申万宏源研究 SWS RESEARCH

公用事业

2025 年 05 月 05 日

华光环能 (600475)

——短期工程业务承压，火改及氢能放量可期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2025 年 04 月 30 日
收盘价（元）	9.13
一年内最高/最低（元）	12.00/8.05
市净率	1.0
息率（分红/股价）	4.93
流通 A 股市值（百万元）	8,604
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	9.37
资产负债率%	59.29
总股本/流通 A 股(百万)	956/942
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

-

证券分析师
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
研究支持
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
联系人
莫龙庭
(8621)23297818×
molt@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布年报及一季报，2024 年公司实现营收 91.13 亿元，yoy -13.31%；归母净利润 7.04 亿元，yoy -4.98%；扣非后净利润 3.88 亿元，yoy -24%。2025Q1 公司营收 19.65 亿元，yoy -32.25%；归母净利润 1.29 亿元，yoy -30.77%。业绩表现低于预期，主要由于工程业务下滑，同时参股的高佳太阳能投资收益减少所致。
- **热电运营及环保运营稳健保障基本盘。**截至 2024 年末，公司控股热电联产项目装机量近 1.3GW，2024 年公司热电运营实现收入 45.99 亿元，yoy +15.59%。主要由于 2023 年 5-6 月收购三家热电厂，2024 年全年并表。环保运营实现营收 6.38 亿元，yoy +5.50%。
- **工程业务下滑明显，装备销售回暖。**1）工程：2024 年公司电站工程业务收入 6.75 亿元，yoy -70%；环保工程收入 13.1 亿元，yoy -37.59%。其中光伏电站工程下滑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等问题。传统电站工程下滑则受市场竞争激烈影响。环保工程下降主因公司战略放弃低毛利业务。2）装备：全年收入 17.42 亿元，yoy +20.18%，主要得益于公司燃机余热炉收入增长较快。截止 2024 年底，公司在手订单规模 30.44 亿元，同比大幅提升。
- **煤粉预热技术调试稳定，火改订单落地可期。**公司“煤粉预热技术”兼具宽负荷率和低 NOx 排放特点。截至 2024 年底，公司调试锅炉已实现 20%低负荷稳定运行，负荷 0-110%灵活可调，NOx 排放较改造前下降 40%。同时，公司存量锅炉客户基数庞大，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，今年订单落地可期。
- **氢能电解槽订单落地，有望贡献利润增量。**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，同时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。公司持续入围中能建 2025 年制氢项目短名单，今年有望实现订单出货。
- **2024 年分红比例 61%，当前股息率达 4.9%。**2024 年公司实现三季度和年底两次分红，全年现金分红总额 4.3 亿元，分红比例达到 61%。按当前市值计算，公司股息率达到 4.9%。
- **盈利预测：**考虑工程业务承压及投资收益减少，下调公司 2025-26 年归母净利润预测为 7.23/7.63 亿元（下调前为 9.56/10.32 亿元），新增 2027 年归母净利预测为 8.42 亿元，我们看好公司主业稳健，同时维持高分红，氢能及灵活性改造有望放量，参照可比公司平均 PE，给予公司 2025 年 14PEx，相比当前市值涨幅 16%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场开拓不及预期风险；原材料价格波动风险；投资收益波动风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,113	1,965	10,977	11,627	12,951
同比增长率（%）	-13.3	-32.3	20.5	5.9	11.4
归母净利润（百万元）	704	129	723	763	842
同比增长率（%）	-5.0	-30.8	2.6	5.6	10.3
每股收益（元/股）	0.75	0.14	0.76	0.80	0.88
毛利率（%）	19.2	20.3	21.0	21.0	21.0
ROE（%）	8.0	1.4	7.9	8.1	8.6
市盈率	12		12	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利（百万元）				PE			
		2025/4/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600875	东方电气	497.41	2922	4540	5155		17	11	10	
688501	青达环保	32.81	93	203	244	286	35	16	13	11
	平均值							14	12	
600475	华光环能	87.28	704	723	763	842	12	12	11	10

资料来源：Wind，申万宏源研究。注可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测，华光环能为申万宏源预测。

财务摘要

百万元，百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,513	9,113	10,977	11,627	12,951
其中：营业收入	10,513	9,113	10,977	11,627	12,951
减：营业成本	8,594	7,365	8,672	9,185	10,231
减：税金及附加	61	58	70	74	83
主营业务利润	1,858	1,690	2,235	2,368	2,637
减：销售费用	84	96	101	108	126
减：管理费用	622	656	689	752	861
减：研发费用	258	222	280	288	322
减：财务费用	187	203	245	227	213
经营性利润	707	513	920	993	1,115
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-30	-13	-25	-25	-25
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-98	-16	-15	-15	-15
加：投资收益及其他	301	243	243	243	243
营业利润	1,106	1,083	1,144	1,216	1,339
加：营业外净收入	16	27	0	0	0
利润总额	1,123	1,109	1,144	1,216	1,339
减：所得税	186	183	192	212	231
净利润	937	927	951	1,004	1,108
少数股东损益	195	222	228	241	266
归属于母公司所有者的净利润	741	704	723	763	842

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。