

**评级：买入（维持）**

市场价格：9.82

分析师：汪磊

执业证书编号：S0740521070002

电话：021-20315185

Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈若西

Email: chenrx03@zts.com.cn

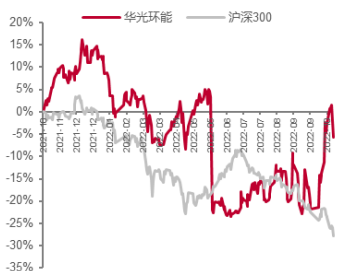
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,642	8,377	9,436	11,361	13,007
增长率 yoy%	9.09%	9.62%	12.64%	20.40%	14.49%
净利润（百万元）	603	755	805	1,094	1,279
增长率 yoy%	34%	25%	6.62%	35.82%	16.94%
每股收益（元）	0.64	0.80	0.85	1.16	1.36
每股现金流量	0.95	1.01	0.83	1.69	1.90
净资产收益率	8%	9%	10%	12%	12%
P/E	15.4	12.3	11.51	8.47	7.25
P/B	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1

备注：股价取自 2022 年 10 月 28 日。

**基本状况**

总股本(百万股)	944
流通股本(百万股)	927
市价(元)	9.82
市值(百万元)	9,269
流通市值(百万元)	9,103

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 “环保+能源”业务协同共进，面向碳中和多措并举
- 2 “环保+能源”齐头并进，业务布局逐步完善经营不断向好
- 3 能源工程和运营表现亮眼，拟引入战略投资者值得期待

**投资要点**

- **事件：**公司发布 2022 年三季报，单三季度公司实现营业收入 18.73 亿元，同比增长 16.57%；归母净利润 0.99 亿元，同比降低 29.99%；扣非归母净利润 0.89 亿元，同比降低 22.04%。前三季度公司实现营业收入 60.48 亿元，同比增长 12.36%；归母净利润 4.98 亿元，同比降低 7.88%；扣非归母净利润 4.45 亿元，同比下降 8.12%。
- **点评：**
- **能源价格高企导致三季度利润下滑。**三季度公司毛利率和净利率分别为 17.61% 和 5.95%，同比分别下降 5.51pct 和 4.51pct，主要是受到煤炭、天然气价格上涨影响导致盈利能力下降。从 2022 年半年报情况看，热电及光伏运营服务为公司第一大业务，收入占比 32.39%，其中 4 家热电运营子公司收入 11.68 亿元，因此能源价格上涨对公司盈利产生较大影响。公司现金流仍保持较为优秀的水平，单三季度经营活动产生的现金流量净额为 4.05 亿元，同比增长 81.05%，货币资金余额 25.07 亿元，流动性较有保障。
- **布局火电灵活性改造新技术。**公司与中科院就火电灵活性改造煤粉预热技术进行产学研合作，通过使用小型流态化装置作为燃料预热装置。在灵活性方面，该技术可实现在 15-115% 负荷范围内连续稳定运行，无需投油助燃。在环保方面，该技术突破了燃料高效燃烧与低氮氧化物排放的相互制约的关系，可大幅降低氮氧化物排放。火电灵活性改造初始投资相对低，运行稳定性和安全性佳，是理想的电力系统调节资源。国家发改委、国家能源局在《全国煤电机组改造升级实施方案》中提出存量煤电机组灵活性改造应改尽改，十四五期间完成 2 亿千瓦，增加系统调节能力 3000-4000 万千瓦。火电灵活性改造市场广阔，公司有望凭借煤粉预热技术打开改造市场，开拓新业务增量。
- **设立低碳业务公司、研发 CCUS 技术，碳中和之路行稳致远。**公司公告称拟设立全资子公司华光碳中和科技发展有限公司，作为公司碳中和业务的承接和发起机构，对内从事碳资产管理等工作，对外开展碳减排技术开发和项目合作，发展外部企业和政府碳资产管理业务。此外，公司与大连理工大学签订技术开发合同，委托其研究开发“离子液 CO<sub>2</sub> 捕集中试示范工程开发”项目。公司在双碳领域动作频繁，拓展自身“能源+环保”业务版图，打造新的增长点。
- **深化国企改革，引入战略资源。**2022 年 8 月公司发布公告，公司控股股东国联集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的不高于公司总股本 25% 的股票（即 2.36 亿股），转让价格不低于 8.69 元/股（以实际批准结果为准）。目前，国

联集团直接持有公司 72.23%股份，间接持有公司 1.24%股份，转让完成后实控人和第一大股东不会发生变更。本次转让将有助于公司改善股权结构，引入新的战略投资者。公司作为市属国企，业务主要位于无锡本地及江苏省内，本次公开转让有望使公司在省外业务资源上取得突破。

- **投资建议：**公司深耕环保+能源领域，各业务协同发展，形成了一体化的综合服务体系，目前公司积极完成业务的延伸和转型。鉴于能源价格持续高位，我们对盈利预测进行了调整，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 8.05、10.94、12.79 亿元（调整前分别为 8.94、11.22、12.70 亿元），分别同比增长 6.62%、35.82%、16.94%，PE 分别为 11.51、8.47、7.25 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新技术落地不及预期；煤价和天然气价格继续上行；市场竞争加剧。

图表 1: 华光环能财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,202	1,887	3,117	4,779	营业收入	8,377	9,436	11,361	13,007
应收票据	1	91	135	148	营业成本	6,712	7,637	9,106	10,374
应收账款	1,820	1,415	1,704	1,951	税金及附加	43	51	62	73
预付账款	163	235	280	319	销售费用	74	75	114	130
存货	717	888	1,060	1,207	管理费用	581	547	625	715
合同资产	2,190	1,887	2,272	2,601	研发费用	252	236	273	312
其他流动资产	3,299	3,111	3,733	4,245	财务费用	95	39	31	1
流动资产合计	8,202	7,628	10,030	12,649	信用减值损失	65	-15	-15	-15
其他长期投资	11	11	11	11	资产减值损失	-67	-116	-23	-23
长期股权投资	1,262	1,262	1,262	1,262	公允价值变动收益	3	1	2	2
固定资产	3,720	3,486	3,278	3,093	投资收益	309	309	309	309
在建工程	579	599	619	639	其他收益	44	44	44	44
无形资产	2,714	2,805	2,793	2,781	营业利润	973	1,073	1,467	1,720
其他非流动资产	3,161	3,154	3,148	3,145	营业外收入	38	37	38	38
非流动资产合计	11,446	11,317	11,112	10,931	营业外支出	10	10	10	10
<b>资产合计</b>	<b>19,648</b>	<b>18,945</b>	<b>21,142</b>	<b>23,580</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,001</b>	<b>1,100</b>	<b>1,495</b>	<b>1,748</b>
短期借款	945	223	20	20	所得税	139	153	208	243
应付票据	744	954	1,130	1,322	<b>净利润</b>	<b>862</b>	<b>947</b>	<b>1,287</b>	<b>1,505</b>
应付账款	3,348	3,757	4,567	5,209	少数股东损益	107	142	193	226
预收款项	2	3	3	4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>755</b>	<b>805</b>	<b>1,094</b>	<b>1,279</b>
合同负债	856	964	1,161	1,329	NOPLAT	944	981	1,314	1,505
其他应付款	489	489	489	489	EPS (按最新股本摊薄)	0.80	0.85	1.16	1.36
一年内到期的非流动负债	330	330	330	330					
其他流动负债	766	773	839	905					
流动负债合计	7,480	7,494	8,539	9,608	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	1,899	1,909	1,919	1,929	<b>会计年度</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	776	776	776	776	营业收入增长率	9.6%	12.6%	20.4%	14.5%
非流动负债合计	3,675	3,685	3,695	3,705	EBIT增长率	49.9%	4.0%	33.9%	14.6%
<b>负债合计</b>	<b>11,155</b>	<b>11,179</b>	<b>12,234</b>	<b>13,313</b>	归母公司净利润增长率	25.2%	6.6%	35.8%	16.9%
归属母公司所有者权益	7,267	6,398	7,347	8,481	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	1,226	1,368	1,561	1,787	毛利率	19.9%	19.1%	19.8%	20.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,493</b>	<b>7,766</b>	<b>8,908</b>	<b>10,267</b>	净利率	10.3%	10.0%	11.3%	11.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,648</b>	<b>18,945</b>	<b>21,142</b>	<b>23,580</b>	ROE	8.9%	10.4%	12.3%	12.5%
					ROIC	12.1%	15.1%	18.0%	17.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	56.8%	59.0%	57.9%	56.5%
					债务权益比	58.3%	54.6%	45.4%	39.5%
					流动比率	1.1	1.0	1.2	1.3
					速动比率	1.0	0.9	1.1	1.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转天数	69	62	49	51
					应付账款周转天数	178	167	165	170
					存货周转天数	43	38	39	39
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.80	0.85	1.16	1.36
					每股经营现金流	1.31	1.08	2.19	2.46
					每股净资产	10.00	8.80	10.11	11.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12	12	8	7
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	20	18	15	13

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。