

# 华光环能 (600475.SH)

## 设备及EPC业务短期承压,运营资产稳定基本盘

**买入 (维持评级)**

当前价格: 8.56元

### 投资要点:

► **事件:** 8月29日,公司发布2024年中报。1H24,公司实现营业收入57.58亿元,同比+15.30%;归母净利润3.97亿元,同比-3.02%;扣非归母净利润2.03亿元,同比-47.08%。其中2Q24,公司实现营业收入28.59亿元,同比+2.53%;归母净利润2.11亿元,同比+11.71%;扣非归母净利润0.22亿元,同比-86.86%。

► **设备及EPC业务短期承压,现金流改善明显。**毛利率方面,1H24公司主营业务毛利率14.39%,同比下降4.25pct,主要受市场竞争激烈、光伏组件价格波动剧烈等因素影响,导致环保设备毛利下降,同时光伏电站EPC业务收入下降,传统电站工程收入占比提升且毛利偏低。2024年上半年公司经营性现金流净额为1.50亿元,同比改善明显,公司加强现金管理,为长期持续稳定经营奠定基础。

► **运营资产稳中向好,支撑公司基本面。**1H24公司热电及光伏运营收入27.46亿元,同比增长55.06%,毛利率为17.51%,略低于23年同期0.74pct。截至24年6月底,公司控股热电联产项目装机容量近1.3GW,2024年上半年实现热电联产集中供热499.38万吨,同比增长49.76%,热力应收款回笼率99.05%,对公司业绩基本面及现金流起到支撑作用。1H24,公司环保运营实现收入3.34亿元,同比增长2.54%,毛利率为31.53%,同比下降2.73pct。24年上半年,公司垃圾处置量50.83万吨,同比增长13.49%;焚烧发电量14172.52万度,同比增长23.58%。整体上,公司运营类项目经营稳中向好。

► **电解水制氢订单落地,火电灵活性改造蓄势待发。**公司对研制的制氢设备的主副电极结构进行了改进,采用新型环保隔膜材料,大幅提高了电流密度,同等产氢量下,设备体积大幅减小。1H24公司中标中能建松原项目部分订单,实现大标方制氢设备及系统订单落地。公司火电灵活性改造技术已于惠联电厂进行试验,并对试验炉进行了持续调试改造,目前已与山西、山东、辽宁等地的意向客户开展沟通,惠联项目测试成功后,将开展燃煤机组宽负荷灵活性改造的市场推广。

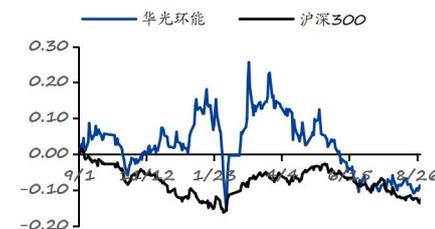
► **盈利预测与投资建议。**设备及EPC业务短期承压,运营类项目稳定公司基本盘,电解水制氢设备及火电灵活性改造技术有望提供增量空间。结合公司经营情况,调整对公司的盈利预测。预计公司2024-2026年营业收入分别为114.38/127.85/140.35亿元(前值129.71/158.36/187.60亿元),归母净利润分别为7.52/8.84/9.94亿元(前值9.06/11.12/13.13亿元),EPS分别为0.80、0.94、1.05元/股,对应PE分别为10.7、9.1、8.1倍,维持公司“买入”评级。

► **风险提示:** 电解槽订单不及预期;火电灵活性改造需求不及预期;市场竞争加剧;研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	942.89/942.41
流通A股市值(百万元)	8,067.00
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	60.19
一年内最高/最低价(元)	12.32/7.99

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

**分析师: 严家源(S0210524050013)**  
 yjy30561@hfzq.com.cn  
**分析师: 尚硕(S0210524050023)**  
 ss30574@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 23年业绩稳中有升,期待电解槽与火改放量——2024.04.28
- 传统业务协同发展,制氢火改双重共振——2023.11.29

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,839	10,513	11,438	12,785	14,035
增长率	6%	19%	9%	12%	10%
净利润(百万元)	729	741	752	884	994
增长率	-3%	2%	1%	18%	12%
EPS(元/股)	0.77	0.79	0.80	0.94	1.05
市盈率(P/E)	11.1	10.9	10.7	9.1	8.1
市净率(P/B)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源:公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,787	2,575	3,831	4,799	营业收入	10,513	11,438	12,785	14,035
应收票据及账款	2,213	2,173	2,247	2,441	营业成本	8,587	9,532	10,556	11,560
预付账款	234	255	277	298	税金及附加	61	66	74	81
存货	997	1,026	1,138	1,252	销售费用	91	99	111	122
合同资产	3,043	3,221	3,537	3,812	管理费用	622	677	757	831
其他流动资产	4,304	4,482	4,874	5,219	研发费用	258	281	314	345
流动资产合计	10,535	10,511	12,366	14,009	财务费用	187	189	208	215
长期股权投资	2,039	2,039	2,039	2,039	信用减值损失	-30	-30	-30	-30
固定资产	5,377	6,840	6,997	6,942	资产减值损失	-98	-70	-65	-65
在建工程	794	204	104	204	公允价值变动收益	3	2	2	2
无形资产	3,249	3,422	3,603	3,792	投资收益	252	255	237	248
商誉	223	223	223	223	其他收益	49	52	54	57
其他非流动资产	3,928	3,924	3,922	3,921	<b>营业利润</b>	<b>1,106</b>	<b>1,025</b>	<b>1,199</b>	<b>1,340</b>
非流动资产合计	15,610	16,653	16,888	17,120	营业外收入	24	26	27	30
<b>资产合计</b>	<b>26,145</b>	<b>27,163</b>	<b>29,254</b>	<b>31,129</b>	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	1,418	1,542	1,724	1,893	<b>利润总额</b>	<b>1,123</b>	<b>1,044</b>	<b>1,219</b>	<b>1,363</b>
应付票据及账款	5,506	5,824	6,257	6,744	所得税	186	148	173	194
预收款项	3	3	3	4	<b>净利润</b>	<b>937</b>	<b>895</b>	<b>1,046</b>	<b>1,170</b>
合同负债	671	724	803	875	少数股东损益	195	143	162	175
其他应付款	248	248	248	248	<b>归属母公司净利润</b>	<b>741</b>	<b>752</b>	<b>884</b>	<b>994</b>
其他流动负债	2,389	2,211	2,622	2,702	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	0.80	0.94	1.05
流动负债合计	10,234	10,553	11,658	12,465					
长期借款	2,725	3,083	3,442	3,800					
应付债券	1,900	1,900	1,900	1,900					
其他非流动负债	1,027	1,027	1,027	1,027					
非流动负债合计	5,652	6,010	6,369	6,727					
<b>负债合计</b>	<b>15,886</b>	<b>16,563</b>	<b>18,026</b>	<b>19,192</b>					
归属母公司所有者权益	8,326	8,524	8,989	9,523					
少数股东权益	1,933	2,076	2,239	2,414					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,259</b>	<b>10,601</b>	<b>11,228</b>	<b>11,937</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,145</b>	<b>27,163</b>	<b>29,254</b>	<b>31,129</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>394</b>	<b>1,356</b>	<b>2,029</b>	<b>1,841</b>
现金收益	1,641	1,816	2,133	2,290
存货影响	-289	-29	-112	-114
经营性应收影响	-102	88	-30	-150
经营性应付影响	1,089	318	433	487
其他影响	-1,945	-838	-395	-672
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,424</b>	<b>-1,532</b>	<b>-876</b>	<b>-886</b>
资本支出	-2,540	-1,777	-1,117	-1,139
股权投资	-643	0	0	0
其他长期资产变化	1,759	245	241	253
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,007</b>	<b>-36</b>	<b>103</b>	<b>13</b>
借款增加	2,457	483	540	527
股利及利息支付	-766	-521	-620	-652
股东融资	16	0	0	0
其他影响	-700	2	183	138

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.9%	8.8%	11.8%	9.8%
EBIT 增长率	14.3%	-5.9%	15.8%	10.6%
归母公司净利润增长率	1.7%	1.5%	17.5%	12.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.3%	16.7%	17.4%	17.6%
净利率	8.9%	7.8%	8.2%	8.3%
ROE	7.2%	7.1%	7.9%	8.3%
ROIC	11.3%	9.9%	10.5%	10.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.8%	61.0%	61.6%	61.7%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	70	66	59	57
存货周转天数	36	38	37	37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.79	0.80	0.94	1.05
每股经营现金流	0.42	1.44	2.15	1.95
每股净资产	8.83	9.04	9.53	10.10
<b>估值比率</b>				
P/E	11	11	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	14	12	11

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn