

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@gjzq.com.cn

从海外公司年报看氢能行业系列（二）：Cummins

核心要点

Cummins 是全球领先的动力设备制造商，也是氢能源领域的先行者，产业布局持续扩大。公司通过研发和收购走在氢燃料电池和电解水制氢等方面的行业前列，完成了氢能业务的整合并紧跟市场高速发展及技术更新迭代的节奏，既可提供碱性和 PEM 电解水制氢设备，也具有完整的一体化动力链能力和经验，可提供合适的氢动力解决方案，2022 年新能源营收同比增长 70.69%，实现大幅上升。

营业收入稳定增长，电解槽业务扩张迅速。2022 年公司营收为 280.74 亿美元，同比增长 16.89%，主营业务为发动机、部件、分销、动力系统和新能源，营收占比分别为 39%、34%、32%、18%，均较为稳定；新能源营收同比增长 70.69% 至 1.98 亿美元，实现大幅上升，积极布局电解槽等新能源领域，公司 2019 年收购燃料电池及制氢技术公司 Hydrogenics（水吉能），股份占比 81%，拥有了 PEM 和碱性水电解制氢技术，大力推广电解槽业务，目前电解槽产能 600MW 左右，2022 年起计划电解槽每年扩产 500MW，直至达到 1GW。

新能源 EBITDA 利润率收窄，持续大力投入研发。2022 年公司新能源 EBITDA 利润率为-171.72%，2021/2020/2019 年分别为-192.24%/-238.89%/-392.11%，相较 2018 年-1285.71%的 EBITDA 利润率，亏损大幅收窄，主要原因系新能源部门由前电动动力事业部和氢能源业务于 2019 年合并成立，目前正处于技术商业化的早期阶段。公司致力于开发电解槽、系统以及相关组件，研发投入持续上升，2022 年研发费用为 12 亿美元，同比上升 9.09%，确保技术迭代更新。

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，公司积极布局并拓展氢能业务，预计在未来绿氢需求量高增的大背景下，电解水制氢设备出货量将有望快速提升并实现盈利，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；汇率波动风险。

内容目录

一、营业收入稳定增长，电解槽业务稳步扩张.....	3
二、新能源 EBITDA 利润率收窄，持续大力投入研发.....	4
三、投资逻辑.....	6
四、风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 2018-2022 年公司财务情况（单位：亿美元）.....	3
图表 2： 2018-2022 年营业收入（单位：亿美元）.....	3
图表 3： 公司新能源 Accelera 业务主要产品.....	4
图表 4： 2020-2022 年主营业务收入占比.....	4
图表 5： 2018-2022 年归母净利润（单位：亿美元）.....	5
图表 6： 2018-2022 年各产品 EBITDA 利润率（单位：%）.....	5
图表 7： 2020-2022 年公司研发费用及其占比.....	5
图表 8： Cummins 部分电解槽项目.....	6

一、营业收入稳定增长，电解槽业务稳步扩张

整体盈利较为稳定，营收高增速且稳定扩张。公司坚持创新驱动，新能源业务亏损逐步减小，持续投入高研发费用，保证公司产品技术持续更新迭代能力，紧跟行业快速发展趋势。

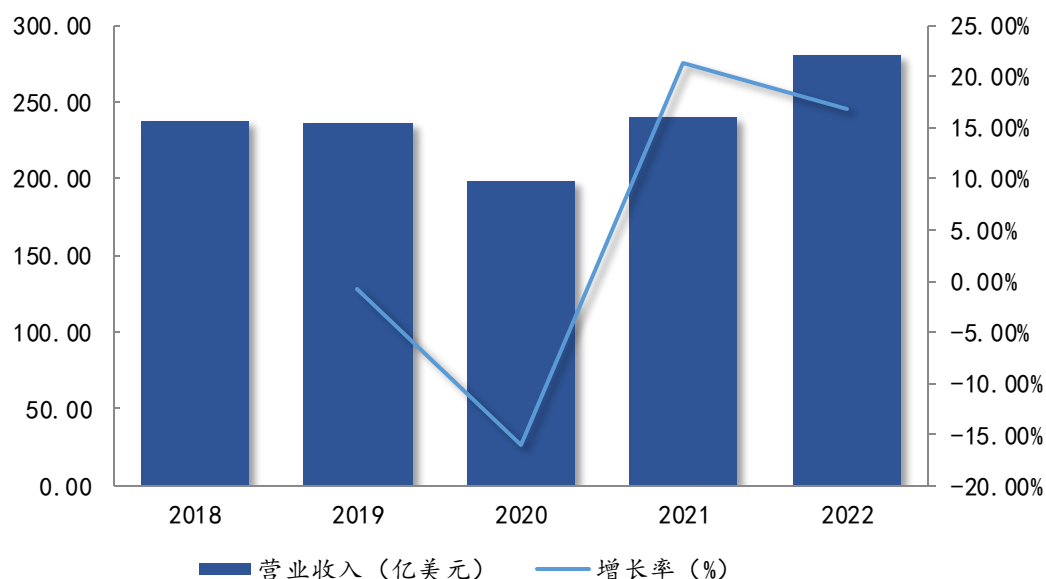
图表1：2018-2022年公司财务情况（单位：亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	237.71	235.71	198.11	240.21	280.74
营业支出	180.34	175.91	149.17	183.26	213.55
归母净利润	21.41	22.60	17.89	21.31	21.51
发动机 EBITDA 利润率 (%)	13.69%	14.46%	0.15%	14.18%	14.08%
部件 EBITDA 利润率 (%)	7.19%	8.13%	9.32%	15.39%	13.82%
分销 EBITDA 利润率 (%)	14.37%	15.87%	15.95%	9.41%	9.95%
动力系统 EBITDA 利润率 (%)	13.27%	11.48%	9.45%	11.23%	11.84%
新能源 EBITDA 利润率 (%)	-1285.71%	-392.11%	-238.89%	-192.24%	-171.72%

来源：公司官网，国金证券研究所

营业收入稳定扩张，新能源营收稳定发展。2022年公司营收为280.74亿美元，同比增长16.89%，主营业务为发动机、部件、分销、动力系统和新能源，营收占比分别为39%、34%、32%、18%，均较为稳定；新能源营收同比增长70.69%至1.98亿美元，实现大幅上升，稳定发展。

图表2：2018-2022年营业收入（单位：亿美元）



来源：公司官网，国金证券研究所

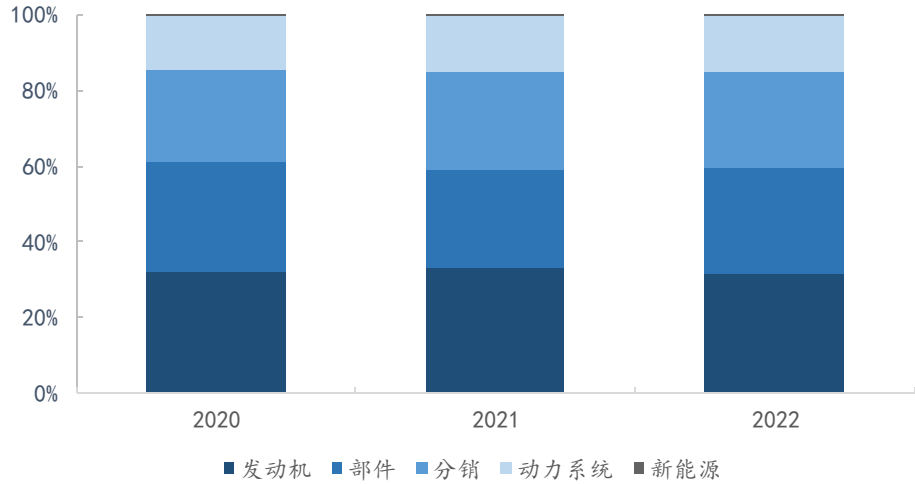
公司业务布局结构稳定、电解槽业务稳步扩张。2022年公司新能源销售收入为1.98亿美元，同比增加70.69%，占总营收的1%，积极布局电解槽等新能源领域，2019年收购燃料电池及制氢技术公司 Hydrogenics 水吉能，拥有了质子交换膜（PEM）和碱性水电解制氢技术、产品和服务能力，在短期内成功跨入国际电解槽、燃料电池技术的领先者行列。并且公司大力扩张电解槽业务，2022年计划电解槽每年扩产500MW，直至达到1GW，并为新能源项目推出新品牌 Accelera，包括电解槽、燃料电池、电池包和 ePowertrain 系统。该项目已经为全球60多个加氢站提供了电解槽，运用于加氢站内电解水制氢，其1兆瓦的电解槽系统每天可以产生超过400公斤的氢气，足以为16辆货运卡车提供600英里（超过950公里）的燃料。

图表3: 公司新能源 *Accelera* 业务主要产品

主要产品	相关介绍
电解槽	HyLYZER®PEM 电解槽系统功率为 20 兆瓦
燃料电池	包括 PEMFC 和 SOFC
电池包	包括高压组件和低压模块
ePowertrain 系统	eAxle 系统、远程装载、辅助系统

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表4: 2020-2022 年主营业务收入占比



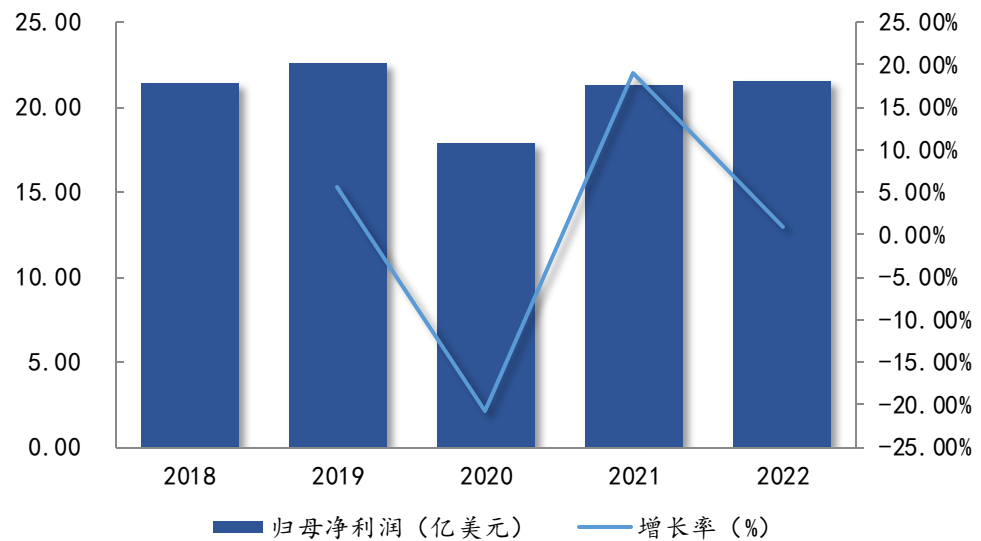
来源: 公司官网, 国金证券研究所

收购美驰 (Meritor) 助力公司整合打造电气化集成动力总成解决方案。美驰是全球商用车和工业市场领先的传动、出行、制动、后市场及电动动力总成解决方案提供商, 2022 年 2 月被 Cummins 收购, 在全球脱碳背景下, 此次收购结合美驰车桥及制动技术的优势和 Cummins 新能源业务整合发展的战略规划, 将推动公司打造电气化集成动力总成解决方案和开发商用车与工业市场经济可行的零碳解决方案。

二、新能源 EBITDA 利润率收窄, 持续大力投入研发

归母净利润稳中略增。2022 年公司净利润达 21.51 亿美元, 同比增长 0.94%。非控股性权益的净利润为 -0.32 亿美元。子公司中减少的 100 万美元主要源于 Hydrogenics 公司的收益下降, 部分被伊顿康明斯合资企业的收益抵消。

图表5: 2018-2022年归母净利润(单位:亿美元)

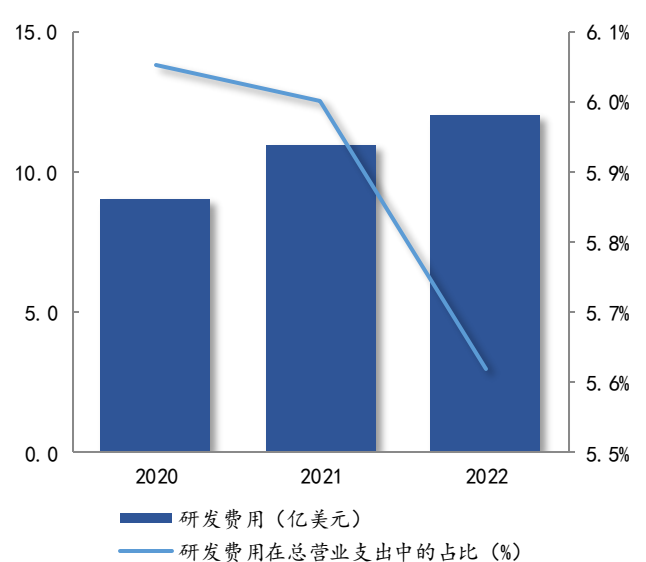
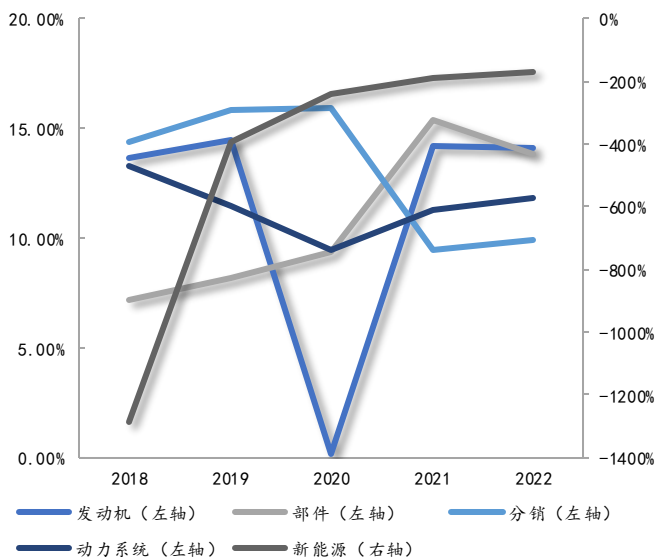


来源: 公司官网, 国金证券研究所

现阶段新能源 EBITDA 利润率收窄, 研发投入持续上升。2022 年公司新能源 EBITDA 利润率为-171.72%, 2021 年、2020 年、2019 年分别为-192.24%、-238.89%、-392.11%, 相较于 2018 年-1285.71% 的 EBITDA 利润率, 亏损大幅收窄, 主要原因系新能源部门研发费用持续高增。新能源部门由前电动动力事业部和氢能源业务于 2019 年合并成立, 以氢动力为核心板块, 目前正处于技术商业化的早期阶段, 致力于开发电解槽、系统以及相关组件, 导致研发投入持续上升, 2022 年研发费用为 12 亿美元, 同比上升 9.09%, 未来随着产品大规模的商业化应用, 利润率有望持续升高。

图表6: 2018-2022年各产品 EBITDA 利润率(单位:%)

图表7: 2020-2022年公司研发费用及其占比



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

海外电解槽设备快速放量, 公司承接多笔大规模项目。Cummins 凭借自身在氢能领域的优势, 承接了多笔大规模项目, 包括加拿大 B é c a n c o u r 目前在运行的全球最大的 20 兆瓦 PEM 电解水制氢项目、位于德国的全球首个兆瓦级天然气网风储能示范工厂等和位于比利时 Antwerp 的全球首个船舶、汽车、卡车和工业客户加氢站, 今年 3 月官宣将为加拿大魁北克碳回收项目提供 PEM 电解水制氢设备, 迈出推进北美绿色氢能经济关键一步。随着欧洲对绿氢产业补贴、免税等多维扶持政策的出台, 欧洲对于电解槽的需求或将进一步增长, 公司订单有望进一步激增。

图表8: Cummins 部分电解槽项目

项目地点	类型	产能	氢气产量
西班牙卡斯蒂利亚-拉曼恰	PEM 电解槽	500MW	-
加拿大魁北克	PEM 电解槽	-	10 吨/天
明尼苏达州弗里德利	PEM 电解槽	500MW	-
加拿大 B é c a n c o u r	PEM 电解槽	20MW (运行中)	-

来源：公司官网，国金证券研究所

三、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，公司积极布局并拓展氢能业务，预计在未来绿氢需求量高增的大背景下，电解水制氢设备出货量将有望快速提升并实现盈利，建议持续关注公司及其反馈的氢能行业情况。

四、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；

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。

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