

# 华电重工 (601226.SH)

业绩呈现强劲韧性，氢能/光伏业务形成突破

买入

## 核心观点

**2022 年业绩略超预期，2023 年一季度出现季节性亏损。**2022 年公司实现营业收入 82.06 亿元 (-20.55%)，归母净利润 3.10 亿元 (+2.17%)，扣非净利润 2.89 亿元 (+17.38%)，整体业绩略超预期。2023 年一季度公司实现营收 9.01 亿元 (-32.18%)，归母净利润-1.10 亿元 (-0.70%)，扣非净利润-1.11 亿元 (+2.32%)。由于公司所处工程行业特点，一季度开工交付往往较少而费用开支较为刚性，因此公司一季度往往出现亏损。

**盈利能力稳步提升，物料输送、热能工程、钢结构业务收入大幅增长。**2022 年公司销售毛利率为 12.9%，销售净利率 3.8%，2020 年以来公司盈利能力稳步提升。2022 年公司物流输送系统收入 26.11 亿元 (+32.80%)，热能工程收入 12.00 亿元 (+53.74%)，高端钢结构收入 32.37 亿元 (+65.53%)。受海风抢装结束影响，公司海洋工程收入 11.46 亿元 (-79.56%)。

**氢能产品快速推出，2022 年斩获电解槽大单。**在氢能业务方面，公司气体扩散层产品按期试生产，1200Nm<sup>3</sup>/h 碱性电解槽成功下线，并成功签订达茂旗 20 万千瓦新能源制氢工程示范项目。公司联合高校开展储氢技术研究，确定储氢气瓶技术路线。公司控股子公司通用氢能突破了气体扩散层、质子交换膜批量化制备的技术难点，具备气体扩散层、质子交换膜批量化生产能力。

**光伏支架形成销售，钙钛矿中试线完成初设。**在光伏业务方面，公司积极开拓国内市场，顺利签订集团内山西应县等 5 个光伏项目以及集团外中煤大屯光伏项目，完成新疆木垒等多个光伏支架项目供货，着手布局内蒙区域市场，为业务进一步拓展奠定基础。公司瞄准钙钛矿光伏技术，完成中试线初步设计，积极推进华电集团相关揭榜挂帅项目。

**风险提示：**火电建设进度不及预期；海上风电建设进度不及预期，黑色类原材料价格大幅上涨；氢能/光伏业务市场开拓进展不及预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于 2022 年公司新增订单情况和海上风电建设节奏，我们小幅下调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 4.44/5.85/7.68 亿元（23-24 年原预测值为 4.47/6.14 亿元），同比增速分别为 43.5%/31.6%/31.3%，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.50/0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/14.4/11.0 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,329	8,206	11,622	14,235	15,575
(+/-%)	16.0%	-20.6%	41.6%	22.5%	9.4%
净利润(百万元)	303	310	444	585	768
(+/-%)	213.6%	2.2%	43.5%	31.6%	31.3%
每股收益(元)	0.79	0.27	0.38	0.50	0.66
EBIT Margin	3.0%	4.4%	4.6%	5.0%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	7.4%	9.7%	11.7%	13.7%
市盈率 (PE)	9.1	27.2	19.0	14.4	11.0
EV/EBITDA	24.4	33.3	25.3	19.9	15.8
市净率 (PB)	0.69	1.93	1.77	1.61	1.43

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 财报点评

### 电力设备 · 其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺 联系人：王晓声  
010-88005313 010-88005231  
wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn  
S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.23 元
总市值/流通市值	8435/8351 百万元
52 周最高价/最低价	9.15/4.00 元
近 3 个月日均成交额	196.21 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

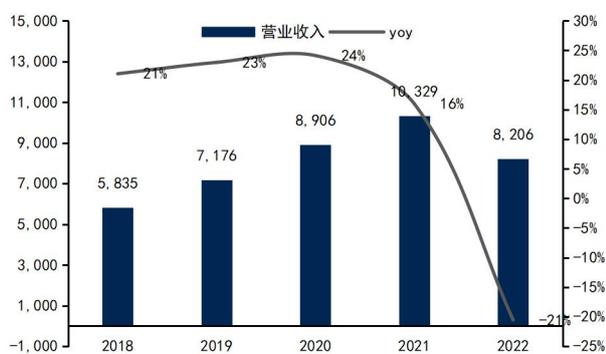
#### 相关研究报告

《华电重工 (601226.SH) - 火电辅机设备与工程龙头，风光氢补齐能源业务矩阵》——2022-10-23

**全年业绩符合预期，疫情影响下呈现强劲韧性。**2022 年公司实现营收 82.06 亿元（-20.55%），归母净利润 3.10 亿元（+2.17%），扣非净利润 2.89 亿元（+17.38%）。全年销售毛利率 12.86%（+3.91pct.），销售净利率 3.78%（+0.84pct.）。2022 年第四季度公司实现营收 27.28 亿元（同比-48.04%，环比+32.25%），归母净利润 1.59 亿元（同比+2.52%，环比+228.30%），扣非净利润 1.61 亿元（同比+41.82%，环比+335.32%）、单季度销售毛利率 15.38%（同比+8.13pct.，环比+5.83pct.），销售净利率 5.93%（同比+2.98pct.，环比+3.67pct.）。

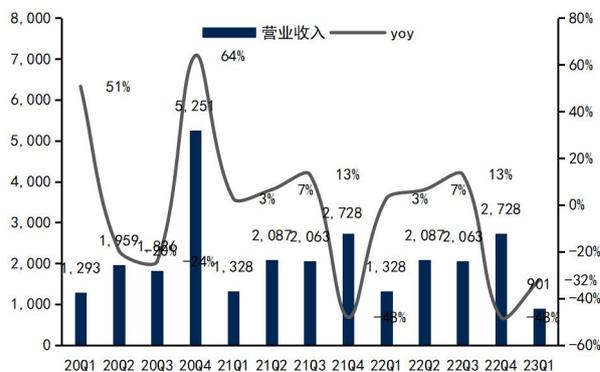
**2023 年一季度业绩短期承压，毛利率同比显著提升。**2023 年一季度公司实现营收 9.01 亿元（-32.18%），归母净利润-1.10 亿元（-0.70%），扣非净利润-1.11 亿元（+2.32%）。一季度公司销售毛利率 9.14%（同比+4.19pct.，环比-6.24pct.），销售净利率-12.35%（同比-4.07pct.，环比-18.28pct.）。由于工程行业特点，一季度开工交付往往较少而费用开支较为刚性，因此公司一季度往往出现亏损。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



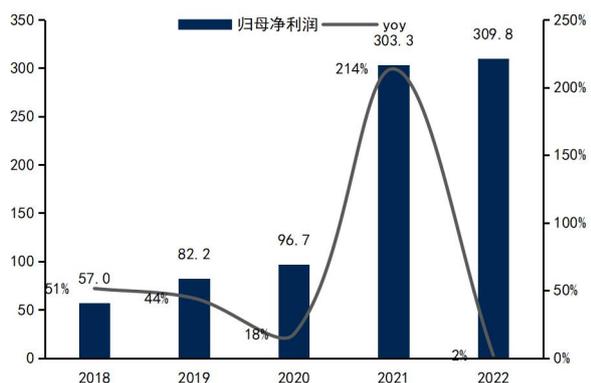
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



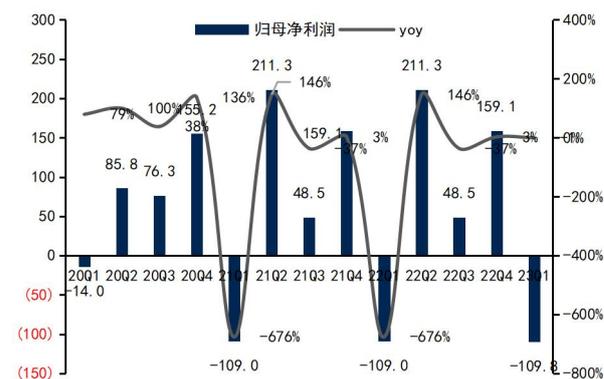
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**盈利能力稳步提升，海洋工程受抢装结束影响收入大幅下降。**2022 年公司销售毛利率为 12.9%，销售净利率 3.8%，盈利能力稳步提升。分业务看，2022 年公司物流输送系统收入 26.11 亿元（+32.80%），毛利率 14.60%（+1.31pct.）；热能工程收入 12.00 亿元（+53.74%），毛利率 11.33%（-3.11pct.）；高端钢结构收入 32.37 亿元（+65.53%），毛利率 12.78%（-1.01pct.）；海洋工程收入 11.46 亿元（-79.56%），毛利率 9.30%（+4.66pct.）；氢能业务收入 47 万元（+235.84%），毛利率-93.50%

(-122.52pct.)。

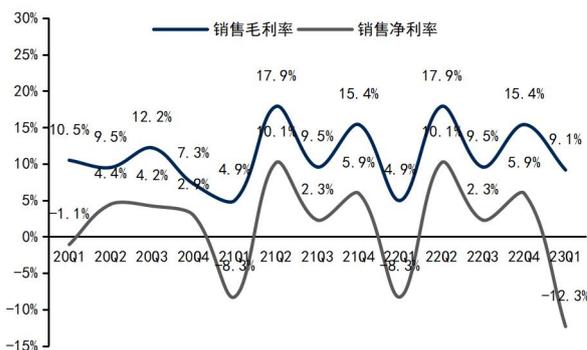
**物料输送、热能工程、钢结构业务收入快速增长。**2022 年公司物料输送系统工程业务收入同比增长 32.8%，主要由于公司持续优化市场布局、重点跟进海外优质项目，稳步推进料场封闭、煤场封闭、管带机等工程项目；热能工程业务收入同比增长 53.74%，主要由于公司积极打开“三新业务”市场，签订多个综合能效提升、灵活性改造项目；高端钢结构工程业务收入同比增长 65.53%，主要由于公司抢抓绿色低碳发展机遇，大力开拓山西、新疆区域的风、光电项目。

图5：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



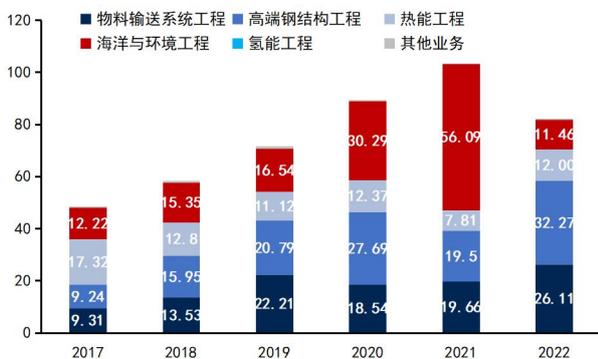
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司营业收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司新签合同情况及 2023 年目标值（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**2023 年计划新增订单 108 亿元。**受疫情影响，公司 2022 年实际新增订单 89.39 亿元，低于此前计划的 120 亿元，其中海洋工程新增订单 19.99 亿元。根据公司计划，2023 年公司拟新签销售合同 108 亿元，同比增长 20.82%。

**氢能核心装备业务快速推进。**在氢能业务方面，气体扩散层按期试生产，1200Nm<sup>3</sup>/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，瞄准国内可再生能源基地建设机遇，协助编制氢能产业规划，成功签订达茂旗 20 万千瓦新能源制氢工程示范项目。公司研发的兆瓦级分布式氢燃料电池能源系统获批北京市氢能技术应用试点示范项目。公司控股子公司通用氢能突破了气体扩散层、质子交换膜批量化制备的技术难点，具备气体扩散层、质子交换膜批量化生产能力，产品部分关键性能指标达到国际先进水平。

**光伏支架形成销售，钙钛矿中试线完成初设。**在光伏业务方面，积极开拓国内市场，顺利签订集团内山西应县等 5 个光伏项目以及集团外中煤大屯光伏项目，完成新疆木垒等多个光伏支架项目供货，着手布局内蒙区域市场，为业务进一步拓展奠定基础。公司瞄准钙钛矿光伏技术，完成中试线初步设计，积极推进华电集团相关揭榜挂帅项目。

**投资建议：维持“买入”评级。**

公司是火电辅机设备与工程龙头企业，物料输送系统工程业绩遍布国内外，在风塔塔筒、海上风电管桩、海上风电施工等领域处于行业第一梯队，光伏、氢能业务实现快速突破。公司将充分受益于火电建设重启、海上风电快速发展和光伏氢能业务的快速突破。基于 2022 年公司新增订单情况和海上风电建设节奏，我们小幅下调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 4.44/5.85/7.68 亿元（23-24 年原预测值为 4.47/6.14 亿元），同比增速分别为 43.5%/31.6%/31.3%，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.50/0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/14.4/11.0 倍，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（2023 年 4 月 27 日）

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
600875	东方电气	17.40	543	0.73	0.92	1.23	1.62	29.2	23.0	14.1	10.8	-
601868	中国能建	2.70	1126	0.16	0.19	0.22	0.25	17.5	12.2	12.4	10.6	-
600477	杭萧钢构	4.23	100	0.19	0.11	0.17	0.20	21.6	35.8	24.5	20.9	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：均采用 wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2172	2578	2500	2500	2342	营业收入	10329	8206	11622	14235	15575
应收款项	1783	1781	2866	3510	3840	营业成本	9404	7151	10193	12476	13640
存货净额	714	825	1910	1950	2134	营业税金及附加	45	27	46	57	62
其他流动资产	327	317	510	624	682	销售费用	61	66	93	114	125
<b>流动资产合计</b>	<b>8275</b>	<b>8091</b>	<b>9810</b>	<b>10444</b>	<b>11032</b>	管理费用	322	361	483	573	563
固定资产	908	936	934	910	884	研发费用	189	236	291	327	296
无形资产及其他	262	271	273	275	277	财务费用	18	19	13	15	(8)
投资性房地产	1220	1987	581	712	779	投资收益	14	11	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	33	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10665</b>	<b>11286</b>	<b>11598</b>	<b>12341</b>	<b>12972</b>	其他收入	(23)	(3)	28	28	28
短期借款及交易性金融负债	504	441	2028	908	300	营业利润	346	378	541	712	935
应付款项	4875	5608	3328	4078	4460	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	402	294	427	523	569	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>378</b>	<b>541</b>	<b>712</b>	<b>935</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6400</b>	<b>6836</b>	<b>6713</b>	<b>6932</b>	<b>6887</b>	所得税费用	42	68	97	128	168
长期借款及应付债券	0	0	40	64	88	少数股东损益	1	(0)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	245	70	84	90	92	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>303</b>	<b>310</b>	<b>444</b>	<b>585</b>	<b>768</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>245</b>	<b>70</b>	<b>124</b>	<b>154</b>	<b>180</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6645</b>	<b>6906</b>	<b>6838</b>	<b>7086</b>	<b>7067</b>	净利润	303	310	444	585	768
少数股东权益	46	177	176	175	173	资产减值准备	(16)	21	0	0	0
股东权益	3974	4202	4584	5080	5732	折旧摊销	79	96	70	72	74
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10665</b>	<b>11286</b>	<b>11598</b>	<b>12341</b>	<b>12972</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	18	19	13	15	(8)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	10	586	(3507)	705	(184)
每股收益	0.79	0.27	0.38	0.50	0.66	其它	281	(810)	17	9	(17)
每股红利	0.26	0.05	0.08	0.10	0.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>657</b>	<b>203</b>	<b>(2976)</b>	<b>1371</b>	<b>642</b>
每股净资产	10.49	3.75	4.08	4.50	5.06	资本开支	(260)	(74)	(70)	(50)	(50)
ROIC	17%	17%	12%	13%	18%	其它投资现金流	15	468	1416	(121)	(57)
ROE	8%	7%	10%	12%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(245)</b>	<b>394</b>	<b>1346</b>	<b>(171)</b>	<b>(107)</b>
毛利率	9%	13%	12%	12%	12%	权益性融资	3	17	(0)	0	0
EBIT Margin	3%	4%	5%	5%	6%	负债净变化	(127)	(125)	1627	(1096)	(584)
EBITDA Margin	4%	6%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(30)	(100)	(62)	(89)	(117)
收入增长	16%	-21%	42%	22%	9%	其它融资现金流	(18)	(19)	(13)	(15)	8
净利润增长率	214%	2%	43%	32%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(172)</b>	<b>(227)</b>	<b>1552</b>	<b>(1200)</b>	<b>(693)</b>
资产负债率	62%	61%	59%	57%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>240</b>	<b>370</b>	<b>(78)</b>	<b>0</b>	<b>(158)</b>
息率	1.1%	3.6%	0.7%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	1925	2172	2578	2500	2500
P/E	9.13	27.23	18.98	14.42	10.98	货币资金的期末余额	2172	2578	2500	2500	2342
P/B	0.69	1.93	1.77	1.61	1.43	企业自由现金流	99	908	(3069)	1307	584
EV/EBITDA	24.40	33.28	25.28	19.93	15.81	权益自由现金流	(44)	767	(1452)	198	6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032