

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华光环能（600475.SH）

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 业绩同比稳中有升，氢能及火改业务订单释放可期

2024 年 4 月 27 日

**事件：**2024 年 4 月 26 日晚，华光环能发布 2023 年度报告及 2024 年一季度报告。2023 年公司实现营业收入 105.13 亿元，同比增加 18.93%；实现归母净利润 7.41 亿元，同比增加 1.65%；扣非后净利润 5.1 亿元，同比下降 10.36%。经营活动现金流量净额 3.94 亿元，同比下降 48.25%；基本每股收益 0.7897 元/股，同比增加 0.92%。2024 年第一季度，公司实现营业收入 29 亿元，同比增长 31.44%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比下降 15.61%。2023 年年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.35 元（含税），按 4 月 26 日收盘价计算股息率为 3.28%，分红比例约为 44.56%。

### 点评：

➤ **装备业务受下游需求影响收入下滑，工程业务及热电运营成绩增长引擎。**2023 年公司归母净利润实现 7.41 亿元，同比增加 1.65%，保持稳中有升，分板块来看：**（1）装备业务：**2023 年公司装备制造实现收入 14.49 亿元，同比下降 24.37%，主要由于火电客户投资放缓，传统锅炉市场需求下降；同时，公司大力开发余热锅炉市场，但为应对市场竞争并提升市场份额毛利率同比下降 8.17pct 至 14.53%；**（2）工程业务：**2023 年受益光伏电站工程收入大幅增加，公司电站工程板块实现营业收入 22.55 亿元，同比增长 46.8%，实现毛利率 13.13%。公司签订新能源光伏电站订单 17.14 亿元，同比提升 61.4%，全年完成光伏 EPC 装机量 558MW，累计光伏装机量 2.4GW。市政环保工程与服务实现收入 20.99 亿元，同比增长 12.37%；**（3）运营业务：**2023 年收购热电资产并表助推板块业绩增加。热电及光伏电站运营实现收入 39.79 亿元，同比增长 42.72%。固废处置运营业务实现营收 6.05 亿元，同比下降 5.31%。截止 2023 年，目前公司已投运污泥处置项目规模为 2640 吨/日、已投运生活垃圾焚烧项目日处理能力 3300 吨/日。新建 725 吨/日餐厨废弃物处置项目有望于 2024 年完工投运贡献业绩。

2024 年一季度，公司营业收入 29 亿元，同比增长 31.4%，主要由于收购的热电资产于 2023 年年中并表，2024Q1 继续释放业绩，营收同比增加。归母净利润同比下降 16%，主要由于公司参股公司高佳太阳能受光伏上游景气度影响，利润水平下降，公司投资收益减少；同时公司主营产品市场竞争较为激烈，毛利有所下降，一定程度上拖累业绩。

➤ **氢能电解槽订单释放有望贡献利润增量。**目前公司已形成年产 1GW 电解槽制造能力，1500Nm<sup>3</sup>/h 的碱性电解槽在产氢压力方面，可实现产氢压力 3.2MPa，填补了国内千方级高压电解槽的空白，单位能耗 ≤4.2kWh/Nm<sup>3</sup>H<sub>2</sub>，电流密度最高可达 6000A/m<sup>2</sup>，性能指标优异。2023 年底，公司入选中能建电解槽供应商短名单，公司有望依托优异的技术

水平，获得中能建部分订单，贡献增量业绩。

- **灵活性改造空间广阔,公司具备技术与客户的双重优势,订单释放可期。**  
根据国家发改委、能源局发布的《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》中提出 2027 年实现存量煤电机组“应改尽改”，我们测算存量待灵活性改造规模为 6.11 亿千瓦。公司“煤粉预热技术”兼具宽负荷率和低 NOx 排放特点；同时，公司存量锅炉客户基数庞大，且电厂对于低负荷运行、降低燃料成本的需求较为旺盛，待技术调试验收完成，有望较快打开市场。
- **盈利预测：**公司深耕能源与环保行业，传统主业优势突出，且盈利较为稳定。同时公司掌握火电灵活性改造技术以及碱性电解槽技术，有望在行业需求释放带动下贡献业绩。综合考虑到公司现有经营情况及未来业绩成长性，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 12.07/13.54/14.61 亿元，归母净利润 8.29/9.18/10.29 亿元，按 4 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 12.13x/10.95x/9.78x。
- **风险因素：**火电灵活性改造政策落地不及预期，下游企业改造积极性不足；电解槽订单量不及预期；原材料价格上涨；

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,839	10,513	12,066	13,535	14,606
同比(%)	5.5%	18.9%	14.8%	12.2%	7.9%
归属母公司净利润	729	741	829	918	1,029
同比(%)	-3.5%	1.7%	11.9%	10.7%	12.0%
毛利率(%)	19.9%	18.3%	18.0%	17.7%	18.0%
ROE(%)	9.4%	8.9%	7.6%	7.5%	7.3%
EPS（摊薄）（元）	0.77	0.79	0.88	0.97	1.09
P/E	13.80	13.57	12.13	10.95	9.78
P/B	1.29	1.21	0.92	0.83	0.72
EV/EBITDA	7.54	9.27	7.57	6.90	6.25

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 4 月 26 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,189	10,535	11,858	13,328	14,401
货币资金	2,587	2,787	2,993	3,348	3,571
应收票据	48	108	160	141	184
应收账款	1,988	2,104	2,501	2,572	2,662
预付账款	210	234	297	319	343
存货	708	997	1,182	1,562	1,735
其他	3,647	4,304	4,725	5,385	5,906
非流动资产	11,937	15,610	17,765	18,204	18,626
长期股权投资	1,396	2,039	2,389	2,489	2,589
固定资产(合计)	3,370	5,378	7,052	7,144	7,182
无形资产	2,979	3,249	3,349	3,549	3,749
其他	4,192	4,944	4,975	5,021	5,106
资产总计	21,126	26,145	29,623	31,532	33,027
流动负债	8,059	10,234	10,559	10,750	10,048
短期借款	966	1,418	1,318	1,268	1,238
应付票据	951	1,305	1,058	1,417	1,378
应付账款	3,540	4,201	4,594	4,069	3,251
其他	2,603	3,310	3,590	3,997	4,181
非流动负债	3,980	5,652	5,970	6,204	6,310
长期借款	1,968	2,725	2,925	3,025	3,125
其他	2,012	2,927	3,046	3,179	3,186
负债合计	12,039	15,886	16,530	16,954	16,358
少数股东权益	1,302	1,933	2,152	2,394	2,665
归属母公司股东权益	7,785	8,326	10,941	12,184	14,004
负债和股东权益	21,126	26,145	29,623	31,532	33,027

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,839	10,513	12,066	13,535	14,606
同比(%)	5.5%	18.9%	14.8%	12.2%	7.9%
归属母公司净利润	729	741	829	918	1,029
同比(%)	-3.5%	1.7%	11.9%	10.7%	12.0%
毛利率(%)	19.9%	18.3%	18.0%	17.7%	18.0%
ROE%	9.4%	8.9%	7.6%	7.5%	7.3%
EPS(摊薄)(元)	0.77	0.79	0.88	0.97	1.09
P/E	13.80	13.57	12.13	10.95	9.78
P/B	1.29	1.21	0.92	0.83	0.72
EV/EBITDA	7.54	9.27	7.57	6.90	6.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,839	10,513	12,066	13,535	14,606
营业成本	7,076	8,587	9,894	11,138	11,978
营业税金及附加	51	61	69	78	84
销售费用	81	91	105	117	127
管理费用	504	622	676	758	818
研发费用	244	258	296	338	365
财务费用	122	187	236	242	244
减值损失合计	-75	-98	-20	-20	-10
投资净收益	203	252	362	406	438
其他	59	245	61	70	78
营业利润	948	1,106	1,192	1,321	1,495
营业外收支	76	16	41	44	34
利润总额	1,023	1,123	1,233	1,365	1,529
所得税	148	186	185	205	229
净利润	875	937	1,048	1,160	1,300
少数股东损益	146	195	219	242	271
归属母公司净利润	729	741	829	918	1,029
EBITDA	1,349	1,505	1,873	2,020	2,189
EPS(当年)(元)	0.78	0.79	0.88	0.97	1.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	761	394	852	809	375
净利润	875	937	1,048	1,160	1,300
折旧摊销	435	531	623	656	687
财务费用	150	226	250	257	261
投资损失	-203	-252	-362	-406	-438
营运资金变动	-602	-911	-682	-826	-1,402
其它	106	-137	-25	-31	-33
投资活动现金流	-917	-1,424	-901	-667	-659
资本支出	-727	-812	-737	-829	-837
长期投资	-321	-1,119	-500	-250	-250
其他	131	507	337	412	428
筹资活动现金流	508	1,007	529	213	507
吸收投资	0	16	-1	0	0
借款	1,536	3,313	100	50	70
支付利息或股息	-609	-766	-499	-532	-570
现金流净增加额	352	-23	480	355	223

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。