

评级：增持（维持）

市场价格：7.00 元

分析师：耿鹏智

执业证书编号：S0740522080006

Email: gengpz@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,329	8,206	11,295	14,398	18,328
增长率 yoy%	16.0%	-20.6%	37.6%	27.5%	27.3%
归母净利润（百万元）	303	310	417	531	675
增长率 yoy%	213.6%	2.2%	34.6%	27.4%	27.1%
每股收益（元）	0.26	0.27	0.36	0.46	0.58
每股现金流量	0.56	0.17	0.19	0.51	0.50
净资产收益率	7.5%	7.1%	9.1%	10.9%	12.7%
P/E	26.9	26.4	19.6	15.4	12.1
P/B	2.1	1.9	1.9	1.7	1.6

备注：股价取自 2023 年 5 月 15 日收盘价

投资要点

■ **事件：公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 82.06 亿元，yoy-20.55%，实现归母净利/扣非归母净利 3.10/2.89 亿元，yoy+2.2%/17.4%。23Q1 实现营收 9.01 亿元，yoy-32.2%，归母净亏损/扣非净亏损-1.10/-1.11 亿元。业绩符合预期。**

■ **2022 年归母净利润高位稳增，三大主业营收高增**

➢ 公司 2022 年实现营收 82.06 亿元，yoy-20.6%，实现归母净利润 3.10 亿元，yoy+2.2%，扣非归母净利润 2.89 亿元，yoy+17.4%。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别 13.28/20.87/20.63/27.28 亿元，yoy+5.0%/17.9%/9.6%/15.4%。22Q1 归母净亏损 1.09 亿元，同比多亏 0.95 亿元；22Q2/Q3/Q4 实现归母净利润 2.11/0.48/1.59 亿元，yoy+146.3%/-36.5%/+2.5%。分业务看，物料输送工程/高端钢结构/热能工程三大主业分别实现营收 26.11/32.27/12.00 亿元，yoy+32.8%/65.5%/53.7%。海洋工程业务实现营收 11.46 亿元，yoy-79.6%；主要因为“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。

➢ 公司 23Q1 实现营收 9.01 亿元，yoy-32.2%；主要系公司一季度在执行合同有所减少，另外受合同签订执行周期影响，部分合同未能在一季度实现收入。23Q1 归母净亏损 1.10 亿元，同比多亏 0.01 亿元，扣非净亏损 1.11 亿元，同比少亏 0.03 亿元。主要因为部分新签销售合同（国能龙源射阳海上风电项目等）尚未执行，海上风电安装船的利用率不足，船机等固定成本未得到充分弥补。

■ **2022 年毛利率显著修复，经营性现金流流入减少**

➢ **毛利方面：**22 年综合毛利率 12.9%，yoy+3.9pct；分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别 5.0%/17.9%/9.6%/15.4%；分业务看，物料输送工程/高端钢结构/热能工程/海洋工程毛利率分别 14.6%/12.8%/11.3%/9.3%，yoy+1.3%/-1.0%/+3.1%/+4.7pct。23Q1 综合毛利率 9.1%，yoy+4.2pct。

➢ **费用方面：**22 年期间费用率（不含研发费用）5.4%，yoy+1.5pct；其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.8%/4.4%/0.2%/2.9%，销售/管理/财务/研发费用率较 21 年分别+0.21/+1.28/+0.06/+1.05pct。23Q1 期间费用率（不含研发费用）13.7%，yoy+4.8pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.1%/11.6%/-0.03%/7.2%，较 21 年分别+0.95/+3.88/-0.03/+3.09pct。

➢ **现金流方面：**22 年经营性现金流净额为 2.03 亿元，同比少流入 4.54 亿元；23Q1 经营性现金流净流出 7.00 亿元，同比少流出 0.36 亿元。

■ **火电存量灵活性改造需求凸显，热能工程业务持续增长**

根据 2021 年发布的《全国煤电机组改造升级实施方案》，“十四五”期间改造规模不低于 350GW；在灵活性改造方面，存量煤电机组灵活性改造应改尽改，“十四五”期间完成 200GW，增加系统调节能力 30-40GW，促进清洁能源消纳。

➢ **持续受益集团内火电存量改造需求：**22 年，公司以华电集团内市场为基础，逐步打开局面，签订华电土右等 5 个灵活性改造。华电集团火电装机超 120GW，中长期看集团内改造需求突出，公司有望持续受益。

基本状况

总股本(百万股)	1,167
流通股本(百万股)	1,155
市价(元)	7.00
市值(百万元)	8,167
流通市值(百万元)	8,085

股价与行业-市场走势对比



相关报告

“风火光氢”多面手，锚定“双碳”入境——华电重工（601226.SH）深度报告

■ 海上风电放量持续，有望受益远海风电船投产

23Q1 海上风电核准装机量达 1.7GW，同比大增 385%，维持 22Q4 放量趋势。根据 2022 全球海上风电大会，25 年全国海风有望装机 100GW，建设提速预期强。公司海风工程经验丰富，深海安装船预计 23Q3 投产，海洋工程业绩有望持续修复。

- 工程经验丰富，市占率约 13%：截至 22 年底，全国海上风电并网量约为 31GW，公司累计海上风电工程项目装机量 4.06GW，依此计算公司海上风电市占率约为 13%。
- 自有租赁多个风电安装设备，远海安装船预计 23Q3 投产：公司自有“华电 1001”，长期租赁“振江号”、“华电博强中集巨龙 01”等多艘海上安装平台。公司拟租赁在建“博强 3060”深远海风机安装平台，该平台计划在 23Q3 完成建造并投用，起重能力可满足 16-20MW 级风电机组安装需求，满足 65 米作业水深、2.5 米有义波高海况，配置超国内当前在役最大风电安装船“白鹤滩号”。

■ 碱性电解槽下线，氢能业务布局强开展快

气体扩散层按期试生产，1200Nm³/h 碱性电解槽成功下线，联合高校开展储氢技术研究，确定储氢气瓶技术路线，协助编制氢能产业规划，成功签订达茂旗制氢工程示范项目。

- 气体扩散层按期试生产：公司气体扩散层（GDL）产品采用自动化卷对卷连续化生产工艺产线，生产出的产品宽幅最大 1.2m，电阻、气通量、拉伸强度等性能达到或超过国内外同类产品水平，能够满足燃料电池、电解水、液流电池产品对气体扩散层的需求。
- 碱性电解槽产品下线：1200Nm³/h 碱性电解槽下线。较传统电解槽运行电流密度提高约 30%，整体重量减少近 10%，直流能耗指标小于 4.6 千瓦时每标方氢气。技术指标达到国际先进水平，性能达到或超过同类产品水平。
- 签署制氢工程示范项目：签约内蒙古华电包头市达茂旗 20 万千瓦新能源制氢工程示范项目 PC 总承包合同制氢站部分。金额 3.45 亿元，装机容量 200MW，该项目建设风电/光伏分别 120/80MW；根据风光发电出力波动特点，采用 AWE（碱性水电解）和 PEM（质子交换膜水电解）制氢配套技术路线，年制氢量 7800 吨。

■ 盈利预测与投资建议：

公司 2022 年新签合同额 89.39 亿元，同比高增 22.0%。我们认为：短期看，公司有望受益 22 年新签合同额高增；中长期看：1) 海风工程、钢结构有望受益风电建设放量；2) 氢能业务开展迅速，产品落地，承包项目，有望快速抢占市场；3) 热能工程有望持续受益火电存量改造需求；4) 推行多元营销策略，22 年效果显著，公司产能利用率有望持续提升。

- 盈利预测与投资建议：考虑到公司能源电力投建营一体化优势叠加有望受益火电建设景气周期，预计公司 2023-2025 年营业收入 112.95、143.98、183.28 亿元，同比增长 37.6%、27.5%、27.3%，归母净利润 4.17（前值预测 4.73）、5.31（前值预测 6.01）、6.75 亿元，同比增长 34.6%、27.4%、27.1%，对应 EPS 为 0.36、0.46、0.58 元。现价对应 PE 为 19.6、15.4、12.1 倍。维持“增持”评级。

- 风险提示事件：海上风电业务开展不及预期，氢能源发展速度不及预期，灵活性改造需求不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,578	2,937	3,456	4,032	营业收入	8,206	11,295	14,398	18,328
应收票据	15	0	0	0	营业成本	7,151	9,886	12,598	16,046
应收账款	1,766	2,110	2,599	3,307	税金及附加	27	44	55	70
预付账款	301	383	488	622	销售费用	66	90	108	128
存货	825	755	963	1,226	管理费用	361	508	640	806
合同资产	2,289	2,507	3,195	4,067	研发费用	236	292	372	473
其他流动资产	2,607	2,919	3,721	4,737	财务费用	19	4	20	31
流动资产合计	8,091	9,105	11,227	13,924	信用减值损失	17	14	14	14
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-24	-26	-27
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	919	952	982	1,009	投资收益	11	13	13	12
在建工程	17	67	117	167	其他收益	9	8	8	8
无形资产	271	252	238	229	营业利润	378	482	614	781
其他非流动资产	1,987	1,985	1,986	1,987	营业外收入	1	1	1	0
非流动资产合计	3,194	3,257	3,323	3,391	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	11,286	12,362	14,550	17,315	利润总额	378	482	614	780
短期借款	280	888	1,239	1,676	所得税	68	65	83	105
应付票据	985	804	1,025	1,305	净利润	310	417	531	675
应付账款	4,623	4,901	5,993	7,313	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	310	417	531	675
合同负债	493	678	865	1,101	NOPLAT	325	421	549	702
其他应付款	143	127	127	127	EPS (摊薄)	0.27	0.36	0.46	0.58
一年内到期的非流动负债	161	94	94	94					
其他流动负债	152	237	276	327					
流动负债合计	6,836	7,728	9,618	11,942					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	70	70	70	70					
非流动负债合计	70	70	70	70					
负债合计	6,906	7,798	9,689	12,012					
归属母公司所有者权益	4,202	4,386	4,684	5,126					
少数股东权益	177	177	177	177					
所有者权益合计	4,380	4,563	4,861	5,303					
负债和股东权益	11,286	12,362	14,550	17,315					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	203	223	591	579
现金收益	426	536	668	824
存货影响	-110	69	-207	-263
经营性应收影响	69	-386	-569	-815
经营性应付影响	745	81	1,313	1,600
其他影响	-927	-77	-614	-767
投资活动现金流	394	-167	-169	-174
资本支出	-134	-179	-182	-185
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	528	12	13	11
融资活动现金流	-227	303	97	172
借款增加	-63	540	351	437
股利及利息支付	-109	-339	-446	-572
股东融资	19	19	19	19
其他影响	-74	83	173	288

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-20.6%	37.6%	27.5%	27.3%
EBIT 增长率	8.9%	22.6%	30.4%	28.0%
归母公司净利润增长率	2.2%	34.6%	27.4%	27.1%
获利能力				
毛利率	12.9%	12.5%	12.5%	12.4%
净利率	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
ROE	7.1%	9.1%	10.9%	12.7%
ROIC	13.7%	13.4%	14.8%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	61.2%	63.1%
债务权益比	11.7%	23.1%	28.9%	34.7%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	78	62	59	58
应付账款周转天数	227	173	156	149
存货周转天数	39	29	25	25
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.36	0.46	0.58
每股经营现金流	0.17	0.19	0.51	0.50
每股净资产	3.60	3.76	4.01	4.39
估值比率				
P/E	26	20	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	420	345	276	223

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。