



## 天然气、氢气加气设备双轮驱动发展

### —厚普股份（300471）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11月23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

公司成立于2005年，是天然气加气设备领军企业，在清洁能源装备领域形成从设计到核心零部件研发、生产、成套设备集成，再到站点建设、售后服务等全产业链的布局。公司在2013年前瞻布局氢能产业，2018年厚普氢能成立，正式开展氢能的加注业务。

#### ❖ 公司主营业务和财务分析

公司是清洁能源加注设备整体解决方案供应商，主营业务是加气设备及零部件。2022Q1-Q3公司实现营业收入3.44亿元，同比下降20.95%，实现归属母公司净利润-0.48亿元，业绩短期承压，主要原因系疫情导致项目回款延后、上游原材料价格上涨导致毛利受损以及加大研发投入等。预计随着国内疫情逐步得到缓解，公司的回款情况将得到改善；氢能产业的稳步推进，规模增长驱动毛利得到改善，未来公司业绩改善可期。

#### ❖ 行业分析和公司竞争优势分析

公司的传统优势业务是天然气加注设备业务，具备天然气全产业链提供装备的能力以及提供清洁能源整体解决方案的能力。发展至今，公司在天然气加气站设备领域的市占率达到60%，技术研发能力和产品力处在行业领先水平。随着勘探开采以及储运技术的不断发展，我国天然气的消费量呈现出稳定的上升趋势。LNG基于储存效率高、清洁性能好的特点，在汽车领域特别是重卡和城市客车中的运用范围不断扩大，进而推动我国天然气加氢站的数量不断增长；LNG在水路运输的应用处在内河示范推广阶段，船舶加注的需求正在不断被打开。氢气加注设备与天然气加注设备原理类似，基于该优势公司在2013年着手氢能业务的发展，产品矩阵丰富，已实现70%自主研发，并成功完成包括4座冬奥会加氢站在内的多座氢能典型示范站的建设工作，显现出公司作为加氢站整体解决方案服务商的综合实力。未来随着我国氢能产业从示范推广阶段向商业化阶段的逐步转变，公司将有望受益于市场空间不断打开的红利。

#### ❖ 盈利预测

预计2022-2024年公司可实现营业收入6.58/7.81/9.25亿元，归属母公司净利润-0.25/0.19/0.39亿元。公司EPS分别是-0.06/0.05/0.10，当前股价对应PE分别是212.55/277.08/135.48。

#### ❖ 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。

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

**盈利预测与估值**

|              | 2021A   | 2022E    | 2023E   | 2024E   |
|--------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万)     | 874.81  | 658.15   | 780.94  | 925.14  |
| +/-%         | 82.87%  | -24.77%  | 18.66%  | 18.47%  |
| 归属母公司净利润(百万) | 10.92   | -24.92   | 19.11   | 39.09   |
| +/-%         | 106.51% | -328.26% | 176.71% | 104.52% |
| EPS(元)       | 0.03    | -0.06    | 0.05    | 0.10    |
| PE           | 485.18  | -212.55  | 277.08  | 135.48  |

资料来源: iFinD, 川财证券研究所 注: 预测参考日期为 2022 年 11 月 22 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 深耕加注设备领域，业务覆盖面广.....          | 6  |
| 2.2 长视角下营业收入保持稳健增长.....           | 7  |
| 2.3 提质增效成果显著，业绩改善可期.....          | 7  |
| 三、行业分析.....                       | 8  |
| 3.1 车/船用天然气市场不断打开，加注设备未来空间广阔..... | 8  |
| 3.2 氢能产业远期规划万座加氢站.....            | 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 2022 增发概述.....                | 10 |
| 五、公司竞争优势分析.....                   | 10 |
| 5.1 天然气加注行业经验深厚，业内地位领先.....       | 10 |
| 5.2 服务冬奥会，深度参与加氢站建设.....          | 11 |
| 六、盈利预测.....                       | 11 |
| 6.1 盈利预测.....                     | 11 |
| 6.2 估值比较.....                     | 12 |



图表目录

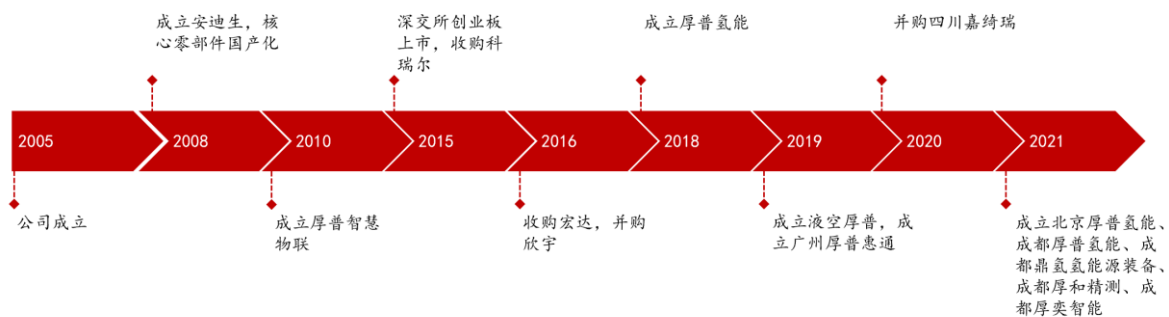
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 公司主要发展历程.....            | 5  |
| 图 2: 公司股权结构.....              | 5  |
| 图 3: LNG 燃料动力船供气系统.....       | 6  |
| 图 4: L-CNG/LNG 全撬装加注装置.....   | 6  |
| 图 5: 70MPA 加氢机.....           | 6  |
| 图 6: 加氢撬装设备.....              | 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: 公司整体毛利和毛利率情况.....        | 8  |
| 图 10: 不同类型业务的毛利情况.....        | 8  |
| 图 11: 公司期间费用率情况.....          | 8  |
| 图 12: 公司归属母公司净利润情况.....       | 8  |
| 图 13: 天然气表观消费量.....           | 9  |
| 图 14: LNG 加气站数量.....          | 9  |
| 图 15: 我国加氢站数量.....            | 9  |
| 图 16: 中石化青海 LNG 加注站.....      | 10 |
| 图 17: 中长燃 LNG 水上加注站.....      | 10 |
| 图 18: 目前全球最大的北京大兴加氢站.....     | 11 |
| 图 19: 上海第一座油氢合建站.....         | 11 |
| <br>                          |    |
| 表 1: 公司主要控股子公司.....           | 6  |
| 表 2: 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态..... | 10 |
| 表 3: 公司分业务收入和毛利率假设.....       | 12 |
| 表 4: 可比公司估值.....              | 12 |

## 一、公司概况

### 1.1 公司发展历程

公司成立于2005年，是一家专门从事天然气汽车加气设备制造、生产及集成的公司。2015年，公司在深交所创业板上市，随后相继收购科瑞尔、宏达、欣宇等公司，在清洁能源装备领域形成从设计到核心零部件研发、生产、成套设备集成，再到站点建设、售后服务等全产业链的布局。基于产业优势，公司在2013年前瞻布局氢能产业，2018年厚普氢能成立，正式开展氢能的加注业务，并于2019年与法国液化空气集团合资成立液空厚普，引进液氢技术。2021年多家公司相继成立，持续深化在清洁能源装备领域的布局，目前公司的业务已覆盖全国31个省级区域并延伸至海外市场。

图 1： 公司主要发展历程

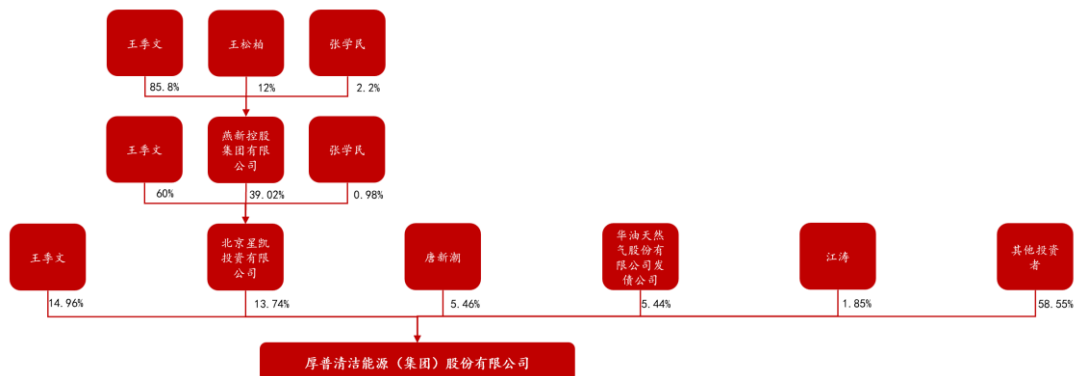


资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 1.2 民营控股、股权相对集中

公司属于民营控股企业，董事长、总裁王季文先生是公司实控人，通过直接和间接的方式共持有公司27.78%的股权，股权分布相对集中。此外，华油天然气股份有限公司也是公司的主要股东之一，股权占比为5.44%。公司旗下多家控股企业，定位明确，合力构建起“厚普生态圈”。

图 2： 公司股权结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**表 1： 公司主要控股子公司**

| 公司名称            | 持股比例 | 主要业务                               |
|-----------------|------|------------------------------------|
| 成都安迪生测量有限公司     | 100% | 天然气/氢能加注领域核心零部件的研发和生产              |
| 重庆欣雨压力容器制造有限公司  | 80%  | 天然气车用/天然气船用/氢能加注领域压力容器的研发和生产       |
| 成都科瑞尔低温设备有限公司   | 100% | 天然气车用/天然气船用/氢能加注领域低温真空管道的研发和生产     |
| 厚普智慧物联科技有限公司    | 100% | 天然气/氢能应用领域的电子信息业务板块的研发和应用          |
| 四川宏达石油天然气工程有限公司 | 100% | 天然气车用/天然气船用/氢能加注领域的能源EPC工程项目的实施    |
| 液空厚普氢能能源装备有限公司  | 49%  | 提供工程设计、产品研发制造、工程安装、售后服务等一体化加注站解决方案 |
| 成都厚鼎氢能能源装备有限公司  | 49%  | 隔膜压缩机的生产、制造和销售                     |
| 四川省嘉琦瑞航空装备有限公司  | 60%  | 航空零部件领域的技术研发、制造                    |

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 二、 公司主营业务和财务分析

### 2.1 深耕加注设备领域，业务覆盖面广

公司是清洁能源加注设备整体解决方案供应商，主要业务涵盖天然气、氢气加注设备的研发、生产和集成；清洁能源领域及航空零部件领域核心零部件的研发和生产；天然气和氢气等相关工程的EPC；天然气能源贸易；智慧物联网信息化集成监管平台的研发、生产和集成等。公司是加注设备及零部件的领军企业，业务覆盖全国31个省级区域，同时遍布欧洲、非洲、东南亚、中亚、美洲等地区。

**图 3： LNG 燃料动力船供气系统**



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**图 4： L-CNG/LNG 全橇装加注装置**



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**图 5： 70MPa 加氢机**



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**图 6： 加氢橇装设备**

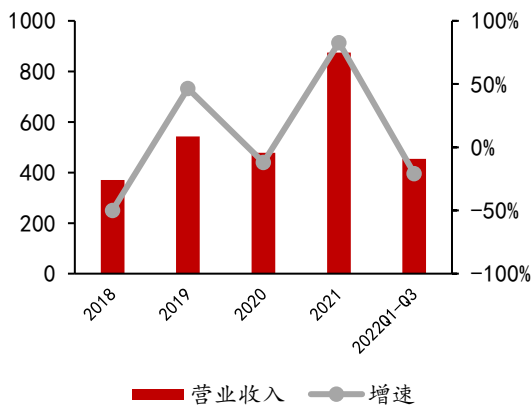


资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.2 长视角下营业收入保持稳健增长

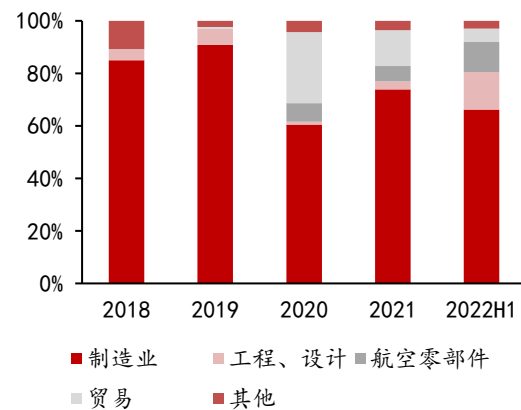
公司的营业收入从2018年的3.70亿元增长到2021年的8.75亿元，年复合增速达到33.23%，其中加注设备及零部件的营业收入从2018年的3.15亿元增长到2021年的6.47亿元，2020年开辟的航空零部件业务的营业收入在2021年达到0.51亿元，上述两项业务贡献公司营收的主要增量部分。2022Q1-Q3公司营业收入为4.53亿元，同比下降20.95%，主要原因系项目回款进程延后。预计随着国内疫情逐步得到缓解和工程进度的推进，公司的回款情况将得到改善，叠加氢能产业示范推广的不断深入，公司的整体营业收入有望回归增长。

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

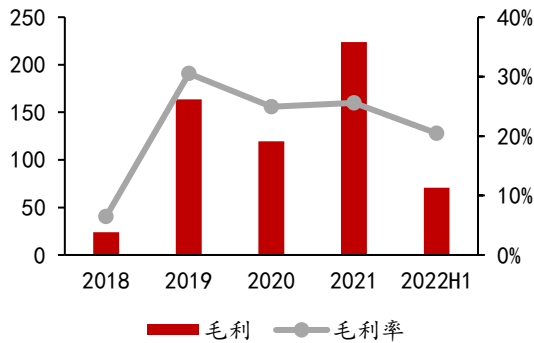


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.3 提质增效成果显著，业绩改善可期

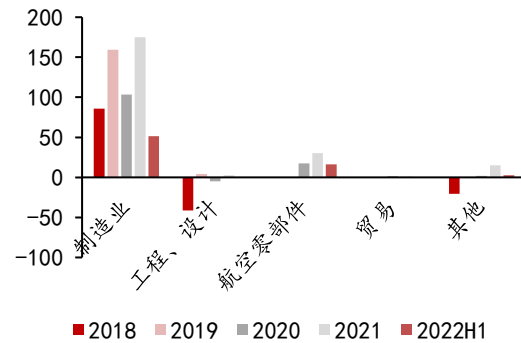
过去几年公司坚持推行在清洁能源市场的推广战略，着力提升品牌知名度，并通过整合营销团队、调整营销策略的方式提质增效，在规模提升的同时，公司的期间费用率有着较为明显的降低。2022Q1-Q3公司的归属母公司净利润为-0.48亿元，主要原因系上游原材料价格上涨导致毛利受损、疫情导致项目回款延后等。整体上看，加注设备及零部件和航空零部件业务稳定贡献毛利，公司的提质增效效果显著，未来业绩改善可期。

图 9：公司整体毛利（百万元、左轴）和毛利率情况（右轴）



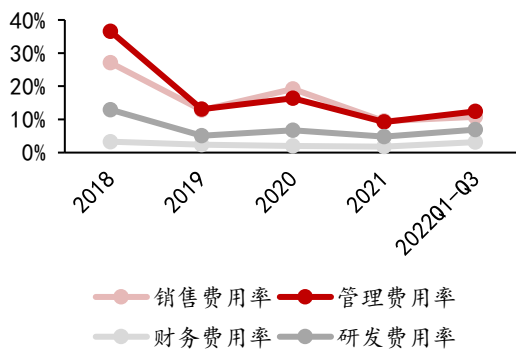
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 10：不同类型业务的毛利情况（百万元）



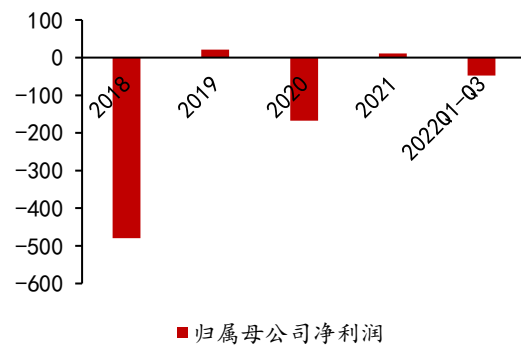
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 11：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 12：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

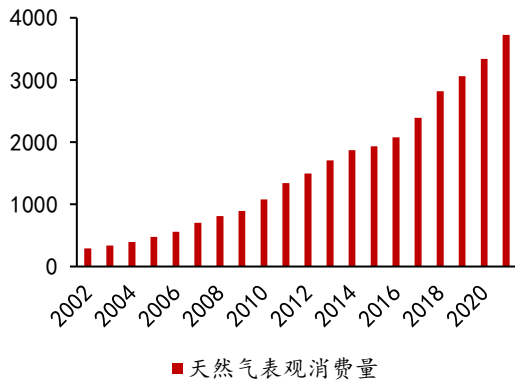
### 3.1 车/船用天然气市场不断打开，加注设备未来空间广阔

天然气是一种清洁低碳的化石能源，其主要成分为甲烷，燃烧后对环境造成的污染小于石油和煤炭，是我国实现碳中和碳达峰的重要途径之一，其下游应用场景广泛，可作为工业燃料、发电燃料、城镇燃料、交通燃料等。随着勘探开采以及储运技术的不断发展，我国天然气的消费量呈现出稳定的上升趋势。其中，液化石油气（LNG）基于储存效率高、清洁性能好的特点，在汽车领域特别是重卡和城市客车中的运用范围不断扩大，进而推动我国天然气加注站的数量不断增长；此外，我国LNG在水路运输的应用已处在内河示范推广阶段，船舶加注的需求正在不断打开。天然气作为我国能源结构战略转型的重点之一，其替代煤炭的需求广阔，未来将带动相关产业的规模不断提升。



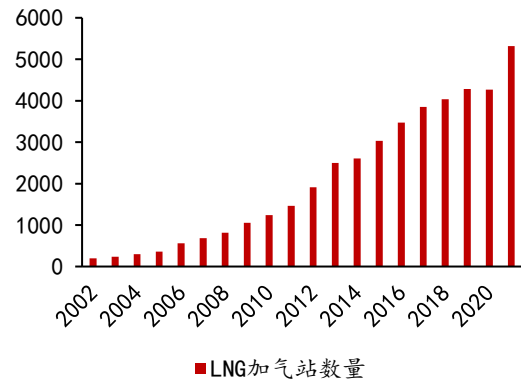


图 13: 天然气表观消费量 (亿立方米)



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 14: LNG 加气站数量 (个)

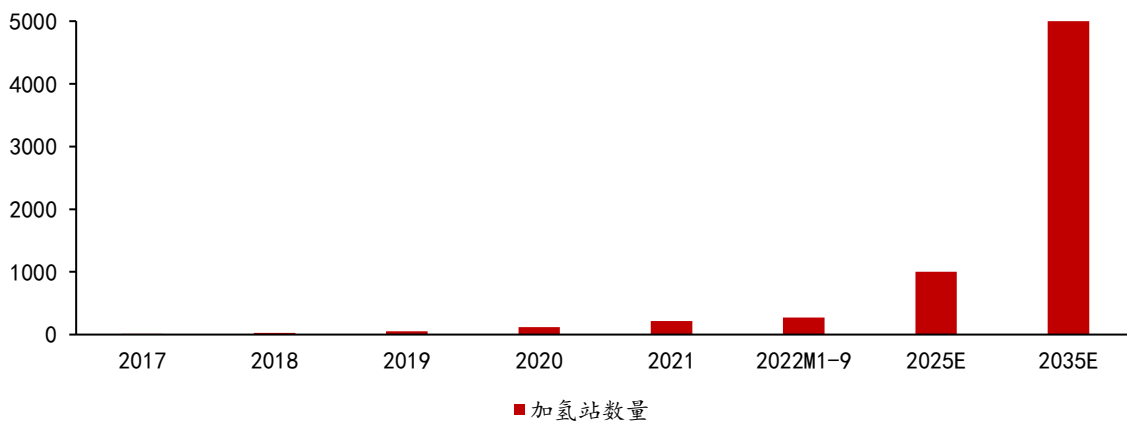


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

### 3.2 氢能产业远期规划万座加氢站

氢能被视为21世纪最具潜力的清洁能源,具有来源广泛、清洁无碳、灵活高效、下游应用场景丰富的特点,对于我国构建清洁低碳安全高效的能源体系具有重大意义。近年来我国政府各部委和各地方政府相继出台多项政策文件,政策指引循序加码,产业发展目标逐步清晰。截止到2022年9月,我国共建成270座加氢站,约占全球总数的40%,位居世界第一,远期目标建设10000座加氢站,供应包含500万辆燃料汽车在内的需求,国家和地方政府的政策指引以及市场发展的方向将持续推动加氢站的建设步伐。储氢方面,行业将遵循“低压到高压”“气态到多相态”技术方向发展,逐步提升氢气的储存和运输能力。未来氢能产业的不断推进将刺激对加氢设备的需求,相关产业链的企业有望受益。

图 15: 我国加氢站数量



资料来源: 华经产业研究院, 川财证券研究所

## 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 2：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 | 2022/05/18 |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 4.2 2022 增发概述

2022年4月，公司发布增发公告，拟募集不超过1.55亿元的资金用于补充流动资金，认购人为公司的实际控制人王季文先生。2022年5月，增发完成，募集资金净额是1.51亿元，将全部用于补充流动资金，满足公司日常经营的资金需求。

## 五、公司竞争优势分析

### 5.1 天然气加注行业经验深厚，业内地位领先

公司的传统优势业务是天然气加注设备业务，在2015和2016年相继完成对宏达、科瑞尔、欣宇的收购后，公司已具备天然气全产业链提供装备的能力以及提供清洁能源整体解决方案的能力。在天然气车用领域，公司曾参与中石油、中石化、新奥、华润等多家能源企业的加气站建设，并形成良好长久的合作关系；同时公司深耕技术研发，产品不断迭代升级，保持行业领先地位。在天然气船用业务领域，公司是较早进入该领域的企业，先后推出趸船加注站、岸基加注站、移动船加注站和船用供气系统等，2021年公司承建的国内首座内河LNG加注站投入运营，现阶段公司已建成长江干线7个加注站，并有另外5个项目正在实施。发展至今，公司曾参编包括了GB/T 38520-2020《船用超低温拉断阀》、GB/T 39038-2020《船舶与海上技术液化天然气加注干式快速接头技术要求》等多项国家标准的制定，技术研发能力和产品力处在行业领先水平，现阶段公司天然气加气站设备领域的市占率达到60%，在行业内形成较为明显的竞争优势。

图 16：中石化青海 LNG 加注站



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 17：中长燃 LNG 水上加注站



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 5.2 服务冬奥会，深度参与加氢站建设

氢气加注设备与天然气加注设备原理类似，基于该优势公司在2013年着手氢能业务的发展。公司成功自主研发出35MPa氢压缩机撬、液氢真空管、100MPa氢气质量流量计、70MPa加氢机、70MPa加氢枪等，已大批量推广，并出口至马来西亚、西班牙等海外市场；现阶段市场主流的45MPa液压式氢气压缩机已开始小批量生产，产品迭代工作稳步推进中。同时，公司通过合资的方式与中鼎恒盛在隔膜压缩机方面展开合作，已实现压缩机70%自主研发，有力地提升了自主可控力度。基于公司深厚的行业经验和研发技术，公司先后参与编著多项加氢领域的国家标准，并成功完成包括4座冬奥会加氢站在内的多座氢能典型示范站的建设工作，显现出公司作为加氢站整体解决方案服务商的综合实力。未来随着我国氢能产业从示范推广阶段向商业化阶段的逐步转变，预计公司将受益于市场空间不断被打开的红利。

图 18：目前全球最大的北京大兴加氢站



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 19：上海第一座油氢合建站



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年公司主要业务盈利情况做出如下预测：

(1) 加气设备及零部件业务：公司从事加气设备及零部件多年，实力雄厚，市场地位领先，短期受到疫情影响项目回款延后，未来公司的加氢设备将受益于氢能产业规模扩大带来的市场红利，成为公司加气设备业务规模增长的重要驱动力。预计2022-2024年公司加气设备及零部件业务的营业收入分别为4.53/5.43/6.52亿元，毛利率分别是22.5%/23%/23.5%。

(2) 工程设计业务：公司在2018年调整改业务方向，重点放在加气站和加氢站的建设，2022年先后中标多个项目，业务规模有着明显的提升，预计2022-2024年贡献收入0.67/0.77/0.89亿元，毛利稳定在5%。

(3) 航空零部件业务：该业务处在技改阶段，未来产品精度和产能情况都将有一定的提

升，预计2022-2024年贡献收入0.72/0.93/1.17亿元，毛利率分别是42%/42.5%/43%。

预计 2022-2024 年公司可实现营业收入 6.58/7.81/9.25 亿元，归属母公司净利润-0.25/0.19/0.39 亿元。公司 EPS 分别是-0.06/0.05/0.10，当前股价对应 PE 分别是-212.55/277.08/135.48。

**表 3：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  | 液化天然气加气站成套设备 | 493.00 | 289.10   | 646.79  | 452.76  | 543.31 | 651.97 |
|     | 同比增长         |        | -41.36%  | 123.73% | -30.00% | 20.00% | 20.00% |
|     | 航空零部件        | -      | 33.41    | 51.24   | 71.74   | 93.26  | 116.58 |
|     | 同比增长         |        |          | 53.38%  | 40.00%  | 30.00% | 25.00% |
|     | 工程、设计        | 33.54  | 5.76     | 26.79   | 66.96   | 77.01  | 88.56  |
|     | 同比增长         |        | -82.83%  | 365.15% | 150.00% | 15.00% | 15.00% |
|     | 贸易           | 3.82   | 129.64   | 119.43  | 35.83   | 36.19  | 36.55  |
|     | 同比增长         |        | 3293.47% | -7.88%  | -70.00% | 1.00%  | 1.00%  |
| 毛利率 | 其他业务         | -      | 12.60    | 22.96   | 30.87   | 31.18  | 31.49  |
|     | 同比增长         |        |          | 82.19%  | 1.00%   | 1.00%  | 1.00%  |
|     | 液化天然气加气站成套设备 | 32.33% | 35.77%   | 27.04%  | 22.50%  | 23.00% | 23.50% |
|     | 航空零部件        |        | 52.50%   | 58.65%  | 42.00%  | 42.50% | 43.00% |
|     | 工程、设计        | 12.81% | -86.25%  | 9.52%   | 5.00%   | 5.00%  | 5.00%  |
|     | 贸易           | 0.39%  | 1.04%    | 0.94%   | 1.40%   | 1.40%  | 1.40%  |
|     | 其他业务         |        | -2.92%   | 47.62%  | 40.00%  | 40.00% | 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 11 月 22 日，股价 13.72 元，对应市值 52.96 亿元，2022-2024 年 PE 约为-212.55/277.08/135.48。公司在天然气、氢气加注设备领域的经验丰富、技术雄厚，产品系列丰富，有望受益于天然气在车用和船用领域应用提升以及氢能示范推广加速推动加氢站建设带来的市场空间。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**表 4：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   | ROE     |
|----|-----------|------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|---------|-------|------|---------|
|    |           |      |       |       | 总计     | 2021A | 2022E | 2023E   | 2021A   | 2022E |      |         |
| 1  | 688339.SH | 亿华通  | 83.26 | 83.17 | -1.62  | -0.39 | 0.88  | -119.35 | -284.64 | 86.29 | 3.64 | -6.47%  |
| 3  | 002733.SZ | 雄韬股份 | 17.79 | 68.35 | -4.21  | 1.66  | 2.50  | -21.08  | 43.02   | 28.46 | 2.74 | -17.36% |
|    |           | 算数平均 | 50.53 | 75.76 | -2.92  | 0.64  | 1.69  | -70.22  | -120.81 | 57.38 | 3.19 | -11.92% |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022 年 11 月 22 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      | 103.49  | 136.13  | 142.45  | 129.93  | 174.22  | 230.84  | 营业收入      | 542.82  | 478.37   | 874.81  | 658.15   | 780.94  | 925.14  |
| 应收票据及账款   | 234.89  | 182.35  | 254.07  | 168.06  | 188.71  | 223.56  | 营业成本      | 377.14  | 359.01   | 650.99  | 509.96   | 599.51  | 704.26  |
| 预付账款      | 16.57   | 24.75   | 32.29   | 26.15   | 31.02   | 36.75   | 税金及附加     | 8.75    | 6.97     | 9.47    | 8.56     | 7.03    | 7.40    |
| 其他应收款     | 17.48   | 17.54   | 23.30   | 20.95   | 24.86   | 29.45   | 销售费用      | 69.68   | 91.68    | 83.01   | 52.65    | 58.57   | 64.76   |
| 存货        | 254.34  | 424.71  | 564.47  | 405.17  | 468.11  | 549.91  | 管理费用      | 70.97   | 78.42    | 80.67   | 65.82    | 58.57   | 64.76   |
| 其他流动资产    | 57.42   | 52.02   | 32.55   | 55.22   | 65.53   | 77.63   | 研发费用      | 27.51   | 32.05    | 42.14   | 46.07    | 39.05   | 37.01   |
| 流动资产总计    | 684.20  | 837.50  | 1049.12 | 805.48  | 952.45  | 1148.13 | 财务费用      | 12.91   | 9.49     | 15.64   | 8.26     | 2.43    | 1.33    |
| 长期股权投资    | 9.14    | 15.71   | 37.20   | 34.90   | 32.60   | 30.29   | 资产减值损失    | -0.18   | -94.63   | -3.17   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产      | 777.46  | 744.10  | 807.16  | 799.14  | 795.96  | 794.13  | 信用减值损失    | 31.54   | 3.56     | 9.41    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 在建工程      | 78.77   | 36.32   | 31.01   | 79.18   | 60.67   | 28.84   | 其他经营损益    | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 无形资产      | 30.31   | 27.44   | 27.76   | 23.13   | 18.51   | 13.88   | 投资收益      | -0.82   | -6.03    | 0.96    | -1.96    | -1.96   | -1.96   |
| 长期待摊费用    | 1.26    | 0.78    | 0.98    | 0.49    | 0.00    | 0.00    | 公允价值变动损益  | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 其他非流动资产   | 218.65  | 250.45  | 229.43  | 229.43  | 229.43  | 229.43  | 资产处置收益    | -0.62   | 0.36     | 0.19    | -0.02    | -0.02   | -0.02   |
| 非流动资产合计   | 1115.59 | 1074.80 | 1133.55 | 1166.27 | 1137.17 | 1096.57 | 其他收益      | 8.46    | 7.66     | 12.01   | 9.38     | 9.38    | 9.38    |
| 资产总计      | 1799.78 | 1912.30 | 2182.66 | 1971.76 | 2089.62 | 2244.71 | 营业利润      | 14.25   | -188.34  | 12.29   | -25.77   | 23.17   | 53.01   |
| 短期借款      | 120.00  | 116.00  | 226.97  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 营业外收入     | 2.17    | 0.93     | 2.91    | 2.00     | 2.00    | 2.00    |
| 应付票据及账款   | 179.39  | 210.55  | 297.46  | 223.92  | 271.46  | 328.54  | 营业外支出     | 0.74    | 10.54    | 0.48    | 3.92     | 3.92    | 3.92    |
| 其他流动负债    | 227.38  | 423.01  | 463.56  | 596.80  | 664.77  | 738.50  | 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    | 526.77  | 749.56  | 987.98  | 820.73  | 936.23  | 1067.03 | 利润总额      | 15.68   | -197.95  | 14.72   | -27.68   | 21.26   | 51.10   |
| 长期借款      | 0.00    | 65.00   | 86.42   | 70.45   | 51.58   | 32.42   | 所得税       | -1.32   | 0.82     | 2.59    | 0.00     | 0.02    | 7.66    |
| 其他非流动负债   | 17.87   | 19.71   | 16.78   | 16.78   | 16.78   | 16.78   | 净利润       | 16.99   | -198.77  | 12.13   | -27.68   | 21.24   | 43.43   |
| 非流动负债合计   | 17.87   | 84.71   | 103.20  | 87.23   | 68.36   | 49.21   | 少数股东损益    | -3.83   | -31.03   | 1.21    | -2.77    | 2.12    | 4.34    |
| 负债合计      | 544.64  | 834.27  | 1091.18 | 907.96  | 1004.59 | 1116.24 | 归属母公司股东净  | 20.83   | -167.74  | 10.92   | -24.92   | 19.11   | 39.09   |
| 股本        | 364.72  | 364.72  | 364.72  | 364.72  | 364.72  | 364.72  | EBITDA    | 68.02   | -145.32  | 74.06   | 25.55    | 70.48   | 100.72  |
| 资本公积      | 673.44  | 673.44  | 673.44  | 673.44  | 673.44  | 673.44  | NOPLAT    | 30.11   | -179.98  | 22.85   | -17.44   | 25.60   | 46.50   |
| 留存收益      | 184.78  | 11.74   | 22.07   | -2.84   | 16.27   | 55.36   | EPS(元)    | 0.05    | -0.43    | 0.03    | -0.06    | 0.05    | 0.10    |
| 归属母公司权益   | 1222.94 | 1049.89 | 1060.23 | 1035.31 | 1054.43 | 1093.52 | 主要财务比率    |         |          |         |          |         |         |
| 少数股东权益    | 32.21   | 28.14   | 31.25   | 28.49   | 30.61   | 34.95   | 会计年度      |         |          |         |          |         |         |
| 股东权益合计    | 1255.15 | 1078.04 | 1091.48 | 1063.80 | 1085.04 | 1128.47 | 2019      |         |          |         |          |         |         |
| 负债和股东权益合计 | 1799.78 | 1912.30 | 2182.66 | 1971.76 | 2089.62 | 2244.71 | 2020      |         |          |         |          |         |         |
|           |         |         |         |         |         |         | 2021      |         |          |         |          |         |         |
|           |         |         |         |         |         |         | 2022E     |         |          |         |          |         |         |
|           |         |         |         |         |         |         | 2023E     |         |          |         |          |         |         |
|           |         |         |         |         |         |         | 2024E     |         |          |         |          |         |         |
| 现金流量表     |         |         |         |         |         |         | 成长能力      |         |          |         |          |         |         |
| 会计年度      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 营业收入增长率   | 46.55%  | -11.87%  | 82.87%  | -24.77%  | 18.66%  | 18.47%  |
| 税后经营利润    | 16.99   | -198.77 | 12.13   | -33.16  | 15.77   | 38.78   | 营业利润增长率   | 103.06% | #####    | 106.53% | -309.63% | 189.93% | 128.77% |
| 折旧与摊销     | 39.44   | 43.13   | 43.70   | 44.97   | 46.80   | 48.29   | EBITDA增长率 | 106.25% | -759.26% | 116.11% | -163.97% | 221.96% | 121.35% |
| 财务费用      | 12.91   | 9.49    | 15.64   | 8.26    | 2.43    | 1.33    | EBITDA增长率 | 116.51% | -313.63% | 150.96% | -65.50%  | 175.87% | 42.90%  |
| 投资损失      | 0.82    | 6.03    | -0.96   | 1.96    | 1.96    | 1.96    | 归母净利润增长率  | 104.35% | -905.35% | 106.51% | -328.26% | 176.71% | 104.52% |
| 营运资金变动    | 152.70  | 14.14   | -87.21  | 290.83  | 12.81   | -8.25   | 经营现金流增长率  | 171.78% | -116.67% | 12.43%  | 1249.10% | -73.22% | 2.76%   |
| 其他经营现金流   | -33.05  | 94.34   | -10.99  | 5.50    | 5.50    | 5.50    | 盈利能力      |         |          |         |          |         |         |
| 经营性现金净流量  | 189.81  | -31.64  | -27.71  | 318.36  | 85.26   | 87.61   | 毛利率       | 30.52%  | 24.95%   | 25.58%  | 22.52%   | 23.23%  | 23.87%  |
| 资本支出      | 42.44   | 54.75   | 54.69   | 80.00   | 20.00   | 10.00   | 净利率       | 3.13%   | -41.55%  | 1.39%   | -4.21%   | 2.72%   | 4.69%   |
| 长期投资      | -12.25  | -22.22  | -21.90  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 营业利润率     | 2.62%   | -39.37%  | 1.41%   | -3.92%   | 2.97%   | 5.73%   |
| 其他投资现金流   | 9.49    | 2.48    | 3.94    | 0.32    | 0.31    | -0.50   | ROE       | 1.70%   | -15.98%  | 1.03%   | -2.41%   | 1.81%   | 3.57%   |
| 投资性现金净流量  | -45.21  | -74.49  | -72.64  | -79.68  | -19.69  | -10.50  | ROA       | 1.16%   | -8.77%   | 0.50%   | -1.26%   | 0.91%   | 1.74%   |
| 短期借款      | -91.02  | -4.00   | 110.97  | -226.97 | 0.00    | 0.00    | ROIC      | 2.15%   | -13.57%  | 1.95%   | -1.29%   | 2.39%   | 4.47%   |
| 长期借款      | 0.00    | 65.00   | 21.42   | -15.97  | -18.87  | -19.16  | 估值倍数      |         |          |         |          |         |         |
| 普通股增加     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | P/E       | 254.27  | -31.57   | 485.18  | -212.55  | 277.08  | 135.48  |
| 资本公积增加    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | P/S       | 9.76    | 11.07    | 6.05    | 8.05     | 6.78    | 5.72    |
| 其他筹资现金流   | -30.33  | 71.56   | -42.17  | -8.26   | -2.43   | -1.33   | P/B       | 4.33    | 5.04     | 5.00    | 5.12     | 5.02    | 4.84    |
| 筹资性现金净流量  | -121.35 | 132.56  | 90.21   | -251.20 | -21.30  | -20.48  | 股息率       | 0.08%   | 0.00%    | 0.00%   | 0.00%    | 0.00%   | 0.00%   |
| 现金流量净额    | 21.07   | 25.50   | -10.12  | -12.52  | 44.28   | 56.63   | EV/EBIT   | 119.71  | -21.70   | 315.16  | -274.49  | 223.01  | 99.66   |
|           |         |         |         |         |         |         | EV/EBITDA | 50.30   | -28.14   | 129.20  | 208.65   | 74.94   | 51.88   |
|           |         |         |         |         |         |         | EV/NOPLAT | 113.64  | -22.72   | 418.69  | -305.68  | 206.32  | 112.36  |

数据来源: 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、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