



华光环能 (600475.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

环保&电站工程承压影响短期业绩， 氢能实现订单突破

业绩简评

4 月 28 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 全年公司实现营业收入 91.13 亿元，同比-13.31%；实现归母净利润 7.04 亿元，同比-4.98%；2025 年一季度营业收入 19.65 亿元，同比-32.25%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比-30.77%。

经营分析

业绩短期下滑，主要受到工程业务承压和 Q1 季节性因素影响。公司 2024 电站运营、环保运营板块业绩稳健增长，营收分别+15.6%、+8.11%，装备制造收入也有所回暖，环保、节能高效发电设备营收分别+21.1%、+18.74%。公司 2024 年业绩下滑主要受到电站工程、市政环保工程及服务的影响——其中，电站工程服务营收-70.1%，主因光伏组件价格波动剧烈、新能源消纳和项目收益不确定性增加、市场竞争激烈等；而市场环保工程服务营收下滑（-37.6%）主因板块业务逐步向较高毛利业务转型、减少部分低毛利业务，因而毛利率同比上行 6.06pct。公司 1Q25 业绩下滑除锅炉产品出货季节性波动因素外，也同样受到电站工程及市政工程业务收缩的影响。

碱性电解水制氢设备实现订单突破，火改产品运行试验。2024 年，公司完成首期 500MW 规模的制氢设备智能化生产基地，同时签订了上海联风 2×100Nm³/h 订单，并中标目前全球最大体量的绿色氢氨醇一体化项目——中能建松原氢能产业园项目中部分制氢设备及系统，在实际落地应用方面实现突破。央国企牵头绿氢示范项目陆续落地，共约 170 万吨项目已开工，对于设备企业而言，项目经验现阶段是关键。公司在具备项目背书以及与江苏省特检院、中能建氢能公司、中石化广州工程公司等建立了战略合作关系的背景下，后续有望持续获取规模化订单。火改产品方面，公司灵活性低氮高效燃煤锅炉技术及产品完成试验调试，截至年底，项目已实现锅炉 20%低负荷稳定运行，负荷 0-110%灵活可调，NO_x 排放较改造前下降 40%，并且公司已与山东、陕西等地意向客户深度沟通接洽并完成了项目报价，后续将实现市场规模化应用。

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 25-27 年分别实现归母净利润 8.0/9.5/11.2 亿元，EPS 分别为 0.83/0.99/1.17 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 10.7/9.0/7.6 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

分析师：唐雪琪 (执业 S1130525020003)

tangxueqi@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.87 元

相关报告：

1. 《华光环能 3Q24 业绩点评：电站工程承压影响短期业绩，氢能火改放量可期》，2024.10.30
2. 《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
3. 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,513	9,113	10,551	12,087	13,841
营业收入增长率	18.93%	-13.31%	15.8%	14.6%	14.5%
归母净利润(百万元)	741	704	795	947	1,115
归母净利润增长率	1.65%	-4.98%	12.8%	19.2%	17.7%
摊薄每股收益(元)	0.785	0.737	0.83	0.99	1.17
每股经营性现金流净额	0.42	1.08	1.39	1.82	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.90%	7.99%	7.33%	7.42%	7.72%
P/E	13.24	12.23	10.67	8.95	7.61
P/B	1.18	0.98	0.78	0.66	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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,839	10,513	9,113	10,551	12,087	13,841
增长率		18.9%	-13.3%	15.8%	14.6%	14.5%
主营业务成本	-7,076	-8,587	-7,365	-8,602	-9,834	-11,241
%销售收入	80.1%	81.7%	80.8%	81.5%	81.4%	81.2%
毛利	1,763	1,926	1,748	1,949	2,253	2,600
%销售收入	19.9%	18.3%	19.2%	18.5%	18.6%	18.8%
营业税金及附加	-51	-61	-58	-63	-69	-79
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-81	-91	-96	-92	-105	-119
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-504	-622	-656	-624	-707	-808
%销售收入	5.7%	5.9%	7.2%	5.9%	5.9%	5.8%
研发费用	-244	-258	-222	-253	-284	-322
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	883	894	715	918	1,089	1,271
%销售收入	10.0%	8.5%	7.9%	8.7%	9.0%	9.2%
财务费用	-122	-187	-203	-177	-164	-143
%销售收入	1.4%	1.8%	2.2%	1.7%	1.4%	1.0%
资产减值损失	-89	-128	-29	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	2	1	1	1
投资收益	203	252	160	350	370	380
%税前利润	19.8%	22.5%	14.4%	29.4%	26.7%	23.8%
营业利润	948	1,106	1,083	1,152	1,356	1,569
营业利润率	10.7%	10.5%	11.9%	10.9%	11.2%	11.3%
营业外收支	76	16	27	40	30	30
税前利润	1,023	1,123	1,109	1,192	1,386	1,599
利润率	11.6%	10.7%	12.2%	11.3%	11.5%	11.6%
所得税	-148	-186	-183	-197	-229	-265
所得税率	14.5%	16.6%	16.5%	16.6%	16.5%	16.5%
净利润	875	937	927	995	1,157	1,335
少数股东损益	146	195	222	200	210	220
归属于母公司的净利润	729	741	704	795	947	1,115
净利率	8.2%	7.1%	7.7%	7.5%	7.8%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	875	937	927	995	1,157	1,335
少数股东损益	146	195	222	200	210	220
非现金支出	524	659	646	655	744	822
非经营收益	-35	-291	-301	-152	-172	-171
营运资金变动	-602	-911	-243	-165	12	60
经营活动现金净流	761	394	1,028	1,331	1,741	2,047
资本开支	-727	-812	-888	-1,309	-1,164	-1,063
投资	-321	-1,119	-234	-100	-133	-117
其他	131	507	379	355	373	382
投资活动现金净流	-917	-1,424	-743	-1,054	-924	-798
股权募资	0	16	99	73	0	0
债权募资	-448	-1,035	189	-715	-356	862
其他	956	2,026	-845	920	727	315
筹资活动现金净流	508	1,007	-557	278	371	1,177
现金净流量	352	-23	-271	556	1,188	2,427

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,587	2,787	2,511	3,031	4,196	6,610
应收款项	2,333	2,576	2,880	3,031	3,415	3,845
存货	708	997	916	1,060	1,212	1,355
其他流动资产	3,561	4,175	3,692	4,329	4,827	5,364
流动资产	9,189	10,535	9,999	11,451	13,651	17,173
%总资产	43.5%	40.3%	38.0%	40.1%	43.6%	48.7%
长期投资	3,655	4,466	4,815	4,945	5,082	5,225
固定资产	4,419	6,171	6,586	6,797	7,022	7,170
%总资产	20.9%	23.6%	25.0%	23.8%	22.4%	20.3%
无形资产	3,039	3,526	3,444	3,792	4,035	4,173
非流动资产	11,937	15,610	16,340	17,094	17,681	18,097
%总资产	56.5%	59.7%	62.0%	59.9%	56.4%	51.3%
资产总计	21,126	26,145	26,339	28,546	31,332	35,270
短期借款	1,256	2,256	3,043	2,555	2,219	3,101
应付款项	4,791	5,780	5,224	6,291	7,169	8,170
其他流动负债	2,012	2,198	2,526	2,273	2,446	2,642
流动负债	8,059	10,234	10,793	11,118	11,834	13,913
长期贷款	1,968	2,725	2,907	2,907	2,907	2,907
其他长期负债	2,012	2,927	1,811	1,468	1,416	1,375
负债	12,039	15,886	15,511	15,493	16,157	18,195
普通股股东权益	7,785	8,326	8,818	10,842	12,755	14,435
其中：股本	944	944	956	956	956	956
未分配利润	4,879	5,243	5,503	5,963	6,575	7,356
少数股东权益	1,302	1,933	2,011	2,211	2,421	2,641
负债股东权益合计	21,126	26,145	26,339	28,546	31,332	35,270

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.773	0.785	0.737	0.831	0.991	1.166
每股净资产	8.247	8.823	9.224	11.342	13.342	15.100
每股经营现金净流	0.806	0.417	1.076	1.393	1.821	2.141
每股股利	0.350	0.350	0.450	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	9.37%	8.90%	7.99%	7.33%	7.42%	7.72%
总资产收益率	3.45%	2.84%	2.67%	2.78%	3.02%	3.16%
投入资本收益率	5.52%	4.30%	3.33%	3.90%	4.24%	4.38%
增长率						
主营业务收入增长率	5.52%	18.93%	-13.31%	15.78%	14.55%	14.51%
EBIT 增长率	23.58%	1.29%	-20.00%	28.25%	18.67%	16.76%
净利润增长率	-3.47%	1.65%	-4.98%	12.81%	19.19%	17.72%
总资产增长率	7.52%	23.76%	0.74%	8.38%	9.76%	12.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.6	71.0	90.6	89.0	88.0	87.0
存货周转天数	36.8	36.2	47.4	45.0	45.0	44.0
应付账款周转天数	177.6	164.5	200.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	139.1	186.7	228.6	211.6	188.5	165.9
偿债能力						
净负债/股东权益	15.33%	34.78%	35.72%	21.89%	8.91%	-1.06%
EBIT 利息保障倍数	7.2	4.8	3.5	5.2	6.7	8.9
资产负债率	56.99%	60.76%	58.89%	54.27%	51.57%	51.59%

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	2	3	9
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.60	1.63	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