

公司研究

碳中和背景下氢能市场前景广阔，外资&产业认可公司龙头优势凸显

——亿华通-U (688339.SH) 向特定对象发行 A 股股票预案点评

要点

事件：公司日前发布定增预案，拟向 UBS、北汽新动能、JPMorgan 及 Morgan Stanley 等四家机构投资者发行 A 股股票募集资金总额不超过 2 亿元，在扣除发行费用后将用于燃料电池综合测试评价中心项目以及补充流动资金。

疫情影响下 2020&2021Q1 燃料电池销量承压，但行业降本&招标情况对公司全年及未来业绩有支撑。受疫情影响，燃料电池车行业销量不及预期，中汽协数据显示全行业燃料电池车 2020 年销量为 1177 辆（同比-56.8%），2021Q1 销量为 150 辆（同比-27.6%）；公司同样受到影响，2020 年实现归母净利润-0.23 亿元（由盈转亏），21Q1 实现归母净利润-0.16 亿元（减亏 51.90%）。

但是从行业降本和招投标信息等两方面因素来看，公司 2021 年业绩有望扭亏并在未来维持快速增长：（1）2020 年 10 月，国鸿氢能、氢璞创能先后发布低于 2000 元/KW 售价的电堆产品，降本进度超出市场预期；（2）据澎湃新闻统计，2021Q1 燃料电池车招投标数量已达到 705 辆，占到 2020 年全年燃料电池汽车销量(1177 辆)的 65%。2021 年 4 月，亿华通首发 120kW、80kW 两款大功率自主氢燃料电池发动机全新系列产品，技术、产品、客户端的多重优势将保障公司在行业快速发展阶段维持高速增长趋势。

冬奥会&示范城市群政策催化，亿华通作为系统集成龙头将优先收益。在碳中和背景下，氢能与燃料电池产业是重要抓手之一，燃料电池降本进程快速推进，城市群申报完毕，冬奥将重点示范，地方配套、行业龙头公司的融资也在加速推进。对于亿华通来说，（1）2021 年 2 月北京冬奥会测试赛圆满收官，交通测试部分共投入氢燃料电池客车 80 辆，均搭载亿华通氢燃料电池发动机系统；（2）2021 年 4 月，《北京氢能产业发展实施方案（2021-2025 年）》（征求意见稿）发布，其中提出“以亿华通建设万台燃料电池汽车发动机为牵引，布局燃料电池发动机的八大核心材料部件全产业链”，体现出北京对亿华通的重视和认可。

维持“买入”评级。2021Q1 行业招标中标情况超预期，叠加冬奥会临近公司订单逐步兑现贡献收入及业绩，我们看好公司 2021 年收入规模快速提升同时扭亏。受疫情影响，我们下调/维持公司 21/22 年业绩，新增 23 年业绩，预计公司 21-23 年实现归母净利润 1.07/1.98/2.89 亿元（下调 24%/维持/新增），对应 EPS 为 1.52/2.81/4.10 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 186/101/69 倍。综合考虑行业高成长性、公司强大的配套能力与市场拓展能力、自产电堆与规模化，盈利能力提升空间大，公司作为科创板燃料电池第一股，有望受益行业高增长，看好公司成长趋势，维持“买入”评级。

风险提示：燃料电池扶持政策、技术降本不及预期；竞争加剧、订单不及预期；客户集中、关联度高，应收账款回款不及预期；次新股调整风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	554	572	1,212	1,887	2,864
营业收入增长率	50.25%	3.37%	111.72%	55.70%	51.83%
净利润(百万元)	64	-23	107	198	289
净利润增长率	176.50%	-	-	84.92%	45.99%
EPS(元)	1.21	-0.32	1.52	2.81	4.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.06%	-0.99%	4.50%	7.68%	10.09%
P/E	234	-	186	101	69
P/B	14.2	8.8	8.4	7.7	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-29；注：公司 20 年科创板上市，总股本变更为 0.71 亿股

买入（维持）

当前价：283.04 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

联系人：陈无忌

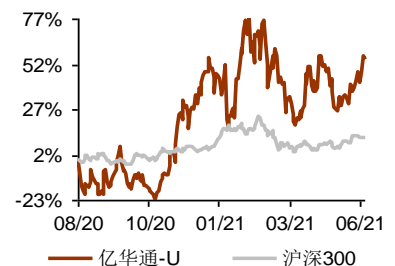
021-52523693

chenwuji@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	0.71
总市值(亿元)	199.54
一年最低/最高(元)	144.97/348.00
近 3 月换手率	40.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.02	22.20	24.96
绝对	2.38	25.05	51.26

资料来源：Wind

相关研报

氢燃料电池第一股，中游系统龙头抢占先机——亿华通-U(688339.SH)价值投资分析报告 (2020-11-13)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	554	572	1,212	1,887	2,864
营业成本	304	322	678	1,052	1,593
折旧和摊销	20	25	33	40	46
税金及附加	3	3	5	8	13
销售费用	48	39	78	113	172
管理费用	89	90	188	264	412
研发费用	84	75	158	246	374
财务费用	7	-2	-15	-4	7
投资收益	59	1	0	0	0
营业利润	21	-41	139	264	376
利润总额	43	-42	139	257	376
所得税	-3	-10	32	59	86
净利润	46	-33	107	198	289
少数股东损益	-18	-10	0	0	0
归属母公司净利润	64	-23	107	198	289
EPS(元)	1.21	-0.32	1.52	2.81	4.10

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-170	-230	-150	47	87
净利润	64	-23	107	198	289
折旧摊销	20	25	33	40	46
净营运资金增加	276	212	447	389	549
其他	-529	-445	-737	-581	-797
投资活动产生现金流	-163	-212	-100	-100	-100
净资本支出	-142	-130	-100	-100	-100
长期投资变化	75	130	0	0	0
其他资产变化	-96	-212	0	0	0
融资活动现金流	403	1,206	-86	54	149
股本变化	6	18	0	0	0
债务净变化	17	58	-100	50	156
无息负债变化	58	31	181	123	134
净现金流	70	764	-335	1	136

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.1%	43.7%	44.1%	44.3%	44.4%
EBITDA 率	19.7%	20.7%	15.6%	16.9%	15.6%
EBIT 率	14.6%	15.0%	12.9%	14.8%	14.0%
税前净利润率	7.7%	-7.4%	11.5%	13.6%	13.1%
归母净利润率	11.5%	-3.9%	8.8%	10.5%	10.1%
ROA	2.7%	-1.1%	3.3%	5.5%	6.9%
ROE (摊薄)	6.1%	-1.0%	4.5%	7.7%	10.1%
经营性 ROIC	7.9%	4.5%	6.1%	8.9%	10.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	21%	22%	24%	28%
流动比率	2.63	4.78	4.55	4.18	3.65
速动比率	2.18	4.42	3.82	3.34	2.79
归母权益/有息债务	9.35	13.35	34.02	21.50	10.40
有形资产/有息债务	13.77	16.60	43.15	28.30	14.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,683	3,048	3,235	3,606	4,185
货币资金	202	1,058	722	723	859
交易性金融资产	0	50	50	50	50
应收帐款	636	843	1,006	1,096	1,189
应收票据	38	32	61	75	86
其他应收款 (合计)	36	38	75	116	174
存货	205	173	393	551	769
其他流动资产	40	94	94	94	94
流动资产合计	1,181	2,318	2,439	2,750	3,275
其他权益工具	62	62	62	62	62
长期股权投资	75	130	130	130	130
固定资产	181	192	295	370	432
在建工程	13	91	60	49	45
无形资产	51	71	66	62	58
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	42	34	34	34	34
非流动资产合计	503	729	796	856	910
总负债	537	626	707	879	1,169
短期借款	105	150	0	0	106
应付账款	220	193	339	421	478
应付票据	0	94	102	105	127
预收账款	8	0	0	0	0
其他流动负债	30	3	3	3	3
流动负债合计	448	485	536	659	898
长期借款	0	20	70	120	170
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	96	96	96	96
非流动负债合计	89	141	171	221	271
股东权益	1,146	2,422	2,529	2,727	3,016
股本	53	71	71	71	71
公积金	893	2,119	2,130	2,145	2,145
未分配利润	109	85	181	364	654
归属母公司权益	1,055	2,274	2,382	2,580	2,869
少数股东权益	91	147	147	147	147

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.76%	6.79%	6.40%	6.00%	6.00%
管理费用率	16.13%	15.78%	15.50%	14.00%	14.40%
财务费用率	1.23%	-0.29%	-1.22%	-0.22%	0.23%
研发费用率	15.16%	13.05%	13.05%	13.05%	13.05%
所得税率	-7%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-3.21	-3.26	-2.13	0.67	1.23
每股净资产	19.95	32.26	33.78	36.59	40.70
每股销售收入	10.47	8.12	17.19	26.76	40.63

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	234	-	186	101	69
PB	14.2	8.8	8.4	7.7	7.0
EV/EBITDA	150.7	174.1	104.6	62.9	45.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE