

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华光环能 (600475. SH)

投资评级

上次评级

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

热电运营支撑营收增长，氢能&火改业务订单释放在即

2024年8月30日

事件: 2024年8月29日晚,华光环能发布2024年半年报。2024H1公司实现营业收入57.58亿元,同比增长15.3%;实现归母净利润3.97亿元,同比减少3.02%;实现扣非后归母净利润2.03亿元,同比下降47.08%;经营活动现金流量净额1.5亿元,同比增加222.6%;基本每股收益0.42元/股,同比下降3.17%。

2024Q2公司实现营业收入28.59亿元,同比增加2.53%,环比下降1.41%;实现归母净利润2.11亿元,同比增加11.71%,环比增长13.19%;实现扣非后归母净利润0.22亿元,同比下降86.86%,环比下降87.86%。

点评:

- **装备业务需求回暖,热电运营成拉动收入增长主要板块。**分板块来看:
 - (1) **装备业务:** 2024H1年公司环保装备制造实现收入5.44亿元,同比增长60%;节能发电设备收入1.91亿元,同比下降4.9%。上半年公司燃机余热锅炉、垃圾焚烧锅炉需求提升,带动收入上涨。但由于市场竞争激烈,锅炉订单价格下降压缩毛利率,环保装备及节能发电装备毛利率分别下降14.95pct、7.08pct至10.73%、13.56%。
 - (2) **工程业务:** 2024H1,由于光伏组件价格波动严重,新能源消纳形势严峻,光伏装机量下降,公司电站工程业务上半年实现收入5.98亿元,同比下降47.9%,毛利率为2.53%。市政环保工程与服务实现收入12.33亿元,同比增长7.2%,主要由于污泥处置收入增加;
 - (3) **运营业务:** 热电及光伏电站运营实现收入27.46亿元,同比增长55.1%,主要由于热电资产并表实现收入增厚。环保运营业务实现营收3.34亿元,同比增加2.5%。截止2024H1,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(二期)已于2024年3月完成验收。
- **氢能电解槽订单落地有望贡献业绩增量。**目前公司已形成年产1GW电解槽制造能力,已下线1500Nm³/h的碱性电解槽设备。2023年12月,公司成功入选中能建电解槽供应名单,2024年7月,公司成功中标中能建松原氢能产业园项目总承包中部分制氢设备及系统,实现大标方制氢设备订单落地,年内有望实现部分收入。
- **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,公司已经与山西、山东等地客户开展深入沟通,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 117.51/126.5/136.33 亿元，归母净利润 7.6/8.11/9.32 亿元，按 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 为 10.69x/10.01x/8.71x。
- **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（百万元）	8,839	10,513	11,751	12,650	13,633
同比(%)	5.5%	18.9%	11.8%	7.6%	7.8%
归属母公司净利润（百万元）	729	741	760	811	932
同比(%)	-3.5%	1.7%	2.5%	6.8%	14.9%
毛利率(%)	19.9%	18.3%	16.6%	17.7%	18.7%
ROE(%)	9.4%	8.9%	8.5%	8.5%	9.0%
EPS（摊薄）(元)	0.77	0.79	0.81	0.86	0.99
P/E	11.13	10.95	10.69	10.01	8.71
P/B	1.04	0.98	0.91	0.85	0.79
EV/EBITDA	7.54	9.68	6.92	6.84	6.49

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 8 月 29 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	11,366	11,511	11,840	
货币资金	2,587	2,787	2,776	2,258	1,632	
应收票据	48	108	153	128	175	
应收账款	1,988	2,104	2,390	2,358	2,525	
预付账款	210	234	294	298	317	
存货	708	997	1,130	1,372	1,606	
其他	3,647	4,304	4,623	5,096	5,585	
非流动资产	11,937	15,610	16,076	16,646	17,189	
长期股权投资	1,396	2,039	2,009	2,059	2,109	
固定资产(合计)	3,370	5,378	5,743	6,016	6,225	
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	27,442	28,157	29,029	
流动负债	8,059	10,234	10,432	10,017	9,768	
短期借款	966	1,418	1,318	1,268	1,238	
应付票据	951	1,305	1,035	1,278	1,307	
应付账款	3,540	4,201	4,507	3,590	3,182	
其他	2,603	3,310	3,573	3,881	4,040	
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	16,403	16,221	16,078	
少数股东权益	1,302	1,933	2,147	2,376	2,639	
归属母公司股东权益	7,785	8,326	8,892	9,560	10,312	
负债和股东权益	21,126	26,145	27,442	28,157	29,029	

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	11,751	12,650	13,633	
同比(%)	5.5%	18.9%	11.8%	7.6%	7.8%	
归属母公司净利润	729	741	760	811	932	
同比(%)	-3.5%	1.7%	2.5%	6.8%	14.9%	
毛利率(%)	19.9%	18.3%	16.6%	17.7%	18.7%	
ROE%	9.4%	8.9%	8.5%	8.5%	9.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.77	0.79	0.81	0.86	0.99	
P/E	11.13	10.95	10.69	10.01	8.71	
P/B	1.04	0.98	0.91	0.85	0.79	
EV/EBITDA	7.54	9.68	6.92	6.84	6.49	

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	11,751	12,650	13,633	
营业成本	7,076	8,587	9,797	10,411	11,082	
营业税金及附加	51	61	68	73	78	
销售费用	81	91	106	114	136	
管理费用	504	622	670	734	804	
研发费用	244	258	235	291	341	
财务费用	122	187	236	243	250	
减值损失合计	-75	-98	-50	-50	-50	
投资净收益	203	252	353	379	409	
其他	59	245	163	65	71	
营业利润	948	1,106	1,105	1,179	1,372	
营业外收支	76	16	41	44	34	
利润总额	1,023	1,123	1,146	1,223	1,406	
所得税	148	186	172	183	211	
净利润	875	937	974	1,040	1,195	
少数股东损益	146	195	214	229	263	
归属母公司净利润	729	741	760	811	932	
EBITDA	1,349	1,441	1,800	1,912	2,108	
EPS(当年)(元)	0.78	0.79	0.81	0.86	0.99	

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	851	582	678	
净利润	875	937	974	1,040	1,195	
折旧摊销	435	531	632	675	716	
财务费用	150	226	250	257	261	
投资损失	-203	-252	-353	-379	-409	
营运资金变动	-602	-911	-554	-1,010	-1,094	
其它	106	-137	-98	0	9	
投资活动现金流	-917	-1,424	-637	-845	-840	
资本支出	-727	-812	-844	-1,030	-1,039	
长期投资	-321	-1,119	-120	-200	-200	
其他	131	507	327	385	399	
筹资活动现金流	508	1,007	50	-255	-464	
吸收投资	0	16	-1	0	0	
借款	90	1,209	100	50	70	
支付利息或股息	-609	-766	-478	-500	-541	
现金流净增加额	352	-23	264	-518	-626	

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。