

2021年07月23日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号: S0600520070005

18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

氢能产业政策持续落地，压缩设备龙头有望率先获益

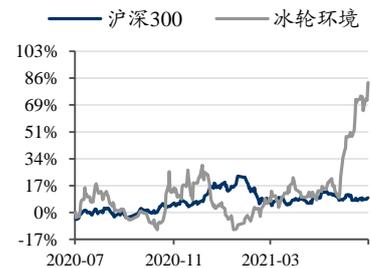
买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,044	4,839	5,876	7,167
同比 (%)	5.8%	19.68%	21.41%	21.98%
归母净利润 (百万元)	223	342	438	548
同比 (%)	-51.1%	53.53%	28.14%	25.17%
每股收益 (元/股)	0.30	0.46	0.59	0.73
P/E (倍)	42.43	27.64	21.57	17.23

投资要点

- **事件:** 1) 7月16日, 国资委秘书长彭华岗介绍, 超过三分之一的中央企业已经在制定包括制氢、储氢、加氢、用氢等全产业链布局, 取得了一批技术研发和示范应用成果。2) 7月19日, 河北省发改委印发《河北省氢能产业发展“十四五”规划》。
- **氢能源发展市场空间广阔, 产业政策持续落地催化。** 根据中国氢能联盟预测, 到2030年, 中国氢气需求量将达到3500万吨, 在终端能源体系中占比为5%; 到2050年, 需求量将达到6000万吨 (相当于2020年的292.68%), 在终端能源体系中占比为10%, 可减排约7亿吨二氧化碳, 产业链产值达到12万亿元/年。政策层面: 1) 7月16日, 国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗介绍, 超过三分之一的中央企业已经在制定包括制氢、储氢、加氢、用氢等全产业链布局, 取得了一批技术研发和示范应用成果。2) 7月19日, 河北省发改委印发《河北省氢能产业发展“十四五”规划》, 提出到2022年, 氢能关键装备及其核心零部件基本实现自主化和批量化生产, 氢能产业链年产值150亿元。到2025年, 培育国内先进的企业10-15家, 氢能产业链年产值达到500亿元。
- **压缩设备龙头冰轮环境提前布局, 燃料电池空压机和氢气循环泵已获认证。** 2019年6月, 冰轮环境公告全资设立山东冰轮海卓氢能技术研究院有限公司, 立足于公司冷热一体化系统研发及制造优势, 联合多家在氢能产业技术研究方面有突出优势的高校和科研院所, 开展氢能产业重大装备及共性关键技术研究, 孵化氢能科技成果产业化应用。2021年6月, 公司公告, 联合中科院物化所、西安交大、烟台东德实业研制的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池空气压缩机、燃料电池氢气循环泵、高压加氢压缩机产品通过了中国通用机械工业协会的科学技术成果鉴定。鉴定意见为, 公司研发的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池氢气循环泵, 填补了国内空白, 产品整体性能达到国际先进水平; 研发的燃料电池空气压缩机的主要性能指标、高压加氢压缩机的整体性能达到国际先进水平。此前公司研发的氢液化领域新型高效氢气螺杆压缩机被国家能源局遴选为第一批能源领域首台(套)重大技术装备项目。我们引用中国氢能联盟对燃料电池产业总体目标的测算, 2025、2035年燃料电池车分别为5、130万辆, 假设单车平均功率分别为80、100kW, 单位功率成本分别为3000、2000元/kW, 根据北极星氢能网的数据, 氧化剂供应子系统占比燃料电池系统成本为20%, 其中空压机是主要部分, 假设加上氢气循环系统合计占比成本为20%, 则对应2025、2035年市场空间分别为24、520亿元。
- **估值及盈利预测:** 我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.46、0.59、0.73元, 对应PE分别为28、22、17倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格、行业竞争加剧、冷链物流行业发展不达预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.66
一年最低/最高价	6.01/12.75
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	9442.10

基础数据

每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	44.28
总股本(百万股)	745.84
流通 A 股(百万股)	745.82

相关研究

1、《冰轮环境 (000811): 冰轮环境: 气温控制领域龙头, 碳捕集和氢能源设备业务打开成长空间》2021-07-14

【事件】

1) 7月16日, 国资委秘书长彭华岗介绍, 超过三分之一的中央企业已经在制定包括制氢、储氢、加氢、用氢等全产业链布局, 取得了一批技术研发和示范应用成果。

2) 7月19日, 河北省发改委印发《河北省氢能产业发展“十四五”规划》

一、氢能源发展市场空间广阔, 产业政策持续落地催化

根据中国氢能联盟的预测, 到2030年, 中国氢气需求量将达到3500万吨, 在终端能源体系中占比为5%; 到2050年, 需求量将达到6000万吨(相当于2020年的292.68%), 在终端能源体系中占比为10%, 可减排约7亿吨二氧化碳, 产业链产值达到12万亿元/年。其中, 交通运输领域用氢2458万吨, 约占该领域用能的19%, 相当于减少8357万吨原油或者1000亿立方米天然气; 工业领域用氢3370万吨、建筑及其他领域用氢110万吨, 相当于减少1.7亿吨标煤。全国加氢站达到10000座以上, 燃料电池车产量达到500万辆/年, 固定式发电装置2万台套/年, 燃料电池系统产能550万台套/年。政策层面:

1) 7月16日, 国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗介绍, 超过三分之一的中央企业已经在制定包括制氢、储氢、加氢、用氢等全产业链布局, 取得了一批技术研发和示范应用成果。

2) 7月19日, 河北省发改委印发《河北省氢能产业发展“十四五”规划》, 提出到2022年, 氢能关键装备及其核心零部件基本实现自主化和批量化生产, 氢能产业链年产值150亿元。到2025年, 培育国内先进的企业10-15家, 氢能产业链年产值达到500亿元。

二、压缩设备龙头提前布局, 燃料电池空压机和氢气循环泵已获认证

2019年6月, 冰轮环境公告全资设立山东冰轮海卓氢能技术研究院有限公司, 立足于公司冷热一体化系统研发及制造优势, 联合多家在氢能产业技术研究方面有突出优势的高校和科研院所, 开展氢能产业重大装备及共性关键技术研究, 孵化氢能科技成果产业化应用。2021年6月, 公司公告, 联合中科院物化所、西安交大、烟台东德实业研制的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池空气压缩机、燃料电池氢气循环泵、高压加氢压

压缩机产品通过了中国通用机械工业协会的科学技术成果鉴定。鉴定意见为，公司研发的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池氢气循环泵，填补了国内空白，产品整体性能达到国际先进水平；研发的燃料电池空气压缩机的主要性能指标、高压加氢压缩机的整体性能达到国际先进水平。此前公司研发的氢液化领域新型高效氮气螺杆压缩机被国家能源局遴选为第一批能源领域首台（套）重大技术装备项目。

我们引用中国氢能联盟对燃料电池产业总体目标的测算，2025、2035年燃料电池车分别为5、130万辆，假设单车平均功率分别为80、100kW，单位功率成本分别为3000、2000元/kW，根据北极星氢能网的数据，氧化剂供应子系统占比燃料电池系统成本为20%，其中空压机是主要部分，假设加上氢气循环系统合计占比成本为20%，则对应2025、2035年市场空间分别为24、520亿元。

三、政府和企业均明确规划加速发展加氢站，公司加氢压缩机订单落地可期

政府端，江苏、山东、上海、广东等省份和城市均出台政策，明确规划加速发展加氢站。1) 2019年8月，江苏省发布《江苏省氢燃料汽车行动规划》，至2025年，基本建立完整的氢燃料电池汽车产业体系，力争全省整车产量突破1万辆，建设加氢站50座以上。2) 2020年7月，山东省发布《山东省氢能产业中长期发展规划（2020-2030年）》，2023年到2025年，累计推广燃料电池汽车10000辆，累计建成加氢站100座。3) 2020年11月，上海市印发了《上海市燃料电池汽车产业创新发展实施计划》，到2023年，规划加氢站接近100座并建成运行超过30座、形成产出规模约1000亿元、推广燃料电池汽车接近10000辆。4) 广东省日前公布的2021年重点建设项目计划中，涉及氢能产业的5个项目合计投资超600亿元，省内包括佛山、广州、深圳、茂名等多个城市均已制定出台了氢能规划。

企业端，中石化、中石油、国家能源集团等大型能源龙头均布局 and 推动加氢站建设。1) 中国石化规划，到2025年，利用原有3万座加油站、870座加气站的布局优势，建设1000座加氢站或油氢合建站，5000座充换电站，7000座分布式光伏发电站点，致力于打造成为中国第一氢能公司。截至2021年5月，中国石化已在广东、上海、浙江、广西、贵州等13个省市建成投运20个加氢站。2) 2021年2月，中国石油合资建设的太子城服务区加氢站正式投入使用，年内还有3座加氢站（崇礼北油氢合建站、福田加氢站、北京金龙油氢合建站）投运，未来中国石油还将在全国范围投运50座加氢站。3) 2019年11月，国家能源集团旗下首个加氢站——如皋加氢站国内首台70MPa加氢机调试成功，该站设计日加氢能力1000Kg，固定储氢能力600Kg，是国内加氢能力最大的加氢站；全天候24小时持续运营，能有效满足各类氢燃料电池车的快速连续加氢需求。

根据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，国内建设一座日加氢能力 500kg、加注压力为 35MPa 的加氢站需要投资 1500 万元，其中压缩机占比为 30%，对应 450 万元，按照我们前文中的测算，到 2025、2035 年分别建设加氢站 200、1500 座计算，对应压缩机市场空间分别为 9.0、67.5 亿元。我们在前文中已经介绍，公司的喷油螺杆氢气输送压缩机、高压加氢压缩机产品通过了中国通用机械工业协会的科学技术成果鉴定，产品整体性能达到国际先进水平，因此，在加氢站快速发展的趋势下，公司的加氢压缩机业务订单落地可期。

表 1: 部分已投产加氢站的投资及规模情况

时间	地区	名称	日加注量 kg/d	储备容 量 kg	加注压 力 Mpa	投资 (万元)	参与单位	备注
2006	北京	水丰加氢站	200	--	35	2400	北京清能华通、BP	具备站内制氢能力
2017	如皋	南通百应加氢站	2000	980	--	2473	氢枫能源、广东国鸿	撬装式加氢站
2017	上海	江桥加氢站	750	--	--	1200	富瑞氢能、嘉氢实业	撬装式加氢站
2017	佛山	丹灶瑞辉加氢站	300	350	35	1550	瑞晖能源	--
2018	成都	--	400	600	--	5000	四川燃气、四川金星	--
2018	佛山	佛罗路加氢站	1000	--	35	1250	佛山汽车运输集团	--
2018	云浮	罗定加氢站	400	--	35	1780	舜华西能源、云浮舜力氢能	--
2019	上海	驿蓝金山加氢站	1920	--	35/70	5500	上海驿蓝能源	外供氢、管道制氢

数据来源：《压缩机》杂志、东吴证券研究所

表 2: 部分已投产加氢站的投资及规模情况

成本构成	价格 (万元)	成本占比
压缩机	450	30%
土建施工费	225	15%
设备设置费	165	11%
其他各种配管	195	13%
自动售货机	195	13%
预冷机	105	7%
储压机	165	11%
总计	1500	100%

数据来源：《压缩机》杂志、东吴证券研究所

盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.46、0.59、0.73 元，对应 PE 分别为 28、22、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1) 原材料价格上涨对毛利率形成冲击，竞争加剧使得产品价格下降，冷链物流行业发展不达预期；

2) 行业竞争加剧，价格战使得公司的碳捕捉订单毛利率下降，碳中和相关政策实施和推进不达预期，公司在手订单执行进度不达预期，示范项目效果不达预期使得后续订单减少；

3) 燃料电池行业发展不达预期，竞争加剧使得公司燃料电池空压机业务毛利率下降，加氢站推行进度不达预期，公司在手订单执行进度不达预期。

冰轮环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,590	6,055	5,392	7,893	营业收入	4,044	4,839	5,876	7,167
现金	1,440	1,741	1,179	2,187	减:营业成本	2,976	3,600	4,361	5,318
应收账款	1,052	1,900	1,685	2,687	营业税金及附加	33	26	26	39
存货	715	1,095	1,044	1,597	营业费用	438	461	560	683
其他流动资产	1,383	1,318	1,484	1,422	管理费用	411	357	427	504
非流动资产	3,596	3,512	3,787	3,947	研发费用	175	170	200	251
长期股权投资	319	343	370	396	财务费用	45	3	9	6
固定资产	938	1,112	1,311	1,541	资产减值损失	19	16	27	33
在建工程	182	151	136	133	加:投资净收益	70	0	0	0
无形资产	177	137	98	59	其他收益	51	0	0	0
其他非流动资产	1,981	1,768	1,872	1,818	资产处置收益	7	0	0	0
资产总计	8,186	9,566	9,179	11,840	营业利润	261	409	520	651
流动负债	3,135	4,300	3,544	5,766	加:营业外净收支	2	1	1	2
短期借款	413	399	406	403	利润总额	263	410	521	653
应付账款	1,389	2,151	2,034	3,131	减:所得税费用	31	52	66	81
其他流动负债	1,333	1,750	1,104	2,232	少数股东损益	10	16	18	24
非流动负债	573	467	446	386	归属母公司净利润	223	342	438	548
长期借款	291	223	189	136	EBIT	264	396	509	632
其他非流动负债	282	244	257	251	EBITDA	365	521	664	822
负债合计	3,708	4,767	3,990	6,152	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	181	197	215	240	每股收益(元)	0.30	0.46	0.59	0.73
归属母公司股东权益	4,297	4,601	4,974	5,448	每股净资产(元)	5.76	5.61	6.11	6.74
负债和股东权益	8,186	9,566	9,179	11,840	发行在外股份(百万股)	746	746	746	746
					ROIC(%)	13.6%	20.4%	18.1%	29.1%
					ROE(%)	5.2%	7.5%	8.8%	10.1%
					毛利率(%)	26.4%	25.6%	25.8%	25.8%
					销售净利率(%)	5.5%	7.1%	7.5%	7.6%
					资产负债率(%)	45.3%	49.8%	43.5%	52.0%
					收入增长率(%)	5.8%	19.7%	21.4%	22.0%
					净利润增长率(%)	-51.1%	53.5%	28.1%	25.2%
					P/E	42.43	27.64	21.57	17.23
					P/B	2.20	2.26	2.07	1.88
					EV/EBITDA	23.14	15.24	12.78	9.08

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

