

## 商用车复苏公司业绩大幅好转，氢燃料电池等业务构筑长远增长空间

中自科技 (688737)

### 核心观点

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 22 年受商用车销量波动出现较大幅度的业绩下滑，在行业逆境中公司坚持投入，22 年实现研发投入 9,278.77 万元，占全年营收比例 20.74%。2023 年一季度，伴随着商用车市场的恢复、非道路国四的实施以及公司在大客户长安的突破，公司营收与业绩出现明显反转，实现营业收入 2.65 亿元，同比+175.84%，归母净利润 618.55 万元，同比扭亏为盈（22 年同期亏损 1078.95 万元）。预计 2023 年在商用车销量恢复叠加公司份额提升的双击下，公司业绩有望实现明显增长，同时，储能与动力电池、工业催化剂、氢燃料电池等业务的布局，有望给公司打开中长期成长空间。

### 事件

#### 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司 2022 年实现营业收入 4.47 亿元，同比-53.50%，归母净利润-0.87 亿元，同比-938.42%。看单季度，2022Q4 实现营业收入 1.37 亿元，同比-38.51%，归母净利润-0.35 亿元，同比-195.45%。

公司 2023Q1 实现营业收入 2.65 亿元，同比+175.84%，归母净利润 618.55 万元，同比扭亏为盈（22 年同期亏损 1078.95 万元）。

#### 2023 年 3 月重卡销量 11.54 万辆，同比+50.37%，环比+49.57%

根据中汽协的数据，2023 年 3 月份，我国重卡市场销售 11.54 万辆，环比今年 2 月上涨 48.57%，比上年同期增长 50.37%，这是今年市场继 2 月份以来的第二个月增长。

#### 2023 年 3 月天然气重卡销量 9528 辆，同比+147%，环比+48%

根据第一商用车网掌握的终端销量数据（交强险口径，不含出口和军品），2023 年 3 月份，国内天然气重卡实销 9528 辆，同比大增 147%，增幅较上月（2 月份天然气重卡市场同比增长 129%）扩大 18 个百分点，比 2022 年 3 月份多销售超 5600 辆，约为 2022 年 3 月份销量的 2.5 倍。天然气重卡市场本轮增长已扩大至“4 连增”。

### 简评

行业逆境中坚持研发投入，行业复苏时加倍反转。2022 年商用车市场下滑幅度较大，整体销量 330 万辆，同比下降 31.2%，其中重卡销量 67.2 万辆，同比下滑 51.8%，中自科技大部分收入来自于商用车尾气处理催化剂，受此影响营收及业绩出现较大幅度下滑。在行业面临冲击时，公

维持

买入

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：s1440518100011

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

邓皓烛

denghaozhu@csc.com.cn

13636339329

SAC 执证编号：s1440522120001

发布日期：2023 年 04 月 28 日

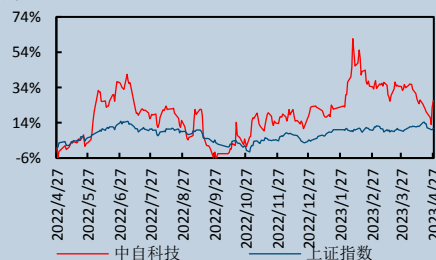
当前股价：38.86 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.04/-6.66	3.93/3.29	29.4/15.56
12 月最高/最低价 (元)		51.65/28.42
总股本 (万股)		8,603.5
流通 A 股 (万股)		4,517.58
总市值 (亿元)		33.43
流通市值 (亿元)		17.56
近 3 月日均成交量 (万股)		122.08
主要股东		
陈启章		32.39%

#### 股价表现



司继续加大技术研发投入，全年研发投入 9,278.77 万元，占全年营业收入的比例 20.74%。截止 2022 年底，公司共有研发人员 197 名，占公司总人数比例达到 35.55%，其中 7 名博士研究生，45 名硕士研究生。进入 2023 年，伴随着商用车市场的恢复、非道路国四的实施以及公司在大客户长安的突破，公司营收与业绩出现明显反转。

### 2023 年商用车销量快速恢复，公司份额提升业绩有望双击

2023 年 2 月，重卡销售 7.7 万辆，同比+29.44%，环比+58.34%，结束连续 21 个月的同比下滑，3 月销售数据进一步提升至 11.54 万辆，环比今年 2 月+48.57%，比上年同期+50.37%；轻卡 2 月 17.7 万辆，同比+43.24%，环比+97.95%，3 月份轻卡市场销量进一步提升至 20.96 万辆，同比+14.66%，环比+18.63%，商用车市场复苏明显。展望后市，因为 2022 年 4 月起商用车销量便开始出现大幅下滑，2022 年 4 月重卡销量仅 4.4 万辆，同比-77.29%，4-12 月月均销量仅 4.9 万辆，基数较低，后续重卡及商用车销量有望继续实现可观增长。

截止 2022 年底，公司已取得 13 款柴油道路国六机型公告，相比 2021 年底增加 5 款，其中 8 款已经量产，后续随着公司柴油道路机型的继续开发及量产，公司的市场占有率有望持续提升。公司目前古楠街生产基地共有产能汽油车催化剂/器 6 万套/年，天然气催化剂/器 12 万套每年，柴油车催化剂/器 43 万套每年，2023 年以来已经满负荷生产，在建项目新型催化剂智能制造园包含产能汽油车催化剂/器 100 万套/年，天然气催化剂/器 10 万套/年，柴油车催化剂/器 20 万套/年，催化剂产品封装 30 万套/年，汽车后处理装置智能制造产业园包含产能柴油车催化剂/器 35 万套/年，预计均将在 2023 年完工，为公司的增长奠定坚实基础。

### 天然气重卡销量强劲增长，公司拿下关键定点份额有望大增

2020 年因为重卡整体销量较高、LNG 价格较低、油气差价相对稳定等因素，天然气重卡销量创下 14.2 万辆的高点，当年天然气发动机龙头为潍柴动力与中国重汽，销量分别占比 49.98% 与 29.58%，主销机型分别为 WP13NG 与 MT13。中自科技 2020 年销售天然气催化剂 7.87 万套，其中配套于重卡 6.89 万套，市场占有率达到 48.55%，公司也在当年实现 25.77 亿元的销售收入，其中 21.99 亿元来自于天然气催化剂。2021 年由于 LNG 价格显著上行，天然气重卡销量跌至 5.93 万辆，同比-58%，2022 年在俄乌冲突的影响下 LNG 价格进一步上行，需求也受到疫情等因素影响，全年天然气重卡销量仅 3.73 万辆，同比-37%。公司天然气催化剂收入也随之持续大降。

进入 2023 年，天然气价格一直呈下降趋势，1 月份平均价格接近 7000 元/吨，2 月份继续下降至约 6500 元/吨，3 月下旬价格已低于 5000 元/吨，根据统计局数据，4 月 20 日 LNG 价格为 4503.50 元/吨，相比 22 年高点的 8437.20 元/吨已经下降 47%，与此同时柴油价格维持高位，4 月 20 日柴油价格为 8022.70 元/吨，与 LNG 价差达到 3519 元/吨，以单月重卡运营里程 2 万公里测算，460 马力重卡单车每月节省燃料成本 2 万元左右，对天然气重卡销售形成明显刺激。天然气重卡自 2022 年 12 月开始已经连续 3 个月同比增长，并在 2 月站上 6000 辆关口，3 月进一步提升至 9528 辆，后续在需求恢复以及低气价的背景下销量有望继续实现明显增长。

在天然气车板块，截至 2022 年底，公司已取得 17 款天然气重卡国六机型公告，位列行业第一。其中 22Q4 公司取得潍柴动力 WP13NG 机型和中国重汽 MT13 机型的公告，整车公告正在办理中。由于这两款机型在天然气重卡市场占有率较高，公司 23Q2 起份额有望达到 60%，天然气板块有望高速增长。

### 非道路国四创造全新增量，突破大客户长安汽油增量明显

非道路移动机械国四标准于 2022 年 12 月 1 日起正式实施，工程机械、农用机械等将面对更加严格的排放要求，给尾气催化剂市场带来全新的增量空间达 80-100 亿元，而且该市场内资相比外资的竞争劣势不明显，公司已取得 15 款柴油非道路国四机型公告，其中 11 款已经批量生产，将创造明显新增收入。

在汽油车板块，2022 年公司成功进入长安汽车供应链，实现乘用车大客户突破。目前已获得深蓝 SL03 增程版车型、P201 揽拓者皮卡和 MDS201 轻货车型的环保公告，其中 SL03 已实现量产，其它多款车型也将在 23H1 陆续获得公告并量产，深蓝 SL03 在 2023 年 3 月交付量达到 8568 辆，连续两周自主品牌新能源中型轿车销量第一，2023 年公司汽油车产品线收入有望大幅增长。

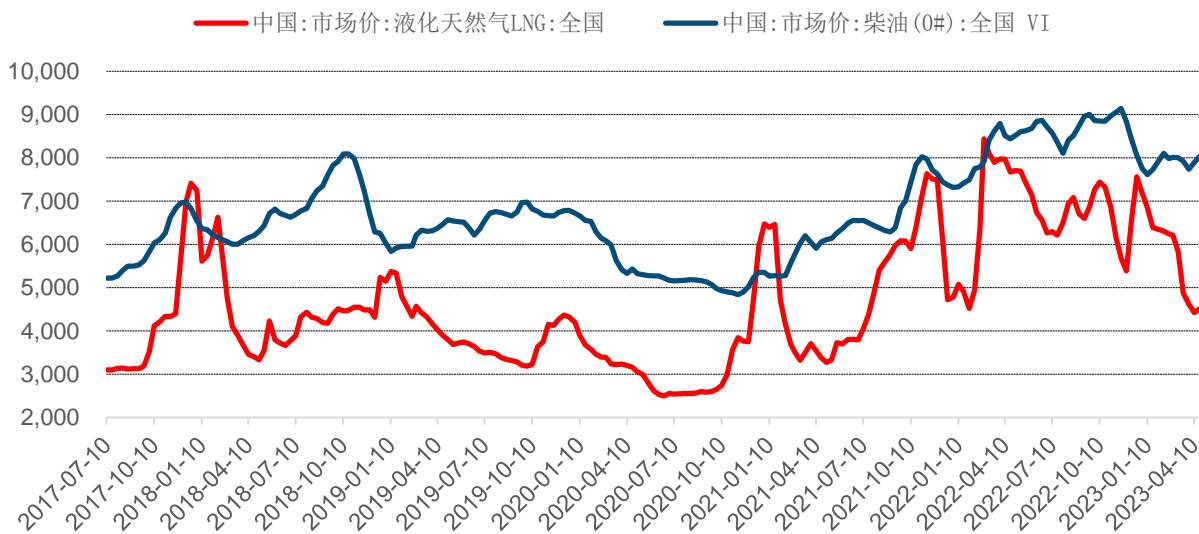
**积极推进储能与动力电池、工业催化剂、氢燃料电池等业务，打开中长期成长空间**

**储能与动力电池板块：**2022 年底公司大圆柱磷酸铁锂 PACK 中试线已建成并实现模组批量销售。公司第一代钠离子电池原型样件已经完成开发，能量密度 120Wh/kg，第二代钠离子电池产品正在开发，截至 4 月 28 日，固态电池中试线正在进行设备的安装调试，将按照计划进行试生产和样品验证。

**工业催化剂板块：**公司拟在四川彭山经济开发区投资 6 亿元，新增工业催化剂产能 800 吨/年，其中 VOCs 催化剂 200 吨/年，BDO 等系列催化剂 600 吨/年，利用此前在催化材料的技术积累以及在工业 VOCs 催化剂领域的产业化经验，进一步拓展工业催化细分领域市场，项目预计于 2024 年建成投产。

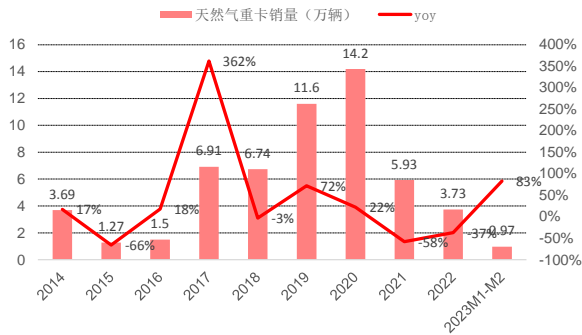
**氢燃料电池板块：**根据美国能源部测算，当氢燃料电池电堆年出货量 50 万台时，电催化剂成本将占电堆生产成本的 41%，显著高于电堆的其他部件。目前我国氢燃料电池电催化剂主要依赖进口，庄信万丰和日本田中贵金属等外国环保催化剂厂商的技术和产品优势显著。公司氢燃料电池用铂碳催化剂公斤级制备线已经建成并具备规模化中试生产能力，并参与“十三五”国家重点研发计划，预计于 2023 年 10 月底前结题并形成公斤级的铂合金催化剂的制备能力。公司针对 PEM 电解槽阳极开发的铱黑和氧化铱黑催化剂进入小试阶段，计划于 2023 年底实现中试生产和送样验证。在固态氧化物燃料电池（SOFC）板块，公司同时布局了阳极支撑燃料电池和金属支撑固态氧化物燃料电池，目前公司已经开发出 10cm\*10cm 的单电池制备技术，正在进行固态氧化物燃料电池单电池中试生产线的建设和千瓦级电堆组装技术的开发。

**图：LNG 与柴油价格走势**



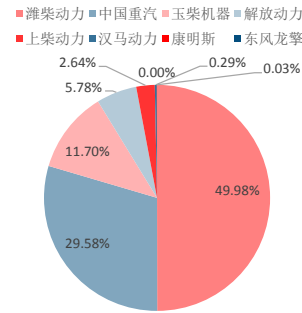
资料来源：Wind，中信建投

图：天然气重卡销量及增速



资料来源：第一商用车，中信建投

图：2020年潍柴与重汽占据天然气发动机主要份额



资料来源：第一商用车，中信建投

### 盈利预测与估值：

预计公司 23-24 年归母净利润为 0.80、2.31 亿元，EPS 分别为 0.93、2.68 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：

商用车销量修复不及预期（公司所处行业市场需求与商用车市场特别是重卡市场产销量高度相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；公司新增公告进度和份额提升不及预期（国五向国六切换初期，国内公司丢失较多份额，随着新增公告的开发和量产，公司份额有望逐步提升，如果提升幅度不及预期将影响公司利润）；公司新项目进度不达预期（公司规划了储能与钠电池、工业催化剂等多个项目，若上述项目不能如期达产，将对公司的产销、经营成本等造成影响，进而影响收益）。敏感性测试：假设 23-24 年公司柴油道路和非道路销量均为 5、10 万套（即相比原假设减半），则对应 23-24 年归母净利润为 0.73 亿元、2.07 亿元，相比原预测分别下滑 9%、12%。

### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	2,577	962	447	1,799	3,237
增长率(%)	157.4	-62.7	-53.5	302.0	79.9
归属母公司股东净利润	218	10	-87	80	231
增长率(%)	152.3	-95.2	-938.4	-	188.2
销售毛利率	17.2	15.1	5.6	12.7	14.5
销售净利率	8.5	1.1	-19.7	4.4	7.1
ROE(%)	38.5	0.5	-4.6	4.1	10.6
EPS(摊薄/元)	3.38	0.12	-1.0	0.93	2.68
市盈率(P/E)	11.5	321.2	-39.2	41.8	14.5
市净率(P/B)	4.5	1.7	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

## 分析师介绍

**秦基粟：**上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，现任中小市值组首席分析师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

**卢昊：**中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

**邓皓烛：**中信建投证券中小盘研究员，同济大学土木工程硕士，法国国立路桥大学工程师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

## 研究助理

**林伟昊** 15121076080 linweihao@csc.com.cn



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk