



转型节能环保综合服务商，今年步入新增长轨道

2014. 4. 25

谨慎推荐(维持)

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88831169
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002

现价: 10.89
目标价: 12.90
股价空间: 18%

电力设备与新能源行业

事件:

4月25日晚，公司发布2014年一季度报：实现营收7.34亿元，同比增长8.39%；归属于上市公司股东的净利润2762.73万元，同比增长41.99%；基本每股收益0.108元。

点评:

● **Q1 盈利能力同比提升明显，今年是转型整合过后的成长新起点。**一季度公司净利润同比增速大幅超越收入增速原因一是产品结构优化促使综合毛利率同比提升 2.54 个百分点；二是销售费用率与财务费用率同比下降促使期间费用率同比下降 1.09 个百分点。2013 年，公司完成置入大股东旗下的无锡国联华光电站工程有限公司，实现设备制造、工程总包上下游产业链一体化，整体实力进一步加强。同时，脱硝业务订单、业绩开始逐步放量，与新增电站工程一道将弥补传统电站设备业务下滑影响。公司节能环保综合服务商转型已初具雏形，今年将步入转型整合后的新增长轨道。

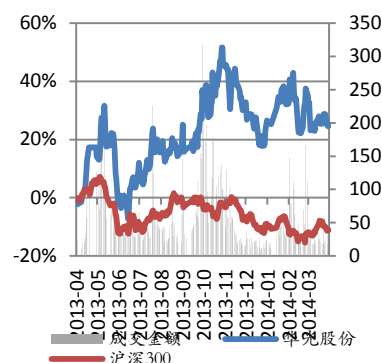
● **环境工程与服务订单暴增，保障业绩增长。**公司环境工程与服务板块主要包含脱硫、脱硝（SCR/SNCR/催化剂）、除尘等烟气治理工程与服务业务，2013 年共实现销售收入 1.28 亿元，毛利率超 30%。同时新增烟气脱硝订单达 8.43 亿元，较 2012 年增长 171%，折合装机容量 8433MW，全国排名第七。丰富的订单储备以及高毛利水平是公司今年收入、盈利双提升的推动力。此外，现役火电机组需在 2014 年 7 月前完成脱硝改造以及未来水泥、钢铁等其他高污染行业脱硫脱硝需求将继续保障订单维持高水平。

● **电站工程稳步发展，分布式光伏获突破。**公司新增的电站工程及服务 2013 年实现收入 6.18 亿元，占总收入比重近两成，新增订单 8.1 亿元。在新能源电站方面，公司 2013 年完成无锡一棉 3.245MW 分布式光伏电站项目。2014 年国内光伏装机目标 14GW，其中分布式达 8GW，公司在分布式光伏总包取得良好开端，有望持续受益市场爆发。此外，凭借公司原有锅炉制造技术，加上工程公司丰富电站 EPC 建设经验，公司有望在国内外传统热电厂、垃圾电厂及生物质电厂 EPC 项目订单取得良好表现。

● **盈利预测与估值:**预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.43、0.58、0.80 元，当前股价对应 26、19、14 倍 PE。维持“谨慎推荐”评级。

● **风险提示:** 行业竞争加剧风险、毛利率下滑风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
华光股份	-12.9	-9.4	-13.4
电力设备	-7.0	-2.7	1.3
沪深 300	-0.3	-3.5	-8.5

基本资料

总市值(亿元)	27.878
总股本(亿股)	2.560
流通股比例	100%
资产负债率	69%
大股东	无锡国联环保能源集团有限公司
大股东持股比例	45%

相关报告

-华光股份(600475)半年报点评-火电投资下滑影响业绩，环保、光伏 EPC 是亮点-2013.8.19

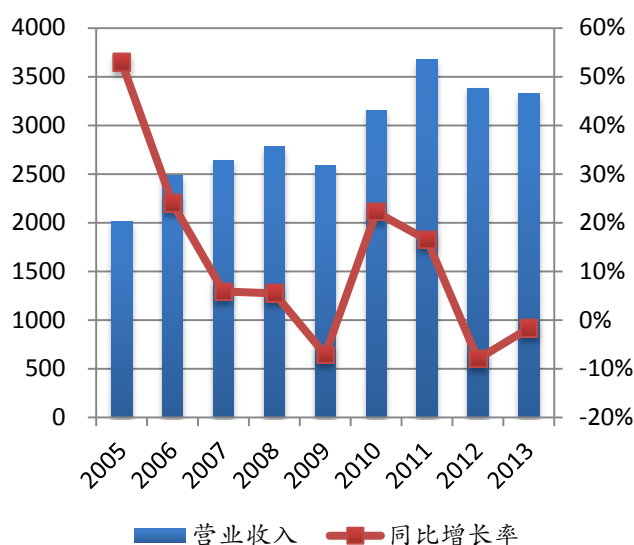
-华光股份(600475)点评报告-股权置换注入优质资产，提升盈利能力-2013.7.8

-华光股份(600475)年报点评-下游不景气致业绩下滑，环保业务助今年盈利回升-2013.4.19

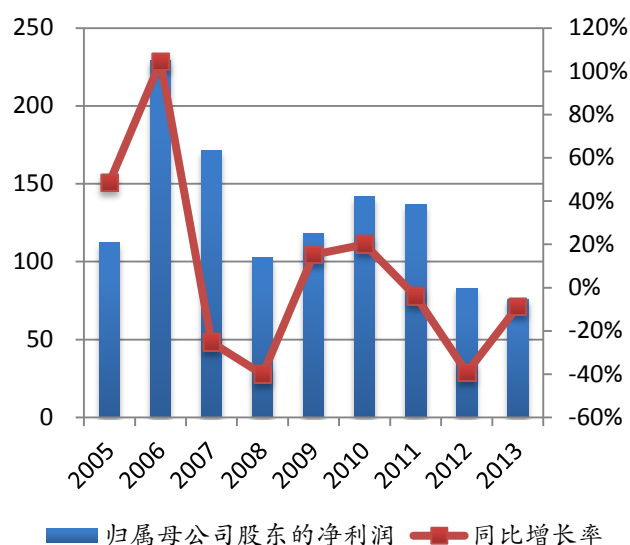


主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3324.99	3940.11	4633.85	5427.99
同比(%)	-19.35%	18.50%	17.61%	17.14%
归属母公司净利润	75.66	109.35	149.01	205.98
同比(%)	-33.57%	44.52%	36.27%	38.23%
ROE(%)	4.66%	7.29%	9.08%	11.22%
每股收益(元)	0.30	0.43	0.58	0.80
P/E	37.97	25.50	18.71	13.53
P/B	2.19	2.00	1.84	1.64
EV/EBITDA	8.35	6.38	4.20	2.04

图表 1 近两年收入规模有所下滑



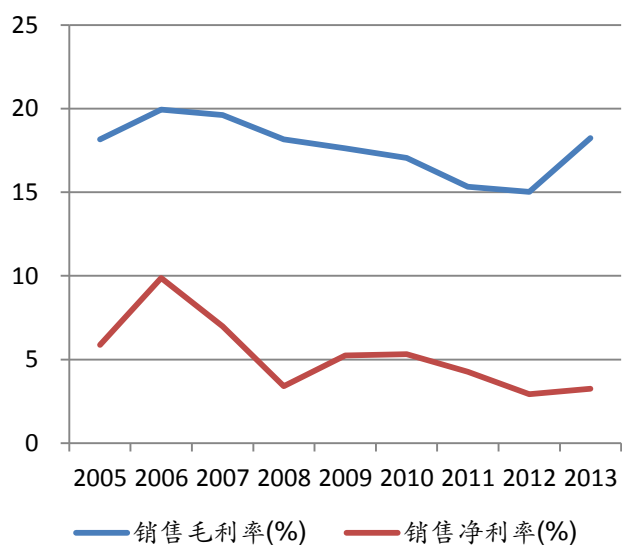
图表 2 近几年近利润水平下降趋缓



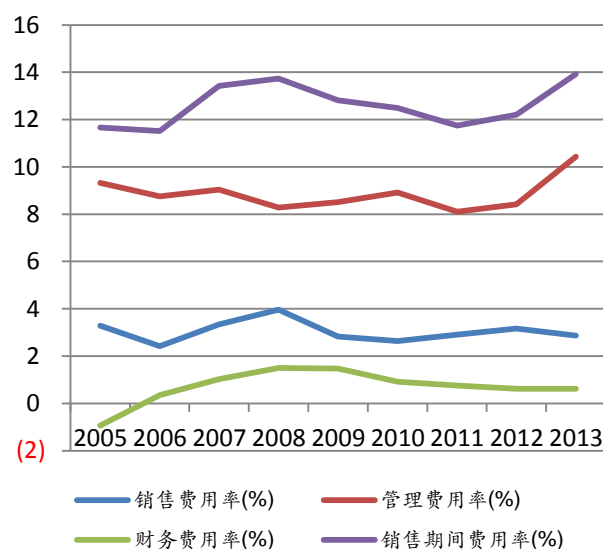
资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司销售毛利率与销售净利率 2013 年回升



图表 4 近年期间费用率呈上升趋势 (%)



资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3674.02	4740.38	5554.13	6794.89	经营活动现金流	270.49	593.40	759.27	973.73
现金	917.77	1171.47	1763.54	2378.48	净利润	108.17	145.35	189.01	250.98
应收账款	1061.03	1260.84	1390.16	1519.84	折旧摊销	151.36	150.60	164.31	178.83
其它应收款	35.58	267.50	88.95	328.59	财务费用	20.53	22.09	15.80	1.37
预付账款	381.38	406.64	520.13	565.47	投资损失	-2.58	-3.00	-4.00	-5.00
存货	942.27	1160.90	1327.76	1513.77	营运资金变动	-50.75	278.89	394.15	547.55
其他	335.98	473.03	463.61	488.74	其它	43.75	-0.52	0.00	0.00
非流动资产	958.56	1036.24	1121.63	1205.17	投资活动现金流	-184.66	-224.77	-245.70	-257.37
长期投资	125.69	147.69	170.19	193.19	资本支出	-855.62	57.30	57.03	63.73
固定资产	663.31	716.58	775.77	830.27	长期投资	84.42	22.00	22.50	23.00
无形资产	64.88	70.61	75.26	79.20	其他	-955.86	-145.46	-166.17	-170.64
其他	104.69	101.37	100.41	102.51	筹资活动现金流	-217.55	-114.94	78.50	-101.43
资产总计	4632.58	5776.63	6675.76	8000.05	短期借款	-327.50	0.00	109.17	-72.78
流动负债	3160.47	4183.00	4909.16	6010.48	长期借款	-318.27	3.91	3.70	0.78
短期借款	167.00	167.00	276.17	203.39	其他	428.22	-118.85	-34.37	-29.43
应付账款	1223.54	1708.03	2285.22	2661.73	现金净增加额	-190.99	253.70	592.07	614.94
其他	1769.93	2307.97	2347.77	3145.36					
非流动负债	32.14	33.91	43.47	41.06	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	0.00	3.91	7.61	8.39	成长能力				
其他	32.14	30.00	35.86	32.67	营业收入增长率	-19.35%	18.50%	17.61%	17.14%
负债合计	3192.61	4216.91	4952.63	6051.54	营业利润增长率	-6.51%	27.81%	37.03%	38.06%
少数股东权益	130.88	166.88	206.88	251.88	归属于母公司净利润	-33.57%	44.52%	36.27%	38.23%
归属母公司股东权益	1309.10	1392.85	1516.26	1696.64	获利能力				
负债和股东权益	4632.58	5776.63	6675.76	8000.05	毛利率	18.24%	18.16%	18.13%	17.98%
					净利率	3.25%	3.69%	4.08%	4.62%
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	ROE	4.66%	7.29%	9.08%	11.22%
营业收入	3324.99	3940.11	4633.85	5427.99	ROIC	6.04%	8.05%	8.95%	10.96%
营业成本	2718.41	3224.73	3793.59	4452.26	偿债能力				
营业税金及附加	13.39	15.76	18.54	21.71	资产负债率	68.92%	73.00%	74.19%	75.64%
营业费用	95.38	110.32	125.11	141.13	净负债比率	16.46%	11.02%	16.59%	11.02%
管理费用	346.93	405.83	463.39	515.66	流动比率	1.16	1.13	1.13	1.13
财务费用	20.53	22.09	15.80	1.37	速动比率	0.86	0.86	0.86	0.88
资产减值损失	19.72	19.70	23.17	27.14	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.64	0.76	0.74	0.74
投资净收益	2.58	3.00	4.00	5.00	应收账款周转率	0.32	0.32	0.30	0.28
营业利润	113.20	144.68	198.27	273.72	应付账款周转率	2.00	2.20	1.90	1.80
营业外收入	40.97	43.00	45.00	48.00	每股指标 (元)				
营业外支出	5.97	6.00	7.00	8.00	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.43	0.58	0.80
利润总额	148.20	181.68	236.27	313.72	每股经营现金流(最新)	0.83	2.32	2.97	3.80
所得税	40.03	36.34	47.25	62.74	每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.09	6.73	7.61
净利润	108.17	145.35	189.01	250.98	估值比率				
少数股东损益	32.51	36.00	40.00	45.00	P/E	37.97	25.50	18.71	13.53
归属母公司净利润	75.66	109.35	149.01	205.98	P/B	2.19	2.00	1.84	1.64
EBITDA	282.05	311.03	370.03	445.07	EV/EBITDA	8.35	6.38	4.20	2.04
EPS (摊薄)	0.30	0.43	0.58	0.80					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



分析师简介

姚 玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获 2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

姬 浩 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。