

## 重组无条件过会，新姿态新成长

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	47.48	19.66	17.82	16.00
PB	3.64	3.06	2.92	2.78

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

### 事件：

公司收到证监会通知，公司吸收合并无锡国联环保能源集团有限公司及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。

### 投资要点：

- **重组获证监会通过，国企改革顺利落地：**公司自 2016 年 5 月 18 日停牌，8 月 30 日复牌发布“集团整体上市+员工持股参与配套融资”的方案，10 月 27 日证监会受理，并于 12 月 14 日召开的并购重组委 2016 年第 95 次工作会议审核通过。地方国企改革加速背景下，公司此次重组受到当地政府高度重视，自停牌到通过前后仅用七个月的时间，效率高进展快。
- **整体上市+员工持股，崭新姿态迎新发展：**1) 国联环保作价 55.83 亿元整体上市，业务涵盖热电、光伏、污泥处理等领域，同时作价 1.89 亿元现金购买友联热电、惠联热电各 25% 股权。重组完成后，上市公司主业将实现由主营的锅炉制造向综合环保能源服务转变。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！3) 重组完成后国联集团持股上市公司比例将达到 72%，高持股比例强化执行力，未来仍存扩张预期。
- **锅炉业务稳健，切入电改领域：**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，锅炉业务收入整体维持稳定。2) 收购天津世纪天

2016 年 12 月 15 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

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

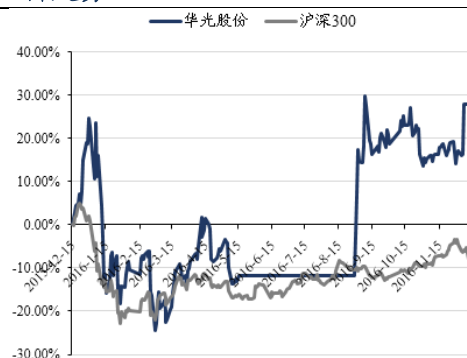
021-60199782

研究助理 翟堃

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

021-60199789

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.67
一年最低价/最高价	12.34/23.30
市净率	3.56
流通 A 股市值(百万元)	5292

### 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
6. 主营业务稳健，国企改革迎新发展  
2016 年 10 月 28 日

源 51%股权、中清源环保节能有限公司 35%股权，实现热电业务走出江苏、全国布局；拟出资 800 万元占 40%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，凭借热电业务领先优势分享电改红利。

- **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20/18倍，估值优势明显，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
<b>流动资产</b>	4148.4	7191.8	7551.4	7929.0	<b>营业收入</b>	<b>3398.7</b>	<b>4134.6</b>	<b>4570.8</b>	<b>5112.2</b>
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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>181.7</b>	<b>769.5</b>	<b>848.8</b>	<b>945.4</b>
其他	109.8	329.9	346.4	363.7	营业外净收支	19.5	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	5067.9	10135.8	10642.5	11174.7	<b>利润总额</b>	<b>201.2</b>	<b>769.5</b>	<b>848.8</b>	<b>945.4</b>
<b>流动负债</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>111.5</b>	<b>588.66</b>	<b>649.30</b>	<b>723.21</b>
其他	1152.2	2304.4	2419.6	2540.6	EBIT	186.5	390.7	460.8	555.7
<b>非流动负债</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	55.4	110.8	116.3	122.1	<b>标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	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%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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: WIND 资讯, 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>

