

氢能&燃料电池行业研究 买入（维持评级）

行业研究

证券研究报告

氢能组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjq.com.cn

从海外公司年报看氢能行业系列（三）：ThyssenKrupp

核心要点

ThyssenKrupp 为德国钢铁传统巨头，依托氯碱行业丰富经验转型氢能。公司在绿碱行业经验丰富，具备 600 多套电解装置，装机容量超过 10GW，依托其工业基础转型氢能领域发展，以碱性电解槽为核心的氢能业务保持强劲势头。2022 年 3 月公司承包了第一座大型氢能源直接还原工厂，是全球最大规模工业脱碳项目之一。2022 年公司氢能订单额为 12.18 亿欧元，同比增长 300.66%，其中碱性电解槽业务订单额 9.8 亿欧元，同比增长 1060%，订单规模高速扩张。**公司业绩大幅改善，受全球材料价格上涨驱动。**全球材料价格上涨背景下，公司材料和钢铁业务板块收入及利润上升，带来 2022 年整体订单量、销售收入以及调整后息税前利润的大幅改善，公司业绩由亏转盈。2022 年订单总额达 443 亿欧元，同比增长 12%；销售收入为 411 亿欧元，同比增长 21%；调整后息税前利润为 20.62 亿欧元，同比增长 160%；息税前利润率为 5.01%，超额完成 2022 年 4% 的财务目标；归母净利润为 11.36 亿欧元，实现了盈利。

氢能子公司 Nucera 维持高研发投入，预计将通过 IPO 融资扩大规模。2022 年公司氢能部门销售收入为 2.75 亿欧元，同比增长 25%；息税前利润为 0.11 亿欧元，同比下降 41%。公司氢能业务销售收入快速增长并持续加大研发费用投入，整体利润水平出现略微波动。未来公司将计划拆分氢能子公司 Nucera 上市，通过 IPO 募集资金用于扩大氢能业务规模，支持碱性电解槽的研发和扩大产能。

碱性电解槽业务快速扩张，带动氢能部门营收提升。2022 年公司氢能业务销售收入为 2.75 亿欧元，同比增长 25%，其中碱性电解槽业务销售收入为 2.5 亿欧元，占比高达 91%。公司旗下氢能企业 Nucera 与 NEOM、Shell 以及 Air Products 持续签订大额碱性电解槽订单，截至 2022 年 9 月氢能积压订单达 14 亿欧元，其中碱性电解槽业务订单达 10 亿欧元，预计随着氢能行业的发展、公司持续的技术迭代更新以及新客户的拓展，公司未来的氢能订单有望持续放量，实现氢能业务的营收高速。

投资逻辑

能源转型背景下，欧洲、美国、日本等海外国家及地区针对其绿氢目标规划了涵盖补贴、免税等多维扶持政策，绿氢产业将进入实质性的高速发展阶段，2022 年海外龙头电解槽产能和订单规模普涨翻倍、业绩亏损收窄，公司碱性电解槽业务扩张迅速并且订单高企，此外将通过单独拆分氢能业务进行 IPO 融资以继续扩大规模，预计在未来氢能行业迈入高速发展的大背景下，公司的氢能订单将持续放量并实现营收高增，建议持续关注公司及其反馈的氢能行业情况。

风险提示

下游需求不及预期；研发和制氢项目建设周期不及预期；氢能子公司拆分上市进度不及预期；汇率波动风险。

内容目录

一、公司业绩大幅改善，受全球材料价格上涨驱动.....	3
二、氢能业务处于早期扩张阶段，计划 IPO 融资扩大规模.....	4
三、碱性电解槽业务为核心，氢能业务快速拓展.....	5
四、投资逻辑.....	6
五、风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 2018-2022 年公司财务情况(亿欧元).....	3
图表 2： 2018-2022 年公司销售收入（亿欧元）.....	3
图表 3： 2018-2022 年公司调整后息税前利润（亿欧元）.....	3
图表 4： 2021-2022 年公司调整后息税前利润结构（亿欧元）.....	4
图表 5： 2018-2022 年公司归母净利润（亿欧元）.....	4
图表 6： 2021-2022 年公司氢能业务息税前利润（亿欧元）.....	5
图表 7： 2021-2022 年氢能部门订单额（亿欧元）.....	5
图表 8： 2021-2022 年氢能部门销售收入（亿欧元）.....	5
图表 9： 2021-2022 年氢能部门电解槽项目.....	6

一、公司业绩大幅改善，受全球材料价格上涨驱动

全球材料价格上涨，集团整体业绩大幅改善。全球材料价格上涨的背景下，公司材料、钢铁业务板块的收入及利润上升，2022 年公司整体订单量、销售收入以及调整后息税前利润均大幅改善，业绩由亏转盈。

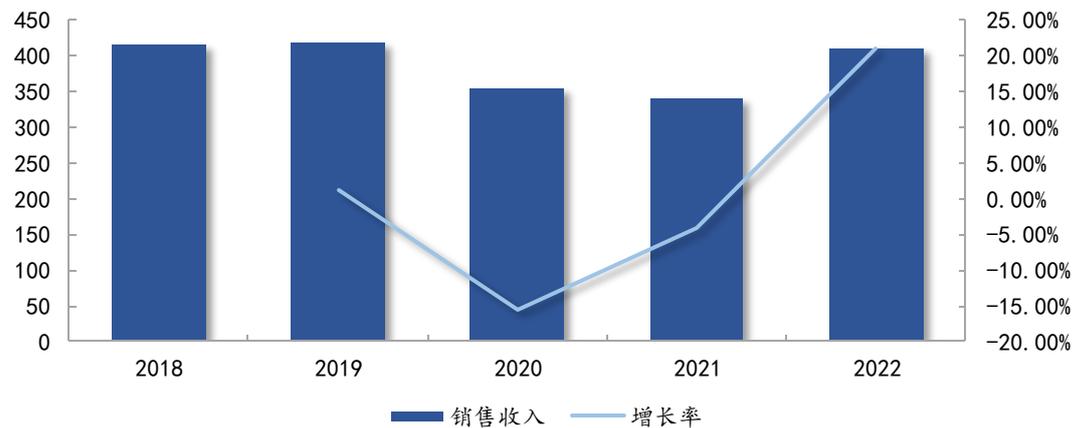
图表1：2018-2022 年公司财务情况(亿欧元)

	2018	2019	2020	2021	2022
订单量	414.86	419.94	348.91	395.71	442.97
销售收入	415.34	419.96	354.43	340.15	411.4
调整后息税前利润	14.44	8.02	-10.39	7.96	20.62
归母净利润	-0.62	-3.04	95.85	-1.15	11.36

来源：ThyssenKrupp 官网，国金证券研究所

订单需求维持上行趋势，销售收入大幅增长。集团订单量连续三年保持稳定增长，2020-2022 年集团持续经营业务订单总额分别为 348.91 亿欧元、395.71 亿欧元、442.97 亿欧元，2021-2022 年同比增长 13%、12%，持续保持两位数增长。需求端的稳定增长带动集团销售收入大幅增长，2022 年集团销售收入为 411 亿欧元，同比增长 21%。

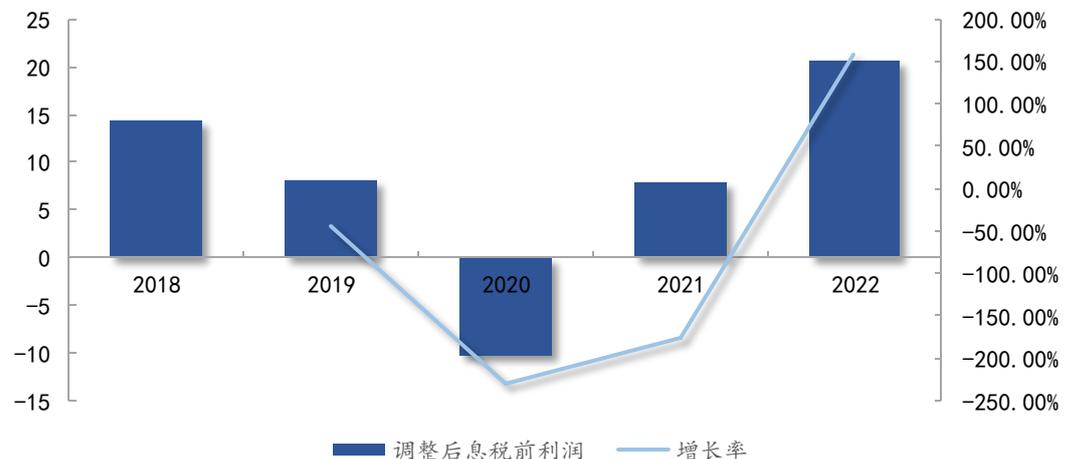
图表2：2018-2022 年公司销售收入(亿欧元)



来源：ThyssenKrupp 官网，国金证券研究所

息税前利润快速回弹，超额完成 2022 年财务目标。2020-2022 年集团调整后息税前利润分别为 -10.39 亿欧元、7.96 亿欧元、20.62 亿欧元，快速回弹恢复疫情前水准。集团 2022 年息税前利润率为 5.01%，超额完成 2022 年年中设定的息税前利润率达 4% 的财务目标。

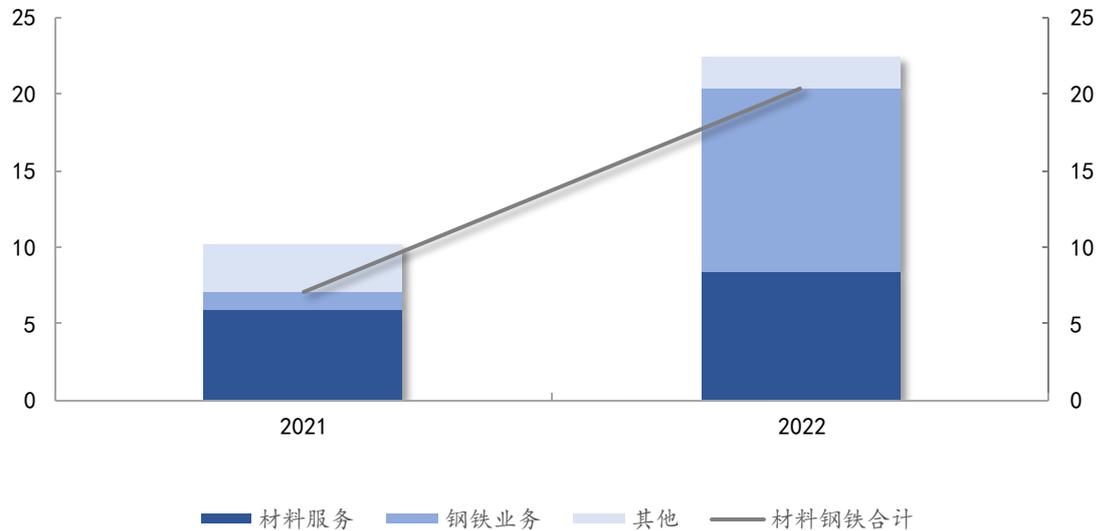
图表3：2018-2022 年公司调整后息税前利润(亿欧元)



来源：ThyssenKrupp 官网，国金证券研究所

息税前利润的大幅回弹主要得益于全球材料价格上涨与重组策略。全球材料价格的上涨推高了材料服务板块、钢铁板块利润，2021-2022 年材料服务板块、钢铁板块合计调整后息税前利润分别为 7.03 亿欧元、20.37 亿欧元，2022 年同比增长率 189.76%，带动 2022 年集团整体息税前利润大幅回弹。同时集团组织架构进行重组，削减人员 4781 人，实现管理费用控制。

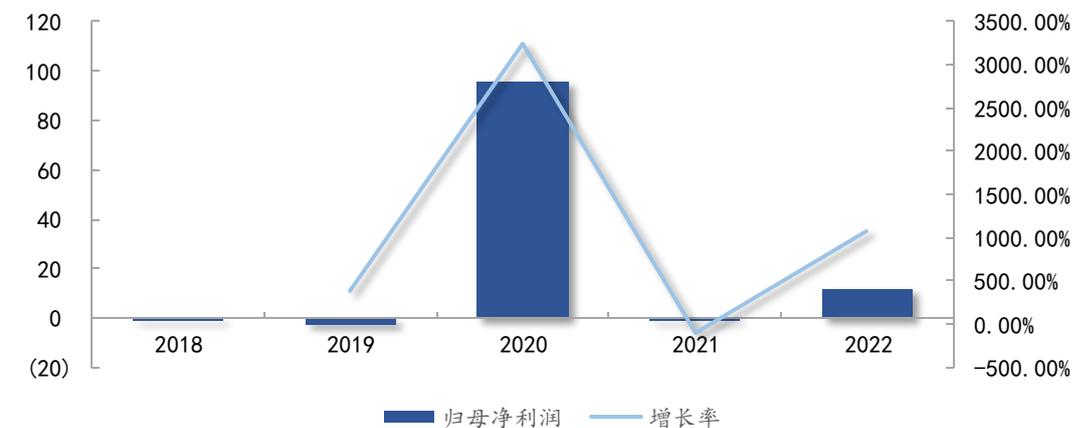
图表4: 2021-2022 年公司调整后息税前利润结构 (亿欧元)



来源: ThyssenKrupp 官网, 国金证券研究所

归母净利润实现盈利，保持较大增长。公司 2018-2021 年除 2020 年因出售电梯业务实现盈利，其余均未实现正向盈利。2022 年公司归母净利润为 11.36 亿欧元，实现盈利。

图表5: 2018-2022 年公司归母净利润 (亿欧元)

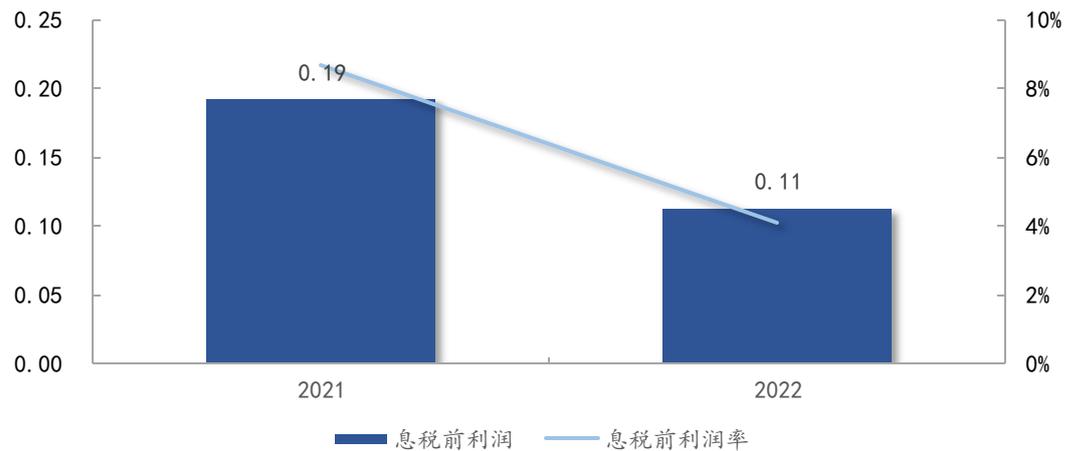


来源: ThyssenKrupp 官网, 国金证券研究所

二、氢能业务处于早期扩张阶段，计划 IPO 融资扩大规模

氢能子公司 Nucera 处于早期扩张阶段，计划通过 IPO 融资扩大业务规模。2022 年集团氢能子公司 ThyssenKrupp Nucera 销售收入为 2.75 亿欧元，同比增长 24.7%；息税前利润为 0.11 亿欧元，同比下降 41%。集团氢能部门处于早期发展阶段，销售收入快速增长的同时持续加大研发费用投入，导致整体利润水平出现波动。未来公司有望计划通过 IPO 募集资金用于扩大氢能业务规模，支持碱性电解槽的研发和产能提升。

图表6: 2021-2022 年公司氢能业务息税前利润 (亿欧元)

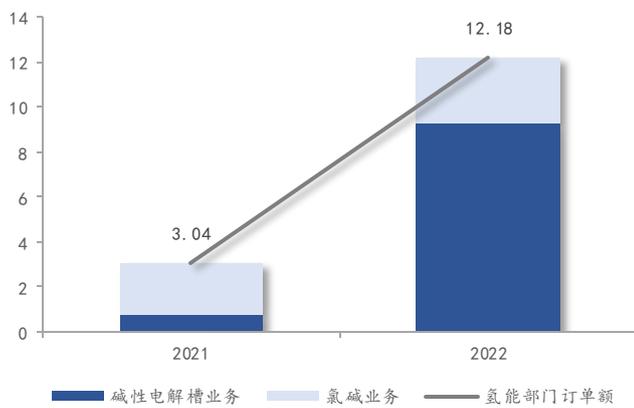


来源: ThyssenKrupp 官网, 国金证券研究所

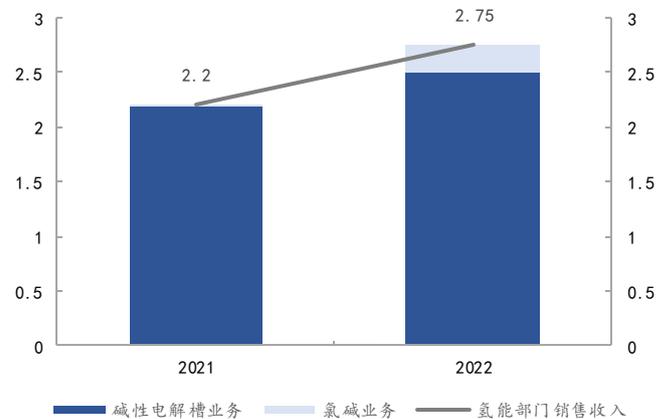
三、碱性电解槽业务为核心, 氢能业务快速拓展

碱性电解槽业务快速增长, 订单将持续放量。2021-2022 年公司氢能业务订单额为 3.04 亿欧元、12.18 亿欧元, 其中碱性电解槽业务订单额为 0.8 亿欧元、9.8 亿欧元。碱性电解槽业务快速扩张, 公司氢能业务与 NEOM、Shell 以及 Air Products 持续签订大额碱性电解槽订单, 订单额持续积压。在以碱性电解槽业务为核心的氢能订单驱动下, 2021 年-2022 年公司氢能业务销售收入分别为 2.2 亿欧元、2.75 亿欧元, 保持快速增长。截止 2022 年 9 月, 氢能业务积压订单达 14 亿欧元, 其中碱性电解槽占 10 亿欧元, 预计随着氢能行业的发展、公司持续的技术迭代更新以及新客户的拓展, 公司未来的氢能订单有望持续放量, 实现氢能业务的营收高速。

图表7: 2021-2022 年氢能部门订单额 (亿欧元)



图表8: 2021-2022 年氢能部门销售收入 (亿欧元)



来源: ThyssenKrupp 官网, 国金证券研究所

来源: ThyssenKrupp 官网, 国金证券研究所

潜在电解槽项目众多, 氢能业务发展空间广阔。截止 2022 年 8 月, 集团氢能部门潜在合同价值为 170 亿欧元, 潜在项目数量为 97 个, 预计随着氢能行业空间的不断拓展, 公司氢能业务将高速发展。

图表9：2021-2022年氢能部门电解槽项目

订单统计	装机量	签约时间	客户	应用场景
电解水制氢工厂	88MW	2021.01	Hydro-Quebec	每年预计生产 11,100 吨绿色氢气
电解水制氢工厂	2000MW	2021.12	NEOM	为沙特阿拉伯的未来城市 NEOM 建设全球最大的绿氢项目之一
电解水制氢装置	200MW	2021.12	Shell	用于荷兰鹿特丹港的大型项目“荷兰氢能一号”
电解水制氢装置	60MW	2022.06	UNIGEL	用于巴西氢能发展，年产能约 1 万吨绿氢和 6 万吨绿氨
液氢生产组件	40MW	2022.04	Air Products	项目日产液氢 10 吨

来源：ThyssenKrupp 官网，国金证券研究所

四、投资逻辑

能源转型背景下，欧洲、美国、日本等海外国家及地区针对其绿氢目标规划了涵盖补贴、免税等多维扶持政策，绿氢产业将进入实质性的高速发展阶段，2022 年海外龙头电解槽产能和订单规模普涨翻倍、业绩亏损收窄，公司碱性电解槽业务扩张迅速、订单高企，并将通过单独拆分氢能业务进行 IPO 融资以继续扩大规模，预计在未来氢能行业迈入高速发展的大背景下，公司的氢能订单将持续放量并实现营收高速增长，建议持续关注公司及其反馈的氢能行业情况。

五、风险提示

下游需求不及预期：如果市场客户拓展及氢能产品需求增长不及预期，可能影响公司回收研究成本周期以及盈利能力；

研发和制氢项目建设周期不及预期：技术或扩产项目建设不及预期以致无法应对积压订单，可能影响公司业绩；

氢能子公司拆分上市进度不及预期：公司计划将氢能业务单独分拆上市以获取融资，基于大环境影响，通货膨胀加剧、利率上升以及市场波动的日益加剧，存在 IPO 推进不及预期的情况，从而影响氢能业务的发展；

汇率波动风险：主要以美元、欧元等当地货币结算，如果汇率大幅波动，公司海外收入或将受到影响。

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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402