

华电科工（601226.SH）

火电灵活性改造有望推进，海风延续高景气

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级：中性（调低）

证券分析师：王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：徐文辉	021-60375426	xuwenhui@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030001

事项：

10月28日，华电科工发布三季报，2024年前三季度实现营收49.26亿元，同比+25.1%，实现归母净利润1.08亿元，同比+29.9%。2024年前三季度公司实现毛利率12%，同比-2.9pct，净利率2.2%，同比+0.15pct。其中公司2024Q3实现营收19.95亿元，同比+27.6%，环比+20.4%，实现归母净利润0.71亿，同比+208%，环比-47%，Q3实现毛利率10.1%，同比-1.6pct，环比-7.1pct，实现净利率3.5%，同比+2.1pct，环比-4.6pct。

国信电新观点：1) **公司新签合同续创新高，火电灵活性改造有望推进。**2024年1-9月，公司新签销售合同95.32亿元，同比增加61.6%，其中对应Q3新签订单22.1亿元，同比+21.1%，已中标暂未签订销售合同23.63亿元，我们估计火电相关业务为新签订单主要贡献。2024年国家发改委、国家能源局相继发布《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》和《煤电低碳化改造建设行动方案（2024—2027年）》，国家积极推进煤电机组节能降碳改造、灵活性改造、供热改造。目前公司已具备基于熔盐储热的火电机组深度调峰及灵活性改造的系统方案设计和集成能力，后续有望为公司提供新的业绩成长。

2) **海风延续高景气，公司有望受益。**海上风电方面，沿海省份“十四五”规划开工建设计划容量超过80GW，新增容量超过40GW，目前全国已核准未建容量约为27GW，公司披露截至2024年半年度，已参建海上风电项目30余个，完成风电基础施工近600套、风机安装640余台，敷设海底电缆1000余公里。业务分布河北、山东、江苏、浙江等10余省份。我们预计2025年海上风电市场迎来高速增长，装机容量有望实现50%以上并且项目的深远海域占比显著增加，在2025年招标的海风项目有望超过25GW，订单与交付景气度共振，公司有望充分受益。

3) **积极布局氢能、醇氨、重力储能等新业务。**1. 氢能方面，公司已成为推动华电集团氢能产业发展的重要力量，公司三大氢能项目，即达茂旗项目、青海德令哈项目、辽宁华电铁岭项目已成功实现商业运行。2. 醇氨方面，公司积极开展万吨级合成氨工艺多稳态优化及柔性调控技术研究，持续探索绿色合成氨工艺技术、氨合成塔内件、甲醇反应器等装备，已获发明专利，同时自主研发“燃氨替油”稳燃技术，开发纯氨燃烧器应用于火电掺氨。3. 重力储能方面，公司稳步推进重力储能运动仿真系统开发工作，加入南方电网储能开发创新联合体研究平台并联合国内知名高校及企业共同开展重力储能科技示范项目的申报工作。未来氢能、醇氨、重力储能等新兴业务也将助力公司成长。

4) **投资建议：下调盈利预测和评级，给予“中性”评级。**由于2024年国内海上风电业务开工节奏整体有所推迟，公司已签项目启动较晚，在手订单转化推迟。同时公司船机利用效率不高，较高的船机固定成本影响公司盈利水平。因此我们下调公司盈利预测，我们预计2024-2026年归母净利润1.76/2.97/3.33亿元（原预测24-25为4.44/5.86亿元），同比增速分别为81%/68%/12%，PE估值为44.5/26.4/23.6倍。由于短期业绩承压，盈利预测下调，我们下调公司评级，给予“中性”评级。

5) **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；竞争加剧造成盈利能力下降。

评论:

10月28日,华电科工发布三季报,2024年前三季度实现营收49.26亿元,同比+25.1%,实现归母净利润1.08亿元,同比+29.9%。2024年前三季度公司实现毛利率12%,同比-2.9pct,净利率2.2%,同比+0.15pct。其中公司2024Q3实现营收19.95亿元,同比+27.6%,环比+20.4%,实现归母净利润0.71亿,同比+208%,环比-47%,Q3实现毛利率10.1%,同比-1.6pct,环比-7.1pct,实现净利率3.5%,同比+2.1pct,环比-4.6pct。

图1: 公司年度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司各季度营业收入 (亿元)



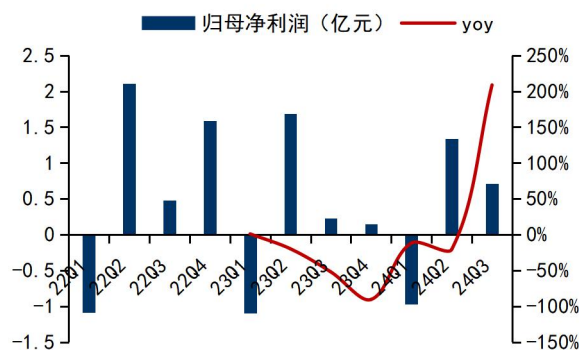
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润 (亿元)



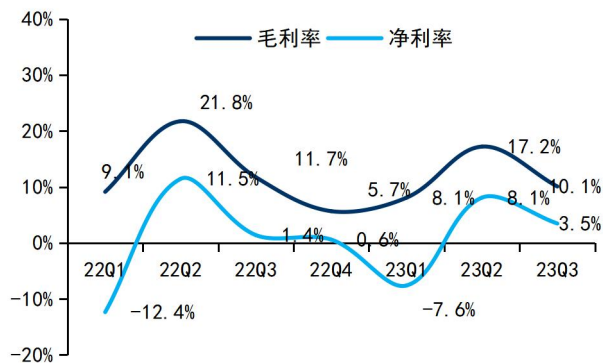
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司各季度归母净利润 (亿元)



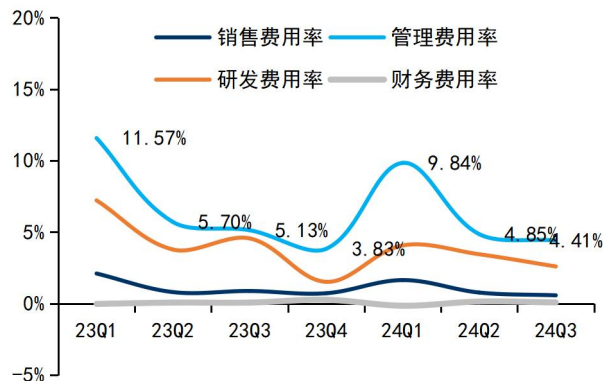
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司新签合同续创新高, 火电灵活性改造有望推进。

2024年1-9月, 公司新签销售合同95.32亿元, 同比增加61.6%, 其中对应Q3新签订单22.1亿元, 同比+21.1%, 已中标暂未签订销售合同23.63亿元, 我们估计火电相关业务为新签订单主要贡献。2024年国家发改委、国家能源局相继发布《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》和《煤电低碳化改造建设行动方案(2024—2027年)》, 国家积极推进煤电机组节能降碳改造、灵活性改造、供热改造。目前公司已具备基于熔盐储热的火电机组深度调峰及灵活性改造的系统方案设计和集成能力, 后续有望为公司提供新的业绩成长。

◆ 海风延续高景气, 公司有望受益。

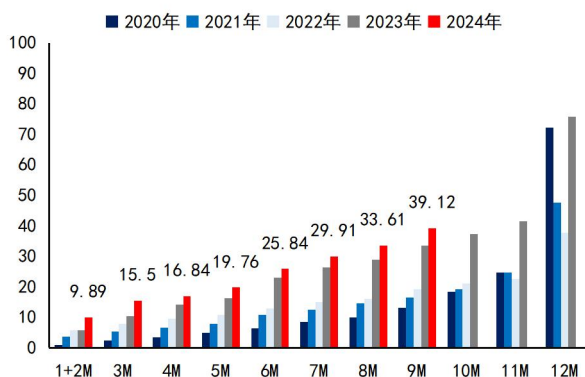
海上风电方面, 沿海省份“十四五”规划开工建设计划容量超过80GW, 新增容量超过40GW, 目前全国已核准未建容量约为27GW, 公司披露截至2024年半年度, 已参建海上风电项目30余个, 完成风电基础施工近600套、风机安装640余台, 敷设海底电缆1000余公里。业务分布河北、山东、江苏、浙江等10余省份。我们预计2025年海上风电市场迎来高速增长, 装机容量有望实现50%以上并且项目的深远海域占比显著增加, 在2025年招标的海风项目有望超过25GW, 订单与交付景气度共振, 公司有望充分受益。

图7: 全国风电历年公开招标容量 (GW)



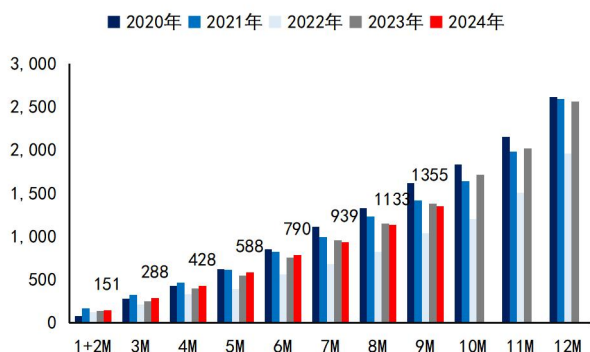
资料来源: 金风科技, 采招网, 国信证券经济研究所整理

图8: 风电累计新增装机容量月度变化情况 (GW)



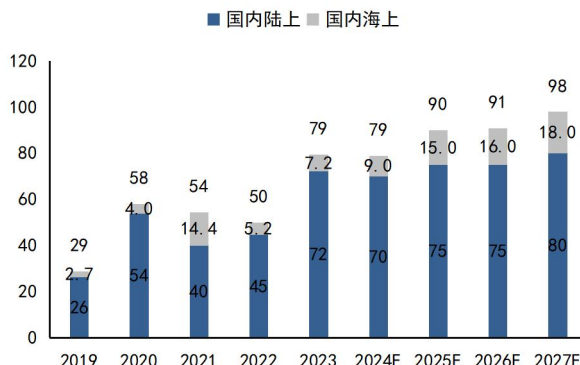
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图9：风电累计建设投资完成额月度变化情况（亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图10：全国风电年度新增吊装容量走势（GW）



资料来源：CWEA，国信证券经济研究所预测与整理

◆ 积极布局氢能、醇氨、重力储能等新业务。

1. 氢能方面，公司已成为推动华电集团氢能产业发展的重要力量，公司三大氢能项目，即达茂旗项目、青海德令哈项目、辽宁华电铁岭项目已成功实现商业运行。2. 醇氨方面，公司积极开展万吨级合成氨工艺多稳态优化及柔性调控技术研究，持续探索绿色合成氨工艺技术、氨合成塔内件、甲醇反应器等装备，已获发明专利，同时自主研发“燃氨替油”稳燃技术，开发纯氨燃烧器应用于火电掺氨。3. 重力储能方面，公司稳步推进重力储能运动仿真系统开发工作，加入南方电网储能开发创新联合体研究平台并联合国内知名高校及企业共同开展重力储能科技示范项目的申报工作。未来氢能、醇氨、重力储能等新兴业务也将助力公司成长。

◆ 盈利预测及投资建议

由于2024年国内海上风电业务开工节奏整体有所推迟，公司已签项目启动较晚，在手订单转化推迟。同时公司船机利用效率不高，较高的船机固定成本影响公司盈利水平。因此我们下调公司盈利预测，我们预计2024-2026年归母净利润1.76/2.97/3.33亿元（原预测24-25为4.44/5.86亿元），同比增速分别为81%/68%/12%，PE估值为44.5/26.4/23.6倍。由于短期业绩承压，盈利预测下调，我们下调公司评级，给予“中性”评级。

◆ 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；竞争加剧造成盈利能力下降。

相关研究报告：

《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》——2023-09-02
 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2578	2498	3069	3449	3431	营业收入	8206	7174	7490	9920	11420
应收款项	1781	2015	2052	2174	2503	营业成本	7151	6404	6537	8748	10111
存货净额	825	699	2328	3116	3601	营业税金及附加	27	27	25	33	34
其他流动资产	317	269	196	262	303	销售费用	66	68	67	79	86
流动资产合计	8091	8037	8953	10751	11860	管理费用	361	392	442	446	514
固定资产	936	979	940	880	817	研发费用	236	241	247	298	320
无形资产及其他	271	258	241	224	207	财务费用	19	10	(36)	(34)	(37)
其他长期资产	1987	2249	2172	2083	2056	投资收益	11	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	59	(25)	(20)	(20)
资产总计	11286	11522	12307	13937	14939	其他收入	(3)	(38)	55	40	40
短期借款及交易性金融负债	441	189	500	500	300	营业利润	378	111	213	349	392
应付款项	5608	5955	6448	7670	8587	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	294	310	352	371	321	利润总额	378	111	213	349	392
流动负债合计	6836	7104	7749	9136	9894	所得税费用	68	12	36	52	59
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	1	0	0	0
其他长期负债	70	51	47	47	47	归属于母公司净利润	310	98	176	297	333
长期负债合计	70	51	47	47	47	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6906	7154	7797	9184	9941	净利润	310	98	176	297	333
少数股东权益	177	179	179	179	179	资产减值准备	(5)	38	(15)	(10)	(10)
股东权益	4202	4189	4331	4575	4820	折旧摊销	96	106	106	108	110
负债和股东权益总计	11286	11522	12307	13937	14939	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	19	10	(36)	(34)	(37)
每股收益		0.08	0.15	0.25	0.29	营运资本变动	586	494	(10)	(32)	(170)
每股红利		0.03	0.05	0.08	0.11	其它	(784)	(273)	(24)	(24)	(27)
每股净资产		3.74	3.87	4.08	4.28	经营活动现金流	203	463	233	339	237
ROIC	7%	2%	3%	5%	6%	资本开支	(74)	(56)	(50)	(30)	(30)
ROE	8%	2%	4%	7%	7%	其它投资现金流	468	0	76	89	28
毛利率	13%	11%	13%	12%	11%	投资活动现金流	394	(56)	26	59	(2)
EBIT Margin	4%	1%	2%	3%	3%	权益性融资	17	16	0	0	0
EBITDA Margin	6%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	(224)	(380)	311	0	(200)
收入增长	-21%	-13%	4%	32%	15%	支付股利、利息	(1)	(111)	(35)	(53)	(89)
净利润增长率	2%	-69%	81%	68%	12%	其它融资现金流	(224)	(380)	311	0	(200)
资产负债率	61%	62%	63%	66%	67%	融资活动现金流	(227)	(485)	312	(19)	(252)
息率		0.4%	0.7%	1.1%	1.7%	现金净变动	370	(78)	572	379	(18)
P/E		80.5	44.5	26.4	23.6	货币资金的期初余额	2172	2578	2498	3069	3449
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	货币资金的期末余额	2578	2498	3069	3449	3431
EV/EBITDA	32.0	100.9	56.4	40.2	38.3	企业自由现金流	908	582	188	315	212
						权益自由现金流	668	193	529	343	43

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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