

2025 年 05 月 05 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超

doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 30 日

收盘价（元）	9.13
一年内最高/最低（元）	12.00/8.05
总市值（百万元）	8,727.97
流通市值（百万元）	8,604.17
总股本（百万股）	955.97
资产负债率（%）	59.29
每股净资产（元/股）	9.37

资料来源：聚源数据

华光环能 (600475. SH)

——工程业务收缩拖累增速 股权激励彰显经营信心

投资要点：

- **事件：1）公司发布 2024 年年报**，2024 年实现营收 91.13 亿元，同比下降 13.31%；实现归母净利润 7.04 亿元，同比下降 0.37 亿或下降 4.98%；实现扣非归母净利润 3.88 亿元，同比下降 24%。**2）公告 2024 利润分配预案及 2025 年中期分红计划**，2024 年度拟向全体股东每股派发现金红利 0.35 元（含税），叠加前三季度每股派发 0.10 元（含税）现金红利，2024 年分红总额占 2024 年归母净利润的比例为 61.08%。此外，公司拟在满足条件的情况下实施 2025 年中期分红，分红金额不超过当期归母净利润的 30%。**3）发布 2025 年一季度报告**，2025Q1 实现营收 19.64 亿元，同比下降 32.25%；实现归母净利润 1.29 亿，同比下降 30.77%；扣非归母净利润 1.17 亿，同比下降 35.23%。
- **受电站工程业务收缩、联营企业亏损致投资收益减少等影响，公司 2024 年业绩承压**。2024 年公司整体毛利同比下滑 1.78 亿元，分板块来看，公司项目运营管理/工程与服务/装备制造分别实现毛利 11.6/3.4/1.8 亿元，同比分别+0.9/-2.2/-0.7 亿元。其中，工程与服务板块主要受电站工程收入下滑拖累，其中光伏电站 EPC 业务收入下降较为明显。同时，联营企业高佳太阳能亏损导致对其投资收益同比下滑 1.15 亿元，亦导致公司业绩承压。然而公司净利润表现平稳，一方面因公司加强对合同资产管理、余额规模降低，公司资产减值准备计提减少 0.82 亿元；另一方面不动产搬迁致资产处置收益同比增加 1.31 亿元亦有贡献。
- **受益于项目并购或投产，公司（热电、光伏及环保）项目运营收入规模稳增**。项目运营板块毛利增长主要源于热电业务增长约 0.9 亿元。1）热电：截至 2024 年末，公司控股热电联产项目装机量近 1.3GW，其中燃煤/天然气热电联产装机量分别 182MW/1104MW；2023 年 5~6 月公司完成对濮院热电、徐联热电、南京燃机的控股收购，2024 年公司供热量 971.32 万吨、同比+18.76%，或为热电业绩增长主要原因；此外公司亦有 325MW 光伏项目在运，其中 2024 年增量 20.1MW，对电量亦有贡献。2）环保运营服务方面，厨余垃圾处置二期项目投运带动收入增加，但因毛利率小幅下滑 1.7pct 至 29.45%，环保运营服务毛利规模维持稳定。
- **装备制造业务：公司把握设备更新机遇，装备销量增长；激烈竞争下，盈利虽短期承压，但海外市场及在手订单为后续业绩奠定良好基础**。装备销量增长拉动，装备制造板块营收同比提升 20.18%，但受市场竞争激烈影响毛利率下降 6.74pct 至 10.23%，致板块毛利下降约 0.7 亿元。能源装备方面，2024 年公司加大锅炉设备国内外市场拓展，签约中亚、非洲多个项目，锅炉设备销量增长；环保装备方面，公司垃圾焚烧炉和余热锅炉在手订单分别为 1.38 亿元、5.33 亿元。此外公司布局了氢能及火电灵活性改造等领域，其中氢能已中标多个项目。随着公司进一步开拓市场以及新业务业绩放量，装备制造板块业绩有望回升。
- **2025Q1 业绩受联营企业投资收益减少及工程业务影响，业绩承压**。根据公司公告，受参股企业约克空调分红减少 0.3 亿元及高佳太阳能亏损影响，投资收益同比减少 0.36 亿元。此外工程业务收入下降亦有影响。
- **实施新一轮股权激励计划，期待经营业绩企稳回升**。2024 年 8 月无锡市国资委批复同意公司实施限制性股票激励计划；2024 年 9 月公司向 150 人以 7.55 元/股授予 1308 万股。根据激励计划，上述股票分三次解锁，对应 2025–2027 年业绩考核目标中，扣非归母净利润较 2023

复合增长率不低于 8%，测算对应扣非归母净利润目标值需要分别达到 5.95/6.43/6.94 亿元。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 7.34/8.50/8.98 亿元，同比增长 4.25%/15.73%/5.67%。当前股价对应 PE 分别为 11.9/10.3/9.7 倍。公司项目运营类资产贡献稳定现金流，火电灵活性改造、氢能等新业务有望提供业绩弹性。假设 2025–2027 年每股分红金额维持 2024 年水平，则当前股价对应 2025–2027 年股息率约 5%。维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**热价或电价波动风险；原材料价格波动风险；下游市场开拓不及预期等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,513	9,113	10,989	11,955	12,427
同比增长率（%）	18.93%	-13.31%	20.58%	8.79%	3.95%
归母净利润（百万元）	741	704	734	850	898
同比增长率（%）	1.65%	-4.98%	4.25%	15.73%	5.67%
每股收益（元/股）	0.78	0.74	0.77	0.89	0.94
ROE（%）	8.90%	7.99%	8.05%	8.91%	8.97%
市盈率（P/E）	11.77	12.39	11.89	10.27	9.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,511	1,775	2,089	2,423
应收票据及账款	5,168	5,974	6,499	6,755
预付账款	289	285	310	322
其他应收款	152	166	181	188
存货	916	1,011	1,101	1,147
其他流动资产	962	925	965	985
流动资产总计	9,999	10,135	11,145	11,821
长期股权投资	2,150	2,239	2,329	2,418
固定资产	5,875	6,013	6,313	6,155
在建工程	880	640	200	200
无形资产	3,171	3,064	2,980	2,894
长期待摊费用	50	43	36	30
其他非流动资产	4,215	4,243	4,242	4,242
非流动资产合计	16,340	16,242	16,100	15,940
资产总计	26,339	26,377	27,245	27,760
短期借款	1,474	798	399	0
应付票据及账款	4,962	5,786	6,303	6,570
其他流动负债	4,357	3,973	4,307	4,478
流动负债合计	10,793	10,557	11,009	11,048
长期借款	3,936	3,674	3,401	3,126
其他非流动负债	782	782	782	782
非流动负债合计	4,718	4,456	4,183	3,908
负债合计	15,511	15,013	15,193	14,956
股本	956	956	956	956
资本公积	266	266	266	266
留存收益	7,596	7,900	8,319	8,787
归属母公司权益	8,818	9,122	9,542	10,009
少数股东权益	2,011	2,243	2,511	2,795
股东权益合计	10,829	11,365	12,052	12,804
负债和股东权益合计	26,339	26,377	27,245	27,760

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	927	667	819	883
折旧与摊销	617	641	681	700
财务费用	203	173	141	113
投资损失	-160	-206	-206	-206
营运资金变动	-241	-433	156	96
其他经营现金流	-317	304	308	308
经营性现金净流量	1,028	1,147	1,899	1,894
投资性现金净流量	-743	-342	-342	-342
筹资性现金净流量	-557	-1,541	-1,243	-1,217
现金流量净额	-271	-737	314	334

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,113	10,989	11,955	12,427
营业成本	7,365	8,903	9,699	10,109
税金及附加	58	66	72	74
销售费用	96	104	113	118
管理费用	656	692	705	708
研发费用	222	236	227	230
财务费用	203	173	141	113
资产减值损失	-16	0	0	0
信用减值损失	-13	-16	-17	-18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	160	206	206	206
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	354	50	50	50
其他收益	83	62	62	62
营业利润	1,083	1,117	1,299	1,375
营业外收入	28	45	45	45
营业外支出	2	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,109	1,157	1,338	1,414
所得税	183	190	220	233
净利润	927	966	1,118	1,181
少数股东损益	222	232	268	284
归属母公司股东净利润	704	734	850	898
EPS(元)	0.74	0.77	0.89	0.94

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-13.31%	20.58%	8.79%	3.95%
营业利润增长率	-2.11%	3.16%	16.29%	5.84%
归母净利润增长率	-4.98%	4.25%	15.73%	5.67%
经营现金流增长率	161.22%	11.49%	65.62%	-0.29%
盈利能力				
毛利率	19.18%	18.98%	18.87%	18.65%
净利率	10.17%	8.79%	9.35%	9.51%
ROE	7.99%	8.05%	8.91%	8.97%
ROA	2.67%	2.78%	3.12%	3.23%
估值倍数				
P/E	12.39	11.89	10.27	9.72
P/S	0.96	0.79	0.73	0.70
P/B	0.99	0.96	0.91	0.87
股息率	1.10%	4.93%	4.93%	4.93%
EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。