



华光环能 (600475.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

电站工程承压影响短期业绩， 氢能火改放量可期

业绩简评

2024年10月29日公司披露三季报，1-3Q24实现营收72.33亿元，同比-6.1%；实现归母净利润4.81亿元，同比-6.6%。其中，Q3实现营收14.74亿元，同比-45.6%；实现归母净利润0.84亿元，同比-20.4%。

经营分析

业绩短期承压，主要受到电站工程业务业绩下滑等因素影响。从营收端看，Q3公司营收下滑，主要由于光伏电站工程业务受光伏组件价格波动剧烈、新能源消纳形势较为严峻等因素影响，装机速度和装机量下降，业务收入下降较明显；此外，也需考虑到公司装备制造受搬迁产能爬坡影响而收入下滑也对整体业绩产生了影响。从利润端看，Q3公司归母净利润下滑，除了受到电站工程收入减少、利润下降的影响外，还与公司餐厨垃圾处置二期新项目投入运营后资产开始计提折旧摊销并影响当期利润、锅炉装备受市场竞争影响而毛利下降等因素有关。从经营活动现金流量净额来看，公司工程类收入和订单较同期减少也使得经营现金净流入同比有所减少。

绿氢设备弹性大、且有央企订单背书，有望与火改一起打开成长空间。中央和地方氢能相关政策不断出台，驱动行业发展，并逐步形成“风光-绿电-储能-绿氢-绿氨绿醇”从资源端到消纳端的全产业链商业模式；今年公司中标了全球最大体量绿色氢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，实现大标方氢能订单落地。当前开工绿氢项目量级达到92.1万吨，约881套电解槽将在未来陆续迎来招标，包括8月末中能建公布的125套制氢设备集中采购招标，公司在前续订单背书下，未来有望实现大规模出货。此外，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，今年上半年已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。

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7.6/8.4/8.8亿元，EPS分别为0.81/0.89/0.94元，公司股票现价对应PE估值分别为10.7/9.7/9.2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)：9.20 元

相关报告：

- 《华光环能公司点评：传统板块业绩稳健，氢能火改放量可期》，2024.8.30
- 《华光环能公司深度研究：“能源+环保”奠基，“制氢+火改”进攻》，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	10,757	11,904	12,552
营业收入增长率	5.52%	18.93%	2.3%	10.7%	5.4%
归母净利润(百万元)	729	741	762	835	884
归母净利润增长率	-3.47%	1.65%	2.8%	9.6%	5.8%
摊薄每股收益(元)	0.773	0.785	0.81	0.89	0.94
每股经营性现金流净额	0.81	0.42	1.35	1.60	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.37%	8.90%	7.44%	6.93%	6.54%
P/E	11.38	13.24	10.65	9.72	9.18
P/B	1.07	1.18	0.79	0.67	0.60

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
主营业务收入	8,377	8,839	10,513	10,757	11,904	12,552
增长率		5.5%	18.9%	2.3%	10.7%	5.4%
主营业务成本	-6,712	-7,076	-8,587	-8,806	-9,811	-10,366
%销售收入	80.1%	80.1%	81.7%	81.9%	82.4%	82.6%
毛利	1,665	1,763	1,926	1,951	2,093	2,186
%销售收入	19.9%	19.9%	18.3%	18.1%	17.6%	17.4%
营业税金及附加	-43	-51	-61	-62	-68	-72
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-74	-81	-91	-94	-103	-108
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-581	-504	-622	-636	-696	-733
%销售收入	6.9%	5.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
研发费用	-252	-244	-258	-258	-280	-292
%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	901	946	981
%销售收入	8.5%	10.0%	8.5%	8.4%	7.9%	7.8%
财务费用	-95	-122	-187	-137	-107	-81
%销售收入	1.1%	1.4%	1.8%	1.3%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-2	-89	-128	-43	-28	-28
公允价值变动收益	3	2	3	1	1	1
投资收益	309	203	252	330	350	360
%税前利润	30.8%	19.8%	22.5%	28.6%	27.9%	27.2%
营业利润	973	948	1,106	1,113	1,223	1,293
营业利润率	11.6%	10.7%	10.5%	10.3%	10.3%	10.3%
营业外收支	28	76	16	40	30	30
税前利润	1,001	1,023	1,123	1,153	1,253	1,323
利润率	12.0%	11.6%	10.7%	10.7%	10.5%	10.5%
所得税	-139	-148	-186	-191	-207	-219
所得税率	13.9%	14.5%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%
净利润	862	875	937	962	1,045	1,104
少数股东损益	107	146	195	200	210	220
归属于母公司的净利润	755	729	741	762	835	884
净利率	9.0%	8.2%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	862	875	937	962	1,045	1,104
少数股东损益	107	146	195	200	210	220
非现金支出	409	524	659	663	737	816
非经营收益	-192	-35	-291	-185	-218	-237
营运资金变动	-128	-602	-911	-162	-53	-80
经营活动现金净流	950	761	394	1,278	1,512	1,603
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	335	353	362
投资活动现金净流	-201	-917	-1,424	-969	-933	-818
股权募资	227	0	16	0	0	0
债权募资	-683	-448	-1,035	-1,319	-624	-70
其他	444	956	2,026	966	797	406
筹资活动现金净流	-12	508	1,007	-353	173	336
现金净流量	738	352	-23	-43	751	1,121

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	2,734	3,483	4,604
应收款项	2,088	2,333	2,576	2,447	2,668	2,778
存货	717	708	997	868	959	1,007
其他流动资产	3,195	3,561	4,175	4,041	4,356	4,510
流动资产	8,202	9,189	10,535	10,090	11,466	12,899
%总资产	41.7%	43.5%	40.3%	38.2%	40.3%	42.5%
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%	24.3%	23.4%	22.6%
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%	61.8%	59.7%	57.5%
资产总计	19,648	21,126	26,145	26,442	28,439	30,322
短期借款	1,275	1,256	2,256	1,154	550	500
应付款项	4,812	4,791	5,780	5,395	5,915	6,149
其他流动负债	1,394	2,012	2,198	2,094	2,193	2,245
流动负债	7,480	8,059	10,234	8,643	8,658	8,894
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	14,058	14,040	14,249
普通股股东权益	7,267	7,785	8,326	10,251	12,056	13,510
其中：股本	727	944	944	944	944	944
未分配利润	4,672	4,879	5,243	5,675	6,180	6,734
少数股东权益	1,226	1,302	1,933	2,133	2,343	2,563
负债股东权益合计	19,648	21,126	26,145	26,442	28,439	30,322

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.039	0.773	0.785	0.808	0.886	0.938
每股净资产	9.999	8.247	8.823	10.872	12.786	14.328
每股经营现金净流	1.308	0.806	0.417	1.354	1.602	1.698
每股股利	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	10.39%	9.37%	8.90%	7.44%	6.93%	6.54%
总资产收益率	3.84%	3.45%	2.84%	2.88%	2.94%	2.92%
投入资本收益率	4.80%	5.52%	4.30%	4.09%	3.99%	3.82%
增长率						
主营业务收入增长率	9.62%	5.52%	18.93%	2.32%	10.67%	5.44%
EBIT 增长率	43.98%	23.58%	1.29%	0.80%	4.96%	3.66%
净利润增长率	25.17%	-3.47%	1.65%	2.83%	9.59%	5.83%
总资产增长率	18.17%	7.52%	23.76%	1.14%	7.55%	6.62%
资产管理能力						
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	197.5	183.2	176.1
偿债能力						
净负债/股东权益	17.62%	15.33%	34.78%	20.31%	8.06%	-0.09%
EBIT 利息保障倍数	7.5	7.2	4.8	6.6	8.8	12.1
资产负债率	56.78%	56.99%	60.76%	53.17%	49.37%	46.99%

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	0	5	7	14
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.29	1.22	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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