

华光股份(600475)

打造区域标杆，京津冀地热供暖布局加速！ 买入(维持)

2017 年 10 月 10 日

证券分析师 袁理

执业证书编号：S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,703	4,571	5,112	5,786
同比(%)	8.9%	23.5%	11.8%	13.2%
净利润(百万元)	107.89	649	723	964
同比(%)	-3.2%	501.1%	11.4%	33.4%
毛利率(%)	18.2%	23.6%	24.9%	26.5%
ROE(%)	6.8%	13.9%	14.3%	17.5%
每股收益(元)	0.42	1.16	1.29	1.72
P/E	46.29	15.62	14.02	10.51
P/B	3.14	2.17	2.01	1.83

事件：

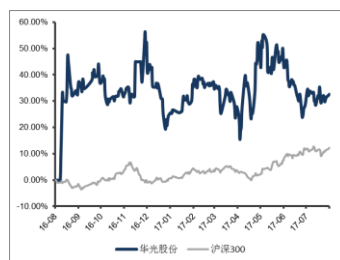
子公司世纪天源与天津国承瑞丰能源科技有限公司合资设立项目公司，与河北省武邑县清凉店镇人民政府签订《武邑县清凉店镇镇区集中供热特许经营协议书》，项目公司注册资本 1100 万元，其中世纪天源出资 880 万元，持股 80%。

投资要点

■ **打造地热供暖区域标杆，积极拓展业务种类。**1) 项目以深层地热水为热源为用户供热，项目特许经营范围为武邑县清凉店镇行政区域，特许经营期 30 年，收入为用户支付的供暖费及供热配套费，清凉店镇政府保证全部行政区 2017-2018/2018-2019/2020-2021 年供暖季并网实际供热面积为 36.58/49.98/56.86 万平方米，预计今年 11 月 10 日具备供热条件。假设以 2016 年衡水的供暖收费标准测算（居民每平方米 19 元，非居民每平方米 27.9 元），**仅 2017-2018 年度供暖季采暖费就有望带来营收 695~1021 万元，建设完成后年营收有望达 1080~1586 万元；**2) **打造区域标杆，加速京津冀地热供暖推广：**公司拟通过对现有落后供热设施进行集中改造，将武邑县清凉店镇打造为水热型深层地热能集中供暖试点，并在全县以及衡水市其他县区进行推广。3) 此次协议方世纪天源为华光于 17 年 1 月通过参与定增控股的子公司，为以地热供暖运营服务为主的平台型公司，2015/2016/2017H1 归母净利润分别为 5/-206/487 万元，考虑到 2017H1 累计地热供暖签约面积超过 300 万平方米，今年业绩有望迎来拐点。未来将与上市公司强化协作，进一步拓展业务种类。

■ **强强联合，布局京津冀，受益于能源结构调整。**公司深度布局京津冀及周边地区，充分受益能源结构调整带来的地热新增空间：1) **京津冀大气污染治理工作加快实施，带来清洁能源需求：**北京市将继续压减 300 万吨燃煤；河北省委省政府出台 1+18 大气治理专项实施方案，涉及清洁取暖等，并建立责任时限清单，强力推动工作进展；天津今年共安排清新空气行动工程任务 719 项，截至今年 5 月底，已完成 262 项。2) **十三五期间，2600 亿地热投资空间。**根据发改委“十三五”规划，十三五期间将新增地热供暖面积 11 亿平方，新增发电 500MW，其中京津冀地区新增浅层供暖 1.5 亿平方米，水热型地暖 1.6 亿平方米，发电 20MW。到 2020 年，全国地热年利用量 7000 万吨标准煤。京津冀地区地热年利用量 2000 万吨。将带来全国范围内浅层供暖、水型供暖、地热发电投资 1400、800、400 亿投资额，合计增加 2600 亿空间。3) **强强联合，京津**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.11
一年最低/最高价	16.9/24.4
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	2544

基础数据

每股净资产(元)	7.99
资本负债率(%)	50.97
总股本(百万股)	559
流通 A 股(百万股)	140

相关研究

1. 华光股份：携手蓝天环保，京津冀地热深度布局-20170823
2. 华光股份：重组无条件过会，新姿态新成长 -20161216
3. 华光股份：主营业务稳健，国企改革迎新发展 -20161028
4. 华光股份：锅炉、热电业务扩张，国企改革落地谱新篇 -20161010
5. 华光股份：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 -20160830
6. 华光股份：锅炉业绩稳中向好，国企改革落地谱新篇章 -20160826

冀深部布局:公司目前与蓝天环保签署战略合作协议(项目端布局)、收购约克空调 20% 股权(设备端布局)、世纪天源 51% 股权(资质端布局)、5 月与约克中国签署战略合作框架(技术端布局),深度布局京津冀地区的地热供暖,实现由主营的锅炉制造向环保能源服务商的转变。

- **优质现金流,未来 PPP 证券化受益可期。**1) 公司为国内中小锅炉龙头企业,包括天然气、高炉煤气炉、煤粉炉、生物质类等,产品线齐全贡献稳定现金流, 14/15/16 年经营性现金流分别为 1.0/6.1/1.1 亿元,现金流/净利润均超过 1 为 1.19/5.48/1。2) 17 年以来,国家连续发文要求打破刚性兑付,引入 PPP 市场化机制,而资产证券化就是最佳市场化退出手段。PPP 资产证券化的本质在于提升资金的配置效率,公司稳定现金流收益具备 ABS 基础,有望通过分级,提高杠杆,价值有待重估。
- **重组资产过户完成+员工持股认购,崭新姿态迎新发展:**1) 国联环保等资产过户,实现由主营的锅炉制造向环保能源服务商的转变。2) 公司员工持股实际认购 1.18 亿元,参与对象 1174 人,其中管理层参与认购 620 万元,实现利益绑定,未来长远发展可期。
- **盈利预测与估值:**考虑到公司当前在手项目进展,我们预计公司 2017-2019 年 EPS1.16、1.29、1.72,对应 PE16、14、11 倍,维持“买入”评级!
- **风险提示:** 地热拓展不如预期。清洁能源推广力度不达预期。

图表 1 华光股份盈利预测

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4285.5	7311.4	8095.5	9033.5	营业收入	3702.6	4570.9	5112.3	5786.1
现金	1291.2	3959.7	4394.2	4874.3	营业成本	3028.6	3493.0	3840.8	4254.4
应收款项	1826.1	1878.4	2101.0	2377.8	营业税金及附加	22.0	22.9	25.6	28.9
存货	766.9	1244.1	1368.0	1515.3	营业费用	92.5	121.1	178.9	115.7
其他	401.2	229.1	232.4	266.1	管理费用	359.1	363.5	471.8	464.3
非流动资产	1022.7	1038.7	1024.5	983.0	财务费用	-20.1	-31.9	-53.7	-60.1
长期股权投资	149.6	150.8	174.6	174.6	投资净收益	10.5	350.0	350.0	350.0
固定资产	617.9	634.3	597.7	557.6	其他	-39.5	1.5	1.4	1.4
无形资产	44.8	43.4	41.9	40.5	营业利润	191.4	953.7	1000.3	1334.2
其他	210.3	210.3	210.3	210.3	营业外净收支	-2.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	5308.1	8350.1	9120.0	10016.6	利润总额	188.8	953.7	1000.3	1334.2
流动负债	3386.2	3256.8	3601.6	3931.1	所得税费用	30.0	143.1	150.0	200.1
短期借款	101.0	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	50.9	162.1	127.5	170.1
应付账款	2214.1	1914.0	2104.6	2331.2	归属母公司净利润	107.9	648.5	722.7	964.0
其他	1071.1	1192.8	1347.0	1449.9	EBIT	207.6	571.9	596.7	924.1
非流动负债	57.4	57.4	57.4	57.4	EBITDA	285.7	638.8	666.0	995.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	57.4	57.4	57.4	57.4					
负债总计	3443.6	3314.2	3659.0	3988.5					
少数股东权益	275.9	357.0	420.8	505.8					
归属母公司股东权益	1588.6	4678.8	5040.2	5522.2					
负债和股东权益总计	5308.1	8350.1	9120.0	10016.6					

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>