

# 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（五）：Siemens Energy

### 核心要点

**Siemens Energy 作为能源领域领军企业，持续投入扩大氢能规模。**公司在常规能源和可再生能源领域均有广泛的技术基础，目前其在制氢端的 PEM 电解槽系统可利用自产的风电制氢，在应用端积极改造氢燃料燃气轮机，以期达到 2030 年 100% 燃氢的目标，着重于搭建氢能体系，积极扩展氢能、燃机和智慧能源的三大核心布局。

**营业收入稳步增长，增加电解槽产品线。**2022 年公司营收 289.97 亿欧元，同比增长 1.81%，主营业务油气与电力、可再生能源，在营收中占比分别为 66% 和 34%，公司已增加电解槽产品线，计划在柏林建造一座“数千兆瓦级”的 PEM 电解槽工厂，预计于 2023 年实现首个 1GW 并投产。

**净利润率承压，可配套自产风电制氢。**公司自产的海陆风机叠加电解槽，风电制氢一体化有助于降本增效、提供一站式服务，助力公司打开市场。2022 年 EBITDA 利润率为 -0.3%，同比下降 0.2p.p.，主要原因系：1) 全面收购歌美飒，大型风机运维成本偏高；2) 全球业务和在岸业务产能调整；3) 原材料端承压，存在价格压力。未来公司针对歌美飒，将通过调整战略和整合运营等方式改善利润率。

**公司积极布局氢能，2030 年电解槽目标产能达 3GW。**公司 PEM 电解槽由 10 个总输出为 25 千瓦的电解池组成，Silyzer 产品系列计划配套光伏和风电制氢，目前公司在全球运营 30 多台电解槽，2030 年目标产能达到 3GW，实现产能大幅扩张；此外，公司准备进一步开发氢燃料燃气轮机，目标在 2030 年将燃烧氢量从 30%-75% 开发至 100%。

### 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，公司积极搭建燃机、氢能和智慧能源的三大核心布局，预计在未来绿氢需求量高增的大背景下，PEM 电解槽系统和氢燃料燃气轮机出货量将有望快速提升并实现新能源领域的盈利，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；原材料供应端价格上涨；公司战略调整不及预期；汇率波动风险。

## 内容目录

一、营业收入稳步增长，增加电解槽产品线.....	3
二、EBITDA 利润率承压，可配套自产风电制氢.....	4
三、公司积极布局氢能，2030 年目标产能 3GW.....	4
四、投资逻辑.....	5
五、风险提示.....	5

## 图表目录

图表 1： 2019-2022 年公司财务情况（单位：亿欧元）.....	3
图表 2： 2019-2022 年营业收入（单位：亿欧元）.....	3
图表 3： 2020-2022 年主营业务收入占比（单位：%）.....	3
图表 4： 2019-2022 年归母净利润（单位：亿欧元）.....	4
图表 5： 2019-2022 年各项产品调整后税息折旧及摊销前利润率（单位：%）.....	4
图表 6： 2019-2022 年公司研发费用及其占比（单位：亿欧元）.....	4
图表 7： 公司部分电解槽项目.....	5

## 一、营业收入稳步增长，增加电解槽产品线

公司整体亏损幅度连年收窄，营收稳步增长。公司坚持创新驱动；其主营业务向氢能领域积极扩展，研发费用偏高。一方面，持续高研发投入保证公司产品技术持续更新迭代，紧跟行业快速发展趋势；另一方面，研发费用是公司利息折旧及摊销前利润率波动的主要原因之一。

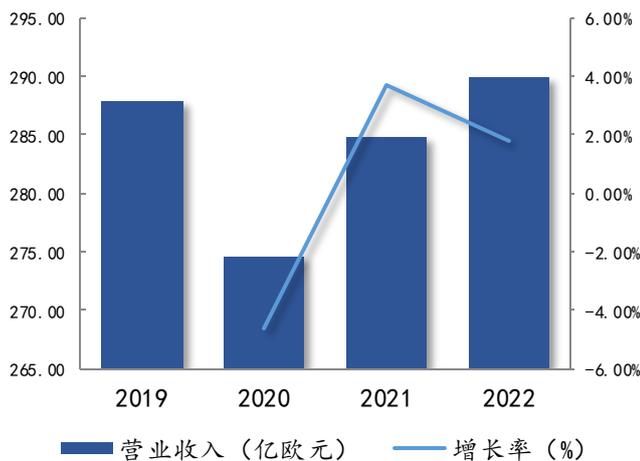
图表1：2019-2022 年公司财务情况（单位：亿欧元）

	2019	2020	2021	2022
营业收入	287.97	274.57	284.82	289.97
营业支出	246.15	253.18	250.66	255.72
归母净利润	1.58	-16.06	-4.53	-4.04
净利润率	0.98%	-6.77%	-1.97%	-2.23%
油气与电力—调整后 EBITA 利润率	3.10%	-4.10%	2.00%	3.30%
歌美飒—调整后 EBITA 利润率	4.70%	-7.50%	-2.80%	-6.80%

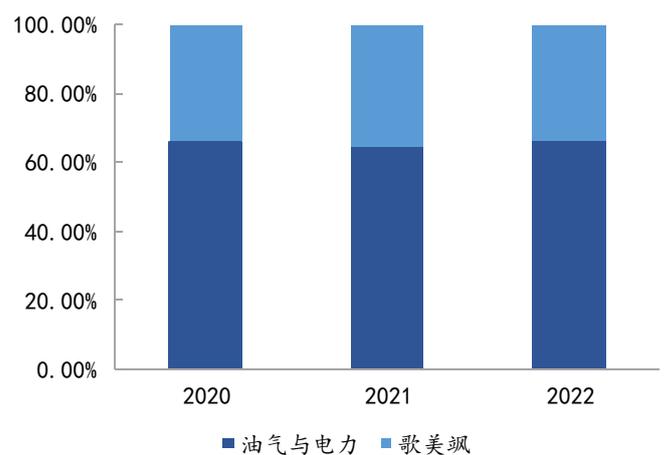
来源：公司官网，国金证券研究所

营业收入稳步增长，公司增加电解槽产品线。2022 年公司营收 289.97 亿欧元，同比增长 1.81%，主营业务为油气与电力、可再生能源，在营收中占比分别为 66%和 34%。公司增加电解槽产品线，计划在柏林建造一座“数千兆瓦级”的 PEM 电解槽工厂，预计于 2023 年实现首个 1GW 并投产。

图表2：2019-2022 年营业收入（单位：亿欧元）



图表3：2020-2022 年主营业务收入占比（单位：%）

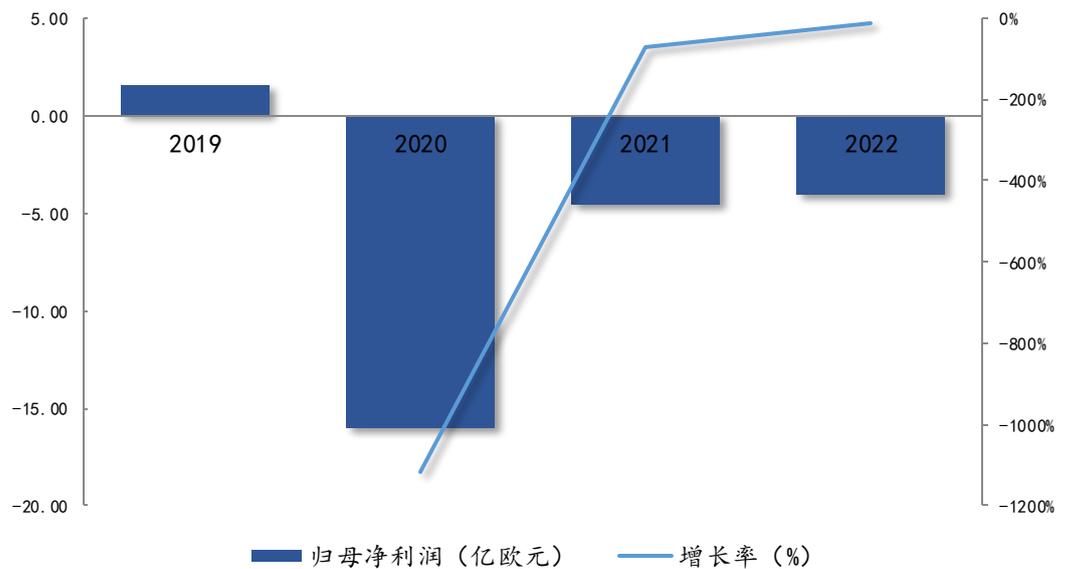


来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

归母净利润亏损收窄。2022 年公司净利润亏损额达 4.04 亿欧元，同比亏损下降 10.82%，累计净利润亏损 24.63 亿欧元，原因之一系西门子能源集团 2021 年相应税收减免较低，本财年税率为 25%（2021 年为 20%），并且南欧风电场的出售弥补了一定损失。

图表4: 2019-2022年归母净利润(单位:亿欧元)

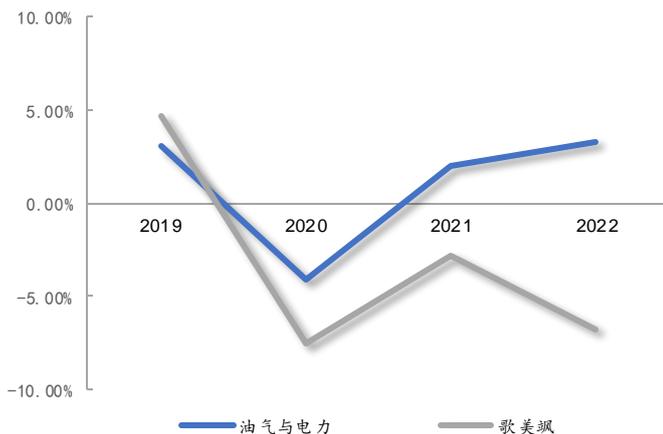


来源: 公司官网, 国金证券研究所

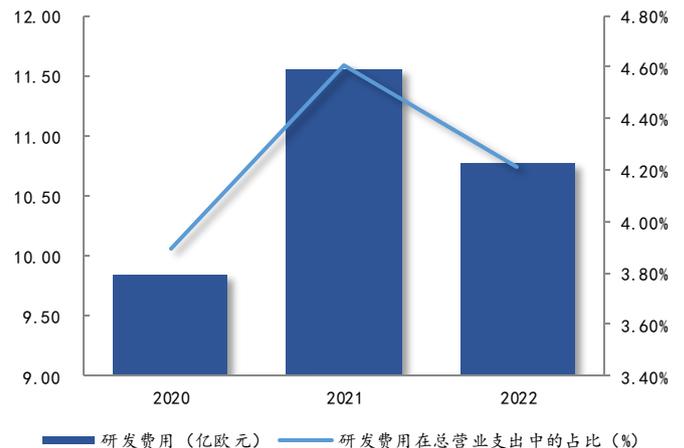
## 二、EBITDA 利润率承压, 可配套自产风电制氢

EBITDA 利润率承压, 配套自产风电制氢。2022 年公司全面收购歌美飒, 公司自产的海陆风机叠加电解槽, 风电制氢一体化有助于降本增效、提供一站式服务, 助力公司打开市场。2022 年 EBITDA 利润率为-0.3%, 同比下降 0.2p.p., 主要原因系: 1) 全面收购歌美飒, 大型风机运维成本偏高; 2) 全球业务和在岸业务产能调整; 3) 原材料端承压, 存在价格压力。未来公司针对歌美飒, 将通过调整战略和整合运营等方式改善利润率。此外, 公司 2022 年研发费用为 10.78 亿欧元, 公司拥有能源转型脱碳的战略目标, 持续高研发投入保证公司产品技术持续更新迭代, 紧跟行业快速发展趋势。

图表5: 2019-2022年各项产品调整后税息折旧及摊销前利润率(单位:%)



图表6: 2019-2022年公司研发费用及其占比(单位:亿欧元)



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

## 三、公司积极布局氢能, 2030年目标产能3GW

公司积极布局氢能, 2030年电解槽目标产能达3GW。公司准备进一步开发氢燃料燃气轮机, 目标在2030年将燃烧氢量从30%-75%开发至100%。公司PEM电解槽由10个总输出为25千瓦的电解池组成, Si lyzer产品系列计划配套光伏和风电制氢, 目前公司在全球运营30多台电解槽, 2030年目标产能达到3GW, 实现产能大幅扩张。

海外电解槽设备快速放量, 企业订单量高速增长。2022年Siemens Energy积极布局电解

槽板块，获得多个大规模 PEM 电解槽订单，包括为电燃料（eFuel）公司 HIF Global 在德克萨斯州马塔戈尔达县的 eFuel 新工厂提供电解槽，产能预计高达 1.8GW，为 Ørsted 公司的 FlagshipONE 工厂提供电解槽，预计成为欧洲最大的碳中和船用燃料商业化生产设施等。随着全球绿氢规划和补贴的出台，企业订单数量伴随电解槽的需求增长或将进一步增长。

图表7：公司部分电解槽项目

项目地点	类型	产能	氢气产量
德克萨斯州马塔戈尔达县	PEM 电解槽	1.8GW	30 万吨/年
柏林	PEM 电解槽	1GW	-
德国奥伯豪森	PEM 电解槽	30MW	-

来源：公司官网，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，公司积极搭建燃机、氢能和智慧能源的三大核心布局，预计在未来绿氢需求量高增的大背景下，PEM 电解槽和氢燃料燃气轮机出货量将有望快速提升，并实现新能源领域的盈利，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；

原材料供应端价格上涨：原材料价格的上涨导致公司成本上升，影响收益；

公司战略整合不及预期：全面收购歌美飒可再生能源后，若战略整合未达预期，将影响公司整体收益；

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