

# 华光环能 (600475.SH)

## 自主知识产权电解槽下线, 指标全国领先将迎高增空间

事件: 3月15日, 公司发布1500Nm<sup>3</sup>/h碱性电解槽下线公告及关于控股股东拟通过公开征集转让的方式协议转让公司股份的公告。

**自主知识产权电解槽下线, 高压及能耗指标全国领先。**公司已完成具有自主知识产权的双极板和电极催化剂, 利用自主开发的智能、参数化设计系统, 成功研发并下线产氢量1500Nm<sup>3</sup>/h的碱性电解槽, 并通过三维建模和应力分析测试。实现产氢压力3.2MPa, 填补国内千方级高压电解槽空白(隆基发布的碱性电解槽操作压力为1.6MPa); 预计单位能耗 $\leq 4.2\text{Kw}\cdot\text{h}/\text{Nm}^3\text{H}_2$ , 达到国标一级能效标准; 整套制氢系统具备10%-200%的负荷调节能力, 电流密度最高可达6000A/m<sup>2</sup>。公司目前已具备500Nm<sup>3</sup>/h以下、500-1000Nm<sup>3</sup>/h、1000-2000Nm<sup>3</sup>/h多个系列碱性电解水制氢系统制造技术, 具备10000m<sup>2</sup>电解槽水制氢设备制造场地, 并同步推进新制造基地建设。

**“氢”装上阵, 空间广阔。**双碳目标的设立推动我国绿氢发展, 可助力重要部门深度脱碳。“十四五”“十五五”期间电解水制氢市场将有爆发式增长, 据势银统计, 2021年中国碱性电解水制氢出货量约350MW, 碱性电解水制氢占据绝对的市场优势。2022年, 中国电解槽出货量约800MW, 在2021年基础上实现翻倍, 2030年中国碱性电解槽市场空间将超过100GW, 对应2022-2030年CAGR超80%。欧洲碳关税通过, 海外绿氢迎来发展新阶段, 催化我国绿氢出口需求。公司下线1500Nm<sup>3</sup>/h碱性电解槽, 各项性能指标国内领先, 有望迎来高增空间。

**引入战投, 多方赋能。**公司控股股东无锡市国联发展(集团)有限公司拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的不高于公司总股本25%, 计235973522股股票, 本次转让价格不低于8.70元/股, 转让完成后, 国联集团持股比例不低于47.23%, 不会导致公司第一大股东和实际控制人发生变更。2023年3月15日, 本次公开征集转让股份的请示及相关方案通过了江苏省政府国资委的预审核, 同意国联集团将通过公开征集转让的方式协议转让公司股份。本次受让方投资为战略性投资, 意向受让方应具备全国性战略布局和资源, 将为公司长期发展赋予清晰可行的战略规划建议、切实可行的实施路径, 提升公司的竞争优势, 最终与公司相互促进、协同发展, 实现互利共赢。

**环保与能源主业稳中向好, “火改”+“制氢”打造未来动力双引擎。**公司环保业务稳中有增, 固废为增长主要方向。公司的垃圾焚烧锅炉设备在市场上有绝对优势和影响力, 并建立起垃圾焚烧发电全产业链平台。此外, 无废城市推动固废业务维持高增状态, 公司拥有污泥处置核心技术并分拆国联环科推进上市。**热电、光伏构筑公司新的能源盈利增长极。**公司属于国内第二梯队锅炉厂商领军企业, 锅炉装备业务保持稳定。公司热电业务占据无锡超70%市场份额, 资源优势突出。此外通过股权投资并购的方式, 收购了天然气热电联产、光伏发电运营等主体, 并有望在“十四五”进一步扩大装机规模, 带动业务增长。**手握核心技术, 火电灵活性改造蓄势待发。**公司与中科院合作开发了应用于火电灵活性改造的煤粉预热技术, 燃料适应性强, 宽度负荷调节能力尤其是最低负荷可至15-20%, NOx原始排放大幅降低, 具备较好的经济效益。得益于公司锅炉销售资源积累, 有望受益于火电灵活性改造市场空间打开, 贡献新增动力。

**投资建议。**公司深耕环保与能源行业, 国资赋能资源优势明显且技术优势突出, 业绩稳定增长。同时掌握制氢电解槽和火电灵活性改造核心技术, 有望受益于氢能市场空间爆发和火电灵活性改造空间打开, 下游需求预计在未来两年快速释放支持公司盈利成长, 公司主业稳健且新兴板块增速显著, 具备较高的成长性。我们预测2022-2024年归母净利润分别为7.65/10.29/12.19亿元, EPS分别为0.81/1.09/1.29元, 对应2022-2024年PE分别为14.47/10.76/9.09倍。公司具有制氢电解槽和火电灵活性改造核心优势和高速成长性, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品研发不及预期; 政策落实不及预期; 上游原材料涨价。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,642	8,377	9,232	11,140	13,647
增长率yoy(%)	9.1	9.6	10.2	20.7	22.5
归母净利润(百万元)	603	755	765	1,029	1,219
增长率yoy(%)	34.4	25.2	1.3	34.5	18.4
EPS最新摊薄(元/股)	0.64	0.80	0.81	1.09	1.29
净资产收益率(%)	8.1	10.1	9.7	12.0	12.9
P/E(倍)	18.3	14.7	14.5	10.8	9.1
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

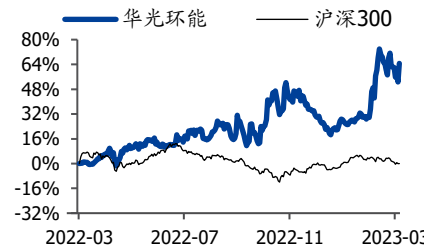
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年3月15日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	其他电源设备
前次评级	买入
3月15日收盘价(元)	11.88
总市值(百万元)	11,213.46
总股本(百万股)	943.89
其中自由流通股(%)	98.21
30日日均成交量(百万股)	18.32

### 股价走势



### 作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

### 相关研究

1、《华光环能(600475.SH): 环保能源双轮驱动, 制氢加火改造双碳新引擎》2023-03-11



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7645	8202	8175	8920	9450
现金	1818	2202	819	2143	0
应收票据及应收账款	1592	1821	2519	2344	3835
其他应收款	55	51	74	72	110
预付账款	154	163	285	188	429
存货	895	717	1288	953	1871
其他流动资产	3131	3248	3190	3219	3204
<b>非流动资产</b>	8981	11446	12339	13580	15163
长期投资	1182	1262	1444	1647	1850
固定资产	1808	3723	3838	4375	5029
无形资产	1043	2714	3138	3621	4180
其他非流动资产	4948	3748	3920	3938	4103
<b>资产总计</b>	16627	19648	20514	22500	24613
<b>流动负债</b>	7604	7480	8213	9802	11258
短期借款	1381	945	1163	1054	1788
应付票据及应付账款	4238	4092	4929	5897	7276
其他流动负债	1984	2444	2122	2852	2194
<b>非流动负债</b>	1181	3675	2954	2485	2039
长期借款	679	2899	2387	1903	1433
其他非流动负债	502	776	568	582	606
<b>负债合计</b>	8785	11155	11168	12287	13297
少数股东权益	633	1226	1350	1518	1733
股本	559	727	945	945	945
资本公积	138	175	175	175	175
留存收益	4690	5042	5637	6435	7392
归属母公司股东权益	7209	7267	7996	8695	9583
<b>负债和股东权益</b>	16627	19648	20514	22500	24613

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	893	950	-61	3737	-231
净利润	638	862	890	1197	1434
折旧摊销	242	394	447	526	637
财务费用	9	95	59	15	4
投资损失	-311	-309	-277	-287	-296
营运资金变动	209	-149	-1245	2318	-2025
其他经营现金流	107	57	64	-32	16
<b>投资活动现金流</b>	-1653	-201	-938	-1543	-1892
资本支出	1062	965	551	1118	1339
长期投资	-995	207	-182	-203	-204
其他投资现金流	-1586	971	-569	-628	-757
<b>筹资活动现金流</b>	-71	-12	-383	-871	-700
短期借款	142	-437	218	-109	55
长期借款	306	2219	-512	-484	-470
普通股增加	0	167	218	0	0
资本公积增加	-55	37	0	0	0
其他筹资现金流	-463	-1999	-308	-277	-285
<b>现金净增加额</b>	-830	738	-1383	1324	-2823

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	7642	8377	9232	11140	13647
营业成本	6362	6712	7415	8811	10774
营业税金及附加	48	43	53	60	76
营业费用	71	74	119	115	146
管理费用	478	581	628	752	914
研发费用	187	252	277	312	382
财务费用	9	95	59	15	4
资产减值损失	-116	-67	-46	0	0
其他收益	41	44	43	44	43
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	311	309	277	287	296
资产处置收益	47	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	724	973	1046	1405	1690
营业外收入	24	38	31	34	33
营业外支出	26	10	18	14	16
<b>利润总额</b>	722	1001	1059	1425	1707
所得税	84	139	170	228	273
<b>净利润</b>	638	862	890	1197	1434
少数股东损益	35	107	125	168	215
<b>归属母公司净利润</b>	603	755	765	1029	1219
EBITDA	1038	1578	1612	2044	2452
EPS (元)	0.64	0.80	0.81	1.09	1.29

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.1	9.6	10.2	20.7	22.5
营业利润(%)	28.5	34.3	7.5	34.2	20.3
归属于母公司净利润(%)	34.4	25.2	1.3	34.5	18.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.8	19.9	19.7	20.9	21.0
净利率(%)	7.9	9.0	8.3	9.2	8.9
ROE(%)	8.1	10.1	9.7	12.0	12.9
ROIC(%)	7.3	8.5	8.0	10.3	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.8	56.8	54.4	54.6	54.0
净负债比率(%)	7.8	29.7	39.8	17.8	38.2
流动比率	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.6	4.9	4.3	4.6	4.4
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.80	0.81	1.09	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.01	-0.06	3.96	-0.24
每股净资产(最新摊薄)	7.64	7.70	8.24	8.98	9.92
<b>估值比率</b>					
P/E	18.3	14.7	14.5	10.8	9.1
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.7	9.1	9.8	6.8	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 15 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com