



环保、电站工程推动业绩增长，转型成效凸显

2014. 8. 14

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)

电话: 020-88836125 020-88831169
邮箱: yaow@gzgzs.com.cn jih_a@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310512110002

事件:

8月14日公司发布2014年半年报：实现营收16.04亿元，同比增长17.77%；归属于上市公司股东的净利润5339.68万元，同比增长26.42%；归属于上市公司股东的扣非净利润5253.91万元，同比增长32.8%；EPS0.21元。

点评：

- **电站工程、环保业务贡献主要增量，盈利能力继续提升。**上半年受宏观经济下行及市场需求不足影响，公司发电设备板块营收同比下滑23%，但环保业务、电站工程业务订单饱满，拉动公司收入保持较快增长，上半年二者收入合计占比达到33%。同时，公司通过业务结构及产品结构优化，促使综合毛利率同比提升1.16个百分点，二季度单季毛利率回升至19.12%，达到近四个季度新高。此外，上半年公司期间费用率同比下降了1.04个百分点。
- **环保业务开始爆发，扩建改造环节催化剂产能瓶颈。**公司环境工程与服务板块上半年营收达2.04亿元，同比增长近3倍，已超过2013年全年1.28亿元的收入，毛利率远超公司综合水平。上半年新增订单3.3亿元，继续保持较高水平。截至上半年，公司烟气脱硝工程在建项目39个。上半年，子公司华光环保完成催化剂生产车间的扩建改造，产能由5000立方米提升至7000立方米。环保业务丰富的订单储备以及高毛利是公司未来两年收入及盈利的重要增长点。
- **电站工程稳步发展，新能源总包转型空间大。**去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。上半年新增订单4.59亿元，同比增长22%，占上半年公司新增订单总量的约20%。截至上半年，公司电站工程在建项目16个，其中总承包项目7个。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。公司向新能源设计、工程总包领域转型成效初显，凭借原有锅炉制造技术，加上工程公司丰富电站EPC建设经验，公司有望持续受益新能源市场爆发。
- **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30、22、16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。

谨慎推荐 (维持)

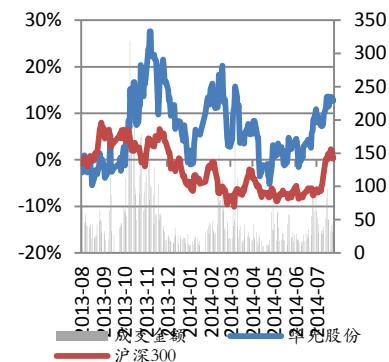
现价: 12.81

目标价: 15.00

股价空间: 17%

电力设备与新能源行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
华光股份	3.2	14.0	-0.7
电力设备	5.8	19.8	4.2
沪深300	7.6	8.9	1.8

基本资料

总市值 (亿元)	32.794
总股本 (亿股)	2.560
流通股比例	100%
资产负债率	68%
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%

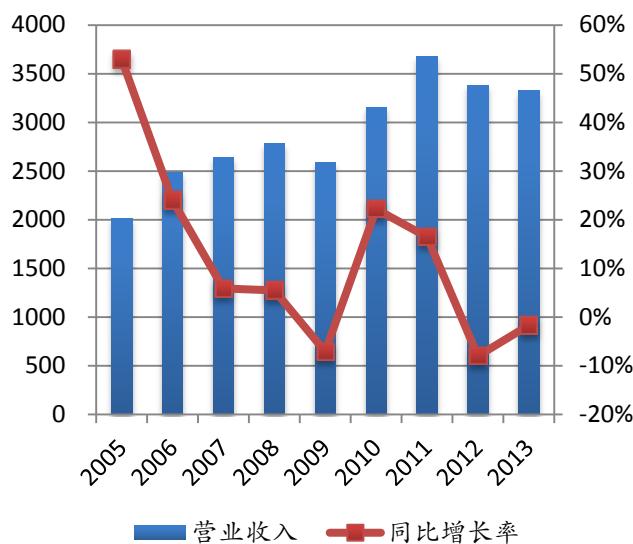
相关报告

- 华光股份(600475)一季报点评：转型节能环保综合服务商，今年步入新增长轨道-2014.4.25
- 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-股权转让注入优质资产，提升盈利能力-2013.7.8



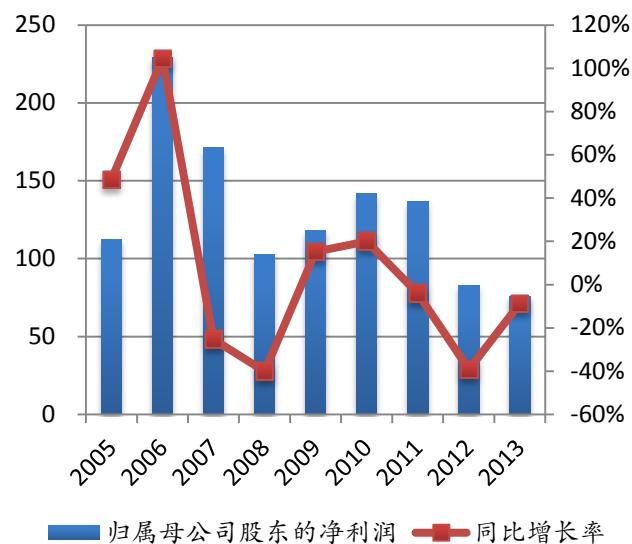
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3324.99	3940.11	4633.85	5427.99
同比(%)	-19.35%	18.50%	17.61%	17.14%
归属母公司净利润	75.66	109.35	149.01	205.98
同比(%)	-33.57%	44.52%	36.27%	38.23%
ROE(%)	4.66%	7.29%	9.08%	11.22%
每股收益(元)	0.30	0.43	0.58	0.80
P/E	37.97	29.99	22.01	15.92
P/B	2.19	2.35	2.16	1.93
EV/EBITDA	8.35	7.96	5.53	3.15

图表 1 近两年收入规模有所下滑



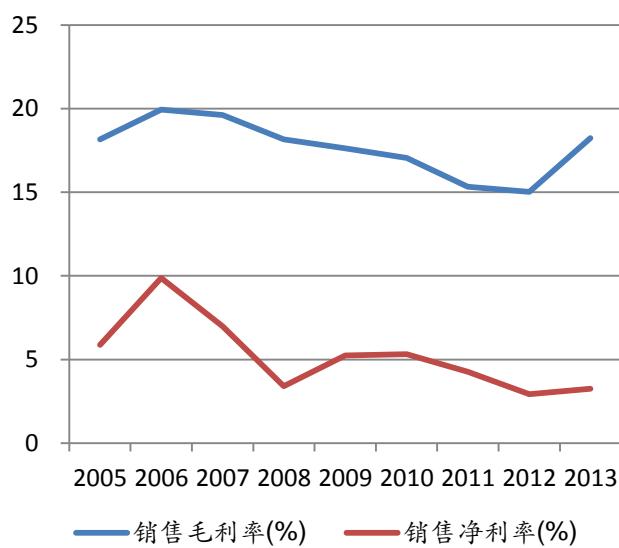
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 2 近几年净利润水平下降趋缓



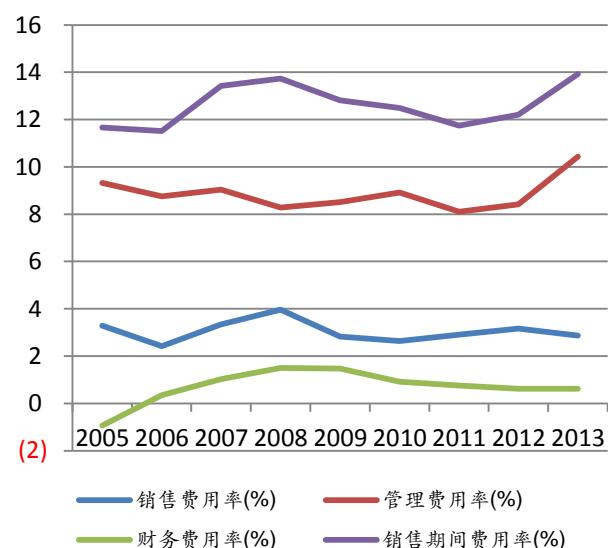
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司销售毛利率与销售净利率 2013 年回升



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 近年期间费用率呈上升趋势 (%)



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	单位：百万元
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	盈利能力					
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	29.99	22.01	15.92	
归属母公司净利润	75.66	109.35	149.01	205.98	P/B	2.19	2.35	2.16	1.93	
EBITDA	282.05	311.03	370.03	445.07	EV/EBITDA	8.35	7.96	5.53	3.15	
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 韦 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
	刘小洁	(86)18511699006	liuxj@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	杨嵛	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@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。