



铅酸、锂电基本盘稳固，切入氢能助力成长

—雄韬股份（002733）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 10 月 10 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

公司深耕铅酸电池和锂电业务，2017 年切入燃料电池领域，发展至今公司已成为集化学电源、新能源储能、动力电池、燃料电池的研发、生产和销售为一体的企业，服务网络遍布全球 100 多个国家和地区。

❖ 公司主营业务和财务分析

受益于锂电和燃料电池产品的放量，2022 年 H1 公司实现营业收入 17.02 亿元，同比增长 17.11%。分产品看，公司的传统业务铅酸电池贡献约 65% 的营业收入；锂电业务的占比在近两年明显放大，处在放量上行周期；燃料电池业务随着商业化推广的不断进行，其占比在 2022H1 亦有所提高。2022H1 公司实现归属母公司净利润 0.75 亿元，同比增长 196.19%，业绩得到明显修复。预计随着业务的不断推进，未来公司的业绩将得到进一步改善。

❖ 行业分析和公司竞争优势分析

在氢能领域，示范城市群带头推动 2022 年 1-8 月我国燃料电池累计销量达到 1888 辆，同比增长 1.6 倍，2022 年全年燃料电池装机量有望突破 800MW，氢能的产业推广处在加速阶段。基于自身的技术优势和产业经验，公司已完成氢能上中下游全产业布局，推出多款燃料电池系统产品，供应下游整车厂，累计运营里程超过 1200 万公里，产品性能获得客户认可。公司的燃料电池和电池电堆产能充沛，有望受益于氢能产业示范推广不断深入带来的市场红利。在铅酸电池和锂离子电池领域中，公司主要向 UPS 和通信领域的客户提供蓄电池解决方案。在“新基建”发展理念的推动下，未来我国在 5G 基建、数据中心、工业互联网等关键领域的投入和建设力度将不断加大，铅酸电池和锂离子电池作为电源端重要的设备，未来将有望受益于下游应用场景不断丰富和规模持续扩大带来的需求提升。2021 年 11 月湖北雄韬锂电二期项目开工建设，为公司的发展增添源动力。

❖ 盈利预测

预计 2022-2024 年公司可实现营业收入 39.07/51.45/64.36 亿元，归属母公司净利润 1.65/2.50/3.34 亿元。公司 EPS 分别是 0.43/0.65/0.87，当前股价对应 PE 分别 37.06/24.39/18.27。

❖ 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)	3110.28	3907.48	5144.64	6435.71
+/-%	22.13%	25.63%	31.66%	25.10%
归属母公司净利润(百万)	-421.65	164.54	250.01	333.72
+/-%	-652.88%	139.02%	51.94%	33.48%
EPS(元)	-1.10	0.43	0.65	0.87
PE	-14.46	37.06	24.39	18.27

资料来源: iFind 估值, 川财证券研究所 注: 预测参考日期为 2022 年 10 月 10 日

正文目录

一、公司概况	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 民营控股、股权相对集中	5
二、公司主营业务和财务分析	6
2.1 专注蓄电池业务领域	6
2.2 锂电和燃料电池业务带动营业收入增长	7
2.2 业绩修复期，利润明显改善	8
三、行业分析	9
3.1 “新基建”推动电源设备需求	9
3.2 氢能产业化发展加速	9
四、公司近年重大资本运作情况	10
4.1 公司近年重大资本运作情况	10
4.2 2020 增发概述	10
五、公司竞争优势分析	11
5.1 铅酸电池和锂电业务深度服务 UPS 和通信领域	11
5.2 燃料电池领域实力雄厚，氢能产业上中下游协同发展	11
六、盈利预测	13
6.1 盈利预测	13
6.2 估值比较	14

图表目录

图 1: 公司主要发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 前置端子 CT 铅酸电池.....	6
图 4: V-LFP 48V 5G 磷酸铁锂电池	6
图 5: VISH-84A 燃料电池	6
图 6: VISH-130B 燃料电池	6
图 7: 公司整体营业收入和增速情况.....	7
图 8: 不同类型业务的营业收入占比情况.....	7
图 9: 公司境内外营业收入情况.....	7
图 10: 公司整体毛利和毛利率情况.....	8
图 11: 不同类型业务的毛利占比情况.....	8
图 12: 公司期间费用率情况.....	8
图 13: 公司归属母公司净利润情况.....	8
图 14: 我国铅酸电池产量.....	9
图 15: 我国锂离子电池产量.....	9
图 16: 我国燃料电池汽车销量情况.....	10
图 17: 我国燃料电池装机量.....	10
图 18: 公司的 UPS 和通信领域客户资源.....	11
图 19: 公司已运营的加氢站.....	12
图 20: 下游整车合作伙伴.....	14
 表 1: 公司近年重大资本运作情况.....	 10
表 2: 公司的燃料电池发动机系统产品.....	12
表 3: 公司现有产能和规划情况.....	12
表 4: 公司分业务收入（百万元）和毛利率假设.....	14
表 5: 可比公司估值.....	14

一、公司概况

1.1 公司发展历程

公司成立于1994年，以铅酸电池业务起步。2003年成立雄韬锂电有限公司进入锂电行业，随着国内电池行业规模的不断扩大，公司先后在湖北和越南建设生产基地，同时在海外多地设立销售网点，业务拓展至全球市场。2017年公司正式进入氢能源产业，2019年雄韬氢雄燃料电池电堆产线正式投产。发展至今公司已成为集化学电源、新能源储能、动力电池、燃料电池的研发、生产和销售为一体的企业，服务网络遍布全球100多个国家和地区。

图 1： 公司主要发展历程

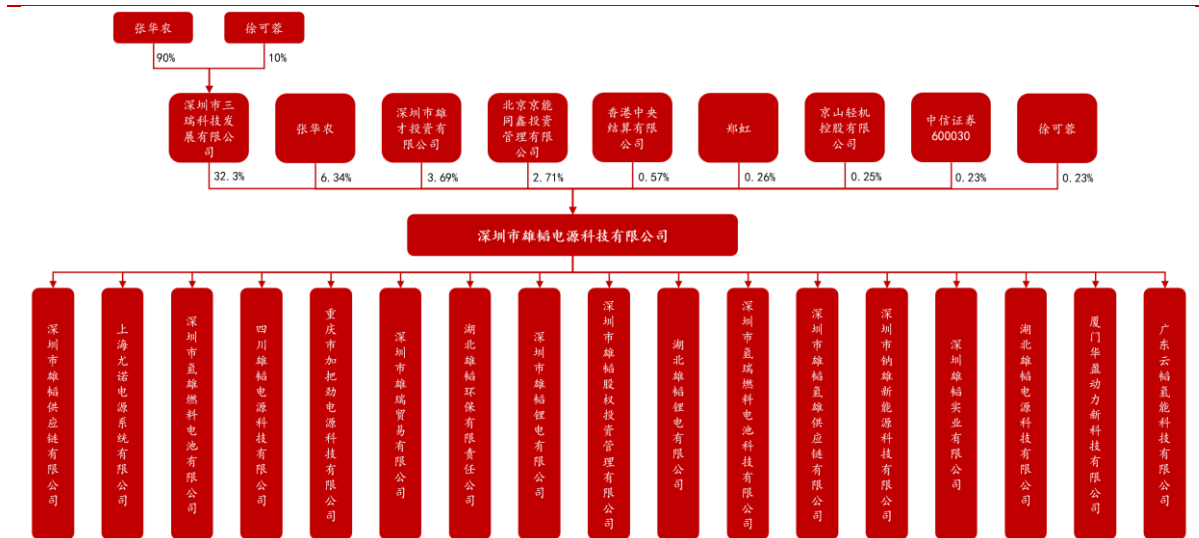


资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 民营控股、股权相对集中

董事长张华农先生通过直接和间接的方式共持有公司39.10%的股权，是公司的实际控制人，其夫人徐可蓉女士持有公司3.23%的股权，两人累计持有42.33%，股权分布相对集中稳定。公司最大的股东是张华农和徐可蓉夫妇共同持有的深圳市三瑞科技发展有限公司。公司旗下多家控股企业，涉及铅酸电池、锂离子电池、燃料电池的生产、销售等环节，多元化布局形成良好的协同效应。

图 2： 公司股权结构



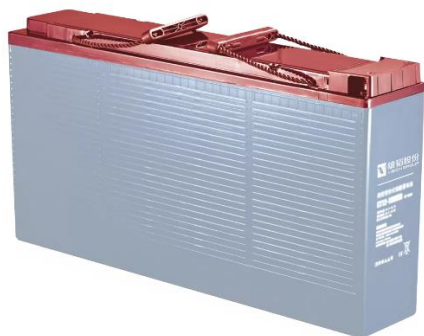
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

二、公司主营业务和财务分析

2.1 专注蓄电池业务领域

公司主要从事化学电源、新能源储能、动力电池、燃料电池的研发、生产以及销售业务，主要产品涵盖阀控式密封铅酸蓄电池、锂离子电池、燃料电池三大品类，产品矩阵丰富，广泛服务于通讯、电动交通工具、储能、电力、UPS、IDC数据中心等行业领域的客户，提供完善的电源产品应用于技术服务。

图 3：前置端子 CT 铅酸电池



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 4：V-LFP 48V 5G 磷酸铁锂电池



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 5：VISH-84A 燃料电池



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 6：VISH-130B 燃料电池

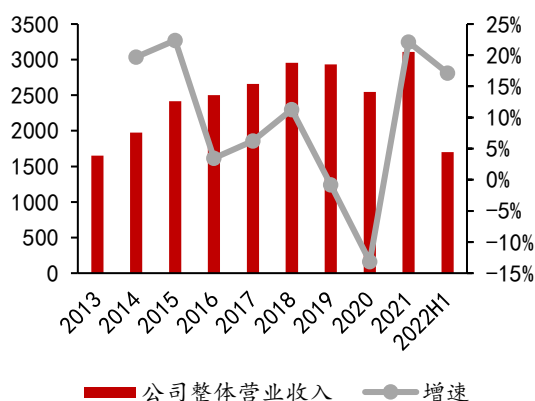


资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.2 锂电和燃料电池业务带动营业收入增长

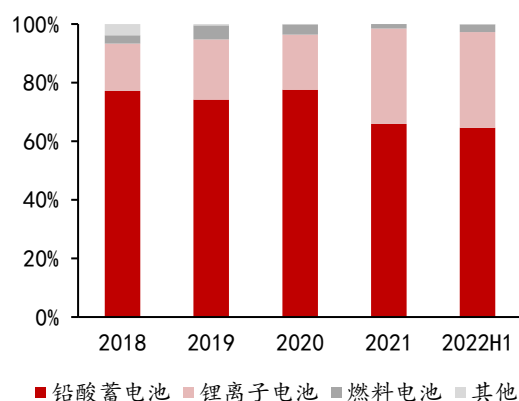
公司整体营业收入从2013年的16.50亿元增长到2021年的31.10亿元，年复合增速为8.24%。受益于锂电和燃料电池产品的放量，2022年H1公司营业收入达到17.02亿元，同比增长17.11%，增速达到历史较高水平。分产品看，公司的传统业务铅酸电池贡献约65%的营业收入；锂电业务的占比在近两年明显放大，处在放量上行周期；燃料电池业务随着商业化推广的不断进行，其占比在2022H1亦有所提高。分区域看，公司在境外的营业收入占比从2013年的56.22%提升至2022H1的71.12%，贡献了近几年公司营收端的主要增量部分。

图 7：公司整体营业收入（百万元、左轴）和增速情况（右轴）



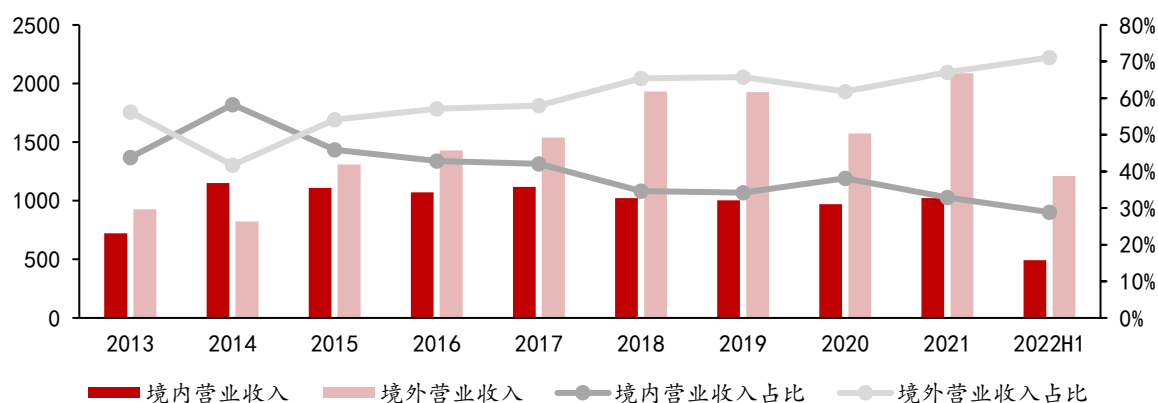
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 8：不同类型业务的营业收入占比情况



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 9：公司境内外营业收入情况（百万元）

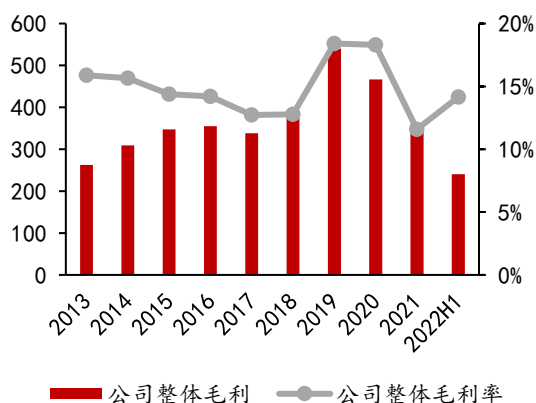


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 业绩修复期，利润明显改善

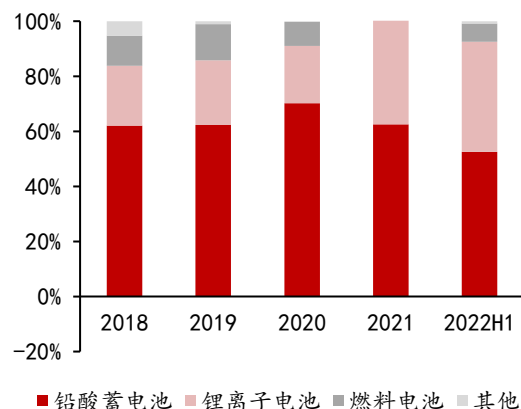
2018年以来，受益于新能源行业的蓬勃发展以及氢能源示范推广的不断进行，公司锂电和燃料电池业务的毛利占比提升明显，2022H1两者合计毛利的占比已达到46.66%。随着公司规模的增长，公司的期间费用率处在下降区间，2022H1公司实现归属母公司净利润0.75亿元，同比增长196.19%，业绩同比2021年得到修复。预计随着锂电和燃料电池业务的稳步推进，公司的业绩将得到进一步提升。

图 10：公司整体毛利（百万元、左轴）和毛利率情况（右轴）



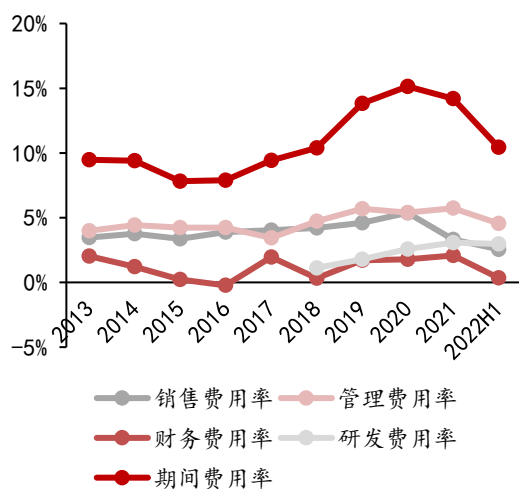
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 11：不同类型业务的毛利占比情况



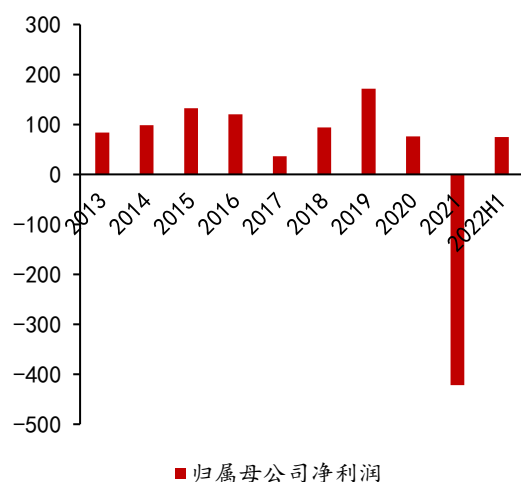
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 12：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 13：公司归属母公司净利润情况(百万元)



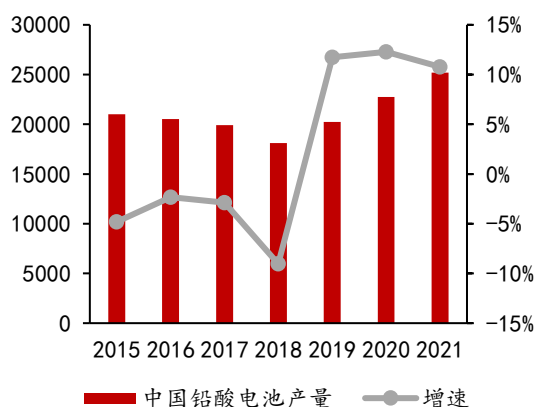
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

三、行业分析

3.1 “新基建”推动电源设备需求

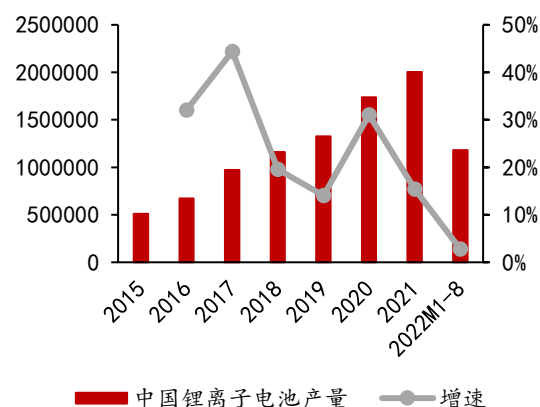
在税收压力和环保要求的背景下，近些年我国部分铅酸电池产能转移至海外，整体产量增速有所放缓。相比于铅酸电池，锂离子电池具有容量大、长寿命、安全性能高、无污染等特点，在下游消费电池市场形成对铅酸电池的逐步替代。在“新基建”发展理念的推动下，未来我国在5G基建、数据中心、工业互联网等关键领域的投入和建设力度将不断加大，铅酸电池和锂离子电池作为电源端重要的设备，未来将有望受益于下游应用场景不断丰富和规模持续扩大带来的需求提升。

图 14：我国铅酸电池产量（万千伏安时）



资料来源：国家统计局，iFinD，川财证券研究所

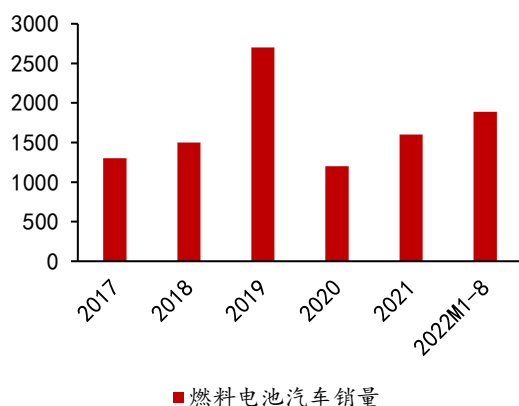
图 15：我国锂离子电池产量（万个）



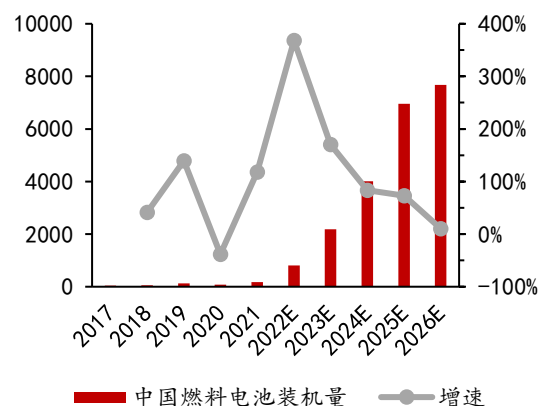
资料来源：国家统计局，iFinD，川财证券研究所

3.2 氢能产业化发展加速

2021 年 8 月我国批复京津冀、上海及广东氢能推广示范区，2021 年 12 月批复河南及河北示范应用城市群。在示范城市群的带头推动下，2022 年 1-8 月我国燃料电池累计销量达到 1888 辆，同比增长 1.6 倍，销量提升明显。随着燃料电池技术迭代升级以及成本下降，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 47.2%，预计 2022 年燃料电池装机量将突破 800MW。未来随着我国各地区氢能产业政策的不断落地实施，燃料电池企业的产业化发展有望提速，规模效应带动燃料电池系统成本进一步降低，将有助于推动燃料电池汽车的商业化进展，形成良性闭环。

图 16： 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

图 17： 我国锂离子电池产量（万个）


资料来源：高工产研锂电研究所，灼识咨询，川财证券研究所

四、 公司近年重大资本运作情况

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	增发股票	完成	2020/09/08

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

4.2 2020 增发概述

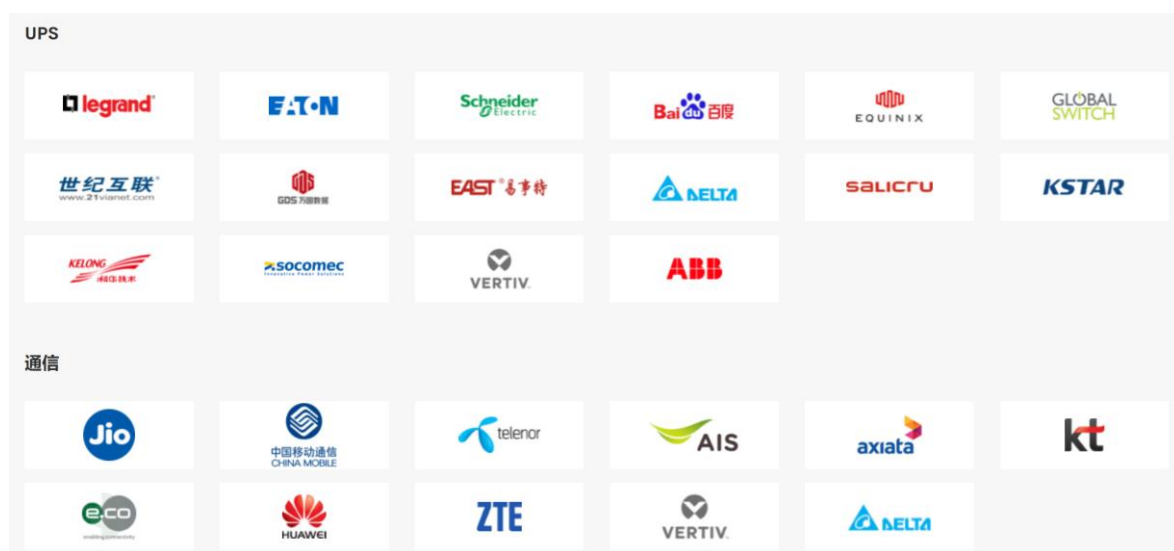
公司在 2020 年 2 月发布增发预案，拟募集不超过 9.95 亿元的资金，投向武汉雄韬氢燃料电池动力系统产业化基地建设项目、深圳雄韬氢燃料电池产业园项目、深圳雄韬氢燃料电池电堆研发项目以及补充流动资金。2020 年 9 月公司完成股票增发，净募集金额为 6.40 亿元。规划的武汉雄韬氢燃料电池动力系统产业化基地建设项目和深圳雄韬氢燃料电池产业园项目的建设周期均为 36 个月，预计 2024 年达产，建成后将提升公司燃料电池动力系统、电池电堆等的产能，完善公司在燃料电池产业链的布局，增强公司在燃料电池领域的整体竞争力；深圳雄韬氢燃料电池电堆研发项目将提升公司在氢能动力领域的研发实力，增强技术储备。

五、公司竞争优势分析

5.1 铅酸电池和锂电业务深度服务 UPS 和通信领域

在传统业务铅酸电池和锂电领域中，公司主要向UPS和通信领域的客户提供蓄电池解决方案。自成立以来，公司积极投入资源研发铅酸电池和锂离子电池，已形成丰富且互补的产品矩阵；同时，公司高度重视产品质量控制工作，旗下电池制造企业均通过ISO9001国际质量管理体系认证，公司的主导产品先后获得美国UL认证、欧盟CE认证、德国VDS认证等国际认证。公司积极布局海外生产基地，通过整合境内外生产基地，有效降低成本，提升响应速度；完善销售渠道和服务网络，提升服务效率。发展至今，公司的产品获得多家国内外知名客户的认可，并积累了大量的客户资源，成为公司长久立足于蓄电池领域的根基。锂离子电池基于其放电效率高、使用寿命长、无污染等特点，在通讯、电动车、储能、UPS、数据中心等领域将逐步替代铅酸电池。公司顺应该趋势，主动引导铅酸需求用户转向锂电，同时积极扩大锂电产能（2021年11月湖北雄韬锂电二期项目开工建设），为公司的发展增添源动力。

图 18：公司的 UPS 和通信领域客户资源



资料来源：公司官网，川财证券研究所

5.2 燃料电池领域实力雄厚，氢能产业上中下游协同发展

公司旗下的雄韬氢雄拥有一支200人规模的高端人才团队，汇聚十余位从业10年以上的氢能行业领军任务和资深技术专家，联合同济大学、华南理工大学、太原理工大学和武汉理工大学组建产学研一体化的路线。在电池电堆方面，公司的产品覆盖42-150kW，实现核心零部件国产化，技术上已达到国内领先水平。预计公司将在2022年底推出200kW、功率密度4.3kW/L的样机，2023年推出新一代W系列电堆产品，设计功率超过200kW，功率密度达到6.0kW/L，并具有超长寿命的特点，满足重卡等工程车辆需求，产品迭代处在稳步推进中。在燃料电池发动机领域，公司的产品覆盖52-130kW，已在不同车型得到应用；

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

公司的燃料电池发动机VISH-130A已通过中汽研中国合格评定国家认可委员会（CNAS）实验室认证，电堆功率145kW，发动机系统净输出130kW，是现阶段我国通过CNAS认证的最大功率氢燃料电池发动机，未来公司将朝向更大功率的发动机领域迈进。现阶段公司已在武汉、深圳、大同、广州、青岛等地建设产业园，其中电池电堆年产能达到10000套，燃料电池发动机系统年年产能达到30000套。公司的产能规划目标宏大，旗下五大产业园协同发展，致力于成为我国氢能源产业的领军企业。

表 2： 公司的燃料电池发动机系统产品系列丰富

产品型号	VISH-52A	VISH-60A	VISH-84A	VISH-110A	VISH-130B
产品图片					
额定功率	52kW	60kW	84kW	110.5kW	130kW
额定电流	313A	600A	309A	312A	495A
额定电压	135-260V	120-220V	240-440V	340-560V	327-540V
功率体积比	361W/L	410W/L	431.7W/L	550W/L	640.4W/L
效率	≥47%	≥47%	≥47%	≥47%	≥47%
体积（mm）	1000*560*700	1000*560*700	1076*752*666	1050*750*700	1009*653.5*741
工作环境温度	零下30℃-45℃	零下30℃-60℃	零下30℃-60℃	零下30℃-60℃	零下30℃-60℃

资料来源：公司官网，川财证券研究所

表 3： 公司现有产能和规划情况

产业园名称	产能	规划产能	规划整车推广
武汉氢能产业园	发动机产能1万套/年	膜电极产能50万平方米、电池电堆产能10万套/年、发动机产能10万套/年	全省范围内5000台
大同氢能产业园	发动机产能1万套/年	电池电堆产能5万套/年、发动机产能5万套/年	全市范围内3000台
青岛国际院士港厂区	发动机产能5千套/年	-	-
广州氢能产业园	发动机产能5千套/年	电池电堆产能1万套/年、发动机产能1万套/年	全省范围3000台
深圳氢能产业园	燃料电池电堆1万套/年	电池电堆产能2.8万套/年、发动机产能5千套/年	

资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

在制氢环节，公司坚持自行研发的道路，目前在铝制氢领域取得阶段性成果；此外公司通过与多家能源企业保持长期合作的方式，保障氢气供给。在加氢环节，公司目前运营的加氢站共3座，分别是汉南加氢站（华中地区首座固定式加氢站，日供氢能力1000kg）、大同制氢加氢一体站（国内首座制氢加氢一体站，日供氢能力1000kg）和阳泉加氢站（日供氢能力500kg），此外有多个加氢站项目同时推进中；同时公司参股的企业在国内建设运营的加氢站数量达到20余座。

图 19： 公司已运营的加氢站



资料来源：公司官网，川财证券研究所

截止到2022年上半年，已有搭载公司燃料电池发动机系统的20款燃料电池客车、49款燃料电池卡车/底盘和5款工程机械领域应用车型进入工信部公告目录。现有包括公交、重卡、物流车合计390辆燃料汽车投入示范运营，分别投放在上海、武汉、大同、广州、佛山、荆门、阳泉等示范区，累计运营里程超过1200万公里，运营状态良好，系统可靠性在-30℃-42℃及港口高温高盐等恶劣环境中得到验证。

图 20：下游整车合作伙伴



资料来源：公司官网，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) 铅酸电池和锂离子电池业务：公司从事铅酸电池和锂离子电池业务多年，实力雄厚，地位稳固，且两项业务形成互补。假设公司的铅酸电池业务保持稳定，2022-2024年营业收入为21.12/21.33/21.33亿元，毛利率稳定在12%；随着锂电产能的逐步投产，公司的锂电业务将迎来增长，预计2022-2024年贡献收入16.72/27.59/38.62亿元，毛利率分别是20%/20.5%/21%。

(2) 燃料电池业务：公司已完成氢能产业链的布局，产能充足，未来随着氢能推广不断深入，公司的燃料电池业务将迎来快速成长期，预计2022-2024年贡献收入1.23/2.52/4.40亿元，毛利率分别是39%/39.5%/40%。

预计 2022-2024 年公司可实现营业收入 39.07/51.45/64.36 亿元，归属母公司净利润 1.65/2.50/3.34 亿元。公司 EPS 分别是 0.43/0.65/0.87，当前股价对应 PE 分别 37.06/24.39/18.27。

表 4：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	铅酸蓄电池	2,176.22	1,976.08	2,050.76	2,112.29	2,133.41	2,133.41
	同比增长		-9.20%	3.78%	3.00%	1.00%	0.00%
	锂离子电池	601.39	477.93	1,013.33	1,671.99	2,758.78	3,862.30
	同比增长		-20.53%	112.02%	65.00%	65.00%	40.00%
	燃料电池	142.06	90.25	46.19	123.20	252.45	440.00
	同比增长		-36.47%	-48.82%	166.74%	104.91%	74.29%
毛利率	铅酸蓄电池	15.46%	16.57%	10.99%	12.00%	12.00%	12.00%
	锂离子电池	21.00%	20.31%	13.40%	20.00%	20.50%	21.00%
	燃料电池	50.29%	44.87%	-1.40%	39.00%	39.50%	40.00%

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 10 月 10 日，股价 15.87 元，对应市值 60.97 亿元，2022-2024 年 PE 约为 37.06 倍、24.39 倍和 18.27 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。公司的燃料燃料电池系统、燃料电池电堆产能充足，并积累了大量优质的下游客户资源，预计随着氢能产业推广逐步深入，公司氢能业务将迎来成长期。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元	净利润/亿元			PE			PB	R0E
				总计	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	2021A
1	688339.SH	亿华通	82.88	82.79	-1.62	0.37	1.55	-119.35	224.15	53.38	3.33	-0.10
2	300274.SZ	阳光电源	112.43	1,669.80	15.83	29.93	50.52	136.82	55.79	33.05	10.50	0.12
3	601012.SH	隆基绿能	45.89	3,479.23	90.86	144.94	190.42	51.35	24.01	18.27	6.59	0.22
		算数平均	80.40	1,743.94	35.02	58.41	80.83	22.94	101.32	34.90	6.81	0.08

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022 年 10 月 10 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	1101.16	1783.07	1477.85	1539.20	1776.77	2001.82	营业收入	2931.82	2546.62	3110.28	3907.48	5144.64	6435.71
应收票据及账款	930.18	1043.86	975.79	539.78	851.63	1241.66	营业成本	2392.08	2080.32	2749.82	3271.56	4223.37	5192.62
预付账款	213.40	106.40	98.70	190.56	250.89	313.86	税金及附加	27.99	27.28	32.62	40.05	52.73	65.96
其他应收款	13.99	39.57	161.42	94.06	123.84	154.92	销售费用	135.23	137.05	102.95	126.99	187.78	257.43
存货	512.44	502.08	709.66	448.16	636.40	853.58	管理费用	167.09	137.31	178.19	219.08	286.86	362.79
其他流动资产	82.51	73.56	567.47	584.38	620.85	658.90	研发费用	52.60	65.73	95.63	97.04	139.58	177.44
流动资产总计	2853.69	3548.55	3990.89	3396.13	4260.37	5224.74	财务费用	50.23	45.67	64.77	16.87	-1.06	-3.15
长期股权投资	360.74	440.82	338.81	307.48	276.15	244.82	资产减值损失	-28.82	-19.77	-156.87	0.00	0.00	0.00
固定资产	469.73	473.44	546.62	626.84	773.20	863.08	信用减值损失	-34.40	-38.89	-132.02	0.00	0.00	0.00
在建工程	163.42	81.41	68.87	157.39	120.91	84.44	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	299.29	186.95	178.64	148.86	119.09	89.32	投资收益	42.66	26.93	-49.58	6.67	6.67	6.67
长期待摊费用	43.35	38.44	30.22	15.11	0.00	0.00	公允价值变动损益	38.87	28.70	98.28	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	231.08	441.30	573.51	607.02	607.02	607.02	资产处置收益	-0.34	-0.39	0.20	-0.18	-0.18	-0.18
非流动资产合计	1567.60	1662.36	1736.66	1862.70	1896.37	1888.67	其他收益	24.92	29.15	17.74	23.94	23.94	23.94
资产总计	4421.28	5210.91	5727.55	5258.82	6156.74	7113.41	营业利润	149.48	79.00	-335.97	166.31	285.82	413.05
短期借款	708.18	800.97	747.99	0.00	0.00	0.00	营业外收入	40.75	0.82	5.69	15.75	15.75	15.75
应付票据及账款	977.57	1166.55	1804.25	2053.22	2708.42	3330.00	营业外支出	9.86	8.96	27.76	15.53	15.53	15.53
其他流动负债	172.93	124.10	328.12	277.79	358.53	441.22	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	1858.68	2091.62	2880.37	2331.00	3066.95	3771.22	利润总额	180.37	70.86	-358.04	166.54	286.05	413.27
长期借款	0.00	0.00	132.26	110.34	85.14	57.82	所得税	15.15	3.63	86.21	8.33	14.30	20.66
其他非流动负债	58.73	72.05	178.47	178.47	178.47	178.47	净利润	165.22	67.24	-444.25	158.21	271.75	392.61
非流动负债合计	58.73	72.05	310.73	288.81	263.61	236.29	少数股东损益	-6.04	-9.03	-22.60	-6.33	21.74	58.89
负债合计	1917.41	2163.67	3191.10	2619.82	3330.56	4007.51	归属母公司股东净承	171.27	76.26	-421.65	164.54	250.01	333.72
股本	350.11	385.20	384.21	384.21	384.21	384.21	EBITDA	309.56	212.42	-153.50	259.55	369.98	486.50
资本公积	1234.91	1818.17	1809.34	1809.34	1809.34	1809.34	NOPLAT	147.65	91.43	-458.68	174.20	270.69	389.58
留存收益	761.50	713.56	235.25	344.13	509.56	730.39	EPS(元)	0.45	0.20	-1.10	0.43	0.65	0.87
归属母公司权益	2346.52	2916.93	2428.80	2537.68	2703.11	2923.94	主要财务比率						
少数股东权益	157.36	130.32	107.66	101.33	123.07	181.96	会计年度						
股东权益合计	2503.88	3047.24	2536.46	2639.01	2826.18	3105.90	2019						
负债和股东权益合计	4421.28	5210.91	5727.55	5258.82	6156.74	7113.41	2020						
现金流量表							2021						
							2022E						
会计年度							2023E						
会计年度							2024E						
税后经营利润	165.22	67.24	-444.25	129.09	242.63	363.49	成长能力	营收增长率					
折旧与摊销	78.96	95.89	139.77	76.14	85.00	76.37	-0.82%						
财务费用	50.23	45.67	64.77	16.87	-1.06	-3.15	-13.14%						
投资损失	-42.66	-26.93	49.58	-6.67	-6.67	-6.67	22.13%						
营运资金变动	-15.02	-70.34	-215.61	854.74	109.28	-35.05	25.63%						
其他经营现金流	12.39	26.53	282.76	-2.68	30.83	30.83	31.66%						
经营性现金净流量	249.13	138.05	-122.97	1067.51	460.00	425.83	25.10%						
资本支出	279.59	133.26	17.84	200.00	150.00	100.00	44.51%						
长期投资	-114.16	-88.80	-525.32	0.00	0.00	0.00	43.91%						
其他投资现金流	146.97	-42.28	-97.15	36.28	36.28	36.28	31.49%						
投资性现金净流量	-246.78	-204.34	-640.31	-163.72	-113.72	-63.72	33.48%						
短期借款	-91.81	92.79	-52.97	-747.99	0.00	0.00	-7.43%						
长期借款	0.00	0.00	132.26	-21.92	-25.21	-27.32	盈利能力						
普通股增加	0.00	35.09	-0.98	0.00	0.00	0.00	毛利率						
资本公积增加	-129.74	583.26	-8.83	0.00	0.00	0.00	18.41%						
其他筹资现金流	134.83	137.99	-84.92	-72.53	-83.51	-109.75	18.31%						
筹资性现金净流量	-86.71	849.13	-15.45	-842.45	-108.72	-137.06	11.59%						
现金流量净额	-67.62	676.02	-802.43	61.35	237.57	225.05	16.27%						
数据来源: iFind							17.91%						
							19.32%						
							净利率						
							5.64%						
							营业利润率						
							5.10%						
							ROE						
							7.30%						
							ROA						
							3.87%						
							ROIC						
							6.00%						
							估值倍数						
							P/E						
							35.60						
							P/S						
							2.08						
							P/B						
							2.60						
							股息率						
							1.44%						
							EV/EBIT						
							0.63%						
							EV/EBITDA						
							0.00%						
							EV/NOPLAT						
							0.91%						
							1.49%						
							61.67						
							23.33						
							33.83						
							-50.99						
							16.49						
							24.56						
							11.25						
							8.42						

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、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