

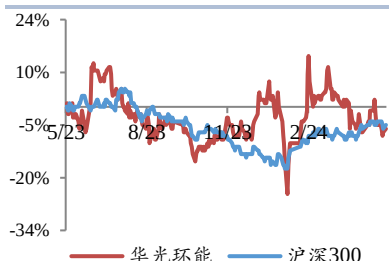
环保能源主业稳固，氢能与火改引领战略转型

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-28

收盘价（元） 10.16
近 12 个月最高/最低（元） 12.66/7.99
总股本（百万股） 944
流通股本（百万股） 935
流通股比例（%） 99.13
总市值（亿元） 96
流通市值（亿元） 95

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

分析师：洪慧

执业证书号：S0010524050001

邮箱：honghui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 日积月累，老牌企业功底深厚

公司以锅炉业务起家，业务布局不断实现多元化。自 1958 年成立以来，公司在锅炉制造领域不断进行探索和发展，逐渐成为环保与能源区域性行业领先企业，公司技术实力和市场份额稳健提升。同时，公司持续性对外股权投资助力公司实现多元化发展，有利于公司进行资源整合，进一步强化公司在环保与能源领域的市场整体竞争实力。

● 扎根传统领域，能源环保业务稳中有进

公司是锅炉设备制造领先企业，环保转型成果显著。环保锅炉方面，公司是国内最早实现“炉排+余热锅炉”双炉型一体化供货的厂家，是国内唯一一家同时拥有卧式、立式自然循环技术的 HRSG 供应商，具有显著的市场技术优势。高效节能锅炉方面，公司具备制造电站锅炉资质和规模化制造能力，处于国内锅炉制造企业第二梯队前列。

● 火改+制氢，双轮驱动引领战略转型

火电改造市场存量增量需求旺盛，改造经济性优势明显，发展空间大。公司技术优势明显、减碳效果突出、锅炉存量大、海外业务持续扩张，将在火改行业有较好的发展。氢能方面，公司具有自主知识产权的双极板和电极催化剂，已成功开发出产氢量 1500-2000Nm³/h 的碱性电解槽，并已成功入围中能建制氢项目候选人名单，项目竞争力强。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 122.1/136.7/149.3 亿元，归母净利润分别为 8.2/9.1/9.9 亿元，对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 12/11/10 倍。考虑到未来氢能和灵活性改造需求释放，有望拉动公司业绩增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

火电改造需求不及预期；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	12212	13673	14927
收入同比（%）	18.9%	16.2%	12.0%	9.2%
归属母公司净利润	741	818	909	990
净利润同比（%）	1.7%	10.3%	11.2%	8.9%
毛利率（%）	18.3%	17.3%	17.3%	17.3%
ROE（%）	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%
每股收益（元）	0.79	0.87	0.96	1.05
P/E	13.17	11.77	10.58	9.72
P/B	1.18	1.05	0.96	0.87
EV/EBITDA	9.68	4.84	3.84	3.60

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 日积月累，老牌企业功底深厚	4
1.1 历史沿革：锅炉设备起家，多元化发展	4
1.2 国企控股，股权结构稳定	5
1.3 多领域布局，业绩稳健增长	5
2 扎根传统领域，能源环保业务稳中有进	8
2.1 环保业务—锅炉制造环保转型，污泥、固废处理协同发展	8
2.2 能源业务—热电联产行业领先，持续布局光伏领域	10
3 火改+制氢，双轮驱动引领战略转型	13
3.1 电力系统调峰需求增长，火电灵活性改造蓄势待发	13
3.2 瞄准电解水制氢赛道，持续开发电解槽产品	15
4 公司盈利预测	19
4.1 盈利预测与核心假设	19
4.2 相对估值和投资建议	20
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

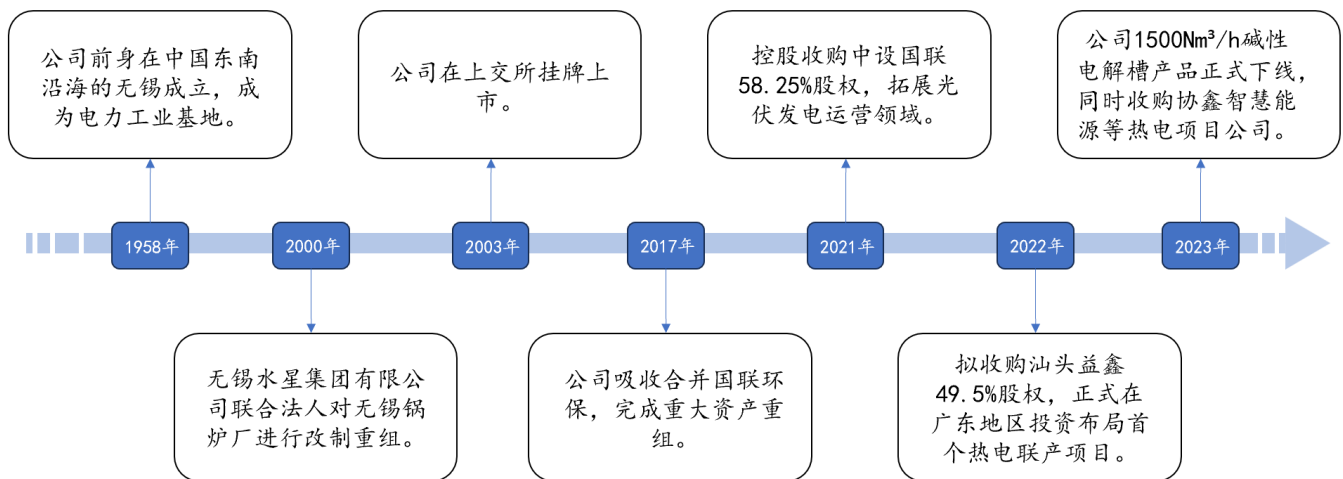
图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司主营业务及产品	5
图表 3 公司股权架构图	5
图表 4 公司营业收入及同比增长率(亿元, %)	6
图表 5 公司归母净利润及同比增长率(亿元, %)	6
图表 6 公司销售毛利率和销售净利率(%)	6
图表 7 公司 ROE 和 ROA (%)	6
图表 8 公司细分板块营收占比 (%)	7
图表 9 公司细分板块毛利占比 (%)	7
图表 10 公司主要板块毛利率 (%)	7
图表 11 公司期间费用率 (%)	8
图表 12 公司研发费用及同比增长 (亿元, %)	8
图表 13 公司锅炉业务盈利表现	8
图表 14 2023 年垃圾焚烧项目情况	8
图表 15 固废处置行业产业链	9
图表 16 固废循环处置流程图	9
图表 17 工业固体废物产生量统计(万吨, %)	9
图表 18 生活垃圾清运量(万吨, %)	9
图表 19 固废处置行业国家层面政策要点梳理	10
图表 20 污泥调质深度脱水+干化+自持焚烧流程图	10
图表 21 污泥碱热水解蛋白提取+资源化利用流程图	10
图表 22 热电联产行业国家层面政策要点梳理	11
图表 23 2023 年热电运营细分表现	11
图表 24 中设国联光伏发电收入及增长率	12
图表 25 公司光伏电站项目布局	13
图表 26 风电光电火电优缺点对比	13
图表 27 2018-2023 年电机装机量 (万千瓦)	13
图表 28 2015-2023 年风电弃用率 (%)	14
图表 29 NOx 排放量	15
图表 30 创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单	15
图表 31 各国际能源机构对 2050 年氢能占比预测 (%)	16
图表 32 2021 年全球制氢来源结构 (%)	16
图表 33 电解水制氢技术路径	16
图表 34 2025 年中国制氢来源结构 (%)	17
图表 35 中国电解槽出货量预测 (MW)	17
图表 36 国家层面绿氢政策重点解读	17
图表 37 大连理工大学-无锡华光环能签约仪式	18
图表 38 无锡华光环能 1500 Nm ³ /h 碱性电解水制氢产品	18
图表 39 电解水制氢技术路径	19
图表 40 中国能建 2023 年制氢设备集采中标名单 (仅部分)	19
图表 41 可比公司估值	20

1 日积月累，老牌企业功底深厚

1.1 历史沿革：锅炉设备起家，多元化发展

公司以锅炉业务起家，业务布局不断实现多元化。无锡华光环保能源集团股份有限公司成立于 1958 年 8 月，前身为无锡锅炉厂，是国内最早关注能源与环保的厂家。2000 年 12 月，公司完成股份制改制重组，同时于 2003 年 7 月在上海证券交易所挂牌上市。2017 年 6 月，通过吸收合并国联环保完成重大资产重组，为公司注入环保和热电运营资产。2021 年，公司收购中设国联 58.25% 股权，拓展其在光伏发电运营领域的业务规模。2022 年，公司收购汕头益鑫 49.5% 股权，在广东地区投资布局首个燃机热电联产项目。2023 年公司 1500Nm³/h 碱性电解槽产品正式下线，同时加速布局制氢装备及火电灵活性改造业务，收购协鑫智慧能源等热电项目公司。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

环保能源齐头并进，公司拥有全产业链综合服务能力。公司深耕环保与能源两大领域，通过多元化业务布局实现全产业链一体化服务体系，涵盖投资、设计咨询、设备制造、工程建设和运营管理。（1）环保综合服务方面，公司主要业务涉及环保装备、市政环保工程与服务和环保运营服务。近年来，公司围绕已有垃圾焚烧发电全产业链平台，凭借完备的固废产业链综合处置能力，先后与大连理工大学、南京工业大学等高校签订了技术合作协议，技术前瞻布局能够帮助公司在环保领域始终处于领先地位。（2）能源装备服务方面，公司主要业务涉及节能高效发电设备、电站工程与服务 and 热电及光伏电站运营。2023 年上半年，公司通过签约哈电国际乌兹别克斯坦 2×9H（1600MW）燃机余热锅炉项目顺利开展海外布局。公司节能高效锅炉生产走在国内前列，公司与吉利集团、海亮集团稳定的合作关系有利于公司进一步获取光伏发电规模化项目，扩展能源领域业务规模。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/638004127135006073>