

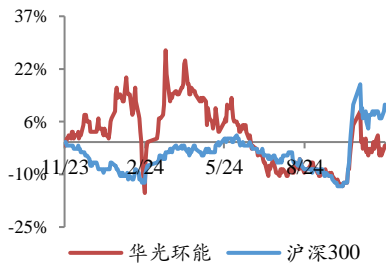
毛利率环比明显改善，氢能业务潜力可期

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-05

收盘价(元)	9.27
近12个月最高/最低(元)	12.32/7.99
总股本(百万股)	956
流通股本(百万股)	942
流通股比例(%)	98.58
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	87

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

联系人：王雲昊

执业证书号：S0010124070001

邮箱：wangyunhao@hazq.com

相关报告

1. 热电业务构筑业绩基石，氢能&火改蓄势待发 2024-09-03

2. 环保能源主业稳固，氢能与火改引领战略转型 2024-05-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年第三季度报告

公司 2024 年前三季度实现营业收入 72.33 亿元，同比-6.12%；归母净利润 4.81 亿元，同比-6.58%，扣非归母净利润 2.28 亿元，同比-52.82%；其中 Q3 实现收入 14.74 亿元，同比-45.61%，环比-48.44%；归母净利润 0.84 亿元，同比-20.43%，环比-60.20%，扣非后归母净利润 0.26 亿元，同比-74.61%，环比+16.82%。

● 光伏电站业务+产能爬坡影响当期收入，Q3 毛利率环比明显改善

收入端看，公司 Q3 营业收入同比下滑 45.61%，主要系公司光伏电站工程业务受光伏组件价格波动、新能源消纳形势严峻影响，装机速度和装机量下降，叠加装备制造受搬迁产能爬坡影响，业务收入下降较为明显。利润端看，公司 Q3 扣非归母净利润同比下滑 74.61%，主要系餐厨垃圾处置二期新项目投入运营，资产开始计提折旧摊销，影响当期利润，叠加锅炉装备市场竞争加剧，毛利率有所承压。利润率来看，公司 Q3 销售毛利率/净利率分别为 21.96%/8.76%，环比分别 +8.82pct/-0.51pct，毛利率环比改善明显，净利率受销售、管理费用率增加和加大新业务研发投入影响有所承压。

● 氢能及火改业务潜力可期，有望成为未来新增长点

氢能在源侧是长时储能的有效落地方式，协助提升消纳水平，随中央及地方支持政策不断落地，氢能产业化进程稳步推进。公司在巩固能源环保主业优势地位的同时，布局碱性电解槽制造设备，当期已获较大规模的氢能订单，同时，公司拓展火电灵活性改造业务，有望支撑未来成长。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.60/8.04/9.03 亿元，对应 PE 13/11/10 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

火改需求不及预期；电解槽设备需求不及预期；原材料价格波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10513	11968	13382	14886
收入同比(%)	18.9%	13.8%	11.8%	11.2%
归属母公司净利润	741	660	804	903
净利润同比(%)	1.7%	-11.0%	21.9%	12.4%
毛利率(%)	18.3%	16.4%	16.4%	16.4%
ROE(%)	8.9%	7.3%	8.2%	8.4%
每股收益(元)	0.79	0.69	0.84	0.94
P/E	13.17	13.44	11.03	9.81
P/B	1.18	0.98	0.90	0.82
EV/EBITDA	9.68	5.21	3.99	3.71

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10535	13147	16224	18074	营业收入	10513	11968	13382	14886
现金	2787	5343	8030	9198	营业成本	8587	10009	11194	12440
应收账款	2104	2144	2144	2132	营业税金及附加	61	73	77	85
其他应收款	158	162	172	182	销售费用	91	124	116	129
预付账款	234	246	289	305	管理费用	622	749	790	879
存货	997	945	851	628	财务费用	187	215	220	262
其他流动资产	4254	4307	4738	5630	资产减值损失	-98	-100	-101	-107
非流动资产	15610	16983	17437	18971	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	2039	2139	2239	2339	投资净收益	252	291	303	354
固定资产	5378	5771	6187	6732	营业利润	1106	1014	1256	1435
无形资产	3249	3249	3249	3249	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	4944	5824	5762	6651	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	26145	30130	33661	37045	利润总额	1123	1014	1256	1435
流动负债	10234	12888	13991	14611	所得税	186	176	229	275
短期借款	1418	1690	1840	1991	净利润	937	838	1027	1160
应付账款	4201	5876	5915	5916	少数股东损益	195	178	223	257
其他流动负债	4615	5322	6236	6705	归属母公司净利润	741	660	804	903
非流动负债	5652	6087	7490	9093	EBITDA	1441	2075	2426	2769
长期借款	2725	3225	3425	3525	EPS (元)	0.79	0.69	0.84	0.94
其他非流动负债	2927	2862	4065	5568					
负债合计	15886	18975	21480	23704					
少数股东权益	1933	2112	2334	2591					
股本	944	956	956	956					
资本公积	191	279	279	279					
留存收益	7191	7808	8612	9515					
归属母公司股东权益	8326	9043	9847	10750					
负债和股东权益	26145	30130	33661	37045					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	394	4201	2329	1850	成长能力				
净利润	937	838	1027	1160	营业收入	18.9%	13.8%	11.8%	11.2%
折旧摊销	531	845	950	1072	营业利润	16.7%	-8.3%	23.8%	14.3%
财务费用	226	257	300	383	归属于母公司净利	1.7%	-11.0%	21.9%	12.4%
投资损失	-252	-291	-303	-354	获利能力				
营运资金变动	-911	2687	547	-184	毛利率 (%)	18.3%	16.4%	16.4%	16.4%
其他经营现金流	1711	-1984	287	1117	净利率 (%)	7.1%	5.5%	6.0%	6.1%
投资活动现金流	-1424	-1692	-895	-2053	ROE (%)	8.9%	7.3%	8.2%	8.4%
资本支出	-812	-751	-894	-1152	ROIC (%)	4.4%	5.5%	5.7%	5.7%
长期投资	-1119	-1120	-300	-1250	偿债能力				
其他投资现金流	507	179	298	349	资产负债率 (%)	60.8%	63.0%	63.8%	64.0%
筹资活动现金流	1007	47	1253	1371	净负债比率 (%)	154.8%	170.1%	176.3%	177.7%
短期借款	452	272	150	151	流动比率	1.03	1.02	1.16	1.24
长期借款	757	500	200	100	速动比率	0.58	0.66	0.81	0.87
普通股增加	0	12	0	0	营运能力				
资本公积增加	5	88	0	0	总资产周转率	0.44	0.43	0.42	0.42
其他筹资现金流	-207	-825	903	1120	应收账款周转率	5.14	5.63	6.24	6.96
现金净增加额	-23	2556	2687	1168	应付账款周转率	2.22	1.99	1.90	2.10
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	0.69	0.84	0.94
					每股经营现金流(薄)	0.41	4.39	2.44	1.93
					每股净资产	8.82	9.46	10.30	11.24
					估值比率				
					P/E	13.17	13.44	11.03	9.81
					P/B	1.18	0.98	0.90	0.82
					EV/EBITDA	9.68	5.21	3.99	3.71

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

联系人：王雲昊，香港中文大学商业分析硕士，西安交通大学核工程与核技术学士，主要覆盖储能及工控行业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。