



# 华光环能 (600475.SH)

## 传统板块业绩稳健，氢能火改放量可期

### 业绩简评

2024年8月29日公司披露半年报，1H24实现营收57.58亿元，同比+15.3%；归母净利润3.97亿元，同比-3.0%。其中，Q2实现营收28.59亿元，同比+2.5%；归母净利润2.11亿元，同比+11.7%。

### 经营分析

**热电运营资产收购释放业绩增量，环保运营收入稳定。**地方热电及光伏发电运营服务1H24营收同比+55.1%，毛利率基本维稳、同比-0.74pct，主要受到公司5-6M23收购协鑫能源下属热电公司部分股权、新增控股装机规模426MW所驱动。此外，公司环保运营服务在产能提升、项目精益管理的带动下，垃圾处置量同比+13.5%、焚烧发电量同比+23.6%，业务营收同比+2.5%，毛利同比-2.73pct。

**环保工程业绩稳步增长，电站工程短期承压。**市政环保工程业绩稳健，1H24营收同比+7.2%，毛利率同比+0.28pct，主要受益于污泥处置环保工程业绩增加。电站工程服务业绩短期承压，营收同比-47.9%，主要因为上游光伏组件价格波动、新能源消纳形势严峻、装机速度和装机量下降，使得光伏电站EPC业务收入下滑，且传统电站业务比重升高、竞争激烈使得电站工程毛利率同比-18.52pct。

**环保装备驱动传统装备业绩增长，氢能+火改打开成长空间。**1H24公司传统装备板块营收同比+36.1%、毛利率同比-12.34pct，收入增长主因燃机余热炉、垃圾焚烧锅炉等环保锅炉销售收入+60.2%，利率率下滑主因余热炉等锅炉收入占比提升的同时在市场竞争中订单价格下降。新业务板块，一方面，公司积极拓展火改业务，与中国科学院工程热物理研究所共同开发的煤粉预热燃烧技术及产品已在子公司惠联电厂试验，1H24对试验炉进行了持续调试改造，且已与山西、山东、辽宁等地意向客户开展深入沟通，惠联项目测试成功后将开展燃煤机组宽负荷灵活性改造市场推广；另一方面，公司依靠装备制造优势布局电解水制氢，7M24中标全球最大体量绿色氨醇一体化项目中能建松原氢能产业园总承包项目中部分制氢设备及系统，实现了大标方制氢订单落地；8M24中能建最新发布24年度制氢设备集中采购项目招标公告、预估总量为125套，公司11M23入选中能建供应商名录，24年内拿单有望，后续有望实现批量化出货。

### 盈利预测、估值与评级

公司作为环保能源领域头部企业，积极切入布局火电灵活性改造和电解水制氢设备领域，我们预计公司24-26年分别实现归母净利润7.9/9.1/10.0亿元，EPS分别为0.83/0.96/1.06元，公司股票现价对应PE估值分别为10.3/9.0/8.1倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新业务订单量不及预期、技术研发进度不及预期、原材料价格上涨。

国金证券研究所

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：唐雪琪

tangxueqi@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.61元

### 相关报告：

1. 《华光环能公司深度研究：“能源+环保”奠基，“制氢+火改”进击》，2024.8.9



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,839	10,513	11,754	13,506	14,736
营业收入增长率	5.52%	18.93%	11.8%	14.9%	9.1%
归母净利润(百万元)	729	741	785	905	999
归母净利润增长率	-3.47%	1.65%	5.9%	15.2%	10.4%
摊薄每股收益(元)	0.773	0.785	0.83	0.96	1.06
每股经营性现金流净额	0.81	0.42	1.40	1.65	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.37%	8.90%	7.64%	7.45%	7.28%
P/E	11.38	13.24	10.34	8.97	8.13
P/B	1.07	1.18	0.79	0.67	0.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,377</b>	<b>8,839</b>	<b>10,513</b>	<b>11,754</b>	<b>13,506</b>	<b>14,736</b>
增长率		5.5%	18.9%	11.8%	14.9%	9.1%
主营业务成本	-6,712	-7,076	-8,587	-9,684	-11,200	-12,259
%销售收入	80.1%	80.1%	81.7%	82.4%	82.9%	83.2%
毛利	1,665	1,763	1,926	2,071	2,306	2,477
%销售收入	19.9%	19.9%	18.3%	17.6%	17.1%	16.8%
营业税金及附加	-43	-51	-61	-67	-77	-84
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-74	-81	-91	-102	-117	-127
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-581	-504	-622	-695	-790	-861
%销售收入	6.9%	5.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
研发费用	-252	-244	-258	-282	-317	-343
%销售收入	3.0%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	714	883	894	924	1,005	1,063
%销售收入	8.5%	10.0%	8.5%	7.9%	7.4%	7.2%
财务费用	-95	-122	-187	-138	-107	-78
%销售收入	1.1%	1.4%	1.8%	1.2%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-2	-89	-128	-47	-33	-36
公允价值变动收益	3	2	3	1	1	1
投资收益	309	203	252	340	380	420
%税前利润	30.8%	19.8%	22.5%	28.8%	28.5%	28.8%
营业利润	973	948	1,106	1,140	1,305	1,430
营业利润率	11.6%	10.7%	10.5%	9.7%	9.7%	9.7%
营业外收支	28	76	16	40	30	30
税前利润	1,001	1,023	1,123	1,180	1,335	1,460
利润率	12.0%	11.6%	10.7%	10.0%	9.9%	9.9%
所得税	-139	-148	-186	-195	-221	-242
所得税率	13.9%	14.5%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%
净利润	862	875	937	985	1,115	1,219
少数股东损益	107	146	195	200	210	220
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>755</b>	<b>729</b>	<b>741</b>	<b>785</b>	<b>905</b>	<b>999</b>
净利率	9.0%	8.2%	7.1%	6.7%	6.7%	6.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	862	875	937	985	1,115	1,219
少数股东损益	107	146	195	200	210	220
非现金支出	409	524	659	667	743	824
非经营收益	-192	-35	-291	-192	-244	-297
营运资金变动	-128	-602	-911	-143	-59	-89
<b>经营活动现金净流</b>	<b>950</b>	<b>761</b>	<b>394</b>	<b>1,317</b>	<b>1,554</b>	<b>1,656</b>
资本开支	-960	-727	-812	-1,193	-1,164	-1,063
投资	167	-321	-1,119	-111	-122	-117
其他	592	131	507	345	383	422
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-201</b>	<b>-917</b>	<b>-1,424</b>	<b>-959</b>	<b>-903</b>	<b>-758</b>
股权募资	227	0	16	0	0	0
债权募资	-683	-448	-1,035	-1,081	-863	-70
其他	444	956	2,026	963	793	406
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-12</b>	<b>508</b>	<b>1,007</b>	<b>-118</b>	<b>-70</b>	<b>336</b>
<b>现金净流量</b>	<b>738</b>	<b>352</b>	<b>-23</b>	<b>241</b>	<b>582</b>	<b>1,234</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,202	2,587	2,787	3,019	3,597	4,832
应收款项	2,088	2,333	2,576	2,674	3,027	3,261
存货	717	708	997	954	1,094	1,191
其他流动资产	3,195	3,561	4,175	4,331	4,822	5,143
流动资产	8,202	9,189	10,535	10,978	12,540	14,427
%总资产	41.7%	43.5%	40.3%	40.2%	42.5%	45.3%
长期投资	3,548	3,655	4,466	4,596	4,733	4,876
固定资产	4,302	4,419	6,171	6,413	6,669	6,849
%总资产	21.9%	20.9%	23.6%	23.5%	22.6%	21.5%
无形资产	2,766	3,039	3,526	3,873	4,114	4,250
非流动资产	11,446	11,937	15,610	16,352	16,973	17,423
%总资产	58.3%	56.5%	59.7%	59.8%	57.5%	54.7%
<b>资产总计</b>	<b>19,648</b>	<b>21,126</b>	<b>26,145</b>	<b>27,330</b>	<b>29,514</b>	<b>31,850</b>
短期借款	1,275	1,256	2,256	1,393	550	500
应付款项	4,812	4,791	5,780	5,933	6,752	7,272
其他流动负债	1,394	2,012	2,198	2,182	2,338	2,444
流动负债	7,480	8,059	10,234	9,508	9,640	10,216
长期贷款	1,899	1,968	2,725	2,725	2,725	2,725
其他长期负债	1,776	2,012	2,927	2,690	2,657	2,630
负债	11,155	12,039	15,886	14,923	15,022	15,570
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,267</b>	<b>7,785</b>	<b>8,326</b>	<b>10,274</b>	<b>12,148</b>	<b>13,717</b>
其中：股本	727	944	944	944	944	944
未分配利润	4,672	4,879	5,243	5,698	6,272	6,941
少数股东权益	1,226	1,302	1,933	2,133	2,343	2,563
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,648</b>	<b>21,126</b>	<b>26,145</b>	<b>27,330</b>	<b>29,514</b>	<b>31,850</b>
<b>比率分析</b>						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.039	0.773	0.785	0.833	0.959	1.059
每股净资产	9.999	8.247	8.823	10.896	12.884	14.547
每股经营现金净流	1.308	0.806	0.417	1.396	1.647	1.755
每股股利	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.39%	9.37%	8.90%	7.64%	7.45%	7.28%
总资产收益率	3.84%	3.45%	2.84%	2.87%	3.06%	3.14%
投入资本收益率	4.80%	5.52%	4.30%	4.13%	4.22%	4.10%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.62%	5.52%	18.93%	11.81%	14.90%	9.11%
EBIT 增长率	43.98%	23.58%	1.29%	3.34%	8.73%	5.76%
净利润增长率	25.17%	-3.47%	1.65%	5.92%	15.21%	10.40%
总资产增长率	18.17%	7.52%	23.76%	4.53%	7.99%	7.92%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	70.4	78.6	71.0	70.9	70.8	70.7
存货周转天数	43.8	36.8	36.2	36.0	35.7	35.5
应付账款周转天数	180.4	177.6	164.5	164.0	162.0	160.0
固定资产周转天数	162.2	139.1	186.7	180.7	161.5	150.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	17.62%	15.33%	34.78%	19.91%	7.22%	-1.48%
EBIT 利息保障倍数	7.5	7.2	4.8	6.7	9.4	13.6
资产负债率	56.78%	56.99%	60.76%	54.60%	50.90%	48.89%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	6	15
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.67	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-08-09	买入	8.63	13.05~13.05

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究