

华光股份(600475)研究报告

环保业务重点发展，地方国企迎新征程

买入(首次)

盈利预测及估值

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,144 | 3,576 | 3,999 | 4,623 |
| 同比(+/-%) | -5.4% | 13.7% | 11.8% | 15.6% |
| 净利润(百万元) | 83 | 102 | 119 | 141 |
| 同比(+/-%) | 10.0% | 23.0% | 16.2% | 18.4% |
| 毛利率(%) | 19.9% | 18.4% | 18.6% | 18.4% |
| 净资产收益率(%) | 6.1% | 7.2% | 8.1% | 9.1% |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.40 | 0.46 | 0.55 |
| PE | 50.69 | 41.21 | 35.47 | 29.96 |
| PB | 3.09 | 2.98 | 2.86 | 2.73 |

投资要点：

- 锅炉业务结构调整，海外业务贡献增量：**公司主营产品包括能高效燃煤电站锅炉、燃气-蒸汽联合循环余热锅炉、垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉等，品类齐全。国内宏观经济下行为传统锅炉增长带来压力背景下公司积极推广垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉等产品，市场影响力逐步提升。借助一带一路政策，公司在印尼和巴基斯坦设立办事处拓展海外业务，2015H1收入2.99亿元同比增长162%，海外业务未来有望进一步为主业贡献业绩增量。
- 烟气光伏成长迅速，环保运营大力拓展：**1) 2011年成立的烟气治理公司华光新动力在2014年实现净利润0.37亿元较2013年增164%，燃煤电厂超低排放和锅炉烟气治理政策全面推广下重点受益；2) 与中设国联新能源发展有限公司2015年签订10亿元光伏订单（数据来自2015年中报），利益绑定下光伏类大订单有望持续；3) 与大股东国联环保能源集团拓展公主岭800吨/日垃圾焚烧BOT项目（出资51%），凭借大股东资源优势有望进一步拓展盈利能力较强的环保运营业务。
- 国企改革迎新征程：**目前公司大股东国联环保能源集团旗下仍有污泥处置企业国联环科，热电企业惠联热电、惠联垃圾热电、新联热力、双河尖热电、益多环保热电，以及电力燃料公司、无锡市政设计研究院等体外资产，且公司旗下盈利能力较强的友联热电（65%）、华光电站（90%）、华光新动力（35%）尚未全资。作为无锡国联集团旗下唯一A股上市公司，“百年华光，百亿华光”口号下公司成为集团节能环保板块重点改革和支撑对象，国企改革浪潮下望迎资产注入再次腾飞。
- 盈利预测与估值：**预测公司2016-2017年EPS0.46、0.55元，对应PE 35、30倍，首次给予“买入”评级。
- 风险提示：**主业下行风险，环保业务拓展不及预期。

2016年4月14日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：

S0600511080001

021-60199782

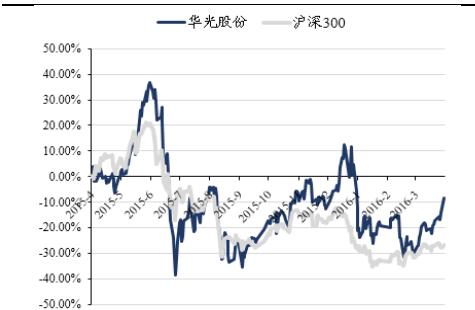
yuanl@dwzq.com.cn

联系人 翟堃

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.48 |
| 一年最低价/最高价 | 20.93/12.46 |
| 市净率 | 2.99 |
| 流通A股市值(百万元) | 4219 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 5.52 |
| 资产负债率(%) | 68.14 |
| 总股本(百万股) | 256 |
| 流通A股(百万股) | 256 |

相关研究

图表 1 华光股份盈利预测

| 资产负债表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 利润表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 3561.3 | 3587.0 | 3907.4 | 4488.8 | 营业收入 | 3144.3 | 3575.6 | 3999.3 | 4622.7 |
| 现金 | 797.4 | 900.0 | 905.1 | 1014.3 | 营业成本 | 2520.1 | 2916.7 | 3253.5 | 3772.6 |
| 应收款项 | 1409.6 | 1469.4 | 1643.5 | 1899.7 | 营业税金及附加 | 16.7 | 35.8 | 40.0 | 46.2 |
| 存货 | 944.7 | 1038.8 | 1158.8 | 1343.7 | 营业费用 | 103.0 | 125.1 | 140.0 | 152.5 |
| 其他 | 409.6 | 178.8 | 200.0 | 231.1 | 管理费用 | 357.9 | 413.0 | 461.6 | 524.0 |
| 非流动资产 | 946.8 | 1030.7 | 988.2 | 939.9 | 财务费用 | -9.8 | 1.4 | 0.9 | -1.7 |
| 长期股权投资 | 124.6 | 174.8 | 173.7 | 173.7 | 投资净收益 | 11.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 683.6 | 719.1 | 679.4 | 632.7 | 其他 | -57.7 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 无形资产 | 53.7 | 51.9 | 50.1 | 48.5 | 营业利润 | 110.3 | 85.4 | 105.0 | 130.7 |
| 其他 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 营业外净收支 | 36.5 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 资产总计 | 4508.2 | 4617.7 | 4895.6 | 5428.7 | 利润总额 | 146.8 | 120.4 | 140.0 | 165.7 |
| 流动负债 | 2861.1 | 2869.3 | 3088.8 | 3551.4 | 所得税费用 | 24.9 | 18.1 | 21.0 | 24.9 |
| 短期借款 | 137.0 | 235.2 | 150.0 | 150.0 | 少数股东损益 | 38.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款 | 1777.5 | 1598.2 | 1782.8 | 2067.2 | 归属母公司净利润 | 83.2 | 102.38 | 118.96 | 140.83 |
| 其他 | 946.6 | 1035.9 | 1156.0 | 1334.3 | EBIT | 158.0 | 86.8 | 105.9 | 128.9 |
| 非流动负债 | 116.9 | 116.9 | 116.9 | 116.9 | EBITDA | 245.6 | 164.8 | 186.1 | 211.2 |
| 长期借款 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | | | | | |
| 其他 | 46.9 | 46.9 | 46.9 | 46.9 | 重要财务与估值指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 负债总计 | 2978.0 | 2986.2 | 3205.6 | 3668.3 | 每股收益(元) | 0.33 | 0.40 | 0.46 | 0.55 |
| 少数股东权益 | 163.5 | 163.5 | 163.5 | 163.5 | 每股净资产(元) | 5.34 | 5.54 | 5.77 | 6.05 |
| 归属母公司股东权益 | 1366.7 | 1417.9 | 1477.4 | 1547.8 | 发行在外股份(百万股) | 256.0 | 256.0 | 256.0 | 256.0 |
| 负债和股东权益总计 | 4508.2 | 4567.6 | 4846.5 | 5379.6 | ROIC(%) | 8.3% | 4.3% | 5.1% | 6.4% |
| | | | | | ROE(%) | 6.1% | 7.2% | 8.1% | 9.1% |
| | | | | | 毛利率(%) | 19.9% | 18.4% | 18.6% | 18.4% |
| 现金流量表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | EBIT Margin(%) | 5.0% | 2.4% | 2.6% | 2.8% |
| 经营活动现金流 | 99.0 | 98.0 | 188.6 | 213.5 | 销售净利率(%) | 2.6% | 2.9% | 3.0% | 3.0% |
| 投资活动现金流 | -55.1 | -42.5 | -38.8 | -33.9 | 资产负债率(%) | 66.1% | 64.7% | 65.5% | 67.6% |
| 筹资活动现金流 | -88.0 | 47.0 | -144.7 | -70.4 | 收入增长率(%) | -5.4% | 13.7% | 11.8% | 15.6% |
| 现金净增加额 | -44.1 | 102.6 | 5.1 | 109.2 | 净利润增长率(%) | 10.0% | 23.0% | 16.2% | 18.4% |
| 企业自由现金流 | 45.0 | 26.9 | 120.8 | 148.4 | | | | | |

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>