

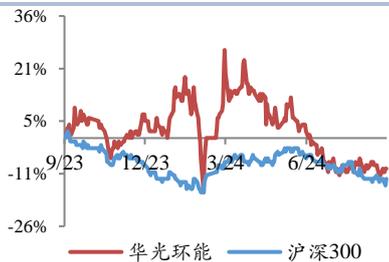
热电业务构筑业绩基石，氢能&火改蓄势待发

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-08-31

收盘价（元）	8.56
近12个月最高/最低（元）	12.32/7.99
总股本（百万股）	943
流通股本（百万股）	942
流通股比例（%）	99.95
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	81

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

1. 环保能源主业稳固，氢能&火改引领战略转型 2024-05-28

主要观点：

● 业绩

公司公布 2024H1 业绩，实现营收 57.58 亿元，YoY+15.3%；实现归母净利润 3.97 亿元，YoY-3.02%；实现扣非归母净利润 2.03 亿元，YoY-47.08%。其中 2024Q2 实现营收 28.59 亿元，YoY+2.53%；实现归母净利润 2.11 亿元，YoY+11.71%；实现扣非归母净利润 0.22 亿元，YoY-86.86%。

● 环保设备业务回暖，热电运营业务增长稳定

①装备制造：环保设备营收 5.44 亿元，YoY+60.2%，主要系燃机余热锅炉和垃圾焚烧锅炉需求提升；节能高效发电设备营收 1.91 亿元，YoY-4.9%，主要系市场竞争激烈，锅炉订单价格下降。②工程与服务：市政环保工程与服务营收 12.33 亿元，YoY+7.2%，主要系污泥处置收入增加；电站工程营收 5.98 亿元，YoY-47.9%，主要系光伏组件价格波动和新能源消纳形势严峻导致光伏装机量下降。③项目运营管理：环保运营业务营收 3.34 亿元，YoY+2.5%，主要系产能提升和项目精益管理带动业务增长；热电及光伏电站运营营收 27.46 亿元，YoY+55.1%，主要系热电资产并表实现收入增厚。

● 火电灵活性改造空间广阔，煤粉预热技术有望受益

在火电灵活性改造领域，公司凭借其领先的煤粉预热燃烧技术，能够有效提升机组的调峰能力和降低 NOx 排放，满足当前电力系统对于灵活性资源的迫切需求。根据《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》，到 2027 年存量煤电机组实现“应改尽改”，存量待改造规模巨大。公司已与多个地区客户进行了深入沟通，技术调试验收完成后，订单释放潜力巨大。

● 氢能电解槽订单逐步落地，有望持续推动业绩增长

在氢能领域，华光环能已经形成了年产 1GW 的电解槽制造能力，并成功下线了 1500Nm³/h 的碱性电解槽设备。2023 年 12 月，公司入选中能建电解槽供应名单，2024 年 7 月中标中能建松原氢能产业园项目，实现了大标方制氢设备订单的落地，预计将为公司带来业绩增量。随着氢能电解槽市场的快速增长，公司的电解槽订单有望实现批量化出货，进一步推动公司业绩增长。

● 投资建议

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，我们预计 24-26 年归母净利润分别为 8.18/9.09/9.90 亿元，对应 PE 分别 10/9/8 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

火改需求不及预期；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%	10.4%	11.1%	8.9%
毛利率 (%)	18.3%	17.3%	17.3%	17.3%
ROE (%)	8.9%	9.0%	9.1%	9.0%
每股收益 (元)	0.79	0.87	0.96	1.05
P/E	13.17	9.87	8.88	8.15
P/B	1.18	0.88	0.80	0.73
EV/EBITDA	9.68	4.24	3.30	3.12

资料来源：iFind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10535	13474	16710	18486	营业收入	10513	12212	13673	14927
现金	2787	5543	8376	9606	营业成本	8587	10099	11307	12346
应收账款	2104	2188	2191	2137	营业税金及附加	61	67	79	86
其他应收款	158	166	176	183	销售费用	91	101	118	129
预付账款	234	248	292	302	管理费用	622	687	807	881
存货	997	953	858	616	财务费用	187	215	217	257
其他流动资产	4254	4377	4818	5641	资产减值损失	-98	-102	-103	-107
非流动资产	15610	16886	17340	18874	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	2039	2139	2239	2339	投资净收益	252	308	310	355
固定资产	5378	5771	6187	6732	营业利润	1106	1258	1421	1573
无形资产	3249	3249	3249	3249	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	4944	5727	5665	6553	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	26145	30360	34050	37359	利润总额	1123	1258	1421	1573
流动负债	10234	12993	14119	14553	所得税	186	219	259	302
短期借款	1418	1690	1840	1991	净利润	937	1039	1161	1272
应付账款	4201	5929	5975	5871	少数股东损益	195	221	252	282
其他流动负债	4615	5374	6305	6692	归属母公司净利润	741	818	909	990
非流动负债	5652	6089	7492	9095	EBITDA	1441	2319	2588	2902
长期借款	2725	3225	3425	3525	EPS (元)	0.79	0.87	0.96	1.05
其他非流动负债	2927	2864	4067	5570					
负债合计	15886	19082	21611	23648					
少数股东权益	1933	2154	2406	2688					
股本	944	944	944	944					
资本公积	191	194	194	194					
留存收益	7191	7986	8895	9885					
归属母公司股东权益	8326	9124	10033	11023					
负债和股东权益	26145	30360	34050	37359					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	394	4337	2462	1909
净利润	937	1039	1161	1272
折旧摊销	531	845	950	1072
财务费用	226	257	300	383
投资损失	-252	-308	-310	-355
营运资金变动	-911	2657	556	-234
其他经营现金流	1711	-1773	409	1279
投资活动现金流	-1424	-1568	-882	-2051
资本支出	-812	-746	-887	-1151
长期投资	-1119	-1120	-300	-1250
其他投资现金流	507	298	305	350
筹资活动现金流	1007	-12	1253	1371
短期借款	452	272	150	151
长期借款	757	500	200	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	3	0	0
其他筹资现金流	-207	-787	903	1120
现金净增加额	-23	2756	2833	1230

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	18.9%	16.2%	12.0%	9.2%
营业利润	16.7%	13.7%	12.9%	10.8%
归属于母公司净利	1.7%	10.4%	11.1%	8.9%
获利能力				
毛利率 (%)	18.3%	17.3%	17.3%	17.3%
净利率 (%)	7.1%	6.7%	6.6%	6.6%
ROE (%)	8.9%	9.0%	9.1%	9.0%
ROIC (%)	4.4%	6.6%	6.3%	6.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	60.8%	62.9%	63.5%	63.3%
净负债比率 (%)	154.8%	169.2%	173.7%	172.5%
流动比率	1.03	1.04	1.18	1.27
速动比率	0.58	0.68	0.83	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.43	0.42	0.42
应收账款周转率	5.14	5.69	6.25	6.90
应付账款周转率	2.22	1.99	1.90	2.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.87	0.96	1.05
每股经营现金流	0.42	4.60	2.61	2.02
每股净资产	8.82	9.68	10.64	11.69
估值比率				
P/E	13.17	9.87	8.88	8.15
P/B	1.18	0.88	0.80	0.73
EV/EBITDA	9.68	4.24	3.30	3.12

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师：洪慧，华安证券电新行业分析师，悉尼大学金融学硕士，2年卖方行业研究经验，主要覆盖氢能领域行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。