

2022年09月15日

力源科技 (688565.SH)

## 核电、火电投资加速带动主业复苏， 新业务燃料电池发动机锦上添花

■事件：在9月14日召开的国务院常务会议中，为提升能源保障能力、促进绿色发展，会议决定核准福建漳州二期和广东廉江一期共4台核电机组，核电项目核准节奏超预期。

■保供压力下核电/火电审批均有所加速，设备端有望复苏：核电行业自2019年核电审批重启以来核准进度稳定，2019-2021年分别核准了4台、4台、5台机组，今年以来核电核准进度进一步加快，自今年上半年一次性核准三门二期、海阳二期及陆丰核电共6台机组后，本次又一次性核准了漳州二期、广东廉江一期共4台机组，今年我国核电项目核准量大幅超过往年，此前提出的“积极有序发展核电”充分兑现，保供及能源转型需求下核电核准进度有望持续加快。火电行业“十三五”期间受产能过剩影响火电投资额呈下滑趋势，但2021年四季度以来，受能源保供+调峰需求双重因素刺激，火电投资迎来拐点，2021年及2022年上半年我国火电投资额分别同比增长21.5%和71.8%，同时火电核准量也于去年四季度实现大幅提升。核电及火电板块投资回暖背景下上游设备端有望优先受益。

■公司深耕核电/火电凝结水精处理，有望充分受益于行业投资加速：公司深耕核电、火电凝结水精处理多年，是国家专精特新“小巨人”企业，行业市占率较高，主要面向中核集团、华能集团、大唐集团、国家能源集团等大型发电央企以及各大地方发电集团，目前已经提供了数百套水处理项目的系统设计、设备集成等产品和服务。据招股书披露，公司在核电凝结水精处理系统设备领域的市占率约28.7%，在火电凝结水精处理系统设备领域的市占率约10.47%，行业中主要竞争对手公司仅有中电环保、华电水务以及中电加美。2020年以来公司受疫情影响交付周期延长，叠加原材料价格上涨，公司利润端出现下滑，核电及火电投资加速背景下公司主业有望回暖。

■新业务燃料电池发动机发展空间广阔：公司自2021年组建氢燃料电池发动机系统团队以来业务发展迅速：从技术层面看，公司HYPSR-01燃料电池系统样机已于2021年下半年通过国家新能源汽车质量监督检验中心的检测，2022年8月，搭载公司研发生产的HYPSR-04(70kW)燃料电池发动机系统的一款燃料电池城市客车入选工信部发布的《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。从订单情况看，除此前年报中披露的公司与新大方重工签订的4台100kW氢燃料电

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价： 20.8元  
股价(2022-09-14) 15.99元

交易数据

总市值(百万元)	2,429.63
流通市值(百万元)	1,478.37
总股本(百万股)	157.87
流通股本(百万股)	96.06
12个月价格区间	9.11/19.32元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	32.05	51.07	33.35
绝对收益	31.65	51.33	21.19

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003  
zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

力源科技：能源保供下核电、火电水处理有望复苏，二度创业布局氢燃料电池/  
周喆 2022-07-12

池发动机订单（合计 420 万元）外，7 月厦门金龙公司计划在未来三年半内向公司合计采购 60kW 氢燃料电池发动机系统 370 台、100kW 氢燃料电池发动机系统 305 台，150kW 氢燃料电池发动机系统 180 台，合计 855 台。同时，公司已与吉利新能源商用车集团有限公司签署了《合作意向书》，新业务发展前景广阔。目前公司正募集资金扩建燃料电池发动机项目，完全投产后年产能将达 5000 套，据公司测算满产情况下年收入有望达到 16.3 亿元。

■ **投资建议：** 受益于核电/火电投资加速主业复苏，叠加新业务燃料电池发动机进展较快，我们上调了盈利预测。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 4.48 亿元、6.77 亿元、10.74 亿元，增速分别为 6.6%、51.1%、58.7%，净利润分别为 0.38 亿元、0.67 亿元、1.69 亿元，增速分别为 4.5%、75.8%、150.8%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.8 元。

■ **风险提示：** 政策推动不及预期、下游需求不及预期、项目延期风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	270.7	420.2	447.9	676.7	1,074.1
净利润	44.1	36.6	38.3	67.3	168.8
每股收益(元)	0.28	0.23	0.24	0.43	1.07
每股净资产(元)	2.65	4.14	4.65	4.96	5.64
<b>盈利和估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
市盈率(倍)	60.2	72.4	69.3	39.4	15.7
市净率(倍)	6.3	4.1	3.6	3.4	3.0
净利率	16.3%	8.7%	8.5%	9.9%	15.7%
净资产收益率	10.5%	5.6%	5.2%	8.6%	19.0%
股息收益率	0.0%	0.9%	0.3%	0.7%	2.3%
ROIC	11.3%	7.2%	6.6%	13.2%	25.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	270.7	420.2	447.9	676.7	1,074.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	187.4	323.9	353.9	524.1	753.7	营业收入增长率	-18.8%	55.3%	6.6%	51.1%	58.7%
营业税费	1.3	1.8	2.0	3.1	4.8	营业利润增长率	-27.0%	-28.8%	29.4%	81.1%	154.1%
销售费用	5.3	12.1	13.4	17.7	30.4	净利润增长率	-15.5%	-16.9%	4.5%	75.8%	150.8%
管理费用	9.3	12.8	15.7	22.5	35.3	EBITDA 增长率	-26.4%	17.6%	-24.3%	76.1%	153.2%
研发费用	17.8	15.8	23.1	35.0	50.4	EBIT 增长率	-27.0%	9.7%	-30.4%	91.9%	169.8%
财务费用	3.0	1.2	-1.4	1.5	15.5	NOPLAT 增长率	-24.7%	-28.2%	16.4%	91.9%	169.8%
资产减值损失	-0.9	-1.5	1.2	0.4	-0.1	投资资本增长率	13.3%	25.5%	-3.9%	39.5%	49.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.2%	56.2%	12.4%	6.7%	13.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	43.4	30.9	40.0	72.4	184.0	毛利率	30.8%	22.9%	21.0%	22.5%	29.8%
加:营业外净收支	6.3	8.8	2.8	2.9	4.8	营业利润率	16.0%	7.4%	8.9%	10.7%	17.1%
<b>利润总额</b>	49.7	39.7	42.8	75.3	188.8	净利润率	16.3%	8.7%	8.5%	9.9%	15.7%
减:所得税	5.6	3.0	4.5	8.0	20.0	EBITDA/营业收入	19.3%	14.6%	10.4%	12.1%	19.3%
<b>净利润</b>	44.1	36.6	38.3	67.3	168.8	EBIT/营业收入	18.7%	13.2%	8.6%	10.9%	18.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	63	67	59	37	22
货币资金	59.4	133.8	216.2	215.5	342.1	流动运营资本周转天数	270	225	249	216	230
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	683	512	715	630	559
应收账款	313.0	338.4	491.9	791.7	1,106.2	应收账款周转天数	412	279	334	341	318
应收票据	35.8	29.1	208.8	78.4	319.0	存货周转天数	39	31	49	41	36
预付账款	14.2	18.1	33.9	36.4	59.3	总资产周转天数	947	711	901	745	630
存货	29.2	42.2	79.5	73.2	141.8	投资资本周转天数	518	400	409	318	292
其他流动资产	58.0	124.5	61.4	81.3	89.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.5%	5.6%	5.2%	8.6%	19.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	3.9%	2.9%	4.5%	7.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	11.3%	7.2%	6.6%	13.2%	25.6%
投资性房地产	-	4.5	4.5	4.5	4.5	<b>费用率</b>					
固定资产	81.4	75.8	71.8	67.7	63.7	销售费用率	2.0%	2.9%	3.0%	2.6%	2.8%
在建工程	111.0	0.9	0.9	0.9	0.9	管理费用率	3.4%	3.0%	3.5%	3.3%	3.3%
无形资产	15.8	128.9	124.9	120.9	116.9	研发费用率	6.6%	3.8%	5.2%	5.2%	4.7%
其他非流动资产	10.0	35.1	16.7	19.3	23.1	财务费用率	1.1%	0.3%	-0.3%	0.2%	1.4%
<b>资产总额</b>	727.7	931.5	1,310.4	1,490.0	2,266.7	四费/营业收入	13.1%	10.0%	11.3%	11.3%	12.3%
短期债务	64.8	34.4	-	19.4	95.7	<b>偿债能力</b>					
应付账款	175.4	159.9	378.8	417.7	606.8	资产负债率	42.5%	29.9%	43.9%	47.4%	60.7%
应付票据	30.8	33.1	93.4	66.6	149.4	负债权益比	73.9%	42.6%	78.3%	90.1%	154.4%
其他流动负债	35.8	47.7	101.1	69.8	97.1	流动比率	1.66	2.49	1.90	2.23	2.17
长期借款	-	-	-	130.3	424.0	速动比率	1.57	2.34	1.77	2.10	2.02
其他非流动负债	2.5	2.9	2.4	2.6	2.6	利息保障倍数	16.68	47.99	-26.65	48.26	12.86
<b>负债总额</b>	309.3	278.1	575.6	706.4	1,375.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.14	0.05	0.12	0.39
股本	80.2	107.0	157.9	157.9	157.9	分红比率	0.0%	61.6%	20.5%	27.4%	36.5%
留存收益	338.2	546.5	576.9	625.8	733.1	股息收益率	0.0%	0.9%	0.3%	0.7%	2.3%
<b>股东权益</b>	418.4	653.4	734.8	783.7	890.9						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.28	0.23	0.24	0.43	1.07
净利润	44.1	36.6	38.3	67.3	168.8	BVPS(元)	2.65	4.14	4.65	4.96	5.64
加:折旧和摊销	2.7	7.1	8.0	8.0	8.0	PE(X)	60.2	72.4	69.3	39.4	15.7
资产减值准备	0.9	1.5	-	-	-	PB(X)	6.3	4.1	3.6	3.4	3.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	115.5	-28.1	127.5	130.3	13.8
财务费用	2.7	2.2	-1.4	1.5	15.5	P/S	9.8	6.3	5.9	3.9	2.5
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	26.0	51.9	31.3	13.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	15.2%	66.4%	-9.8%	15.2%	66.4%
营运资金的变动	-57.4	-163.0	30.8	-207.8	-359.5	PEG	4.0	1.1	-7.1	2.6	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	24.4	-23.3	75.6	-131.0	-167.1	ROIC/WACC	1.1	0.7	0.6	1.3	2.4
投资活动产生现金流量	-22.2	-73.5	-	-	-	REP	-	4.5	7.7	2.9	1.1
融资活动产生现金流量	2.0	174.2	6.7	130.3	293.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034