

华光股份（600475）研究报告

锅炉业绩稳中向好，国企改革落地谱新篇章

买入（维持）

2016年8月26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	33.79	31.70	26.70	22.78
PB	2.59	2.49	2.38	2.26

事件：

发布 2016 年中报，上半年实现收入 16.56 亿元，同比增长 1.06%；净利润 0.52 亿元，同比下降 4.06%；扣非净利 0.50 亿元，同比下降 4.64%。

投资要点：

■ **整体业绩稳健，成本费用管控良好：公司上半年业绩与去年基本持平，维持稳健发展。**1) 锅炉制造收入 7.61 亿元，同比下降 5.30%，毛利率 19.44%增 1.26PCT；工程综合服务(环境工程与服务、电站工程与服务)收入 7.04 亿元，同比增长 9.21%，毛利率 15.45%降 0.72PCT；电力、热力收入 1.75 亿元，同比下降 0.82%，毛利率 25.06%降 0.68PCT。**上半年综合毛利率为 18.85%，较上年同期增长 0.1PCT。**2) **期间费用率 11.73%，较上年同期增长 0.25PCT，费用率略有提升。**其中销售费用率 1.96%增长 0.01PCT，管理费用率 10.20%增长 0.21PCT，财务费用相比上年同期增加 42.55 万元，费用整体管控良好。

■ **新能源锅炉表现靓丽，海外业务快速拓展：**1) 受宏观经济下行压力及市场需求不足影响，节能高效发电设备(流化床、煤粉锅炉)继续下滑，实现收入 3.89 亿元，同比下降 39.57%。**2) 环保新能源发电设备(垃圾焚烧、生物质、余热锅炉等)表现靓丽，实现收入 3.73 亿元，同比增长 97.89%；上半年新增订单 4.61 亿，同比增长 36.39%，其中垃圾焚烧锅炉(含炉排)占 3.88 亿元，同比大增 168.07%。**3) 公司借力一带一路政策积极拓展海外业务，已经在印尼和巴基斯坦设立办事处，目前业务进展顺利，**上半年国外收入 3.95 亿元，同比增长 32.35%。**公司于 5 月在印尼举办推介会宣传效果明显，**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

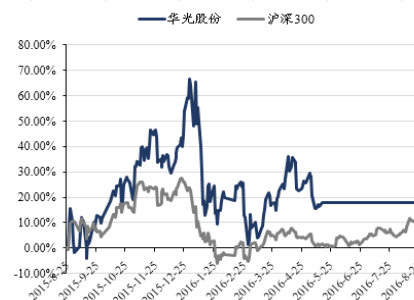
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 翟堃

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.71
一年最低价/最高价	20.73/12.34
市净率	2.50
流通 A 股市值(百万元)	3766

基础数据

每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	64.89
总股本(百万股)	256
流通 A 股(百万股)	256

相关研究

1. 环保业务重点发展，地方国企迎新征程
2016 年 4 月 14 日
2. 优化管理业绩超预期，国企改革进展加速
2016 年 4 月 22 日

- **环保业务稳步增长，运营项目大力拓展：**1) 烟气治理业务稳步推进，华光新动力上半年实现净利润 0.25 亿元表现优异，含脱汞功能的脱硝催化剂、首台湿式电除尘已成功进行工程应用，未来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) 向国联环保子公司中设国联提供光伏电站工程业务，电站工程与服务营业收入同比增长明显，主要为承接光伏电站于上半年实现销售。3) 投资设立公主岭德联生物质能源有限公司开展公主岭市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目（800 吨/日），切入垃圾焚烧发电领域，未来有望进一步打开市场，拓展公司在垃圾发电市场的规模和地域。
- **国企改革落地，国联环保整体上市、员工持股开启新篇章：**1) 2016 年 8 月 12 日，公司公告重组预案，国企改革终落地，地方环保能源巨舰将迎新发展：
 1. **国联环保整体上市，打造综合环保能源服务商：**13.84 元/股向国联集团发行 4.27 亿股换股吸收合并母公司国联环保（作价 59.13 亿），实现国联环保整体上市，上市后国联集团将直接持有华光股份 73.17% 股权，成控股股东及实际控制人。国联环保主营业务含锅炉设备制造、地方能源供应、电站工程与服务、环境工程与服务，2015 年实现收入 40.49 亿元，归母净利 6.22 亿元。重组完成后公司在地方能源供应、环保板块实力将大大增强，实现由传统的锅炉设备制造商转型为综合环保能源服务提供商的跨越式转变！
 2. **收购热电体外股权，进一步增厚整体业绩：**1.91 亿元现金购买友联热电 25% 股权（作价 0.84 亿元）、惠联热电 25% 股权（作价 1.07 亿元），收购完成后友联热电、惠联热电仍有分别 10%、7.5% 股权在集团体外。友联热电、惠联热电 2015 年分别实现净利润 0.41、0.81 亿元，体外股权收购进一步贡献整体业绩。
 3. **开大范围员工持股先河，优化治理提升效率：**拟以 13.84 元/股向华光股份 2016 年员工持股计划（1.28 亿）、国联金融（0.96 亿）发行 0.16 亿股，募集不超过 2.24 亿配套资金用于支付本次交易的现金对价和中介机构费用。其中员工持股计划总人数不超过 1338 人，占未来公司员工总人数的 49%，覆盖面为近年来江苏省国企员工持股最大！有望进一步完善公司治理结构，大幅提升运作效率。
- **盈利预测与估值：**预测上市公司 2016-2018 年 EPS 0.46、0.55、0.65 元，对应 PE 31.70、26.70、22.78 倍。换股收购完成后公司总股本将达到 5.84 亿股，预计 2016 年归母净利润将达到 6.85 亿元，对应 EPS 1.17 元，2016 年仅 12.55 PE，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
流动资产	4148.4	3948.2	4502.7	5036.2	营业收入	3398.7	3999.1	4623.1	5185.8
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
非流动资产	919.5	924.1	889.4	847.0	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	营业利润	181.7	104.8	130.9	159.5
其他	109.8	109.8	109.8	109.8	营业外净收支	19.5	35.0	35.0	35.0
资产总计	5067.9	4872.3	5392.1	5883.3	利润总额	201.2	139.8	165.9	194.5
流动负债	3351.3	3097.4	3545.5	3954.0	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	归属母公司净利润	111.5	118.79	141.04	165.32
其他	1152.2	1159.1	1335.8	1494.6	EBIT	186.5	95.6	124.4	151.8
非流动负债	55.4	55.4	55.4	55.4	EBITDA	269.3	163.9	195.2	224.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	55.4	55.4	55.4	55.4	每股收益(元)	0.44	0.46	0.55	0.65
负债总计	3406.7	3152.7	3600.9	4009.4	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%
负债和股东权益总计	5067.9	4873.4	5392.0	5883.2	ROE(%)	7.7%	7.9%	8.9%	9.9%
现金流量表 (百万元)					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>

