策支持不达预期。

**公司投资评级的说明：**

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。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH