

华光环能（600475.SH）

工程服务承压拖累业绩，制氢订单落地火改有望放量

事件：公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报。2024 年，公司实现营收 91.13 亿元，同比增长-13.31%；归母净利润 7.04 亿元，同比-4.98%；扣非归母净利润 3.88 亿元，同比减少 24%；基本每股收益 0.7456 元，同比-5.58%。拟向全体股东每股派发现金红利 0.35 元（含税），现金分红比例为 61.08%。2024 年一季度公司实现营收 19.65 亿元，同比-32.25%；归母净利润 1.29 亿元，同比降低 30.77%；扣非归母净利润 1.17 亿元，同比降低 35.23%。

工程服务收入下降，光伏电站 epc 承压。受累于光伏电站 EPC 业务收入明显下滑，公司 2024 年电站工程业务实现收入 6.75 亿元，同比大幅下降 70.08%。而光伏电站工程业务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等问题，装机速度和装机量下降。报告期末，公司电站工程在手订单总金额 11 亿元，主要为传统电站工程，但由于市场激烈竞争收入下降。此外，市政环保工程与服务实现收入 13.10 亿元，同比下降 37.59%。

热电&环保运营稳健提升，装备制造业务回暖。环保运营方面，2024 年公司环保运营服务实现营业收入 6.38 亿元，同比上升 5.50%。热电运营方面，2024 年公司下属 8 家热电厂保持精细化高效运营，全年完成总售热 971.32 万吨，较去年同期增长 18.76%，热力应收款回笼率 100%；通过精细化管理，管损低至 5.2%。装备制造方面，2024 全年实现收入 17.42 亿元，同比提高 20.18%，业务回暖主要系高端环保锅炉市场加大开发，燃机余热炉收入增长较快，流化床的销售收入有所回升所致，同时公司抓住设备更新市场机遇，提升设备节能技改收入。截至 2024 年底，公司锅炉装备在手订单总量 30.44 亿元，较去年有较大幅度提升，其中环保锅炉装备在手订单 11.1 亿元，燃机余热炉订单保持稳步增加，传统节能高效锅炉在手订单 15.29 亿元，另有设备更新改造及备件等订单 4.05 亿元。

电解水制氢订单落地，火电灵活性改造有望放量。制氢方面，2023 年公司 1500Nm³/h 碱性电解槽产品正式下线。2024 年，公司建设完成首期 500MW 规模的制氢设备智能化生产基地，已具备 500Nm³/h 以下、500-1000Nm³/h，1000-2000Nm³/h，多个系列碱性电解水制氢设备的批量化生产交付能力。2024 年，公司签订了上海联风 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总承包项目中部分制氢设备及系统，实现了大标方制氢设备及系统订单落地。火电灵活性改造方面，截至 2024 年底，公司试验项目已实现锅炉 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%，排烟温度达到设计值。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，放量在即。

投资建议。公司即将迎来制氢和火电灵活性改造双动力注入，支持公司快速发展。我们预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 8.01/9.35/10.51 亿元，EPS 分别为 0.84/0.98/1.10 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.7/9.2/8.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发不及预期；政策落实不及预期；上游原材料涨价。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,513	9,113	10,218	11,423	13,003
增长率 yoy（%）	18.9	-13.3	12.1	11.8	13.8
归母净利润（百万元）	741	704	801	935	1,051
增长率 yoy（%）	1.7	-5.0	13.8	16.6	12.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.78	0.74	0.84	0.98	1.10
净资产收益率（%）	8.9	8.0	8.8	9.8	10.6
P/E（倍）	11.6	12.2	10.7	9.2	8.2
P/B（倍）	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

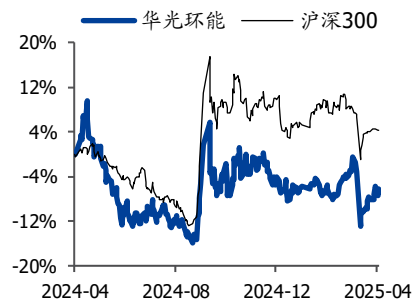
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价（元）	8.98
总市值（百万元）	8,584.57
总股本（百万股）	955.97
其中自由流通股（%）	98.58
30 日日均成交量（百万股）	6.37

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号：S0680124070012

邮箱：liaolanqi@gszq.com

相关研究

- 《华光环能（600475.SH）：光伏业务下滑拖累业绩，静待新兴业务突破》2024-10-30
- 《华光环能（600475.SH）：热电运营稳健增长，火改&氢能注入新动能》2024-09-03
- 《华光环能（600475.SH）：主业稳中向好，制氢/火改放量可期》2024-04-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10535	9999	11184	12938	15117
现金	2787	2511	1144	2116	2951
应收票据及应收账款	2213	2501	4640	4867	5542
其他应收款	158	152	162	186	209
预付账款	234	289	274	332	363
存货	997	916	925	1084	1203
其他流动资产	4146	3629	4038	4353	4849
非流动资产	15610	16340	16643	17122	17445
长期投资	2039	2150	2527	2771	3081
固定资产	5378	5707	5379	5210	4937
无形资产	3249	3171	3239	3380	3469
其他非流动资产	4944	5313	5499	5761	5959
资产总计	26145	26339	27828	30060	32562
流动负债	10234	10793	11268	12528	13913
短期借款	1418	1474	1729	1884	2089
应付票据及应付账款	5506	4962	5419	6098	6901
其他流动负债	3310	4357	4120	4547	4923
非流动负债	5652	4718	5191	5516	5914
长期借款	2725	2907	3376	3702	4099
其他非流动负债	2927	1811	1815	1815	1815
负债合计	15886	15511	16459	18045	19827
少数股东权益	1933	2011	2242	2525	2836
股本	944	956	956	956	956
资本公积	191	266	266	266	266
留存收益	5720	5998	6310	6673	7082
归属母公司股东权益	8326	8818	9127	9490	9899
负债和股东权益	26145	26339	27828	30060	32562

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	394	1028	-474	1847	1501
净利润	937	927	1033	1217	1362
折旧摊销	531	617	670	703	730
财务费用	226	265	180	203	223
投资损失	-252	-162	-184	-203	-233
营运资金变动	-911	-243	-1874	322	-163
其他经营现金流	-137	-375	-299	-396	-418
投资活动现金流	-1424	-743	-492	-582	-402
资本支出	-812	-888	-40	-318	-110
长期投资	-1119	-234	-580	-465	-522
其他投资现金流	507	379	128	200	230
筹资活动现金流	1007	-557	-401	-292	-263
短期借款	452	57	254	156	205
长期借款	757	182	469	326	398
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	5	75	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-883	-1125	-774	-865
现金净增加额	-23	-271	-1367	972	836

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10513	9113	10218	11423	13003
营业成本	8594	7365	8246	9163	10435
营业税金及附加	61	58	62	68	80
营业费用	84	96	112	123	142
管理费用	622	656	715	811	930
研发费用	258	222	266	289	334
财务费用	187	203	157	193	204
资产减值损失	-98	-16	-20	-22	-24
其他收益	49	83	71	74	87
公允价值变动收益	3	2	0	0	0
投资净收益	252	160	184	203	233
资产处置收益	223	354	307	394	420
营业利润	1106	1083	1201	1425	1594
营业外收入	23	28	26	27	26
营业外支出	7	2	4	3	4
利润总额	1123	1109	1222	1449	1617
所得税	186	183	189	232	255
净利润	937	927	1033	1217	1362
少数股东损益	195	222	232	283	311
归属母公司净利润	741	704	801	935	1051
EBITDA	1441	1392	2049	2346	2551
EPS (元/股)	0.78	0.74	0.84	0.98	1.10

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.9	-13.3	12.1	11.8	13.8
营业利润(%)	16.7	-2.1	10.9	18.7	11.8
归属母公司净利润(%)	1.7	-5.0	13.8	16.6	12.5
获利能力					
毛利率(%)	18.3	19.2	19.3	19.8	19.8
净利率(%)	7.1	7.7	7.8	8.2	8.1
ROE(%)	8.9	8.0	8.8	9.8	10.6
ROIC(%)	4.4	3.6	6.3	7.0	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	58.9	59.1	60.0	60.9
净负债比率(%)	40.3	41.3	53.7	46.7	42.2
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.1	4.0	2.9	2.5	2.6
应付账款周转率	2.2	1.8	2.0	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.74	0.84	0.98	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.08	-0.50	1.93	1.57
每股净资产(最新摊薄)	8.71	9.22	9.55	9.93	10.36
估值比率					
P/E	11.6	12.2	10.7	9.2	8.2
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.7	9.4	7.2	6.1	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com