

## 国内领先的燃料电池系统商

### —亿华通（688339）深度研究报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 9 月 28 日

分析师：贺潇翔宇

执业证书：S1100522040001

联系方式：hexiaoxiangyu@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

#### ❖ 公司概况

亿华通成立于2012年，是一家专注于氢燃料电池发动机系统研发及产业化的高新技术企业。公司于2016年率先实现了发动机系统及燃料电池电堆的批量国产化，成为我国最早实现具有自主知识产权燃料电池及电堆的批量化制造的企业之一。

#### ❖ 公司主营业务和财务分析

公司的主营业务是燃料电池产品，覆盖 30kW-240kW 的范围。2022H1 公司营收达到 2.69 亿元，同比增长 128.53%，毛利达到 1.06 亿元，同比增长 184.30%。2022H1 公司的归属母公司净利润是-0.60 亿元，预计下半年随着产品出货量的增加，公司有望扭亏为盈。

#### ❖ 行业分析和公司竞争优势分析

在 2021 年成立的五大示范城市群의 带头引领下，2022 年 1-8 月我国燃料电池汽车销量达到 1888 辆，同比增长 1.6 倍，全年燃料电池装机量有望突破 800MW，氢能产业的发展进程处在加速阶段。预计 2026 年我国燃料电池装机量将达到约 7600MW，市场空间广阔。

公司自成立以来重视自主研发，持续迭代出性能参数优异的燃料电池系统，并于 2021 年底推出国内首款额定功率达到 240kW 的车用燃料电池系统，公司现阶段产品的主要性能参数领先国内竞品。同时，公司深耕北京、上海、河北、四川、江苏、山东及河南等示范城市群，已与北汽福田、宇通客车、吉利商用车等国内主流商用车企建立长期稳定的合作关系，在燃料电池汽车行业积累了大量客户资源。基于性能优异的产品以及成功的战略布局，公司燃料电池销量及装机量的市占率在近几年均排名业内第一，凸显先发优势带来的市场领先地位。公司拟港股上市募资提升电池电堆产能，并计划于 2024 年将上海基地的产能提高到 6000 套/年，这将提升公司燃料电池电堆的自供比例，提升产业链管控能力，并支撑后续的业绩增长。

#### ❖ 盈利预测

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营收 12.76/21.27/34.25 亿元，归属母公司净利润 0.44/1.66/3.10 亿元。公司 EPS 分别是 0.44/1.66/3.10，当前股价对应 PE 分别是 202.76/53.38/28.55。

#### ❖ 风险提示

新产能投产不及预期风险、氢能行业推广不及预期风险、燃料电池成本下降不及预期风险。

### 盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	629.37	1275.73	2126.84	3425.14
+/-%	9.97%	102.70%	66.72%	61.04%
归属母公司净利润(百万)	-161.92	43.61	165.63	309.72
+/-%	-618.91%	126.93%	279.81%	86.99%
EPS(元)	-1.62	0.44	1.66	3.10
PE	-54.61	202.76	53.38	28.55

资料来源: iFind 估值, 川财证券研究所 注: 预测参考日期为 2022 年 9 月 27 日

## 正文目录

一、公司概况 .....	5
1.1 公司发展历程 .....	5
1.2 公司股权结构 .....	5
二、公司主营业务和财务分析 .....	6
2.1 专注于燃料电池系统领域 .....	6
2.2 营业收入和毛利保持稳定增长 .....	7
2.3 利润端有望逐步得到修复 .....	8
三、行业分析 .....	9
3.1 氢能政策规划明确，五大示范城市群效应显现 .....	9
3.2 氢能示范推广加速带动燃料电池装机量大幅提升 .....	9
四、公司近年重大资本运作 .....	10
4.1 公司近年重大资本运作情况 .....	10
4.2 2020IPO 首发和增发概述 .....	10
五、公司竞争优势分析 .....	10
5.1 技术变现能力强、产品性能领先 .....	10
5.2 下游与车企形成长期稳定合作，市占率多年保持行业第一 .....	11
5.3 纵向一体化生产布局，拟募资提升燃料电池电堆自供能力 .....	12
六、盈利预测 .....	12
6.1 盈利预测 .....	12
6.2 估值比较 .....	13

## 图表目录

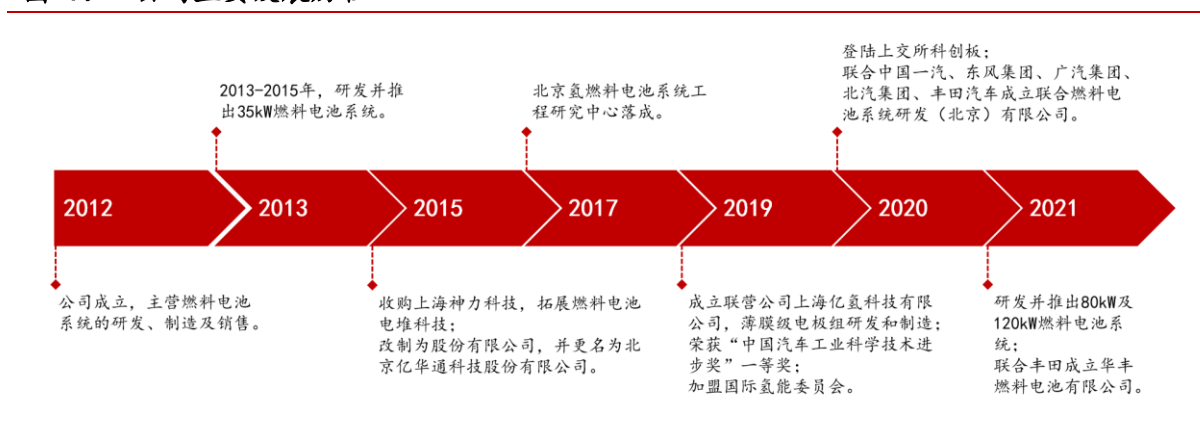
图 1： 公司主要发展历程.....	5
图 2： 公司股权结构.....	6
图 3： 亿华通 G80PRO 燃料电池系统.....	6
图 4： 亿华通 G120 燃料电池系统.....	6
图 5： 公司营业收入情况.....	7
图 6： 公司各业务营业收入占比情况.....	7
图 7： 公司整体毛利和毛利率情况.....	7
图 8： 公司各业务毛利占比情况.....	7
图 9： 公司期间费用率情况.....	8
图 10： 公司归属母公司净利润情况.....	8
图 11： 投资回报情况.....	8
图 12： 资产负债率和权益乘数情况.....	8
图 13： 我国燃料电池汽车销量情况.....	9
图 14： 我国燃料电池装机量（MW）.....	9
图 15： 公司研发投入情况.....	11
图 16： 公司研发人员情况.....	11
图 17： 公司燃料系统市占率情况（销量口径）.....	11
图 18： 公司燃料系统市占率情况（装机量口径）.....	11
图 19： 公司燃料电池系统生产情况.....	12
图 20： 公司燃料电池销售情况.....	12
 表 1： 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态.....	 10
表 2： 公司燃料电池系统演变过程、与竞品和规划指标参数的对比.....	11
表 3： 张家口基地产能情况（燃料电池系统）.....	12
表 4： 上海基地产能情况（燃料电池电堆）.....	12
表 5： 公司分业务收入（百万元）和毛利率假设.....	13
表 6： 可比公司估值.....	13

## 一、公司概况

### 1.1 公司发展历程

亿华通成立于2012年，是一家专注于氢燃料电池发动机系统研发及产业化的高新技术企业。公司于2016年率先实现了发动机系统及燃料电池电堆的批量国产化，成为我国最早实现具有自主知识产权燃料电池及电堆的批量化制造的企业之一。公司曾先后参与中国多项国家级燃料电池研发项目，以及联合国开发计划署促进中国燃料电池商业化发展计划，历经我国燃料电池企业产业从技术研发为主向示范运营和产业化推进的转变过程。发展至今，公司的燃料电池产品持续迭代，涵盖30kW至240kW的范围，可满足下游客户的不同需求及应用场景。2021年12月，公司发布首个240kW型号燃料电池系统，是国内首款额定功率达到240kW的车用燃料电池系统，继续践行燃料电池系统研发和产业化发展的先行者角色。

图 1： 公司主要发展历程

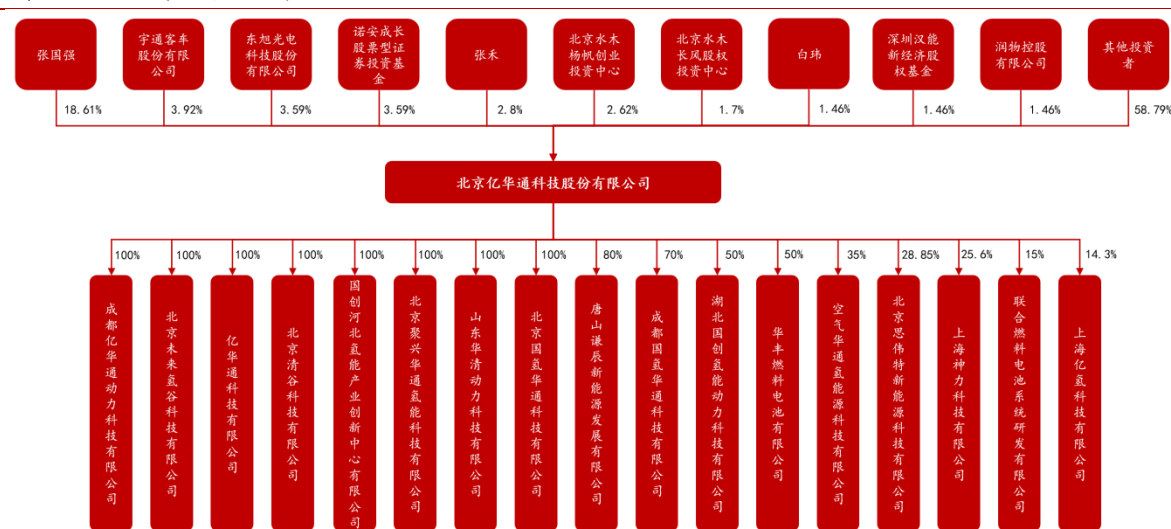


资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 1.2 公司股权结构

公司的创始人之一张国强先生是公司的实际控制人，股权比例为18.61%。除张国强先生外，公司多位高管和核心技术人员也均直接持有公司股权；公司董事吴勇先生是水木创信的执行事务合伙人，水木创信又是直接控股股东水木杨帆和水木创业的执行事务合伙人。此外，公司的客户宇通客车和申龙客车（东旭光电是申龙客车的母公司）也分别持有公司的部分股权。

图 2： 公司股权结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 二、 公司主营业务和财务分析

### 2.1 专注于燃料电池系统领域

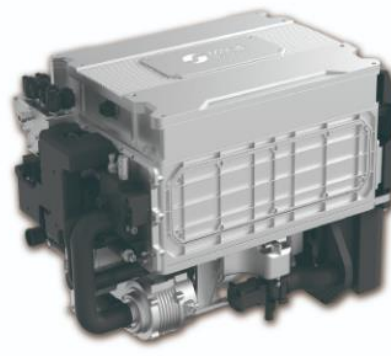
自2015年推出30kW燃料电池以来，公司持续迭代出40kW、50kW、60kW、80kW、120kW及150kW等多个型号，并于2021年12月发布国内首个240kW燃料电池系统（计划2022年下半年批量生产）。受益于公司产品覆盖面广的优势，截止2022年6月31日，公司的燃料电池系统已经安装于工信部新能源汽车目录中的93款燃料电池汽车上，位居行业第一位；已累计向超过20家中国商用车制造商销售超过2100套燃料电池系统，累计安全行驶距离超过8400万公里，积累了丰富的实战经验，海量的数据积累为公司不断提升产品在极端环境下的适应性、耐久性、可靠性、能量转换及经济性提供有力的支持。

图 3： 亿华通 G80Pro 燃料电池系统



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 4： 亿华通 G120 燃料电池系统

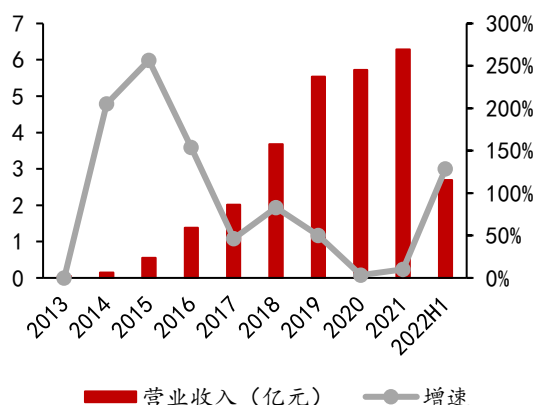


资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 2.2 营业收入和毛利保持稳定增长

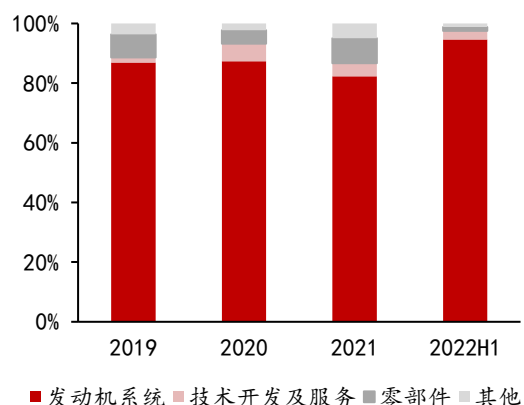
2013年至2021年,公司的营业收入从0.1亿元增长至6.29亿元,年复合增速达到67.82%;毛利从0.01亿元增长到2.38亿元,年复合增速达到98.19%。2019年至2021年受到疫情以及自身产能瓶颈等因素影响,公司的营业收入和毛利增速放缓,2022年受益于氢能行业支持性政策的加速出台,公司的营收收入和毛利回归高速增长,2022H1公司营收达到2.69亿元,同比增长128.53%,毛利达到1.06亿元,同比增长184.30%。整体毛利率方面,近几年受到行业竞争加剧以及上游电池电堆价格较高的影响,公司的毛利率出现一定的下滑,预计随着商业化进展不断推进以及电池电堆保持高比例自供,公司的毛利率将逐步得到改善。分产品看,公司的主营业务燃料电池系统在整体营业收入和毛利的比重在80%以上,是公司业务的重要组成部分。

图 5: 公司营业收入情况



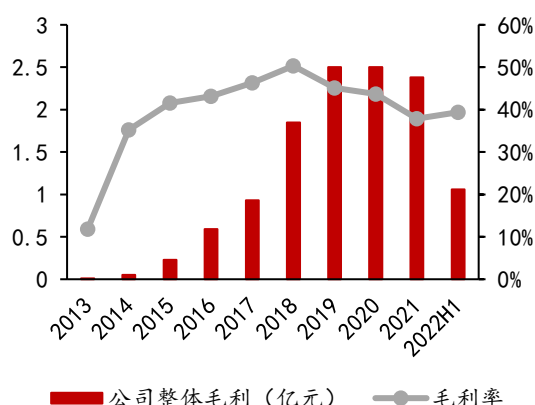
资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

图 6: 公司各业务营业收入占比情况



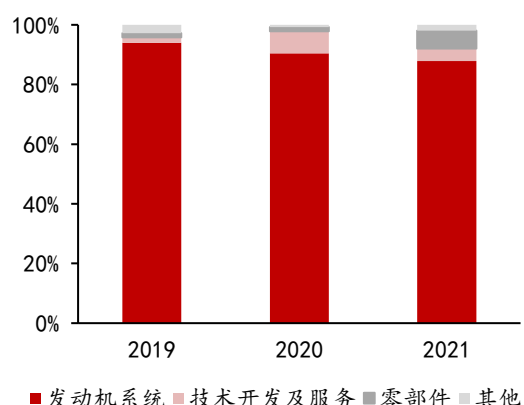
资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

图 7: 公司整体毛利和毛利率情况



资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

图 8: 公司各业务毛利占比情况



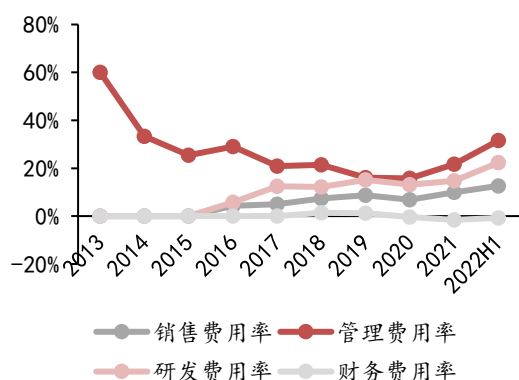
资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所



## 2.3 利润端有望逐步得到修复

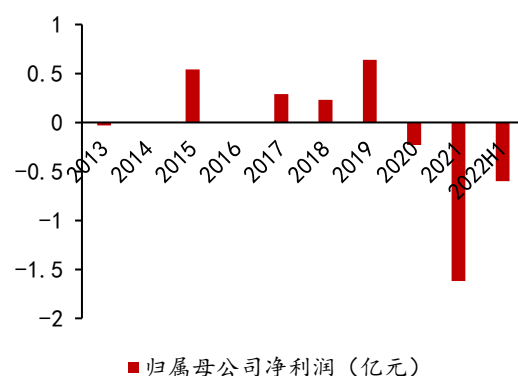
期间费用方面，随着团队人员数量以及研发投入的不断增长，公司的期间费用率在近几年呈现出较为明显的上升趋势。同时公司出于谨慎性原则对两家客户计提坏账损失，导致公司在2020年和2021年出现亏损情况。2022H1公司的归属母公司净利润是-0.60亿元，预计下半年随着产品出货量的增加，公司有望扭亏为盈。未来随着下游氢能应用市场空间不断被打开，公司的营业收入将高速增长，进而推动公司利润端不断改善。

图 9：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

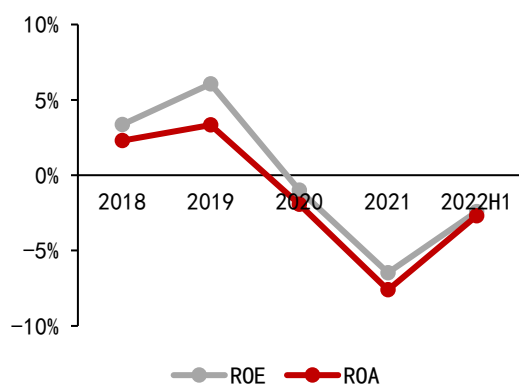
图 10：公司归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

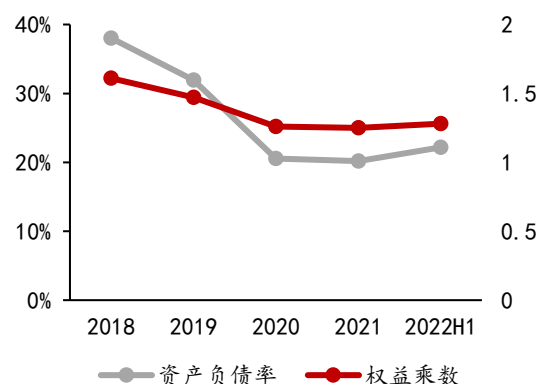
2022年上半年，公司的ROE和ROA分别是-2.42%和-2.70%，预计后续随着氢能产业的不断推进发展，经营能力逐步得到提升，进而推动公司的资本回报率同步得到改善。公司的资产负债率从2018年的38.02%降至2022H1的22.16%，同期公司的权益乘数从1.61降至1.28，显示出公司近几年的财务杠杆不断改善下降，整体运营能力正在不断提高，经营效率不断改善。

图 11：投资回报情况



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 12：资产负债率和权益乘数情况



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

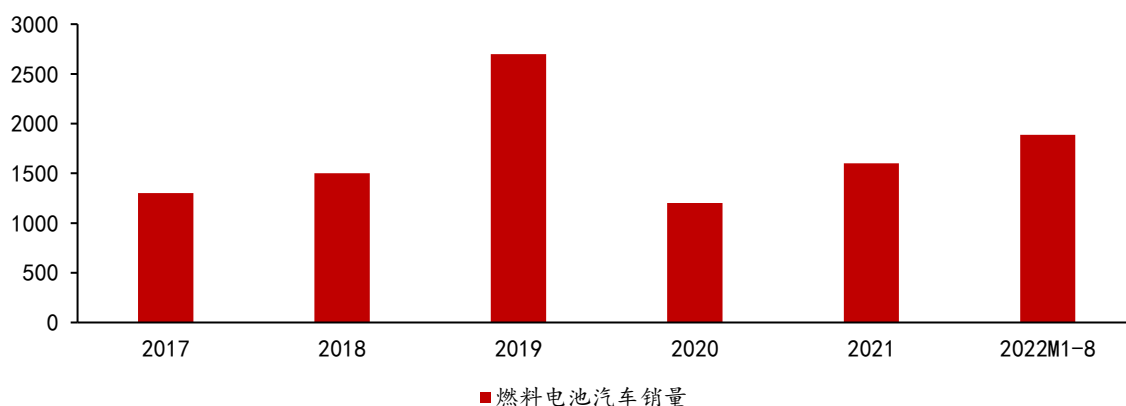


### 三、行业分析

#### 3.1 氢能政策规划明确，五大示范城市群效应显现

近年来我国政府相继出台近200个政策文件，政策指引循序加码，产业发展目标明确，未来氢能将与电力协同互补，带动10万亿级别的产业。2021年我国相继成立了京津冀、上海、广东、河北、河南五大氢能产业示范城市群，过去一年五地新增氢能相关企业逾1100家，多个百亿级项目落地，积极促进了我国氢能的产业化发展。在五大示范城市群的带头引领下，2022年1-8月我国燃料电池汽车销量达到1888辆，已超2021年全年，同比增长1.6倍，氢能产业的推广进程处在加速阶段。

图 13：我国燃料电池汽车销量情况（辆）

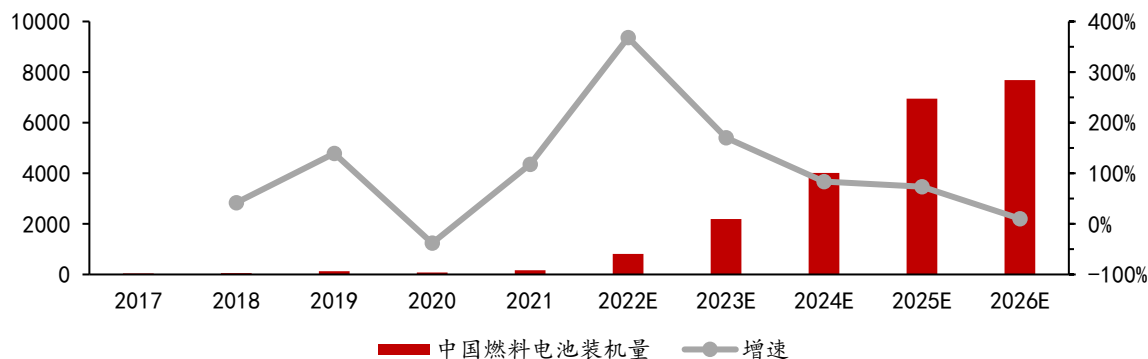


资料来源：中汽协，川财证券研究所

#### 3.2 氢能示范推广加速带动燃料电池装机量大幅提升

在燃料电池领域，装机量从2017年的37.8MW提高到2021年的172.7MW，整体装机规模提升明显。在2022年燃料电池汽车推广进程加速的背景下，全年燃料电池的装机量有望突破800MW。未来随着我国各地区氢能产业政策的不断落地实施，燃料电池行业的产业化发展有望提速，预计2026年将达到约7600MW，市场空间广阔。

图 14：我国燃料电池装机量（MW）



资料来源：高工产研氢能研究所，灼识咨询，港股招股说明书（申报版本），川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

## 四、公司近年重大资本运作

### 4.1 公司近年重大资本运作情况

表 1：公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2020 年 IPO 首发上市	完成	2020/07/28
2	增发股票	完成	2021/08/13

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

### 4.2 2020IPO 首发和增发概述

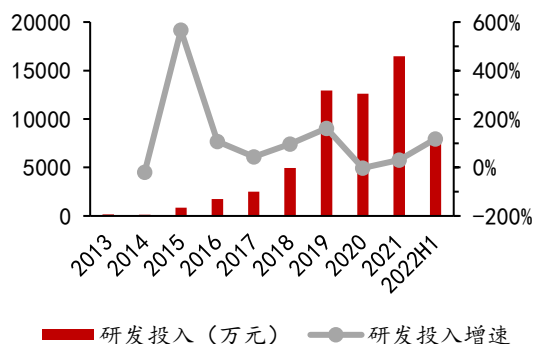
公司拟将首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后的净额投向张家口发动机生产基地二期工程、面向东奥的大功率发动机系统研发工作和补充流动资金。张家口发动机生产基地二期工程建设完工后，公司整体的燃料电池系统年产能达到10000套，将提升公司先进燃料电池系统生产产能，巩固公司在市场的领先地位；推进东奥大功率发动机系统的研发工作，将有助于提升品牌影响力、提高公司的整体研发能力并增强技术储备；补充流动资金将满足公司日常经营活动的资金需求。

公司拟将增发股票扣除发行费用后的净额投向燃料电池综合测试评价中心，拟建成测试范围涵盖80-240kW燃料电池发动机功率的集成零部件级、子系统级、系统级以及整车级的综合评价测试中心，将提升公司在各层级、不同应用场景下的正向开发能力，以帮助公司在产品的研发和布局过程中，不断优化产品的低温启动性能、能量效率、功率密度、关键材料和部件的成本以及耐久性等核心指标。

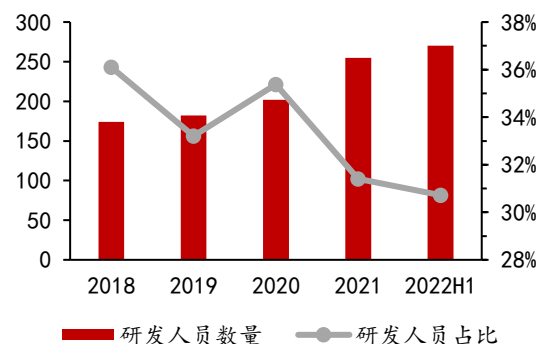
## 五、公司竞争优势分析

### 5.1 技术变现能力强、产品性能领先

公司的研发投入从2013年的155.44万元增长到2021年的16,488.08万元，2022年上半年的研发投入达到7,859.28万元，同比增长118%，公司的研发投入多年来保持稳定的增长。同样地，公司的研发团队规模不断壮大，2022H1达到270人。基于多年在研发领域的深耕，公司持续迭代出性能参数优异的燃料电池系统，并于2021年底推出国内首款额定功率达到240kW的车用燃料电池系统。公司现阶段产品的主要性能参数领先国内竞品和2025年的指标参数，产品性能引领国内市场。未来公司的研发集中在向市场推出高功率输出的产品，覆盖重型卡车（220-400kW）、客车（180-220kW）、特殊用车（150kW）和乘用车等在内共计15款燃料电池系统型号。

**图 15： 公司研发投入情况**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**图 16： 公司研发人员情况**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

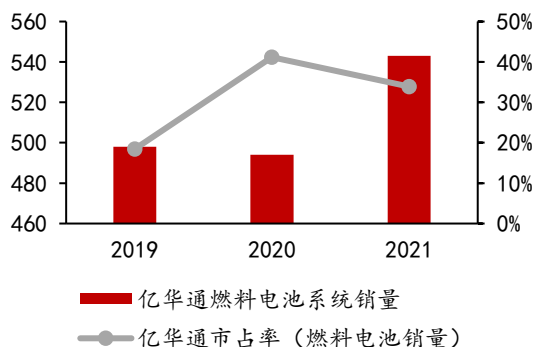
**表 2： 公司燃料电池系统演变过程、与竞品和规划指标参数的对比**

关键指标	2016-2017	2018-2019	2020-2021	240kW型号	主要竞品	2025年指标参数
额定功率范围 (kW)	30	40.5-65	50-120.2	241	110-150	120
功率密度 (W/kg)	170	252-301	403-701	757	555-722	350
冷启动温度 (°C)	-10	-30	-35	-35	-30	-40
能量转换效率 (%)	47	52-57	57-60	58	60-61	55

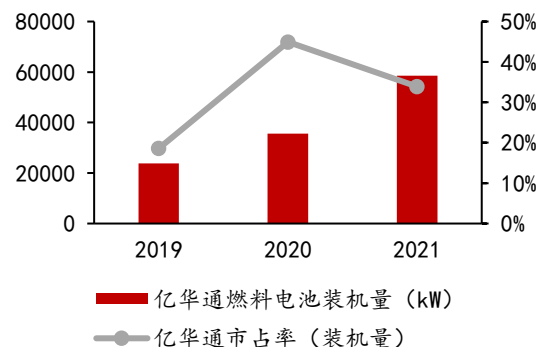
资料来源：公司公告，港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

## 5.2 下游与车企形成长期稳定合作，市占率多年保持行业第一

公司的业务布局是基于区域燃料电池市场的发展情况及我国氢资源的地理分布，在过去几年公司深耕北京、上海、河北、四川、江苏、山东及河南等示范城市群，搭载亿华通产品的燃料电池汽车已经在北京、张家口、上海、成都及淄博等多个城市投入运营，同时公司已与北汽福田、宇通客车、吉利商用车等国内主流商用车企建立长期稳定的合作关系，在燃料电池汽车行业积累了大量客户资源。基于性能优异的产品以及成功的战略布局，公司燃料电池销量及装机量的市占率在近几年均排名业内第一，凸显先发优势带来的市场领先地位。此外公司与丰田和北汽福田合作开发的氢燃料客车成为北京2022年冬奥会的赛事交通服务用车，也从侧面反应出公司的技术优势和产品质量。

**图 17： 公司燃料系统市占率情况(销量口径)**


资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

**图 18： 燃料系统市占率情况（装机量口径）**


资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

### 5.3 纵向一体化生产布局，拟募资提升燃料电池电堆自供能力

公司自成立以来采取一体化发展路线，逐步完成了燃料电池动力系统总成、燃料电池系统、燃料电池电堆以及主要电堆部件双极板的生产布局，其中张家口基地主要生产燃料电池系统(科创板募投项目在2022年8月投产，产能将从2000套/年提升至10000套/年)，上海基地主要生产燃料电池电堆并供应给张家口基地用于生产燃料电池系统。受到我国燃料电池汽车行业季节性因素影响，可以明显看出公司燃料电池系统和电池电堆的生产在四季度达到峰值，其中上海基地过去三年在第四季度的产能利用率均超过100%。公司拟港股上市募资提升电池电堆产能，并计划于2024年将上海基地的产能提高到6000套/年，这将提升公司燃料电池电堆的自供比例，提升产业链管控能力，并支撑后续的业绩增长。

表 3：张家口基地产能情况（燃料电池系统）

张家口产能情况	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
2019年	产量(套)	38	71	59	433	601
	使用率(%)	7.8	14.3	11.3	87.3	30.1
2020年	产量(套)	42	13	81	416	552
	使用率(%)	8.6	2.6	15.6	83.9	27.6
2021年	产量(套)	9	144	203	433	789
	使用率(%)	1.8	29	39	87.3	39.5
2022年	产量(套)	171	/	/	/	/
	使用率(%)	35	/	/	/	/
季度设计产能(套)	488	496	520	496	2000	

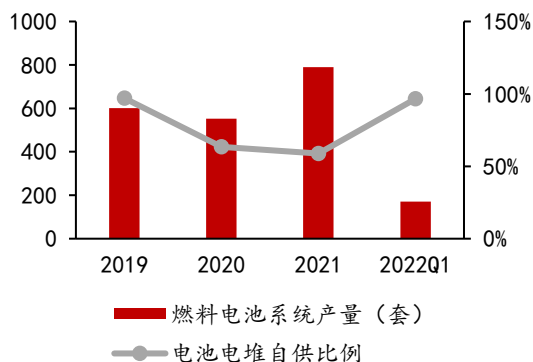
资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

表 4：上海基地产能情况（燃料电池电堆）

上海产能情况		第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
2019年	产量（套）	8	73	135	397	613
	使用率（%）	3.3	29.4	51.9	160.1	61.3
2020年	产量（套）	17	9	54	252	332
	使用率（%）	7	3.6	20.8	101.6	33.2
2021年	产量（套）	104	101	112	389	706
	使用率（%）	42.6	40.7	43.1	156.9	70.6
2022年	产量（套）	162	/	/	/	/
	使用率（%）	66.4	/	/	/	/
季度设计产能（套）		244	248	260	248	1000

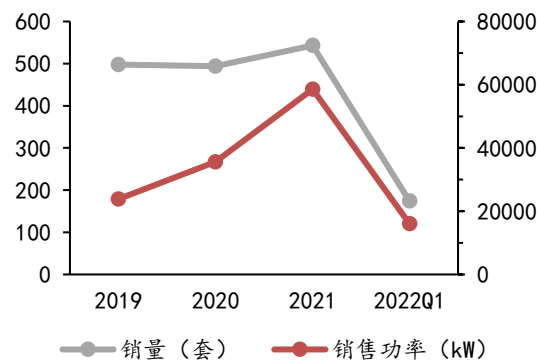
资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

图 19：公司燃料电池系统生产情况



资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

图 20：公司燃料电池销售情况



资料来源：港股招股说明书（申请版本），川财证券研究所

## 六、盈利预测

### 6.1 盈利预测

我们对2022-2024年公司分业务盈利情况做出如下预测：

(1) 氢能整车示范处在有序推进中，新产能投产后公司的业绩将逐渐步入释放期。预计公司的燃料电池发动机系统业务在2022-2024年营业收入分别是11.48/19.80/32.56

亿元。随着规模的增长，预计燃料电池发动机系统业务的毛利率会有小幅提升，2022年-2024年的毛利率分别是42%/42.5%/43.5%。

(2) 预计公司的零部件及其他业务也将保持稳定的增长、毛利率保持稳定，其中2022-2024年零部件业务的营业收入分别是0.63/0.76/0.91亿元，技术开发及服务业务的营业收入分别是0.30/0.33/0.37亿元，其他业务的营业收入分别是0.34/0.37/0.41亿元。

综上所述，我们预计2022-2024年，公司可实现营收12.76/21.27/34.25亿元，归属母公司净利润0.44/1.66/3.10亿元。公司EPS分别是0.44/1.66/3.10，当前股价对应PE分别是202.76/53.38/28.55。

**表5：公司分业务收入（百万元）和毛利率假设**

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	发动机系统业务	481.08	499.88	518.05	1,148.00	1,980.00	3,256.00
	同比增长		3.91%	3.63%	121.60%	72.47%	64.44%
	技术开发及服务业务	9.23	33.47	27.49	30.23	33.26	36.58
	同比增长		262.45%	-17.88%	10.00%	10.00%	10.00%
	零部件业务	43.04	26.11	52.83	63.39	76.07	91.28
	同比增长		-39.34%	102.31%	20.00%	20.00%	20.00%
	其他业务	16.05	12.44	30.48	33.52	36.87	40.56
	同比增长		-22.50%	145.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	发动机系统业务	48.78%	45.19%	40.44%	42.00%	42.50%	43.50%
	技术开发及服务业务	49.90%	55.66%	35.96%	35.00%	35.00%	35.00%
	零部件业务	7.96%	13.15%	27.14%	28.00%	29.00%	30.00%
	其他业务	35.02%	14.68%	15.15%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 6.2 估值比较

估值要点如下：2022年9月27日，股价88.52元，对应市值88.42亿元，2022-2024年PE约为202.76倍、53.38倍和28.55倍。根据灼识咨询的统计，我国燃料电池的装机量从2017年的37.8MW提高到2021年的172.7MW，年复合增速达到46.20%，预计2022年燃料电池的装机量将突破800MW。公司具备燃料电池动力系统总成、燃料电池系统、燃料电池电堆以及主要电堆部件双极板研发和生产布局，基于性能优异的产品以及成功的战略布局，公司积累了大量优质的下游客户资源，燃料电池销量及装机量的市占率在近几年均排名业内第一。根据公司2022年募集资金使用专项报告，IPO首发募集资金建设的张家口发动机生产基地二期工程在2022年8月投产，燃料电池系统年产能从2000套提升至10000套，支撑公司未来业绩的增长。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**表6：可比公司估值**

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元 总计	净利润/亿元			PE			PB 最新	ROE 2021A
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
1	002733.SZ	雄韬股份	18.36	70.54	-4.44	1.66	2.50	-21.08	42.50	28.27	2.75	-0.16
2	300274.SZ	阳光电源	119.00	1,767.38	17.04	30.00	50.30	136.82	58.91	35.13	13.83	0.12
3	601012.SH	隆基绿能	48.99	3,714.23	90.74	144.93	190.42	51.35	25.63	19.51	9.83	0.22
		算数平均	62.12	1,850.72	34.45	58.86	81.07	55.70	42.34	27.64	8.80	0.06

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于2022年9月27日



## 盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	201.54	1057.53	856.28	929.54	1044.48	1143.59	营业收入	553.62	572.29	629.37	1275.73	2126.84	3425.14
应收票据及账款	695.48	961.57	870.15	799.73	1245.87	2006.38	营业成本	303.82	322.43	390.95	760.12	1246.02	1962.40
预付账款	21.23	5.92	15.66	31.29	52.17	84.01	税金及附加	3.25	2.52	2.39	5.99	9.98	16.07
其他应收款	36.38	37.50	33.22	78.26	130.47	210.11	销售费用	48.47	38.83	62.28	102.06	148.88	205.51
存货	204.05	172.55	260.36	187.43	238.96	376.35	管理费用	89.32	90.29	135.83	204.12	255.22	308.26
其他流动资产	21.29	83.36	280.97	303.05	357.00	439.31	研发费用	83.90	74.67	92.77	127.57	212.68	411.02
流动资产总计	1180.57	2318.44	2316.65	2329.29	3068.95	4259.75	财务费用	6.81	-1.63	-10.28	-0.68	-3.10	-3.48
长期股权投资	75.12	130.27	319.16	315.42	312.01	307.47	资产减值损失	-25.67	-18.07	-51.19	-51.03	-21.27	-34.25
固定资产	181.18	192.11	241.39	419.05	650.77	965.15	信用减值损失	-60.38	-93.69	-172.83	-6.38	-5.32	-8.56
在建工程	13.11	91.03	191.33	492.78	427.55	362.33	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	51.24	70.85	139.10	128.80	115.92	100.47	投资收益	58.71	1.24	-3.29	18.89	5.61	7.07
长期待摊费用	4.83	9.46	28.68	14.34	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.93	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	177.41	235.34	387.93	372.48	357.02	341.56	资产处置收益	0.02	-0.00	-0.35	-0.11	-0.15	-0.20
非流动资产合计	502.89	729.07	1307.60	1742.86	1863.28	2076.98	其他收益	30.09	24.13	29.33	27.85	27.10	28.09
资产总计	1683.46	3047.51	3624.26	4072.15	4932.23	6336.73	营业利润	20.80	-41.20	-241.98	65.77	263.13	517.50
短期借款	105.00	150.38	99.94	0.00	0.00	0.00	营业外收入	22.13	0.71	1.64	8.16	3.50	4.44
应付票据及账款	220.07	287.16	368.83	752.41	1267.51	2050.02	营业外支出	0.14	1.84	1.53	1.17	1.51	1.41
其他流动负债	123.22	47.68	93.27	194.41	314.58	493.97	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	448.29	485.22	562.03	946.82	1582.10	2543.99	利润总额	42.79	-42.33	-241.87	72.76	265.12	520.53
长期借款	0.00	20.00	3.51	7.67	7.13	7.28	所得税	-3.12	-9.76	-40.93	13.82	39.77	78.08
其他非流动负债	88.96	120.83	165.84	165.84	165.84	165.84	净利润	45.91	-32.57	-200.94	58.93	225.35	442.45
非流动负债合计	88.96	140.83	169.35	173.51	172.97	173.13	少数股东损益	-18.01	-10.05	-39.01	15.32	59.72	132.74
负债合计	537.25	625.76	731.38	1120.34	1755.06	2717.12	归属母公司股东净产	63.92	-22.52	-161.92	43.61	165.63	309.72
股本	52.87	70.50	71.35	71.35	71.35	71.35	EBITDA	78.01	-11.41	-206.93	133.07	338.20	598.81
资本公积	885.45	2109.76	2407.25	2407.25	2407.25	2407.25	NOPLAT	29.61	-32.69	-210.05	52.81	221.16	437.09
留存收益	116.60	94.08	24.03	67.64	233.28	542.99	EPS(元)	0.64	-0.23	-1.62	0.44	1.66	3.10
归属母公司权益	1054.92	2274.34	2502.64	2546.25	2711.88	3021.60	主要财务比率						
少数股东权益	91.29	147.41	390.24	405.56	465.28	598.02	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	1146.21	2421.75	2892.88	2951.81	3177.16	3619.62	成长能力						
负债和股东权益合计	1683.46	3047.51	3624.26	4072.15	4932.23	6336.73	营业收入增长率	50.25%	3.37%	9.97%	102.70%	66.72%	61.04%
现金流量表							营业利润增长率	31.74%	-298.06%	-487.30%	127.18%	300.10%	96.67%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBITDA增长率	92.05%	-188.63%	-473.51%	128.58%	263.55%	97.33%
税后经营利润	45.91	-32.57	-200.94	15.51	195.99	410.17	EBITDA增长率	91.38%	-114.63%	-1713.19%	164.31%	154.14%	77.06%
折旧与摊销	28.41	32.55	45.22	61.00	76.17	81.76	归母净利润增长率	176.50%	-135.24%	-618.91%	126.93%	279.81%	86.99%
财务费用	6.81	-1.63	-10.28	-0.68	-3.10	-3.48	经营现金流增长率	-116.41%	-35.03%	43.87%	609.29%	-52.94%	26.26%
投资损失	-58.71	-1.24	3.29	-18.89	-5.61	-7.07	盈利能力						
营运资金变动	-266.00	-335.56	-169.40	545.35	10.56	-129.80	毛利率	45.12%	43.66%	37.88%	40.42%	41.41%	42.71%
其他经营现金流	73.61	108.95	203.29	53.72	34.70	38.19	净利率	8.29%	-5.69%	-31.93%	4.62%	10.60%	12.92%
经营性现金净流量	-169.97	-229.50	-128.81	656.01	308.71	389.76	营业利润率	3.76%	-7.20%	-38.45%	5.16%	12.37%	15.11%
资本支出	165.29	98.72	182.10	500.00	200.00	300.00	ROE	6.06%	-0.99%	-6.47%	1.71%	6.11%	10.25%
长期投资	-6.00	-81.93	-368.52	0.00	0.00	0.00	ROA	3.80%	-0.74%	-4.47%	1.07%	3.36%	4.89%
其他投资现金流	8.15	-31.12	-41.95	12.33	3.68	5.71	ROIC	4.44%	-3.13%	-14.20%	2.92%	12.55%	22.34%
投资性现金净流量	-163.14	-211.77	-592.57	-487.67	-196.32	-294.29	估值倍数						
短期借款	34.00	45.38	-50.44	-99.94	0.00	0.00	P/E	138.34	-392.58	-54.61	202.76	53.38	28.55
长期借款	0.00	20.00	-16.49	4.17	-0.55	0.16	P/S	15.97	15.45	14.05	6.93	4.16	2.58
普通股增加	6.31	17.63	0.85	0.00	0.00	0.00	P/B	8.38	3.89	3.53	3.47	3.26	2.93
资本公积增加	299.34	1224.31	297.49	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	63.01	-101.71	321.51	0.68	3.10	3.48	EV/EBIT	178.02	-418.62	-73.89	111.80	30.86	15.96
筹资性现金净流量	402.66	1205.61	552.91	-95.09	2.55	3.64	EV/EBITDA	113.20	-1612.71	-90.03	60.55	23.91	13.78
现金流量净额	69.55	764.39	-168.47	73.25	114.95	99.11	EV/NOPLAT	298.22	-562.93	-88.69	152.58	36.57	18.88

数据来源：同花顺iFIND

## 风险提示

新产能投产不及预期风险

氢能行业推广不及预期风险

燃料电池成本下降不及预期风险



## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明