

华电重工 (601226.SH)

交付节奏拖累上半年业绩，新签合同快速增长

买入

核心观点

受订单交付节奏影响，上半年收入利润同比下滑。上半年公司实现营收 23.74 亿元（同比-30.47%），归母净利润 0.59 亿元（同比-41.94%），扣非净利润 0.37 亿元（同比-59.25%），销售毛利率 16.97%（同比+4.13pct.），扣非销售净利率 1.57%（同比-1.12pct.）。公司 2022 年新签订单集中在下半年影响，主要合同在 2023 年上半年尚未执行，公司收入和利润短期承压。

各业务板块收入均有下降，氢能工程形成规模交付。分业务看，上半年公司物料输送系统工程收入 5.65 亿元（-57.44%），毛利率 22.28%（+10.23pct.）；热能工程收入 4.07 亿元（-26.80%），毛利率 17.97%（+5.82pct.）；高端钢结构收入 10.47 亿元（-9.14%），毛利率 14.69%（+0.02pct.）；海洋工程收入 1.81 亿元（-51.04%），毛利率 7.96%（-0.86pct.）；氢能工程收入 1.64 亿元，毛利率 15.65%。

上半年新签合同增速超 30%，风电、火电有望迎来交付旺季。上半年公司新签销售合同金额 40.71 亿元，同比增加 32.74%，另外已中标暂未签订合同 17.70 亿元，报告期末公司在手销售合同总金额为 102.06 亿元。上半年公司多措并举开拓风电塔筒业务新签合同超过 11 亿元，海上风电业务成功签订龙源海南海上风电升压站项目，实现海南区域市场突破。

达茂旗项目交付过半，中标集团外离网制氢项目。公司 1500Nm³/h 碱性电解槽已完成初步设计，达茂旗 20 万千瓦新能源制氢项目稳步推进，达茂旗项目顺利完成 11 台碱性电解槽的生产制作，积极跟进青海德令哈 3MW 光伏制氢项目。氢能业务方面公司积极跟踪重点项目，中标集团内离网风电制氢项目，签订集团外首台电解水制氢系统项目。

风险提示：海上风电开发进度不及预期；火电项目建设进度不及预期；行业竞争加剧造成盈利能力下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑公司在手订单整体交付节奏和氢能订单情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 3.52/4.44/5.86 亿元（原预测值为 4.44/5.85/7.68 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/17/13 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	6,465	10,316	12,084
(+/-%)	16.0%	-20.6%	-21.2%	59.6%	17.1%
净利润(百万元)	303	310	352	444	586
(+/-%)	213.6%	2.2%	13.5%	26.2%	32.0%
每股收益(元)	0.79	0.27	0.30	0.38	0.50
EBIT Margin	3.0%	4.4%	6.1%	4.9%	5.6%
净资产收益率(ROE)	7.8%	7.4%	7.8%	9.1%	11.1%
市盈率(PE)	8.0	23.8	20.9	16.6	12.6
EV/EBITDA	23.5	31.0	23.3	21.2	17.4
市净率(PB)	0.60	1.68	1.58	1.46	1.33

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 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 6.31 元
收盘价 7362/7312 百万元
总市值/流通市值 9.15/4.84 元
52 周最高价/最低价 97.50 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



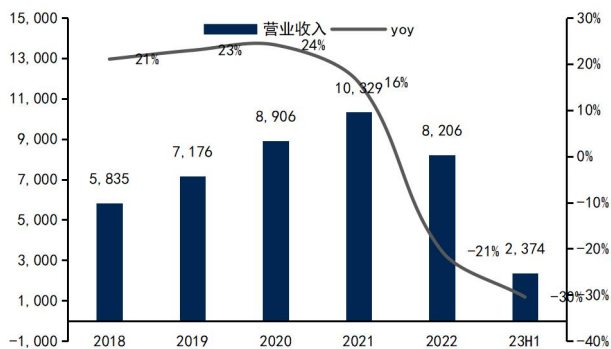
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华电重工 (601226.SH) - 业绩呈现强劲韧性，氢能/光伏业务形成突破》——2023-04-28
《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

受订单交付节奏影响，上半年收入利润同比下滑。上半年公司实现营收 23.74 亿元（同比-30.47%），归母净利润 0.59 亿元（同比-41.94%），扣非净利润 0.37 亿元（同比-59.25%），销售毛利率 16.97%（同比+4.13pct.），扣非销售净利率 1.57%（同比-1.12pct.）。公司 2022 年新签订单集中在下半年影响，主要合同在 2023 年上半年尚未执行，上半年公司收入和利润短期承压。

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、%）

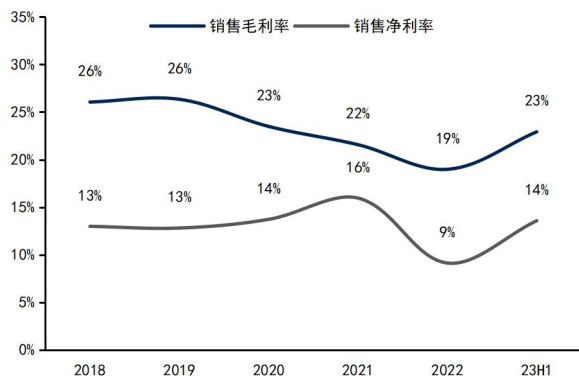


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度盈利能力显著提升。二季度公司实现营收 14.73 亿元（同比-29.38%，环比+63.49%），归母净利润 1.69 亿元（同比-19.94%，环比扭亏），扣非净利润 1.48 亿元（同比-27.75%，环比扭亏），销售毛利率 21.75%（同比+3.88pct.，环比+12.83pct.），销售净利率 11.45%（同比+1.31pct.，环比转正）。受原材料价格同比下降和收入结构变化影响，盈利能力同比有所提高。

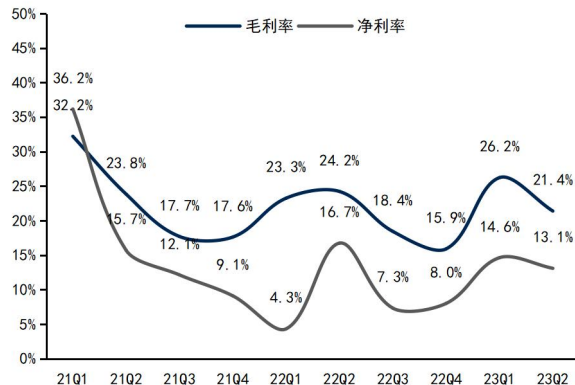
各业务板块收入均有下降，氢能工程形成规模交付。分业务看，上半年公司物料输送系统工程收入 5.65 亿元（同比-57.44%），毛利率 22.28%（同比+10.23pct.）；热能工程收入 4.07 亿元（同比-26.80%），毛利率 17.97%（同比+5.82pct.）；高端钢结构收入 10.47 亿元（同比-9.14%），毛利率 14.69%（同比+0.02pct.）；海洋工程收入 1.81 亿元（同比-51.04%），毛利率 7.96%（同比-0.86pct.）；氢能工程收入 1.64 亿元，毛利率 15.65%。

图5: 公司年度毛利率、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: 公司单季毛利率、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

上半年新签合同增速超 30%，风电、火电有望迎来交付旺季。上半年公司新签销售合同金额 40.71 亿元，同比增加 32.74%，另外已中标暂未签订合同 17.70 亿元，报告期末公司在手销售合同总金额为 102.06 亿元。上半年公司多措并举开拓风电塔筒业务新签合同超过 11 亿元，海上风电业务成功签订龙源海南海上风电升压站项目，实现海南区域市场突破。我们预计随着海上风电重大项目的开工和火电项目建设提速，公司相关收入有望迎来较快增长。

达茂旗项目交付过半，中标集团外离网制氢项目。公司 1500Nm³/h 碱性电解槽已完成初步设计，达茂旗 20 万千瓦新能源制氢项目稳步推进，达茂旗项目顺利完成 11 台碱性电解槽的生产制作，积极跟进青海德令哈 3MW 光伏制氢项目。氢能业务方面公司积极跟踪重点项目，中标集团内离网风电制氢项目，签订集团外首台电解水制氢系统项目。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑公司在手订单整体交付节奏和氢能订单情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 3.52/4.44/5.86 亿元（原预测值为 4.44/5.85/7.68 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
601226.SH	华电重工	6.31	74	0.27	0.30	0.38	23.8	20.9	16.6	7.4	买入
600875.SH	东方电气	16.65	491	0.92	1.22	1.62	18.1	13.6	10.3	8.2	-
601868.SH	中国能建	2.3	823	0.19	0.22	0.26	12.1	10.5	8.8	7.7	-
600477.SH	杭萧钢构	3.88	92	0.11	0.18	0.21	35.3	21.6	18.5	5.3	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 东方电气、中国能建、杭萧钢构为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2172	2578	2500	2500	2614	营业收入	10329	8206	6465	10316	12084
应收款项	1783	1781	1594	2544	2980	营业成本	9404	7151	5575	9046	10615
存货净额	714	825	1063	1413	1655	营业税金及附加	45	27	26	41	48
其他流动资产	327	317	279	452	531	销售费用	61	66	52	83	97
流动资产合计	8275	8091	6536	8255	9361	管理费用	322	361	277	420	441
固定资产	908	936	934	910	884	研发费用	189	236	162	237	230
无形资产及其他	262	271	273	275	277	财务费用	18	19	(15)	(14)	(21)
投资性房地产	1220	1987	323	516	604	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
资产总计	10665	11286	8067	9956	11126	其他收入	(23)	(3)	28	28	28
短期借款及交易性金融负债	504	441	725	409	300	营业利润	346	378	428	540	713
应付款项	4875	5608	1810	2950	3465	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	402	294	233	378	442	利润总额	346	378	428	540	713
流动负债合计	6400	6836	3285	4769	5416	所得税费用	42	68	77	97	128
长期借款及应付债券	0	0	40	64	88	少数股东损益	1	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	245	70	74	82	85	归属于母公司净利润	303	310	352	444	586
长期负债合计	245	70	114	146	173	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6645	6906	3399	4915	5589	净利润	303	310	352	444	586
少数股东权益	46	177	177	175	174	资产减值准备	(16)	21	0	0	0
股东权益	3974	4202	4492	4865	5362	折旧摊销	79	96	70	72	74
负债和股东权益总计	10665	11286	8067	9956	11126	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	18	19	(15)	(14)	(21)
每股收益	0.79	0.27	0.30	0.38	0.50	营运资本变动	10	586	(2359)	82	(236)
每股红利	0.26	0.05	0.06	0.08	0.10	其它	281	(810)	(22)	(17)	(29)
每股净资产	10.49	3.75	4.00	4.32	4.75	经营活动现金流	657	203	(1959)	581	396
ROIC	17%	17%	10%	10%	14%	资本开支	(260)	(74)	(70)	(50)	(50)
ROE	8%	7%	8%	9%	11%	其它投资现金流	15	468	1674	(183)	(78)
毛利率	9%	13%	14%	12%	12%	投资活动现金流	(245)	394	1604	(233)	(128)
EBIT Margin	3%	4%	6%	5%	6%	权益性融资	3	17	(0)	0	0
EBITDA Margin	4%	6%	7%	6%	6%	负债净变化	(127)	(125)	324	(292)	(85)
收入增长	16%	-21%	-21%	60%	17%	支付股利、利息	(30)	(100)	(62)	(70)	(89)
净利润增长率	214%	2%	13%	26%	32%	其它融资现金流	(18)	(19)	15	14	21
资产负债率	62%	61%	42%	49%	50%	融资活动现金流	(172)	(227)	277	(348)	(153)
股息率	1.2%	4.1%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	240	370	(78)	0	114
P/E	7.97	23.77	20.94	16.58	12.57	货币资金的期初余额	1925	2172	2578	2500	2500
P/B	0.60	1.68	1.58	1.46	1.33	货币资金的期末余额	2172	2578	2500	2500	2614
EV/EBITDA	23.49	30.95	23.26	21.23	17.36	企业自由现金流	99	908	(2037)	519	339
						权益自由现金流	(44)	767	(1700)	239	271

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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