



增持（维持）

所属行业：建筑
当前价格(元)：7.12

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

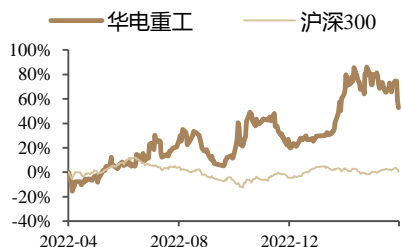
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.83	-8.72	17.88
相对涨幅(%)	-16.09	-6.02	21.44

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《强化电网安全风险管控，风光功率预测重要性逐步凸显》，2023.2.24
- 《加快推进新型电力系统建设，“新能源+储能”将获长期发展动能》，2023.1.7
- 《华电重工(601226.SH)：火风光氢多元向好，勇立潮头铸能源重器》，2022.12.24

华电重工(601226.SH)：抢装潮影响全年业绩，氢能板块蓄势待发

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年公司实现营业收入82.06亿元，同比下降20.6%，实现归母净利润3.10亿元，同比增长2.2%；其中单四季度实现营收27.28亿元，同比下降48.0%，实现归母净利润1.59亿元，同比增长2.5%。2023Q1公司实现营收9.01亿元，同比下降32.2%，实现归母净利润-1.10亿元，同比下降-0.70%。
- “抢装潮”影响22年全年业绩，合同执行周期扰动2023Q1营收。**（1）分业务来看，2022年物料输送系统工程业务实现营业收入26.11亿元，同比增长32.80%；热能工程业务实现营业收入12.00亿元，同比增长53.74%；高端钢结构业务实现营业收入32.27亿元，同比增长65.53%；海洋工程业务实现营业收入11.46亿元，同比减少79.56%；氢能业务实现营业收入47.08万元，同比增长235.84%；受“抢装潮”后，海上风电项目大部分已完工，新签项目尚未形成规模，海洋工程业务下降明显影响2022全年营收；（2）合同签订保持增长，2022年公司新签合同89.39亿元（于2022年确认收入25.97亿元），较2021年增加16.10亿元，比上年同期增长21.97%；2023Q1公司已中标合同额达30.04亿元，较2022Q1增长0.96亿元，比上年同期增长3.3%；（3）受合同执行周期影响，2023Q1公司营业收入同比降低32.2%，部分合同未能在一季度实现收入，此外一季度在执行合同同比有所减少。
- 火电辅机大规模招标临近，海风业务有望复苏。**（1）2022年下半年以来，为配套新能源建设，我国核准一批清洁、高效的超超临界煤电机组，其中大部分将于2025年前完成投产发电。我们预计火电辅机的大规模招标将始于2023年下半年，公司作为火电辅机龙头具备技术、品牌、客户等多维优势，有望承接大量订单。（2）我们预计“十四五”末期我国海风容量将达到1亿千瓦以上，2023-2025年海上风电累计装机容量平均增速将达到49.4%，公司已签订并实施了多个海上风电项目，具备海上风电场施工总承包的完整业绩，在手订单充足，有望在今年实现海风业务的复苏。
- 绿氢项目加速落地，电解槽迎爆发。**根据国际能源网/氢能汇总统计，2023Q1国内有13个绿氢项目签约或进入开工环节，电解槽容量达835MW。此外，2023年2月，欧盟新版CBAM碳关税范围扩展至氢气，计划对灰氢和蓝氢将收取关税，绿氢经济性显著提升，刺激电解槽需求；预计2025年我国绿氢需求量达到130万吨，对应2023-2025年电解槽累计出货量达到17GW。公司已中标达茂旗20万千瓦新能源制氢工程示范项目EPC总承包项目，合同金额达3.45亿元，计划于2023年内投产。我们认为凭借公司在氢能领域的前瞻布局和华电集团在绿氢项目上的积极拓展，氢能业务将成为公司业绩的新增长极。
- 投资建议与估值：**我们调整公司2023年-2024年的盈利预测，新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年实现销售收入为131.97亿元、162.32亿元、204.91亿元，增速分别达到60.8%、23.0%、26.2%，实现归母净利润分别为4.91亿元、5.40亿元、6.86亿元，增速分别达到58.5%、10.1%、26.8%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**客户集中风险；政策支持力度不达预期风险；海上风电装机量不及预期；



原材料价格上涨导致产品毛利下降的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,166.66		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,155.00	营业收入(百万元)	10,329	8,206	13,197	16,232	20,491
52 周内股价区间(元):	3.94-8.68	(+/-)YOY(%)	16.0%	-20.6%	60.8%	23.0%	26.2%
总市值(百万元):	8,306.62	净利润(百万元)	303	310	491	540	686
总资产(百万元):	10,426.44	(+/-)YOY(%)	213.6%	2.2%	58.4%	10.1%	26.8%
每股净资产(元):	3.51	全面摊薄 EPS(元)	0.26	0.27	0.42	0.46	0.59
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	9.0%	12.9%	11.5%	10.9%	10.9%
		净资产收益率(%)	7.6%	7.4%	10.5%	10.3%	11.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.42	0.46	0.59
每股净资产	3.60	4.02	4.49	5.07
每股经营现金流	0.17	0.86	1.36	0.92
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.24	16.92	15.37	12.12
P/B	1.58	1.77	1.59	1.40
P/S	1.01	0.63	0.51	0.41
EV/EBITDA	6.10	6.69	4.75	3.35
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	12.9%	11.5%	10.9%	10.9%
净利润率	3.8%	3.7%	3.3%	3.4%
净资产收益率	7.4%	10.5%	10.3%	11.6%
资产回报率	2.7%	3.6%	3.1%	3.2%
投资回报率	6.5%	8.9%	8.8%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-20.6%	60.8%	23.0%	26.2%
EBIT 增长率	16.5%	48.8%	7.3%	28.8%
净利润增长率	2.2%	58.4%	10.1%	26.8%
偿债能力指标				
资产负债率	61.2%	63.9%	68.6%	71.2%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	77.8	60.0	65.5	67.8
存货周转天数	38.7	31.0	32.0	30.0
总资产周转率	0.7	1.0	0.9	1.0
固定资产周转率	8.9	14.3	17.3	21.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	310	491	540	686
少数股东损益	-0	2	1	1
非现金支出	345	254	318	324
非经营收益	12	-19	-23	-29
营运资金变动	-464	278	747	92
经营活动现金流	203	1,006	1,584	1,073
资产	-74	-369	-488	-409
投资	453	0	0	0
其他	15	19	23	29
投资活动现金流	394	-350	-465	-381
债权募资	-4	-2	-2	-2
股权募资	19	-1	0	0
其他	-242	0	0	0
融资活动现金流	-227	-3	-2	-2
现金净流量	370	653	1,116	691

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,206	13,197	16,232	20,491
营业成本	7,151	11,682	14,460	18,267
毛利率%	12.9%	11.5%	10.9%	10.9%
营业税金及附加	27	50	62	75
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	66	86	101	123
营业费用率%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	361	475	601	799
管理费用率%	4.4%	3.6%	3.7%	3.9%
研发费用	236	343	406	451
研发费用率%	2.9%	2.6%	2.5%	2.2%
EBIT	389	579	621	800
财务费用	19	0	0	0
财务费用率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	11	19	23	29
营业利润	378	598	644	829
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	378	598	644	829
EBITDA	746	832	938	1,123
所得税	68	105	102	142
有效所得税率%	18.0%	17.5%	15.9%	17.1%
少数股东损益	-0	2	1	1
归属母公司所有者净利润	310	491	540	686

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,578	3,230	4,346	5,037
应收账款及应收票据	1,781	2,656	3,295	4,472
存货	825	1,187	1,383	1,661
其它流动资产	2,908	3,094	4,728	6,419
流动资产合计	8,091	10,167	13,752	17,589
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	919	922	938	969
在建工程	17	17	17	17
无形资产	271	267	264	265
非流动资产合计	3,194	3,310	3,481	3,567
资产总计	11,286	13,477	17,233	21,155
短期借款	280	277	275	273
应付票据及应付账款	5,608	6,719	9,733	12,546
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	949	1,540	1,742	2,167
流动负债合计	6,836	8,536	11,750	14,985
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债总计	6,906	8,606	11,820	15,055
实收资本	1,167	1,167	1,167	1,167
普通股股东权益	4,202	4,692	5,233	5,918
少数股东权益	177	180	181	182
负债和所有者权益合计	11,286	13,477	17,233	21,155

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

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。

投资评级说明

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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。