

## 公司研究

# 热电运营规模稳步提升，公司预计 2025 年实现营业收入 105 亿元

## ——华光环能（600475.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

### 要点

**事件：**公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年实现营业收入 91.13 亿元，同比-13.31%，实现归母净利润 7.04 亿元，同比-4.98%；2025Q1 实现营业收入 19.65 亿元，同比-32.25%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比-30.77%，环比-42.14%。

**装备制造业务收入回暖，光伏电站 EPC 业务阶段性承压。**（1）公司抓住设备更新技改等机遇，装备制造业务收入有所回暖，2024 年公司装备制造板块实现营业收入 17.42 亿元，同比增长 20.18%，毛利率同比减少 6.74 个 pct 至 10.23%。

（2）公司工程与服务业务收入规模有所下降，一方面系公司市政工程类业务逐步向较高毛利业务转型，另一方面在组件价格波动情况下公司光伏电站 EPC 业务收入有显著下滑，2024 年公司工程与服务业务实现营业收入 19.85 亿元，同比减少 54.42%，毛利率同比增加 4.57 个 pct 至 17.38%。

2025Q1 公司电站工程及市政工程业务持续收缩使得营业收入同比有所下滑，此外投资收益同比减少约 3600 万元使得归母净利润同比下滑。公司预计 2025 年实现营业收入 105 亿元，利润总额 11.5 亿元。

**热电运营规模稳步提升，能源装备海外市场持续突破。**公司持续加大热电联产项目布局，截至 2024 年底控股热电联产装机规模近 1.3GW（其中天然气 1.1GW），供热管网总长度已超 645 公里，实现热电联产集中供热 971.32 万吨（同比+18.76%），可贡献稳定的利润和现金流。公司能源装备在海外市场订单金额及占比不断提升，2024 年成功签约哈萨克斯坦、土耳其等多个项目，并突破性开拓了非洲市场，中标科特迪瓦和几内亚项目。

**扎实有序推进氢能电解槽及火电灵活性改造业务。**（1）2024 年公司中标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，并持续入围中能建 2025 年制氢项目短名单。（2）公司和中科院工程热物理研究所共同开发的“灵活性低氮高效燃煤锅炉”技术及产品正在公司自有惠联电厂进行试验，截至 2024 年底项目已实现锅炉 20%低负荷稳定运行，在此基础上已与山东、陕西等地意向客户深度沟通接洽并完成了项目报价。

**维持“买入”评级：**环保运营及设备销售竞争加剧，我们下调盈利预测业绩，预计公司 2025-27 年实现归母净利润 7.63/8.33/9.11 亿元（下调 16%/下调 17%/新增），当前股价对应 25 年 PE 为 11 倍。公司前瞻性布局碱性电解槽设备制造销售，在国内及海外绿氢需求提升背景下有望成为公司新的业绩增长点，叠加火电灵活性改造业务放量后带来的业绩贡献，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**火电及光伏电站建设不及预期；碱性电解槽订单签订及销售不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,513	9,113	10,129	10,979	11,863
营业收入增长率	18.93%	-13.31%	11.15%	8.39%	8.05%
归母净利润（百万元）	741	704	763	833	911
归母净利润增长率	1.65%	-4.98%	8.38%	9.07%	9.38%
EPS（元）	0.79	0.74	0.80	0.87	0.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.90%	7.99%	8.34%	8.73%	9.14%
P/E	11	12	11	10	9
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29

注：公司总股本 2023 年为 9.44 亿股，2024 年及以后为 9.56 亿股

### 买入（维持）

当前价：8.98 元

#### 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

分析师：郝睿

执业证书编号：S0930520050001

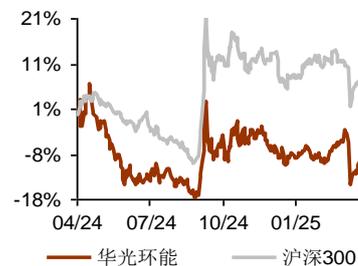
021-52523827

[haoqian@ebsec.com](mailto:haoqian@ebsec.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)	9.56
总市值(亿元):	85.85
一年最低/最高(元):	7.97/11.43
近 3 月换手率:	33.41%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.39	0.53	-10.99
绝对	-5.27	0.00	-6.26

资料来源：Wind

#### 相关研报

热电运营规模持续扩张，实现大标方制氢设备及系统订单落地——华光环能（600475.SH）2024 年中报点评（2024-09-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>10,513</b>	<b>9,113</b>	<b>10,129</b>	<b>10,979</b>	<b>11,863</b>
营业成本	8,587	7,365	8,232	8,916	9,634
折旧和摊销	510	592	717	766	812
税金及附加	61	58	65	70	76
销售费用	91	96	105	112	118
管理费用	622	656	689	703	712
研发费用	258	222	203	220	237
财务费用	187	203	205	208	204
投资收益	252	160	250	250	250
<b>营业利润</b>	<b>1,106</b>	<b>1,083</b>	<b>1,125</b>	<b>1,208</b>	<b>1,301</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,123</b>	<b>1,109</b>	<b>1,153</b>	<b>1,236</b>	<b>1,329</b>
所得税	186	183	190	204	219
<b>净利润</b>	<b>937</b>	<b>927</b>	<b>963</b>	<b>1,033</b>	<b>1,111</b>
少数股东损益	195	222	200	200	200
<b>归属母公司净利润</b>	<b>741</b>	<b>704</b>	<b>763</b>	<b>833</b>	<b>911</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.74</b>	<b>0.80</b>	<b>0.87</b>	<b>0.95</b>

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>394</b>	<b>1,028</b>	<b>1,349</b>	<b>1,594</b>	<b>1,870</b>
净利润	741	704	763	833	911
折旧摊销	510	592	717	766	812
净营运资金增加	-137	276	530	372	224
其他	-721	-543	-661	-377	-76
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,424</b>	<b>-743</b>	<b>-748</b>	<b>-750</b>	<b>-750</b>
净资本支出	-812	-888	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	2,039	2,150	0	0	0
其他资产变化	-2,650	-2,005	252	250	250
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,007</b>	<b>-557</b>	<b>-580</b>	<b>-632</b>	<b>-899</b>
股本变化	0	12	0	0	0
债务净变化	2,457	-31	56	24	-216
无息负债变化	1,389	-344	-20	-10	132
<b>净现金流</b>	<b>-23</b>	<b>-271</b>	<b>21</b>	<b>212</b>	<b>221</b>

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.3%	19.2%	18.7%	18.8%	18.8%
EBITDA 率	14.8%	15.5%	16.2%	16.6%	16.9%
EBIT 率	9.9%	8.9%	9.2%	9.6%	10.1%
税前净利润率	10.7%	12.2%	11.4%	11.3%	11.2%
归母净利润率	7.1%	7.7%	7.5%	7.6%	7.7%
ROA	3.6%	3.5%	3.6%	3.8%	4.0%
ROE (摊薄)	8.9%	8.0%	8.3%	8.7%	9.1%
经营性 ROIC	9.7%	7.0%	7.3%	7.9%	8.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	59%	58%	57%	55%
流动比率	1.03	0.93	0.97	1.02	1.08
速动比率	0.93	0.84	0.87	0.91	0.96
归母权益/有息债务	1.21	1.29	1.33	1.38	1.48
有形资产/有息债务	3.25	3.30	3.36	3.45	3.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总资产</b>	<b>26,145</b>	<b>26,339</b>	<b>26,909</b>	<b>27,508</b>	<b>28,055</b>
货币资金	2,787	2,511	2,532	2,745	2,966
交易性金融资产	526	471	471	471	471
应收账款	2,104	2,418	2,511	2,525	2,518
应收票据	108	83	92	100	108
其他应收款 (合计)	158	152	165	175	186
存货	997	916	1,031	1,121	1,216
其他流动资产	576	718	718	718	718
<b>流动资产合计</b>	<b>10,535</b>	<b>9,999</b>	<b>10,283</b>	<b>10,645</b>	<b>11,000</b>
其他权益工具	2,412	2,660	2,660	2,660	2,660
长期股权投资	2,039	2,150	2,150	2,150	2,150
固定资产	5,377	5,705	6,272	6,679	6,984
在建工程	794	880	665	557	504
无形资产	3,249	3,171	3,110	3,052	2,997
商誉	223	223	223	223	223
其他非流动资产	1,134	1,018	1,018	1,018	1,018
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,610</b>	<b>16,340</b>	<b>16,626</b>	<b>16,863</b>	<b>17,055</b>
<b>总负债</b>	<b>15,886</b>	<b>15,511</b>	<b>15,547</b>	<b>15,560</b>	<b>15,476</b>
短期借款	1,418	1,474	1,330	1,154	738
应付账款	4,201	3,885	3,704	3,566	3,564
应付票据	1,305	1,077	1,204	1,304	1,409
预收账款	3	1	1	1	2
其他流动负债	1,175	1,390	1,390	1,390	1,390
<b>流动负债合计</b>	<b>10,234</b>	<b>10,793</b>	<b>10,636</b>	<b>10,449</b>	<b>10,165</b>
长期借款	2,725	2,907	3,107	3,307	3,507
应付债券	1,900	900	900	900	900
其他非流动负债	290	307	307	307	307
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,652</b>	<b>4,718</b>	<b>4,911</b>	<b>5,111</b>	<b>5,311</b>
<b>股东权益</b>	<b>10,259</b>	<b>10,829</b>	<b>11,362</b>	<b>11,947</b>	<b>12,578</b>
股本	944	956	956	956	956
公积金	668	761	761	761	761
未分配利润	5,243	5,503	5,836	6,222	6,653
归属母公司权益	8,326	8,818	9,151	9,536	9,968
少数股东权益	1,933	2,011	2,211	2,411	2,611

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.87%	1.06%	1.04%	1.02%	1.00%
管理费用率	5.92%	7.20%	6.80%	6.40%	6.00%
财务费用率	1.78%	2.23%	2.03%	1.90%	1.72%
研发费用率	2.46%	2.43%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.35	0.45	0.47	0.50	0.54
每股经营现金流	0.42	1.08	1.41	1.67	1.96
每股净资产	8.82	9.22	9.57	9.98	10.43
每股销售收入	11.14	9.53	10.60	11.48	12.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	12	11	10	9
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.6	11.8	10.5	9.7	8.9
股息率	3.9%	5.0%	5.2%	5.6%	6.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP