

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001

地区垄断+产能充足，龙头亿华通受益于冬奥会和北京示范城市

事件

- 10月28日晚，亿华通发布2021Q3财报，报告期内实现营收2.56亿元，同比增长146%，归母净利润为-5458万元；前三季度累计营收3.74亿元，同比增长190%，累计归母净利润-7203万元，同比下降25%。考虑补贴落地及冬奥会临近的推动作用，公司业绩符合预期。

评论

- 三季度实际已实现由亏转盈，看好公司四季度营收及全年业绩

1) 看好四季度营收及全年业绩。公司第三季度营收同比增长146%，主要受益于临近冬奥会公司部分订单完成交付以及示范城市落地后对行业的推动作用。公司历年四季度营收占比巨大，2019/2020年四季度营收分别占比78%/77%，原因一是新能源车补贴逐年退坡会带来“年底抢装”的现象，二是系统企业上半年多为车型匹配、样车测试、验证和申请公告目录等工作，因此下半年才是交货高峰。示范城市名单落地叠加冬奥会临近，预计今年四季度营收依然为占比最大月份。**2) 忽略计提坏账的影响公司Q3单季实际已实现由亏转盈。**报告期公司计提了6588万元上海中龙及中植淳安坏账，致使净利润为-5458万元，如果扣除计提坏账则公司Q3已实现由亏转盈。现阶段燃料电池单价较高，再加上政府补贴回款较慢，致使系统企业持有整车厂大额的应收账款。但随着补贴落地后资金逐渐到位以及系统成本的迅速下降，系统企业的现金流会迅速改善。**3) 研发费用率逐渐降低，技术护城河正转化为盈利来源。**前三季度累计投入研发费用1.18亿元，同比增长75%，但研发费用率同比减少21%，主要系营收的迅速增长。预期未来研发费用率会继续降低，前期企业的研发投入将筑起未来更深的护城河。**4) 毛利率降低体现竞争加剧，行业正从示范阶段向商业化阶段过渡。**三季度公司毛利率30%，同比下降6pct，主要系行业竞争加剧所致。有出货量数据的企业从2019年的23家增长到2021年的29家，玩家越来越多，但这也预示着行业正从先前的高毛利、玩家少的新兴产业格局向成熟产业格局转变。

- 地区垄断+产能充足，公司是冬奥会及示范城市群的明显受益者

1) 1-9月累计出货量第一，客户结构多样。从整车销量口径统计，今年1-9月全行业系统装机量81MW，亿华通装机量占比30%位列第一。从客户结构来看，出货量前四的系统企业除亿华通外客户结构都较为单一，80%以上的系统都出售给相同的整车厂，与行业初期各企业的出货量均较少有关。而亿华通客户结构更为分散，前三大客户北汽福田、四川吉利以及珠海广通分别占比54%/23%/23%，此外宇通、福田等整车企业也直接或间接入股公司，下游客源稳定。**2) 公司具备地区垄断优势，冬奥会潜在订单2000辆，示范城市群潜在订单超万辆。**2022年北京-张家口冬奥会计划投入燃料电池车辆总计约3000辆，截至目前两市保有量总计805辆，其中亿华通系统供货比例高达99%，倘若冬奥会3000辆目标达成，公司潜在订单在2000辆左右；截至目前北京示范城市群燃料电池汽车保有量891辆，亿华通占比89%，距离北京、天津、保定、淄博总计13000辆的规划也尚有万辆的差距，倘若不计算其他省市的出货量估计十四五期间潜在订单超万辆。**3) 公司张家口二期项目计划年底建成，产能将超10000台。**

投资建议

- 我们认为燃料电池和氢能是目前的两条主线。燃料电池产业链：短期看全产业链从关键材料到系统都会受益于产业爆发，长期看受益的主要是膜电极、电堆等上游具备寡头垄断属性的环节。氢能环节：受益的子行业主要是电解水制氢设备。标的方面，继续建议大家关注亿华通（燃料电池系统龙头、京津冀示范城市群直接受益者）、滨化股份（传统业务高景气、清华工研院体系制氢及氢气供应体系整体承接方）、美锦能源（氢气制储运加完整闭环、参股公司广东示范群受益者）、雄韬股份（广东示范群受益）、大洋电机（传统业务触底反弹、广东示范群受益）、腾龙股份（新源动力大股东）。

风险提示

- 市场竞争加剧风险；低价氢气推广不及预期；技术迭代风险；降本速度不及预期。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402