

投资评级 优于大市 维持

营收稳健，市占率有所下滑

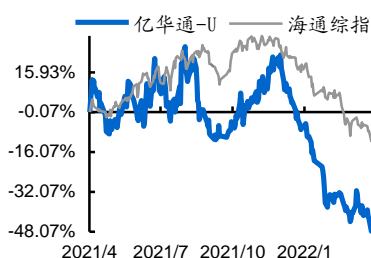
股票数据

04月15日收盘价(元)	126.70
52周股价波动(元)	124.34-348.55
总股本/流通A股(百万股)	71/51
总市值/流通市值(百万元)	9040/6470

相关研究

《市占率提升，坏账计提拖累利润》
2021.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.9	-26.1	-48.1
相对涨幅(%)	-18.0	-17.1	-36.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyq12265@htsec.com

证书:S0850520110002

分析师:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

证书:S0850522030001

投资要点:

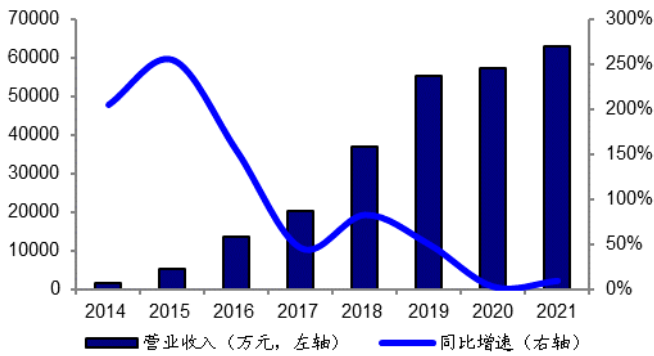
- **公司2021年营收表现稳健，利润端受坏账损失计提比例增加拖累。**公司2021年全年营业收入为6.3亿元，同比+10.0%；归母净利润为-1.62亿元，同比-618.9%，扣非归母净利润为-1.78亿元，同比-342.0%，主要受2021年毛利率下滑、加大对申龙客车及中植汽车等应收款项坏账损失计提比例等因素导致。
- **2021年燃料电池汽车行业整体明显改善，公司市占率有所下滑。**2021年，全国燃料电池汽车销量1586辆，同比+34.75%，而公司燃料电池发动机销量为543台，同比+9.92%，市占率有所下滑至34%。
- **毛利率有所下滑，费用率整体处于高位。**2021年公司综合毛利率37.88%，同比-5.78pct，主要受行业市场的竞争发展，公司销售定价有所下降所致，销售、管理、研发及财务费用率分别为9.90%、21.58%、14.74%、-1.63%，同比+3.11pct、+5.81pct、+1.69pct、-1.35pct，费用率整体提升较多、拖累净利率水平。
- **盈利预测与投资建议。**公司燃料电池发动机龙头地位已初步显现，搭载公司发动机系统的燃料电池车辆已在北京、张家口、郑州、成都、淄博等地投入商业化示范运营，并借助冬奥会机遇向全球展示技术实力，我们判断扩产后产品经济性也将大幅改善，未来发展值得期待。我们预计公司2022/2023/2024年EPS分别为1.48/2.09/3.05元，考虑到燃料电池汽车行业处于高速发展期、且公司作为龙头，享受较高估值溢价，给予2022年90-100倍PE，合理价值区间为133.20-148.00元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**1、燃料电池汽车销量表现不及预期；2、燃料电池汽车上下游技术进步低于预期；3、国家补贴等鼓励政策不及预期；4、应收账款无法及时回收或不稳定的风险；5、冬奥会活动推迟等。

主要财务数据及预测

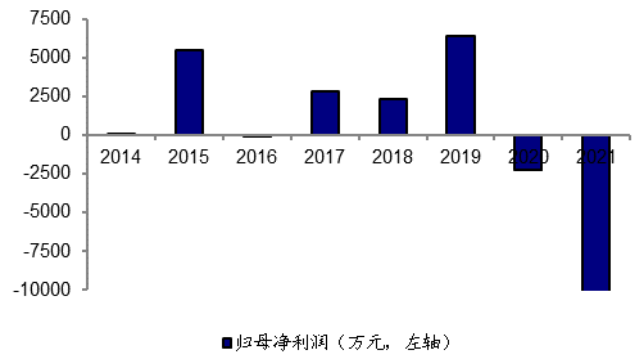
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	572	629	1181	1504	1900
(+/-)YoY(%)	3.4%	10.0%	87.6%	27.4%	26.3%
净利润(百万元)	-23	-162	105	149	218
(+/-)YoY(%)	-135.2%	-618.9%	165.1%	41.7%	45.7%
全面摊薄EPS(元)	-0.32	-2.27	1.48	2.09	3.05
毛利率(%)	43.6%	37.9%	37.4%	36.5%	35.7%
净资产收益率(%)	-1.0%	-6.5%	4.0%	5.4%	7.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

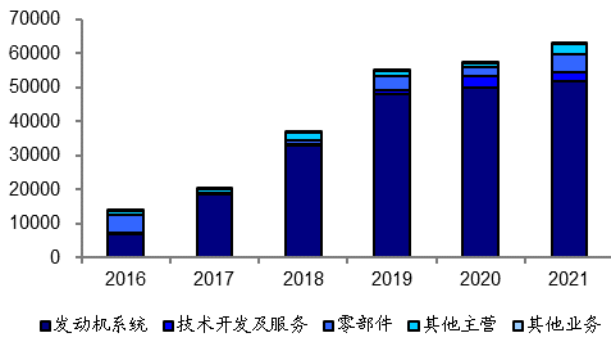
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司营业收入与同比增速


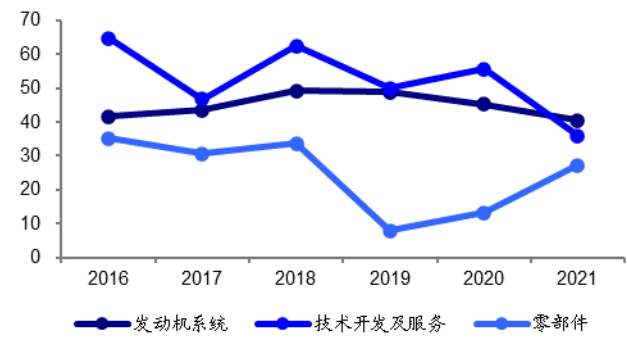
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司归母净利润情况


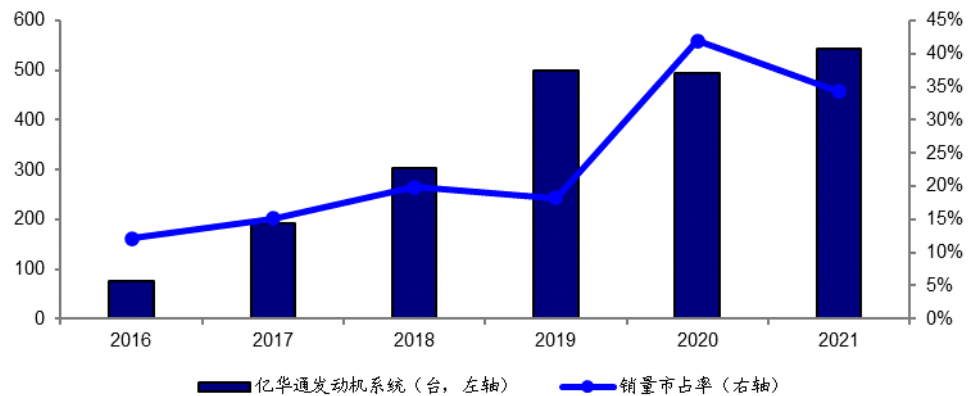
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司主营业务收入构成 (万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司主营业务毛利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司燃料电池发动机系统销量及市占率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 公司主营业务收入预测 (万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
发动机系统	51,805	103,038	131,373	166,921
技术开发与服务	2,749	4,000	5,000	6,000
零部件	5,283	7,000	9,000	11,000

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

股票代码	公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300408.SZ	三环集团	1.15	1.50	1.85	23	18	15
300750.SZ	宁德时代	5.73	10.62	15.27	79	42	30
600166.SH	福田汽车	0.07	0.18	0.49	35	14	5
	平均值	2.32	4.10	5.87	46	25	16

注: 收盘价为 2022 年 4 月 15 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	629	1181	1504	1900
每股收益	-2.27	1.48	2.09	3.05	营业成本	391	740	955	1222
每股净资产	35.08	36.55	38.65	41.70	毛利率%	37.9%	37.4%	36.5%	35.7%
每股经营现金流	-1.70	-2.07	1.66	3.29	营业税金及附加	2	4	5	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	62	83	98	114
P/E	-55.83	85.76	60.52	41.53	营业费用率%	9.9%	7.0%	6.5%	6.0%
P/B	3.61	3.47	3.28	3.04	管理费用	136	142	150	152
P/S	14.36	7.65	6.01	4.76	管理费用率%	21.6%	12.0%	10.0%	8.0%
EV/EBITDA	-8723	59.83	40.93	28.19	EBIT	-55	119	191	292
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-10	-10	-4	-2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.6%	-0.9%	-0.3%	-0.1%
毛利率	37.9%	37.4%	36.5%	35.7%	资产减值损失	-51	0	0	0
净利润率	-25.7%	8.9%	9.9%	11.5%	投资收益	-3	0	0	0
净资产收益率	-6.5%	4.0%	5.4%	7.3%	营业利润	-242	159	225	328
资产回报率	-4.5%	2.8%	3.6%	4.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-1.5%	3.2%	4.8%	6.6%	利润总额	-242	159	225	328
盈利增长 (%)					EBITDA	-2	147	219	320
营业收入增长率	10.0%	87.6%	27.4%	26.3%	所得税	-41	27	38	56
EBIT 增长率	-226.0%	316.6%	60.7%	53.0%	有效所得税率%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	-618.9%	165.1%	41.7%	45.7%	少数股东损益	-39	26	37	54
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-162	105	149	218
资产负债率	20.2%	20.7%	23.2%	24.4%					
流动比率	4.12	3.57	2.89	2.59	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.58	2.89	2.29	2.03	货币资金	856	285	200	200
现金比率	1.52	0.46	0.25	0.21	应收账款及应收票据	739	1068	1195	1301
经营效率指标					存货	260	365	419	469
应收帐款周转天数	417.43	320.00	280.00	240.00	其它流动资产	461	493	498	501
存货周转天数	243.08	180.00	160.00	140.00	流动资产合计	2317	2211	2312	2471
总资产周转率	0.17	0.31	0.36	0.41	长期股权投资	319	439	559	679
固定资产周转率	2.74	4.38	4.86	5.44	固定资产	230	270	310	350
					在建工程	191	271	351	431
					无形资产	139	181	203	225
					非流动资产合计	1308	1602	1869	2136
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3624	3812	4180	4607
净利润	-162	105	149	218	短期借款	100	0	92	155
少数股东损益	-39	26	37	54	应付票据及应付账款	369	507	576	643
非现金支出	277	28	28	28	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-30	1	1	2	其它流动负债	93	112	132	156
营运资金变动	-167	-309	-97	-68	流动负债合计	562	618	800	954
经营活动现金流	-121	-148	118	235	长期借款	0	0	0	0
资产	-227	-197	-170	-170	其它长期负债	169	169	169	169
投资	-369	-120	-120	-120	非流动负债合计	169	169	169	169
其他	3	-5	-5	-5	负债总计	731	788	969	1123
投资活动现金流	-593	-322	-295	-295	实收资本	71	71	71	71
债权募资	96	-100	92	63	归属于母公司所有者权益	2503	2608	2757	2975
股权募资	580	0	0	0	少数股东权益	390	417	454	508
其他	-123	-1	-1	-2	负债和所有者权益合计	3624	3812	4180	4607
融资活动现金流	553	-101	91	60					
现金净流量	-161	-571	-85	0					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 15 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

王猛 汽车行业
曹雅倩 汽车行业
房乔华 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,继峰股份,伯特利,长城汽车,华域汽车,新泉股份,星宇股份,福耀玻璃,拓普集团,泉峰汽车,华阳集团,沪光股份,德赛西威,斯达半导,保隆科技,大地电气,经纬恒润,宁波高发,长安汽车,科博达,同心传动,江淮汽车,精锻科技,上汽集团,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,吉利汽车,明新旭腾,广汇汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。