

华光环能（600475.SH）

买入(维持评级)

当前价格：10.66元
目标价格：11.52元

23年业绩稳中有升，期待电解槽与火改放量

事件：公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年公司实现营业收入105.13亿元，同比+18.93%；归母净利润7.41亿元，同比+1.65%；扣非归母净利润5.10亿元，同比-10.36%；2024年Q1公司实现营业收入29.00亿元，同比+31.44%；归母净利润1.86亿元，同比-15.61%；扣非归母净利润1.81亿元，同比-16.32%。

投资要点：

➤ **装备制造业务有所下滑，工程服务与运营业务稳健增长。**公司多年来深耕能源和环保两大领域，业务类型包括装备制造、工程与服务以及项目运营管理三种类型。**2023年公司1) 装备制造业务**实现营收14.49亿元，同比-24.37%，收入下降主要是受宏观经济景气度、节能降碳等政策因素导致的传统锅炉市场需求下降明显，部分项目交付周期延长。**2) 工程与服务业务**实现营收43.54亿元，同比+27.91%，收入提升主要系光伏电站工程业务规模大幅增长以及市政环保工程服务中的污水处理等环境工程增幅较大所致。**3) 项目运营管理业务**实现营收45.84亿元，同比增长33.77%，其中热电及光伏电站运营实现营收39.79亿元（同比+42.72%），收入主要来自于年内并购主体合并收入；环保运营则实现营收6.05亿元（同比-5.31%），主要系太湖水质提升，蓝藻产量明显减少导致处置收入下降所致。**2024年Q1**公司营收同比+31.44%，增量主要来自于公司2023年收购的濮院热电、徐联热电、南京燃机三家热电厂的营收贡献。

➤ **电解槽和火电灵活性改造加速落地，将成为利润增长点。**1) **电解槽**方面，公司2023年内1500Nm³/h碱性电解槽正式下线并具备批量化生产交付能力，23年11月公司参加了中能建的合格供方投标并入围供应商名单，再考虑到公司已与中能建氢能公司签署合作协议，有望获得中能建电解槽的部分订单，从而对业绩形成增量贡献。2) **火电灵活性改造**方面，2023年内公司火改相关技术与产品已进入调试运行状态，考虑到公司锅炉业务积累了大量客户资源，且公司已和陕西、山东、辽宁等意向客户沟通，未来火电灵活性改造有望加速推广。

➤ **盈利能力略有下降，期间费用保持平稳。**2023年，公司整体毛利率和净利率分别为18.32%/8.91%，分别同比变化-1.63/-0.99pct，盈利能力略有下降。从费用上看，2023年公司期间费用率为11.03%，同比略增0.27个pct，基本保持平稳，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.87%/5.92%/2.46%/1.78%，同比分别变化-0.05/+0.22/-0.30/+0.40个pct。**2024年Q1**，公司毛利率和净利率进一步下降至16.08%/8.67%，盈利能力下降主要系光伏上游利润水平下降，导致公司投资收益减少以及锅炉装备市场竞争激烈导致产品毛利下降。

➤ **盈利预测：**考虑到公司23年以及24年Q1业绩释放不及预期，我们下调公司2024-2026年归母净利润分别为9.06、11.12、13.13亿元（24-25年前值为10.10、12.57亿元），对应PE分别为11、9、8倍，给2024年12倍PE（原2023年给13.56倍PE），目标价11.52元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**电解槽订单不及预期；火电灵活性改造需求不及预期；市场竞争加剧；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。

| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,839 | 10,513 | 12,971 | 15,836 | 18,760 |
| 增长率 | 6% | 19% | 23% | 22% | 18% |
| 净利润(百万元) | 729 | 741 | 906 | 1,112 | 1,313 |
| 增长率 | -3% | 2% | 22% | 23% | 18% |
| EPS(元/股) | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 市盈率(P/E) | 13.8 | 13.6 | 11.1 | 9.0 | 7.7 |
| 市净率(P/B) | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |

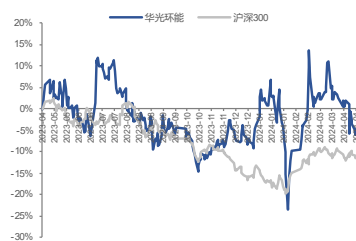
数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 944/935 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 10059/9972 |
| 每股净资产(元) | 9.03 |
| 资产负债率(%) | 60.76 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.66/7.99 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
执业证书编号：S0210523030001
邮箱：wl30040@hfzq.com.cn

相关报告

1 《传统业务协同发展，制氢火改双重共振》
2024.11.28

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 2,787 | 2,937 | 4,816 | 6,453 | 营业收入 | 10,513 | 12,971 | 15,836 | 18,760 |
| 应收票据及账款 | 2,213 | 2,465 | 2,783 | 3,263 | 营业成本 | 8,587 | 10,674 | 12,996 | 15,391 |
| 预付账款 | 234 | 286 | 342 | 397 | 税金及附加 | 61 | 75 | 91 | 108 |
| 存货 | 997 | 1,148 | 1,401 | 1,667 | 销售费用 | 91 | 113 | 137 | 163 |
| 合同资产 | 3,043 | 3,653 | 4,381 | 5,096 | 管理费用 | 622 | 768 | 937 | 1,110 |
| 其他流动资产 | 4,304 | 5,005 | 5,898 | 6,781 | 研发费用 | 258 | 318 | 389 | 461 |
| 流动资产合计 | 10,535 | 11,841 | 15,239 | 18,560 | 财务费用 | 187 | 189 | 205 | 209 |
| 长期股权投资 | 2,039 | 2,039 | 2,039 | 2,039 | 信用减值损失 | -30 | -30 | -30 | -30 |
| 固定资产 | 5,377 | 6,840 | 6,997 | 6,942 | 资产减值损失 | -98 | -98 | -65 | -65 |
| 在建工程 | 794 | 204 | 104 | 204 | 公允价值变动收益 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 无形资产 | 3,249 | 3,422 | 3,603 | 3,792 | 投资收益 | 252 | 255 | 237 | 248 |
| 商誉 | 223 | 223 | 223 | 223 | 其他收益 | 49 | 52 | 54 | 57 |
| 其他非流动资产 | 3,928 | 3,926 | 3,925 | 3,926 | 营业利润 | 1,106 | 1,239 | 1,513 | 1,777 |
| 非流动资产合计 | 15,610 | 16,654 | 16,891 | 17,126 | 营业外收入 | 24 | 25 | 28 | 30 |
| 资产合计 | 26,145 | 28,495 | 32,131 | 35,686 | 营业外支出 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 短期借款 | 1,418 | 1,749 | 2,135 | 2,530 | 利润总额 | 1,123 | 1,257 | 1,534 | 1,800 |
| 应付票据及账款 | 5,506 | 6,522 | 7,703 | 8,979 | 所得税 | 186 | 179 | 218 | 256 |
| 预收款项 | 3 | 3 | 4 | 5 | 净利润 | 937 | 1,079 | 1,316 | 1,544 |
| 合同负债 | 671 | 821 | 995 | 1,169 | 少数股东损益 | 195 | 173 | 204 | 232 |
| 其他应付款 | 248 | 248 | 248 | 248 | 归属母公司净利润 | 741 | 906 | 1,112 | 1,313 |
| 其他流动负债 | 2,389 | 2,357 | 2,995 | 3,263 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.79 | 0.96 | 1.18 | 1.39 |
| 流动负债合计 | 10,234 | 11,701 | 14,081 | 16,193 | | | | | |
| 长期借款 | 2,725 | 3,083 | 3,442 | 3,800 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付债券 | 1,900 | 1,900 | 1,900 | 1,900 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 其他非流动负债 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 成长能力 | | | | |
| 非流动负债合计 | 5,652 | 6,010 | 6,369 | 6,727 | 营业收入增长率 | 18.9% | 23.4% | 22.1% | 18.5% |
| 负债合计 | 15,886 | 17,711 | 20,450 | 22,920 | EBIT 增长率 | 14.3% | 10.4% | 20.3% | 15.5% |
| 归属母公司所有者权益 | 8,326 | 8,678 | 9,371 | 10,224 | 归母公司净利润增长率 | 1.7% | 22.2% | 22.8% | 18.0% |
| 少数股东权益 | 1,933 | 2,106 | 2,310 | 2,541 | 获利能力 | | | | |
| 所有者权益合计 | 10,259 | 10,784 | 11,681 | 12,765 | 毛利率 | 18.3% | 17.7% | 17.9% | 18.0% |
| 负债和股东权益 | 26,145 | 28,495 | 32,131 | 35,686 | 净利率 | 8.9% | 8.3% | 8.3% | 8.2% |
| | | | | | ROE | 7.2% | 8.4% | 9.5% | 10.3% |
| | | | | | ROIC | 11.3% | 11.3% | 12.0% | 12.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 60.8% | 62.2% | 63.6% | 64.2% |
| | | | | | 流动比率 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| | | | | | 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 70 | 62 | 56 | 55 |
| | | | | | 存货周转天数 | 36 | 36 | 35 | 36 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.79 | 0.96 | 1.18 | 1.39 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.42 | 1.60 | 2.59 | 2.41 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.82 | 9.20 | 9.93 | 10.83 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 14 | 11 | 9 | 8 |
| | | | | | P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25 | 21 | 17 | 16 |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn