

华光股份（600475）研究报告

锅炉、热电业务扩张，国企改革落地谱新篇

买入（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,399	4,135	4,571	5,112
同比(+/-%)	8.1%	21.7%	10.5%	11.8%
净利润(百万元)	111	589	649	723
同比(+/-%)	33.9%	428.2%	10.3%	11.4%
毛利率(%)	19.0%	22.9%	23.6%	24.9%
净资产收益率(%)	7.7%	15.6%	16.4%	17.4%
每股收益(元)	0.44	1.05	1.16	1.29
PE	45.52	18.85	17.09	15.34
PB	3.49	2.94	2.80	2.66

事件:

公司发布公告，签订越南海阳 2×600MW 燃煤电厂工程锅炉设备订货合同，合同金额为 6.24 亿元。

投资要点:

■ **签订越南锅炉大单，一带一路助海外业务放量：**1) 公司与中国电力工程顾问集团西南电力设计院有限公司和中国电力工程顾问集团国际工程有限公司组成的联合体签订了《越南海阳 2×600MW 燃煤电厂工程锅炉设备订货合同》，**合同金额为 6.24 亿元，占公司 2015 年营业收入的 18.35%。**2) 该项目是“一带一路”重点项目，也是迄今为止中国公司在越南单笔投资金额最大的项目。项目的签订标志着公司装备制造板块竞争力再上台阶、产品系列更加完善。作为项目锅炉设备供应商，项目实施将增厚公司业绩，同时为进一步拓展东南亚的锅炉市场提供强大的业绩支撑。

■ **收购供热资产助力热电业务走出去：**1) 拟使用 7775.44 万元现金通过协议转让（2490 万元）和参与定向增发收购方式（5285.44 万元）收购天津世纪天源 51% 股权。世纪天源是集建筑安装、地热资源综合利用等服务于一体的地热资源综合利用的企业，热电行业全产业链布局。2) 拟 0 元受让中清源环保节能有限公司 35% 的出资权，受让后认缴出资 3500 万元。中清源是山西专业从事工业余热集中供热和非清洁水源利用企业，具有较好的项目开发能力，自 2014 年 7 月成立以来已建成、已开工和拟建项目有 7 个，可实现供热面积 2029 万平方米。3) 两次收购供热资产是公司热电业务走出去战略布局的重要举措，有利于公司整合污水源热泵、余热回收、天然气、高效燃煤、热电联产等多种能源供应方式，在北方大力开拓集中供热市场，发挥产业协同优优势。

2016 年 10 月 10 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

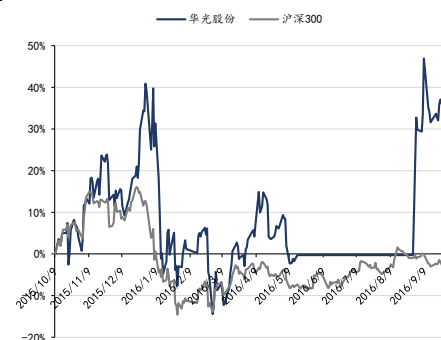
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.82
一年最低价/最高价	12.34/23.3
市净率	3.37
流通 A 股市值(百万元)	5074

基础数据

每股净资产(元)	5.88
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 04 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
3. 锅炉业绩稳中向好，国企改革落地谱新篇章
2016 年 8 月 26 日
4. 国企改革标杆，“整体上市+充分激励”搭建环保能源综合服务商
2016 年 8 月 30 日

- **设立售电公司享电改红利：**1) 公司计划与协鑫智慧能源、上海犇源投资、无锡星洲科苑合资设立无锡协联售电有限公司，公司拟出资800万元，占40%。2) 资产重组后公司将成为无锡地区主要的热力能源和环保处理供应商，设立售电公司有利于拓展公司在热电业务领域的深度发展，实现热电业务可持续发展。此外，售电公司可充分利用公司及控股股东在无锡多个热电厂的资源优势，有望成为区域售电领跑者。电力改革正式启动，全国5.5万亿度售电对应的万亿级别市场开启，政策红利下有望为公司带来可持续的利润增长。
- **国企改革落地，国联环保整体上市：**1) 作价 55.83 亿换股吸收合并母公司国联环保，主营业务实现由主营的锅炉制造向综合环保能源服务转变。国联环保 2015 年实现收入 40.49 亿元，归母净利 6.22 亿元（备考 6.81 亿）。重组后国联集团持股 72.06% 股权，成控股股东及实际控制人。2) 1.89 亿现金购买友联热电 25% 股权（0.85 亿）、惠联热电 25% 股权（1.04 亿），进一步增厚整体业绩。
- **开大范围员工持股先河，优化治理提升效率：**13.84 元/股向华光股份 2016 年员工持股计划（1.24 亿）、国联金融（0.96 亿）发行 0.16 亿股，募集 2.2 亿支付现金对价和中介费，员工持股计划总人数不超过 1261 人，占未来公司员工总人数的 43.68%，为近年来江苏国企最高，全面激发员工积极性，实现更长远可持续发展！
- **盈利预测与估值：**预计重组完成后上市公司 2016-2017 年归母净利润将达到 5.89、6.49 亿元，EPS 1.05、1.16 元，对应 PE 仅 18.85、17.09 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 华光股份盈利预测表

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	7191.8	7551.4	7929.0	营业收入	3398.7	4134.6	4570.8	5112.2
现金	1377.9	3169.1	3327.5	3493.9	营业成本	2753.0	3185.8	3492.9	3840.7
应收款项	1580.0	2054.0	2156.7	2264.5	营业税金及附加	17.8	20.7	22.9	25.6
存货	824.7	1237.0	1298.9	1363.8	营业费用	98.9	124.0	137.1	153.4
其他	365.8	731.7	768.3	806.7	管理费用	351.6	414.9	458.5	538.2
非流动资产	919.5	2943.9	3091.1	3245.7	财务费用	-20.0	-28.8	-38.0	-39.6
长期股权投资	125.8	1509.2	1584.7	1663.9	投资净收益	11.6	350.0	350.0	350.0
固定资产	639.4	1015.7	1066.5	1119.9	其他	-27.2	1.5	1.4	1.4
无形资产	44.5	89.1	93.5	98.2	营业利润	181.7	769.5	848.8	945.4
其他	109.8	329.9	346.4	363.7	营业外净收支	19.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	5067.9	10135.8	10642.5	11174.7	利润总额	201.2	769.5	848.8	945.4
流动负债	3351.3	6702.6	7037.7	7389.6	所得税费用	35.5	115.4	127.3	141.8
短期借款	148.5	297.0	311.9	327.4	少数股东损益	54.2	65.4	72.1	80.4
应付账款	2050.6	4101.2	4306.3	4521.6	归属母公司净利润	111.5	588.66	649.30	723.21
其他	1152.2	2304.4	2419.6	2540.6	EBIT	186.5	390.7	460.8	555.7
非流动负债	55.4	110.8	116.3	122.1	EBITDA	269.3	459.0	531.6	628.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指				
其他	55.4	110.8	116.3	122.1	标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	3406.7	6813.4	7154.0	7511.7	每股收益(元)	0.44	1.05	1.16	1.29
少数股东权益	208.6	417.3	438.1	460.0	每股净资产(元)	5.67	6.75	7.08	7.44
归属母公司股东权益	1452.6	3776.7	3965.5	4163.8	发行在外股份(百万股)	256.0	559.8	559.8	559.8
负债和股东权益总计	5067.9	11007.3	11557.7	12135.6	ROIC(%)	9.3%	21.8%	28.7%	34.2%
					ROE(%)	7.7%	15.6%	16.4%	17.4%
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	19.0%	22.9%	23.6%	24.9%
经营活动现金流	608.2	2513.7	868.2	953.8	EBIT Margin(%)	5.5%	9.4%	10.1%	10.9%
投资活动现金流	9.6	-39.5	-35.1	-30.6	销售净利率(%)	3.3%	14.2%	14.2%	14.1%
筹资活动现金流	-202.9	-292.8	-471.6	-523.5	资产负债率(%)	67.2%	67.2%	67.2%	67.2%
现金净增加额	415.4	2181.4	361.4	399.7	收入增长率(%)	8.1%	21.7%	10.5%	11.8%
企业自由现金流	732.7	2186.6	539.6	632.3	净利润增长率(%)	33.9%	428.2%	10.3%	11.4%

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>

