

# 华光股份（600475）研究报告

优化管理业绩超预期，国企改革进展加速  
买入（维持）

2016年4月22日

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,399	3,999	4,623	5,186
同比(+/-%)	8.1%	17.7%	15.6%	12.2%
净利润(百万元)	111	119	141	165
同比(+/-%)	33.9%	6.6%	18.7%	17.2%
毛利率(%)	19.0%	18.4%	18.7%	18.7%
净资产收益率(%)	7.7%	7.9%	8.9%	9.9%
每股收益(元)	0.44	0.46	0.55	0.65
PE	35.49	33.30	28.04	23.92
PB	2.72	2.62	2.50	2.38

事件:

1)发布2015年年报,实现营业收入33.99亿元增8.09%,净利润1.11亿元增33.92%,扣非净利0.93亿元增80.11%;每10股派现金1.4元(含税);2)发布2016年一季报,实现营业收入6.76亿元降15.02%,净利0.264亿元降6.05%,扣非净利0.257亿元降8.25%。

投资要点:

■ **业绩超预期,费用管控良好:公司2015年净利润增长超预期(此前预告增长20%~30%)**,主要来自费用下降、汇兑收益增加以及资产减值损失的减少。1)全年毛利率19.00%同比下降0.85PCT,主要由于毛利率低(7.45%)的电站业务收入占比提升;2)期间费用率12.39%同比下降1.60PCT(管理费用率10.07%同比降0.95PCT,销售费用率2.91%同比降0.37PCT),费用管控良好;财务费用率-0.59%下降0.28PCT节约1014万元,主要来自876万的汇兑收益;3)资产减值损失较2014年减少3288万元(坏账损失减2696万,存货跌价损失减953万)对净利润的增长具有较大贡献。

■ **锅炉产品结构调整,海外业务贡献增量:**1)高效节能发电设备(流化床、煤粉锅炉)、环保新能源发电设备(垃圾焚烧、生物质、余热锅炉等)分别实现收入11.21、6.04亿元,分别增长-21.71%和13.49%。宏观经济下行带来传统锅炉收入下降背景下公司积极调整产品结构推广清洁能源锅炉产品,环保新能源发电设备新增6.96亿订单,其中垃圾焚烧锅炉(含炉排)占5.2亿元,同比大增413%。2)公司借力一带一路政策在印尼和巴基斯坦设立办事处拓展海外业务,国外收入全年实现6.99亿元同比增75%,未来有望加大海外市场拓展力度,为主业贡献重要增量。

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

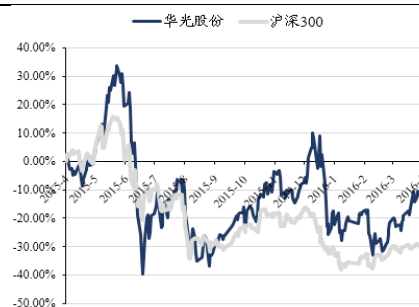
[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

联系人 翟堃

021-60199789

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.45
一年最低价/最高价	20.93/12.46
市净率	2.67
流通A股市值(百万元)	3955

基础数据

每股净资产(元)	5.78
资产负债率(%)	67.22
总股本(百万股)	256
流通A股(百万股)	256

相关研究

环保业务重点发展,地方国企迎新征程  
2016年4月14日

- **环保业务快速增长，运营项目大力拓展：**1) 2011年成立的烟气治理公司华光新动力在2015年实现净利润0.57亿元，实现13-15年两年四倍增长！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) 与母公司联营企业中设国联拓展光伏电站工程业务，2015年新增订单8.99亿元为3.5亿收入的2.6倍，利益绑定下大订单有望持续；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%），凭借大股东资源项目优势有望进一步拓展盈利能力较强的环保运营业务。
- **改革加速，地方国企二次腾飞：**无锡市国资委在2016年3月（<http://gzw.wuxi.gov.cn/doc/2016/03/23/974214.shtml>）强调，“以威孚高科、华光股份、太极实业等上市公司为主体，通过兼并、重组、股权收购等形式，开展兼并重组与投资合作”，“积极落实华光新动力等企业上市”。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。公司是无锡市国资委旗下唯一节能环保上市平台，且年报中重点提出加大投资并购力度，我们认为太极实业重组已获证监会核准的示范背景下公司改革进展将加速，有望迎来再次腾飞。
- **盈利预测与估值：**预测公司2016-2018年 EPS0.46、0.55、0.65元，对应PE 33、28、24倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**主业下行风险，环保业务拓展不及预期。

图表 1 华光股份盈利预测

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>4148.4</b>	<b>3948.2</b>	<b>4502.7</b>	<b>5036.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>3398.7</b>	<b>3999.1</b>	<b>4623.1</b>	<b>5185.8</b>
现金	1377.9	942.4	1032.8	1144.7	营业成本	2753.0	3263.7	3759.1	4214.6
应收款项	1580.0	1643.5	1899.9	2131.1	营业税金及附加	17.8	40.0	46.2	51.9
存货	824.7	1162.4	1338.8	1501.1	营业费用	98.9	140.0	161.8	171.1
其他	365.8	200.0	231.2	259.3	管理费用	351.6	461.4	533.1	597.7
<b>非流动资产</b>	<b>919.5</b>	<b>924.1</b>	<b>889.4</b>	<b>847.0</b>	财务费用	-20.0	-9.2	-6.6	-7.7
长期股权投资	125.8	124.7	125.9	125.9	投资净收益	11.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	639.4	646.5	612.1	571.1	其他	-27.2	1.5	1.4	1.4
无形资产	44.5	43.1	41.6	40.2	<b>营业利润</b>	<b>181.7</b>	<b>104.8</b>	<b>130.9</b>	<b>159.5</b>
其他	109.8	109.8	109.8	109.8	营业外净收支	19.5	35.0	35.0	35.0
<b>资产总计</b>	<b>5067.9</b>	<b>4872.3</b>	<b>5392.1</b>	<b>5883.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>201.2</b>	<b>139.8</b>	<b>165.9</b>	<b>194.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>3351.3</b>	<b>3097.4</b>	<b>3545.5</b>	<b>3954.0</b>	所得税费用	35.5	21.0	24.9	29.2
短期借款	148.5	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	54.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	2050.6	1788.3	2059.8	2309.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>111.5</b>	<b>118.79</b>	<b>141.04</b>	<b>165.32</b>
其他	1152.2	1159.1	1335.8	1494.6	EBIT	186.5	95.6	124.4	151.8
<b>非流动负债</b>	<b>55.4</b>	<b>55.4</b>	<b>55.4</b>	<b>55.4</b>	EBITDA	269.3	163.9	195.2	224.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	55.4	55.4	55.4	55.4	每股收益(元)	0.44	0.46	0.55	0.65
<b>负债总计</b>	<b>3406.7</b>	<b>3152.7</b>	<b>3600.9</b>	<b>4009.4</b>	每股净资产(元)	5.67	5.91	6.18	6.50
少数股东权益	208.6	208.6	208.6	208.6	发行在外股份(百万股)	256.0	256.0	256.0	256.0
归属母公司股东权益	1452.6	1512.0	1582.5	1665.2	ROIC(%)	9.3%	4.7%	6.2%	7.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5067.9</b>	<b>4873.4</b>	<b>5392.0</b>	<b>5883.2</b>	ROE(%)	7.7%	7.9%	8.9%	9.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2015</b>	毛利率(%)	19.0%	18.4%	18.7%	18.7%
经营活动现金流	608.2	-341.6	195.9	225.0	EBIT Margin(%)	5.5%	2.4%	2.7%	2.9%
投资活动现金流	9.6	-36.0	-34.9	-30.4	销售净利率(%)	3.3%	3.0%	3.1%	3.2%
筹资活动现金流	-202.9	-57.9	-70.5	-82.7	资产负债率(%)	67.2%	64.7%	66.8%	68.1%
现金净增加额	415.4	-435.5	90.4	111.9	收入增长率(%)	8.1%	17.7%	15.6%	12.2%
企业自由现金流	732.7	-416.9	125.6	158.2	净利润增长率(%)	33.9%	6.6%	18.7%	17.2%

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

