

主营业务稳健，国企改革迎新发展

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	46.79	19.37	17.56	15.77
PB	3.59	3.02	2.88	2.74

事件:

公司发布 2016 年三季报，前三季度收入 23.66 亿元，同比下降 1.85%；归属净利润 0.70 亿元，同比下降 2.55%；扣非净利润 0.67 亿元，同比下降 1.84%。

投资要点:

■ **前三季度整体收入稳健:** 1) 宏观经济下行背景下，公司传统电站锅炉业务下游需求下降，但环保标准提升下垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、燃气锅炉等环保新能源锅炉下游需求提升，同时受益一带一路海外业务不断放量(签 6.24 亿越南大单)，锅炉业务收入基本维持稳定。2) 此外，公司目前收入占比相对较小的热电、环保业务运行稳健，综合影响下整体收入去年基本持平。

■ **毛利率有所提升，成本费用管控良好:** 1) 前三季度毛利率 19.84%，同比增长 1.67PCT，较上半年增长 0.99PCT，表明公司传统业务结构调整已见成效。2) 前三季度期间费用率 13.04%，同比提升 0.80PCT，基本维持稳定水平。其中销售费用率 2.20%提升 0.09PCT、管理费用率 11.31%提升 0.69PCT。

■ **国企改革落地，整体上市+员工持股迎新发展:** 1) 国联环保 55.83 整体上市并 1.89 亿现金购买友联热电、惠联热电各 25% 股权，主业实现由主营的锅炉制造向综合环保能源服务转变，重组后国联集团持股 72%，未来仍存扩张预期。2) 员工持股 1.24 亿参与募集配套资金，占未来公司员工总人数的 44%，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:** 预计重组备考 2016-2017 年 EPS 1.05/1.16 元，对应 PE 仅 19.37/17.56 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。

2016 年 10 月 28 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

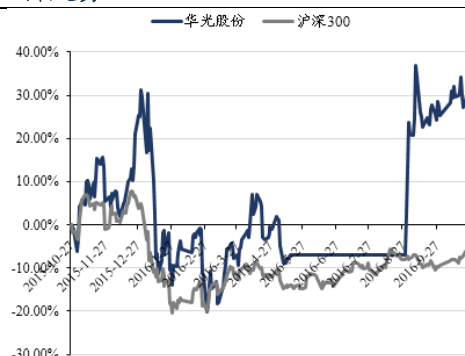
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.37
一年最低价/最高价	12.34/23.3
市净率	3.51
流通 A 股市值(百万元)	5215

基础数据

每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	66.47
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
5. 锅炉、热电业务扩张，国企改革落地谱新篇章
2016 年 10 月 10 日

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				
负债和股东权益总计	5067.9	11007.3	11557.7	12135.6	股)	256.0	559.8	559.8	559.8
					ROIC(%)	9.3%	21.8%	28.7%	34.2%
					ROE(%)	7.7%	15.6%	16.4%	17.4%
					毛利率(%)	19.0%	22.9%	23.6%	24.9%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	5.5%	9.4%	10.1%	10.9%
经营活动现金流	608.2	2513.7	868.2	953.8	销售净利率(%)	3.3%	14.2%	14.2%	14.1%
投资活动现金流	9.6	-39.5	-35.1	-30.6	资产负债率(%)	67.2%	67.2%	67.2%	67.2%
筹资活动现金流	-202.9	-292.8	-471.6	-523.5	收入增长率(%)	8.1%	21.7%	10.5%	11.8%
现金净增加额	415.4	2181.4	361.4	399.7	净利润增长率(%)	33.9%	428.2%	10.3%	11.4%
企业自由现金流	732.7	2186.6	539.6	632.3					

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>

