

# 华光股份

## 集团环保资产强势注入，锅炉强者焕新生

首次覆盖

### 投资亮点

**传统锅炉强者，开拓市场新方向。**华光股份是成立于1958年，并于2003年上市的老牌锅炉企业。2015年公司营业收入和归属于上市公司股东净利润分别为33.9和1.1亿元，同比增长约8.1%和34%。未来公司布局形成以节能高效锅炉及城市垃圾焚烧发电为双主力突破口，同时兼顾光伏电站建设业务的多维度能源设备制造业务结构。

**重组预案拟定，百亿市值可期。**公司公告拟以13.84元/股增发吸收收购国联环保集团并募集配套资金购买资产；成功重组后将注入大量优质热电及垃圾焚烧发电等环保资产，与华光热电锅炉、燃气锅炉等业务产生协同效应。若重组完成，公司总股本将增加128%至5.84亿，预计2016年实现归母净利5.1亿，EPS增厚79%至0.87元/股，同时极大带动员工生产积极性。

**抢占热电联供百亿市场空间，以技术迎合新需求。**南北市场双管齐下，北方小锅炉改造、推行集中供热预计在2015~2017带来年均473亿元的改造市场空间；南方对220t/h机型为主导的热电联产大力推广，预计可将在2016~2020年间带来约773亿元市场规模；双重利好下，预计公司2016年可实现12.6亿元的收入。

**垃圾焚烧发电，点亮环保领域新阵地。**公司占有销售锅炉与垃圾焚烧BOT两方面业务，其500吨以上炉排炉市场份额全国排名前二，同时去年与公主岭市签订30年垃圾焚烧特许经营权，16~20年市场迎来黄金期，16年收入可达6.8亿元，18年BOT业务进入收益产生期，行业高毛利率有望拉升板块毛利至1.5亿元。

### 财务预测

在不考虑重组并购情况下，我们预计公司16~18年归母净利润将达到1.3、1.5和1.7亿元，EPS分别为0.49、0.58和0.67元；考虑重组并购下，公司16~18年归母净利润将达到5.1、5.6和6.2亿元，EPS分别为0.87、0.96和1.06元。

### 估值与建议

华光是无锡国资委旗下三大上市公司之一，其核心主营节能高效锅炉在国内锅炉市场表现出色，而其估值一直低于行业平均水平，基于重组后的盈利预测，我们给予公司**2017年25x P/E**，对应股价**23.93元/股**，首次覆盖，给予推荐评级。

### 风险

国内电力市场整体需求下行；重组进程不及预期。

陈龙

分析师

long.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080515110001

SFC CE Ref: BGM032

王婧如

联系人

jingru.wang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080116060007

李敏

联系人

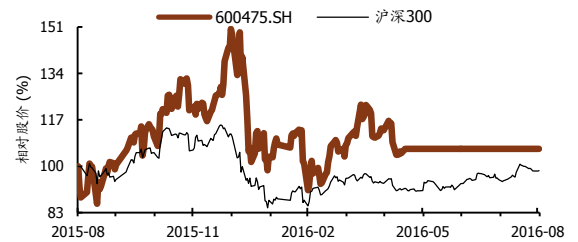
min3.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080114110026

SFC CE Ref: ASU506

### 首次覆盖推荐

股票代码	600475.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 16.18
目标价	人民币 23.93
52周最高价/最低价	人民币 21.28~11.41
总市值(亿)	人民币 41
30日日均成交额(百万)	人民币 1.62
发行股数(百万)	256
其中:自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	0.10
主营行业	电气设备



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3,144	3,399	3,687	4,008
增速	-5.4%	8.1%	8.5%	8.7%
归属母公司净利润	83	111	126	148
增速	10.0%	33.9%	13.4%	16.9%
每股净利润	0.33	0.44	0.49	0.58
每股净资产	5.34	5.67	6.03	6.46
每股股利	0.10	0.14	0.15	0.17
每股经营现金流	0.39	2.38	1.54	1.23
市盈率	49.8	37.2	32.8	28.1
市净率	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	19.7	14.7	12.3	10.5
股息收益率	0.6%	0.9%	0.9%	1.1%
平均总资产收益率	1.8%	2.3%	2.4%	2.6%
平均净资产收益率	6.2%	7.9%	8.4%	9.2%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3,144	3,399	3,687	4,008	营业收入	-5.4%	8.1%	8.5%	8.7%
营业成本	2,520	2,753	2,988	3,249	营业利润	-10.8%	72.5%	15.9%	13.1%
营业税金及附加	17	18	19	21	EBITDA	-34.4%	12.8%	11.9%	9.4%
营业费用	95	103	99	107	净利润	10.0%	33.9%	13.4%	16.9%
管理费用	347	346	342	371	<b>盈利能力</b>				
财务费用	21	-10	-20	-11	毛利率	19.9%	19.0%	19.0%	18.9%
其他	0	0	0	0	营业利润率	3.1%	5.0%	5.3%	5.6%
营业利润	99	170	197	223	EBITDA 利润率	6.0%	6.3%	6.5%	6.5%
营业外收支	48	31	22	22	净利润率	2.6%	3.3%	3.4%	3.7%
利润总额	147	201	219	245	<b>偿债能力</b>				
所得税	25	36	39	43	流动比率	1.24	1.24	1.27	1.29
少数股东损益	39	54	54	54	速动比率	0.91	0.99	1.02	1.04
归属母公司净利润	83	111	126	148	现金比率	0.28	0.41	0.44	0.46
EBITDA	189	213	238	260	资产负债率	66.1%	67.2%	67.4%	67.4%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	797	1,378	1,604	1,815	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	1,104	1,254	1,345	1,453	总资产收益率	1.8%	2.3%	2.4%	2.6%
预付款项	384	345	375	407	净资产收益率	6.2%	7.9%	8.4%	9.2%
存货	945	825	895	973	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	331	347	375	406	每股净利润 (元)	0.33	0.44	0.49	0.58
流动资产合计	3,561	4,148	4,593	5,054	每股净资产 (元)	5.34	5.67	6.03	6.46
固定资产及在建工程	684	639	605	569	每股股利 (元)	0.10	0.14	0.15	0.17
无形资产及其他长期资产	84	72	78	85	每股经营现金流 (元)	0.39	2.38	1.54	1.23
非流动资产合计	125	126	126	126	<b>估值分析</b>				
资产合计	4,508	5,068	5,455	5,887	市盈率	49.8	37.2	32.8	28.1
短期借款	137	149	149	149	市净率	3.0	2.9	2.7	2.5
应付账款及票据	1,365	1,224	1,329	1,445	EV/EBITDA	19.7	14.7	12.3	10.5
其他流动负债	1,359	1,978	2,142	2,319	股息收益率	0.6%	0.9%	0.9%	1.1%
流动负债合计	2,861	3,351	3,619	3,913					
长期借款和应付债券	70	0	0	0					
非流动负债合计	117	55	55	55					
负债合计	2,978	3,407	3,674	3,969					
股东权益合计	1,367	1,453	1,543	1,653					
少数股东权益	163	209	237	266					
负债及股东权益合计	4,508	5,068	5,455	5,887					
<b>现金流量表</b>									
净利润	83	111	126	148					
折旧和摊销	90	86	84	86					
营运资本变动	-169	575	34	34					
其他	-94	164	-150	-48					
经营活动现金流	99	608	394	316					
投资活动现金流入	12	-37	-14	17					
投资活动现金流出	55	-10	26	57					
投资活动现金流	55	-10	26	57					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	30	59	0	0					
其他	18	106	0	0					
筹资活动现金流	88	203	50	48					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	44	-415	-318	-211					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

华光股份是中国锅炉行业的领先企业之一，未来着眼于打造综合的环保业务平台。华光股份成立于1958年，顺应工业发展的需要，致力于环保能源领域的核心技术开发及设备制造，打造了由350MW及以下的节能高效燃煤电站锅炉、燃气-蒸汽联合循环余热锅炉、垃圾焚烧炉及生物质能锅炉等产品形成的盈利体系，实现传统能源与新能源的高效结合。



## 目录

<b>传统锅炉强者，点燃改革之火</b> .....	<b>5</b>
2015 新能源及电站发电带动收入稳健增长 .....	5
政府改革动力足，国企重组势在必行 .....	6
改革进程循序渐进，百亿华光重组预案终出台 .....	7
产业链整合扩张，多领域共同实现协同 .....	8
员工持股计划激励作用显著，大幅拉升生产积极性 .....	11
<b>锅炉市场结构升级，以技术迎合新需求</b> .....	<b>12</b>
集中供热+热电联产+煤改气，圈定未来锅炉市场需求格局 .....	12
稳固锅炉制造商第二阵营地位，紧抓锅炉技术改革机遇 .....	13
南北分化战略攻占锅炉市场 .....	13
<b>探索环保市场新思路，攻占垃圾焚烧发电市场</b> .....	<b>16</b>
垃圾焚烧发电未来市场潜能巨大 .....	17
立足焚烧设备销售，以 BOT 业务为突破口带动业务增长 .....	18
超低排放，脱硫脱硝行业发展的新契机 .....	19
集团资源整合注入环保新资产 .....	21
<b>跟随集团带领，稳步发展光伏业务</b> .....	<b>22</b>
我国光伏发电增势迅猛 .....	22
<b>资产注入预计带来显著利润增厚</b> .....	<b>23</b>
考虑并购重组及增发情况下的盈利预测 .....	24
<b>风险</b> .....	<b>26</b>

## 图表

图表 1: 公司主要业务种类 .....	5
图表 2: 2015 公司实现总收入 8% 增长 .....	5
图表 3: 公司主要业务毛利率近年变动趋势 .....	5
图表 4: 公司主要业务比例 .....	6
图表 5: 国联环保集团业务概况及公司所涉业务结构 .....	6
图表 6: 无锡市三家国资上市公司重组进度 .....	7
图表 7: 集团国有资产改革主要方针 .....	7
图表 8: 集团管理人员结构变动 .....	7
图表 9: 重组方案介绍 .....	8
图表 10: 重组预计带来的四大利好 .....	8
图表 11: 注入资产持股详情及潜在协同效应领域 .....	9
图表 12: 惠联热电整体资产增值约 8,771 万 .....	9
图表 13: 占据城区三角基本实现工业热电垄断 .....	10
图表 14: 员工持股计划将带来股票价格安全边际增加 .....	11
图表 15: 2005~2015 全年累计工业锅炉产量 .....	12
图表 16: 2005~2015 1~10 月累计电站锅炉产量 .....	12
图表 17: 集中供热产业近年主要相关政策 .....	12
图表 18: 热电联产近年主要相关政策 .....	13
图表 19: 电站锅炉主要市场份额 (2013) .....	13
图表 20: 燃气锅炉主要市场份额 (2011) .....	13



图表 21: 集中供热小锅炉改造市场预测 .....	14
图表 22: 2015~2020 年新增热电联产装机组测算 .....	14
图表 23: “十三五”期间热电装机量预测 .....	15
图表 24: “十三五”期间热电改造市场容量预测 .....	15
图表 25: 预计天然气在 2019 年出现供过于求 .....	15
图表 26: 城市垃圾清运及处理情况 .....	16
图表 27: 县城垃圾清运及处理情况 .....	16
图表 28: 城镇主要垃圾处理能力 .....	16
图表 29: 垃圾发电运营市场规模 .....	16
图表 30: “十三五”无害化处理及焚烧市场年均复合增速测算 .....	17
图表 31: 预计十三五期间焚烧运营市场规模 .....	17
图表 32: 垃圾焚烧锅炉主要制造商市场份额 (2014) .....	18
图表 33: 循环流化床及炉排炉优缺点比较 .....	18
图表 34: BOT 垃圾焚烧项目预计于 2018 年起产生收入 .....	18
图表 35: 垃圾焚烧发电 BOT 业务优势 .....	19
图表 36: 在垃圾焚烧 BOT 业务带动下 2018 年收入可达 8.9 亿 .....	19
图表 37: 2012~2015 脱硫设备装机量及占火电设备比 .....	19
图表 38: 2012~2015 脱硝设备装机量及占火电设备比 .....	19
图表 39: 公司近年脱硫脱硝业务毛利率高于行业平均水平 .....	20
图表 40: 2015~2020 烟气治理市场总量达 2,037 亿 .....	20
图表 41: 2015~2020 脱硫脱硝改造市场份额预测 .....	21
图表 42: 2008~1Q2016 我国光伏装机总量迅猛增长 .....	22
图表 43: 2012~1Q2016 分布式光伏增速过慢 .....	22
图表 44: 财务预测表 .....	23
图表 45: 华光主要板块收入预测 .....	24
图表 46: 国联环保集团主要板块合并收入预测 (含华光) .....	24
图表 47: 惠联及友联热电以往年度主要财务指标 .....	24
图表 48: 考虑并购方案及募集配套资金情况下的情景分析 .....	24
图表 49: 重组前后 EPS 情景分析 .....	25
图表 50: 相近业务可比公司估值借鉴 .....	25
图表 51: 华光股份 P/E bands .....	25
图表 52: 华光股份 P/B bands .....	25



## 传统锅炉强者，点燃改革之火

华光股份是中国锅炉行业的领先企业之一，前身为无锡锅炉厂，成立于1958年8月，2000年完成股份制改造，并于2003年在上交所正式挂牌上市。近年以来顺应工业发展的需要，致力于环保能源领域的核心技术开发及设备制造，打造了由350MW及以下的节能高效燃煤电站锅炉、燃气-蒸汽联合循环余热锅炉、垃圾焚烧炉及生物质能锅炉等产品形成的盈利体系，实现传统能源与新能源的高效结合。

图表1：公司主要业务种类

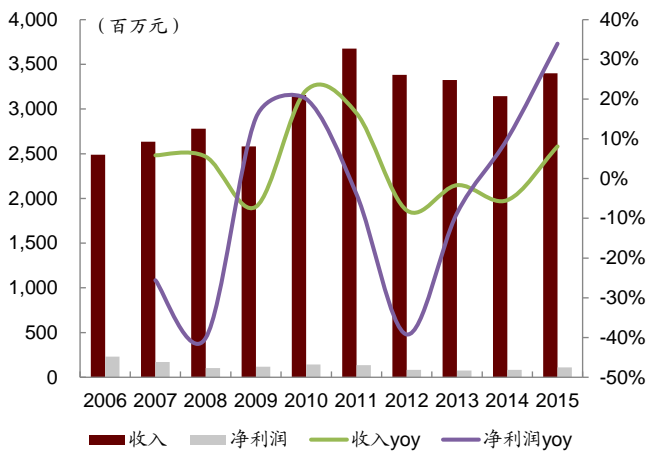
收入种类	详情
节能高效发电设备	包括循环流化床锅炉、煤粉锅炉等；公司主要产品集中在130、220及480t/h的机型，致力于大容量高参数锅炉的研发生产，技术达国际水平，主要目标销售区域为我国北方。
环保新能源发电设备	包括垃圾焚烧炉、生物质能锅炉；公司先后与美国、日本及比利时等炉排公司进行技术合作，制造的500t/h以上炉排炉具有清洁、高效、自动化程度高等特点，是大中城市垃圾焚烧处理锅炉的主要供货商。
电站工程与服务	公司具有制造100MW~350MW机组的能力，力攻高参数锅炉系列，同时借助子公司华光电站的平台，积极承接锅炉电站及光伏电站EPC业务。
环境工程与服务	子公司华光环保拥有多个烟气处理研究中心及催化剂专利，并借助友联热电平台实现脱硫脱硝技术在烟气超低排放装置中的成功应用。
地方能源供应	子公司友联热电拥有已实现超低排放的“燃煤烟气氨法脱硫组合超低排放技术及装置”，成功实现地方热电联产运营。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 2015 新能源及电站发电带动收入稳健增长

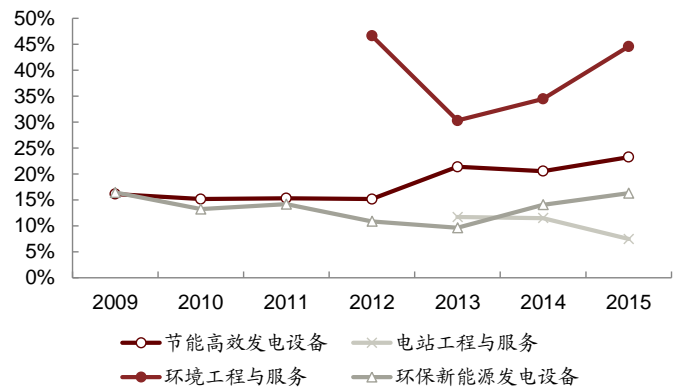
2015年公司的主要业务仍保持为节能高效发电设备，来自节能高效发电设备的收入占总收入的约32.9%，受市场电力需求整体下滑影响有所减少，但其成本控制和技术升级的策略使毛利有所上升；自2013年起公司环保业务占总收入比例逐渐提高，自40.7%上升至本年56.9%，公司向环保及电站建设领域转移的布局初见成效。

图表2：2015 公司实现总收入8%增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

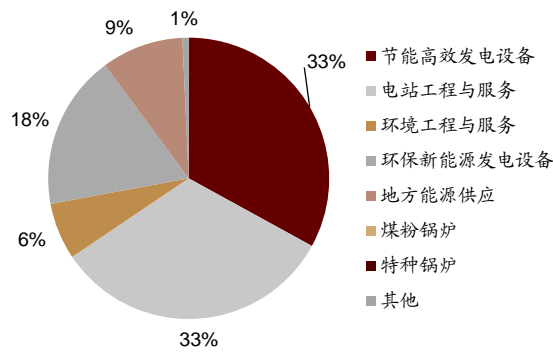
图表3：公司主要业务毛利率近年变动趋势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 4：公司主要业务比例



资料来源：公司公告，中金公司研究部

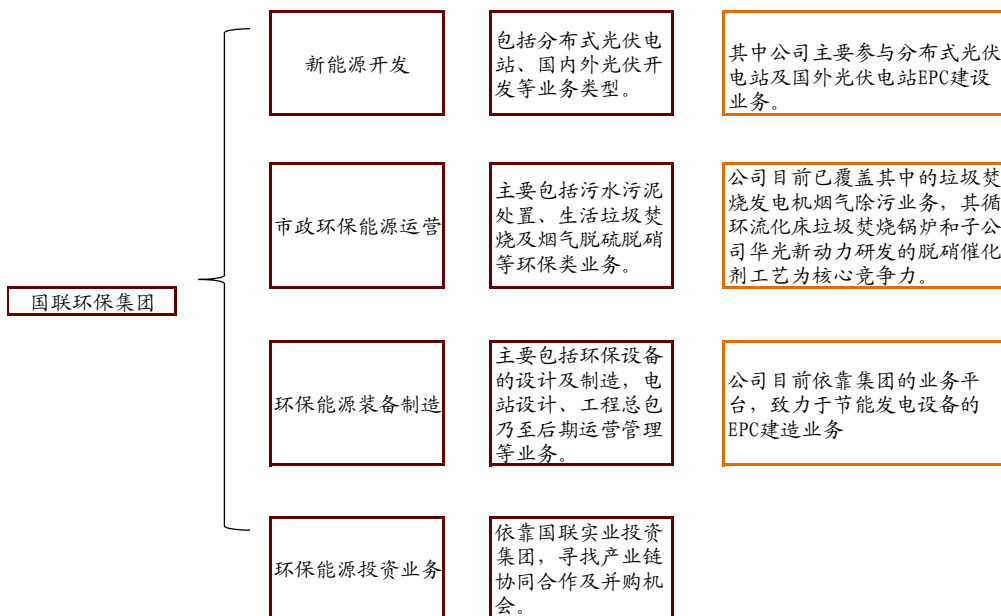
政府改革动力足，国企重组势在必行

**公司未来的发展布局为：**以节能高效锅炉及城市垃圾焚烧发电为突破口，积极向产业链上下游摸索，寻求并购机遇以完善自身生产结构和拓宽客户群体，同时努力承接环保市场 BOT 业务及来自母公司的光伏 EPC 电站建设订单，拓宽传统工业锅炉市场及环保新能源领域。

**大集团、小上市公司，改革动力足：**截止到 2016 年第一季度，公司的控股股东为无锡国资委所属的无锡国联环保能源集团有限公司，形成大集团、小上市公司结构，改革动力充足。

国联环保集团由无锡市国联发展（集团）和无锡市地方电力公司共同出资设立，目前集团资产总规模近 100 亿元、净资产超过 30 亿元，年营业收入规模 40 亿元以上，利润水平 6 亿元以上；而作为公司实际控制人的国联集团主业为环保能源、纺织、金融、物流服务，2015 年实现营业收入 76.7 亿元、净利润 20.1 亿元；华光作为无锡市国资委旗下唯一节能环保上市平台，得到集团的大力支持和业务引导，旨在进一步扩大资产规模，增强公司整体市场竞争力。

图表 5：国联环保集团业务概况及公司所涉业务结构



资料来源：公司网站，中金公司研究部



**无锡市国有资产改革进程加速：**自2013年以来，无锡市一直大力推动国有资产的改革和优化，其核心要求是，竞争性行业领域全面放开，通过存量转让和增量引入等方式实现国企改革改制，大力引入各类资本参股、控股原国有企业，形成混合所有制企业。

**资产整合压力大：**无锡总共4家上市国资企业，其中除中航动控外三家均为市属国有企业，目前除了华光股份之外，其他两家公司均已在遵循无锡国资委做大做强要求，陆续推进并实施资产整合方案，对华光股份管理层及控股股东国联集团形成较大压力。同时根据无锡政府要求，年内三大国有集团中至少完成一项国有资产重组，对华光而言，既是机遇亦是挑战。

图表6：无锡市三家国资上市公司重组进度

国资企业	总资产(2015)	年收入(2015)	国资改革方向及进度
太极实业	56亿	44亿	2015年定增收购十一科技约82%股权；
华光股份	51亿	34亿	2015年拟收购未成功；2016年继续推进；
威孚高科	157亿	57亿	与博世合资公司第二厂2014年投产，继续推进并购机会。

资料来源：中金公司研究部

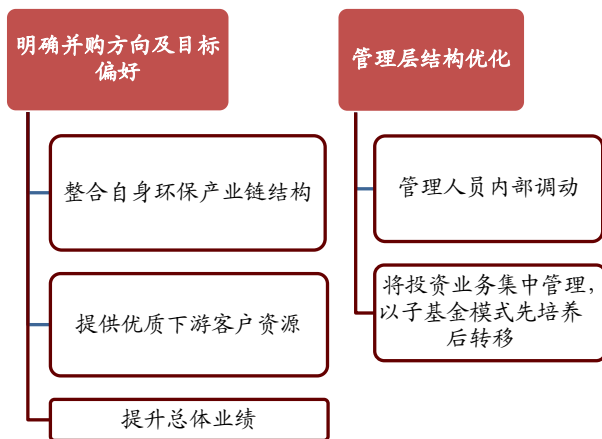
**无锡市政府推进力度强：**进入2016年以来，无锡市政府通过各大政府工作门户网站及媒体，表达了其推进当地国企改革的决心之强烈，从政府面反映华光实现重组的希望极大：

- ▶ **2016年6月一无锡日报：**“通过引入多种资本、提高资产证券化率来推进混合所有制的实现；国有资产改革已经‘箭在弦上’”；
- ▶ **2016年6月一江苏省国资委网站：**“把握国企改革方向、把握国企改革机遇、把握国企改革主线，解决国企改革历史遗留问题”。

**改革进程循序渐进，百亿华光重组预案终出台**

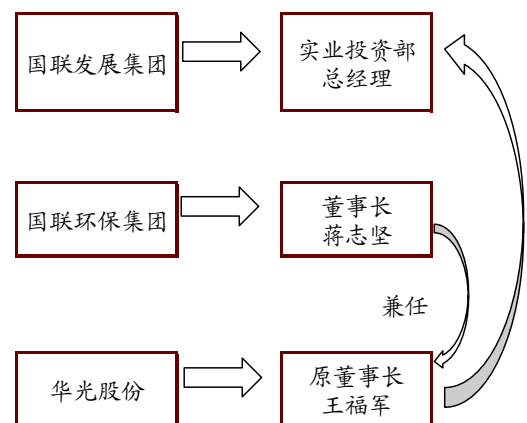
**国联集团启动改革大幕：**在无锡国资委的大力推进改革的背景下，国联集团自2015年开始推进一系列的应对方案，实施了一系列的措施，为资产整合进行铺垫。

图表7：集团国有资产改革主要方针



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表8：集团管理人员结构变动



资料来源：公司网站，中金公司研究部



**投资业务的集中化和集团结构的紧凑大大提升了并购效率：**从集团结构来看，计划主要通过投资部门设立子基金的模式，对看好的项目公司进行投资或初期培养，时机成熟后将其转移给公司，避免了信息泄露等问题，亦缩短了收购所需要的时间周期，同时管理人員的变动使得公司与集团的沟通更有效率。

**目标锁定环保产业链上下游协同合作：**公司进一步明确了所寻求并购对象的特征以及并购后发展模式：期望通过并购对象的技术及客户资源，打通和煤炭、火力及供暖行业的连接，看好这些客户源在未来发展集中供热、热电联产等领域能实现协同合作的可能，同时，向环保产业链上下游的延伸和业务的整合均能为其国有资产带来更新的活力。

**重组预案揭晓，集团资源整合指日可待：**在经过一系列前期铺垫和布局的基础上，公司在2016年8月13日发布公告，拟以换股吸收合并的方式收购其大股东国联环保集团100%的股份，同时以现金支付的方式向锡联国际购买友联热电25%的股份，及惠联热电25%的股份，并向员工持股计划和国联金融非公开发行股份募集配套资金不超过2.2亿元。具体方案为：

图表 9：重组方案介绍

项目	数量/价格	单位
换股吸收合并（国联环保集团）	发行价格	13.84
	股数	42,724
	资产预估值	591,304
现金购买资产（友联热电25%，惠联热电25%）	资产预估值（友联25%）	8,375
	资产预估值（惠联25%）	10,675
募集配套资金（员工持股计划，国联金融）	发行价格	13.84
	股数	1,615
	资金总额	22,358

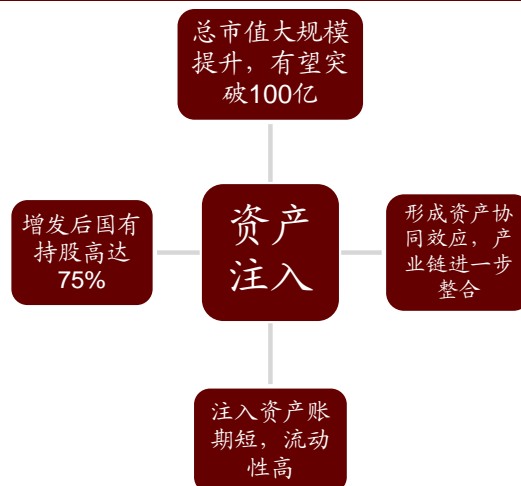
资料来源：公司公告，中金公司研究部

由于国联环保集团为由国联集团100%控股的集团公司，和华光股份为同一最终控制人下属，故此次吸收合并形成同一控制下的并购重组；国联环保集团其最主要的收入来源是锅炉制造，在报告期内均保持在47%以上；其次是地方能源供应，报告期内均保持在25%以上；除此之外还有电站工程与服务及环境工程与服务。

### 产业链整合扩张，多领域共同实现协同

公司此次公布的重组预案在大力注入新资产的同时，将充分实现新纳入资产与华光原有业务的配合与协同，更在华光已有业务的基础上整合完善的同时，向环保产业链上下游进一步实现了延伸，其环保业务未来增长有望迎来飞跃。

图表 10：重组预计带来的四大利好



资料来源：公司公告，中金公司研究部





此次预计注入的资产多为流动性高、资金易回收的资产，将大力改善公司的未来现金流情况，同时考虑增发后国有持股将高达 70~75%，大大减少未来公司进一步考虑外延收购时对于股权稀释的担忧，利好于未来的进一步扩张。

图表 11：注入资产持股详情及潜在协同效应领域

公司	重组前华光持股	重组后持股	业务板块	潜在协同效应板块
惠联热电	0%	92.50%	热电/地方能源供应	背压式热电机组等热电锅炉、燃气锅炉
友联热电	65%	90%		
新联热力	0%	65%		
蓝天燃机	0%	35%		
江阴热电	0%	50%		
益达能源	0%	50%		
惠联垃圾热电	0%	92.5%	环境工程及服务	垃圾焚烧发电、生物质能发电BOT项目
德联生物	0%	49%		
约克设备	0%	20%		
利港电力	0%	8.74%	电站工程与服务	电站锅炉、光伏电站EPC工程
大唐电力	0%	3.33%		
高佳太阳能	0%	24.81%		
国联环科	0%	65%	金融资产	优质融资平台
国联信托	0%	9.76%		
国联证券	0%	1.53%		

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**热电资产充分注入，基本形成无锡市场垄断：**此次重组注入的资产中有很大比例的热电资产，作为华光核心产品高效节能锅炉的直接应用领域，公司能充分整合热电领域资源，为进一步开展地域性业务扩展打下基础。目前惠联、友联和新联热电基本共同覆盖无锡市 80% 的工业热电，其余 20% 为蓝天燃机占据的市场份额，由于热电供应受制于供热管道半径范围的地理限制，当地需求基本为刚性，未来盈利稳定，且回款周期短，资产流动性高。

- **惠联热电：**公司为由国联环保集团控股 67.5% 的、以供热为主的热电联产企业，主要产品为蒸汽和电力，去年实现净利润约 8,000 万（未经审计）；

在 2013 年 9 月，华光股份曾将持有惠联热电 50% 的股权（原始出资额 7,500 万元）以产权置换的方式转让给国联环保，根据华光股份与国联环保签订的《产权置换协议》，华光股份将持有惠联垃圾热电 75% 的股权、惠联热电 50% 的股权与国联环保持有无锡国联华光电站工程有限公司 60% 的股权、友联热电 65% 的股权、国联财务有限责任公司 15% 的股权进行置换。现通过吸收并购国联环保集团重新并入惠联热电 67.5% 的股份，同时以现金形式购入另外 25% 股权，两次估值期间惠联热电共计形成资产增值约 8,771 万。

图表 12：惠联热电整体资产增值约 8,771 万

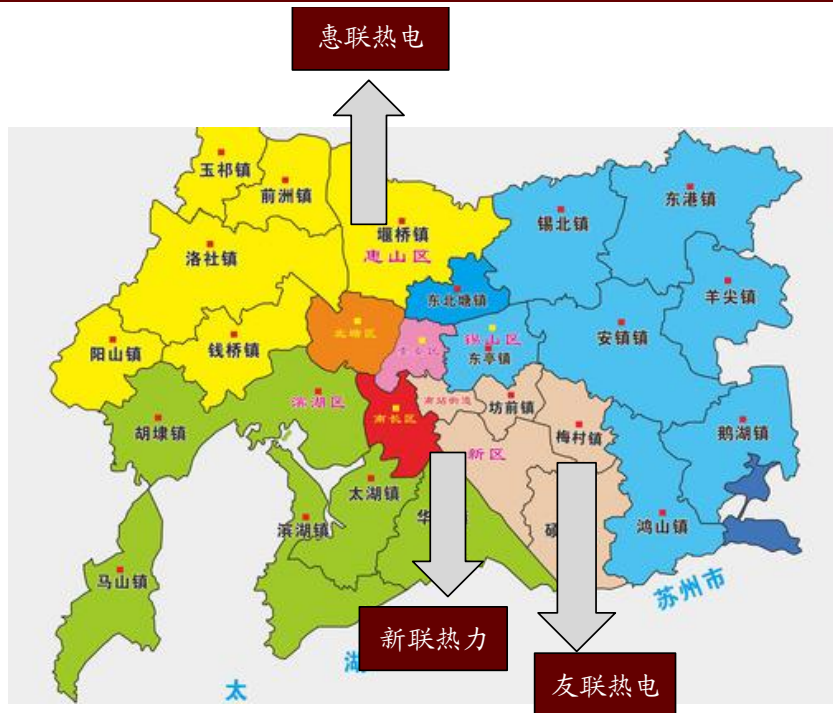
时间	资产估值 (万元)	股份比例	整体估值 (万元)
2013.9	置换出		
惠联热电	16,964	50%	33,929
2016.8	现金买入		
惠联热电	10,675	25%	42,700
<b>资产增值</b>			<b>8,771</b>

资料来源：公司公告，中金公司研究部



- ▶ **友联热电**：公司目前由华光股份持有 65% 股权，此次华光再拟以现金方式收购 25% 股份，将进一步强化股权集中度和控制权，去年实现净利润约 4,000 万（未经审计）；
- ▶ **新联热力**：公司主要定位为热网公司，主要盈利模式为向苏州华电购买蒸汽，利用其自有管网输送热力，以获得价差收入；其管网资源对于热力的输送十分重要；
- ▶ **蓝天燃机**：公司采用燃烧天然气供应热电模式，从去年 9 月起实际投入运营，今年全年利润较去年有望大幅增加，公司另 50% 的股权为保利协鑫持有；作为燃气供电的企业，有望与华光燃气锅炉产品合作发展，完善配套产业链；
- ▶ **江阴热电&益达能源**：益达能源为江阴热电的热力公司，两者共同覆盖了江阴及周庄地区的热电供应，基本实现垄断；与上述四家热电公司一同，基本实现无锡地区的工业热电需求全覆盖。

图表 13：占据城区三角基本实现工业热电垄断



资料来源：公司公告，中金公司研究部

**垃圾焚烧资产注入助力未来 BOT 业务开拓**：国联环保持股的惠联垃圾热电此次也纳入注入范围，垃圾焚烧发电为华光股份未来重点发展的业务板块，而惠联垃圾热电在无锡当地的垃圾焚烧业务已发展成熟，未来可为华光在承接 BOT 业务时提供设备以及操作平台，是 BOT 工程业务的强大助力。

**晶硅片资产有望与电站业务形成协同**：国联环保控股的高佳太阳能核心业务为制造单晶硅及多晶硅切片，由于拥有大股东保利协鑫的良好下游渠道，其生产的晶硅切片销售有稳定保障，产能位列全国前十。未来可向华光股份承接的光伏电站 EPC 业务提供硅片产品，有望形成产业链的整合。同时，受到今年上半年光伏电站市场旺盛的刺激，全年利润较去年预期有所拉升。

**向供热系统下游设备产业延伸**：国联环保集团的参股公司约克设备为国际领先的空调系统制造商，未来有望与此次尚未纳入并购范围的国联环保参股公司—无锡市政设计研究院进行地源热泵系统解决方案的协同合作，未来有望通过进一步扩张实现整合。地源热泵空调系统可广泛应用在需要系统供热/冷的建筑物内，未来市场空间潜力巨大。



### 员工持股计划激励作用显著，大幅拉升生产积极性

根据此次重组相关的配套资金募集方案，公司将以 13.84 元/股的价格向员工持股计划增发合计不超过 921.8 万股股票，员工将以单份 5,000 元的价格整数倍认购，相较于定价基准日前二十个交易日除权除息均价 15.37 元/股而言，增厚了持股价格的安全边际。

图表 14：员工持股计划将带来股票价格安全边际增加

员工持股计划		数量
资金来源	每份金额（元）	5,000
	份额上限	25,517
	总计（万元）	12,758.5
股票来源	发行单价（元/股）	13.84
	发行数量上限	9,218,569
	发行总金额（万元）	12,758.5

资料来源：公司网站，中金公司研究部

此次员工持股计划涵盖了本次无锡国联环保能源集团有限公司整体上市后，上市公司及其控股子公司的员工，合计不超过 1,338 人，预计在完成申购后，有助于完善公司治理结构，同时建立中长期的有效激励机制，从产能、质量及成本控制等多方面改善运营现状，充分调动员工的生产积极性。

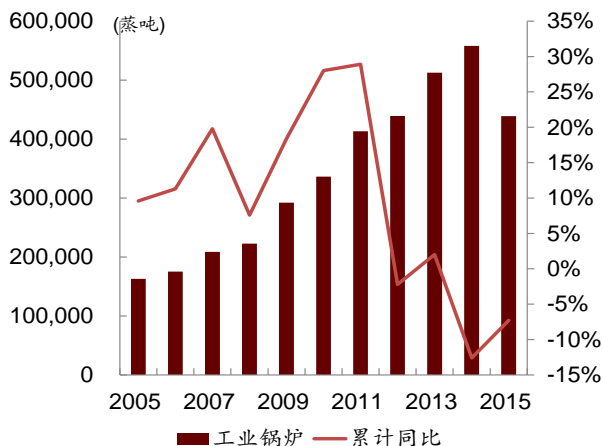


## 锅炉市场结构升级，以技术迎合新需求

### 集中供热+热电联产+煤改气，圈定未来锅炉市场需求格局

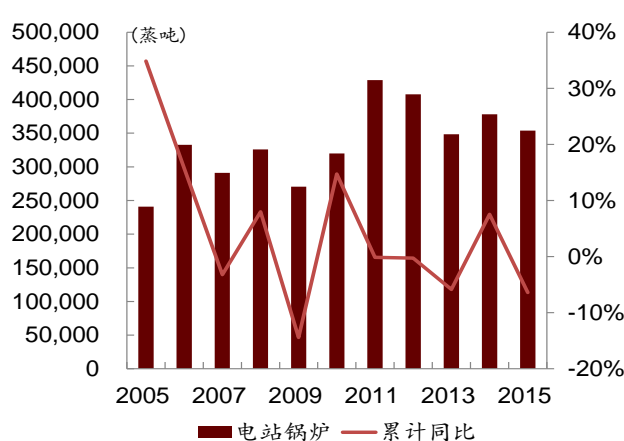
2015年我国全年工业锅炉市场产量达438,878.1蒸吨，较去年同期下降7.3%，电站锅炉1~10月产量达353,802.70蒸吨，较去年同期下降6.4%；增速下降主要来源于整体经济不景气，GDP增速放缓以及用电需求增速大幅放缓。

图表 15: 2005~2015 全年累计工业锅炉产量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 16: 2005~2015 1~10 月累计电站锅炉产量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

未来我国锅炉市场需求主要集中在集中供热、热电联产和“煤改气”锅炉改造三个方面，其中集中供热在北方市场受刚性需求的支撑，热电联产及“煤改气”进程主要在集中供热完成度较高、经济实力较强的南方地区得到大力推进，南北地区共同形成我国未来锅炉市场的需求格局。

图表 17: 集中供热产业近年主要相关政策

时间	政策	主要内容
2013	大气污染防治行动计划	“全面整治燃煤小锅炉”，发展热电联产。
2014	燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案	到2017年，地级及以上城市建成区基本淘汰10t/h及以下的燃煤锅炉，天津市、河北省地级及以上城市建成区基本淘汰35t/h及以下燃煤锅炉。
		燃煤工业锅炉平均运行效率在2013年的基础上要提高6个百分点。
2015	重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法	到2018年，计划推广高效锅炉50万蒸吨，淘汰落后燃煤锅炉40万蒸吨，完成40万蒸吨燃煤锅炉的节能改造。
	煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）	加快推进集中供热，优先利用背压热电联产机组替代分散燃煤锅炉。
		到2020年，淘汰落后燃煤锅炉60万蒸吨，京津冀、长三角、珠三角等重点区域的燃煤锅炉设施，基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代。

资料来源：中金公司研究部



图表 18：热电联产近年主要相关政策

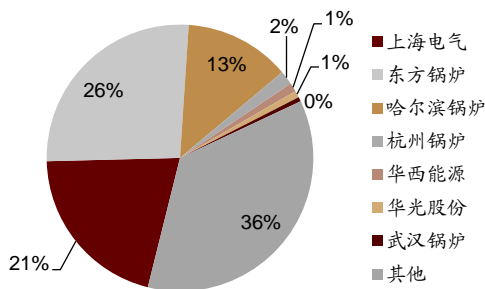
时间	政策	主要内容
2014	关于发布政府核准的投资项目目录的通知	将热电站的核准下放至地方政府，其中抽凝式燃煤热电项目由省级政府在国家依据总量控制制定的建设规划内核准。
2014	煤电节能减排升级与改造行动计划 (2014-2020年)	到2020年，燃煤热电机组装机容量占煤电总装机容量比重力争达到28%。 在符合条件的大中型城市，适度建设大型热电机组，鼓励建设背压式热电机组；在中小型城市和热负荷集中的工业园区，优先建设背压式热电机组；鼓励发展热电冷联供。 “十三五”期间完成3.5亿千瓦锅炉节能改造。
2016	热电联产管理办法	力争实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到60%以上，20万人口以上县城热电联产全覆盖。 城区常住人口50万以下的城市原则上采取单机5万kw及以下背压式热电联产机组，50万以上人口原则上采用5万kw及以上。

资料来源：中金公司研究部

稳固锅炉制造商第二阵营地位，紧抓锅炉技术改革机遇

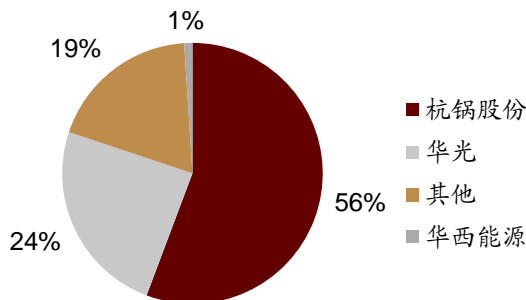
目前我国锅炉制造商市场主要分为两级阵营，首先为以上海电气、东方电气为首的第一阵营（约占总市场60%），其次是华光股份、华西能源等所在的第二阵营，在我国锅炉年产量增加放缓的现状下，未来主要增长方向主要为小容量及老旧锅炉淘汰带来的大容量、清洁高效锅炉的更新换代，和生物质能锅炉及垃圾焚烧电站锅炉的兴起；在此两领域公司均占有技术优势，其以循环流化床锅炉和燃气-余热锅炉为核心的清洁高效锅炉，配合子公司的脱硫脱硝催化剂生产和除污技术，可形成从锅炉燃烧到尾气处理排放的完整设备链。公司及时抓住机遇打造了热电联产超低排放示范工程，子公司友联热电“燃煤烟气氨法脱硫组合超低排放技术及装置”经评审鉴定，在同类技术领域达到国际先进水平。这一示范工程的建立，有助于公司后续超低排放和高效锅炉市场的结合拓展。

图表 19：电站锅炉主要市场份额 (2013)



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 20：燃气锅炉主要市场份额 (2011)



资料来源：公司年报，中金公司研究部

南北分化战略攻占锅炉市场

刚性供暖需求加速北方市场集中供热改造，造就400亿以上市场；根据发改委14年发行的《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》，到2017年，地级及以上城市建成区基本淘汰10t/h及以下的燃煤锅炉，天津市、河北省地级及以上城市建成区基本淘汰35t/h及以下燃煤锅炉。集中建设大容量锅炉以提高效率，在此改造中创造新的锅炉市场需求。我们预计至2017年，我国每年改造10t/h以下燃煤锅炉市场空间约为473亿元；预计2016年公司节能高效发电设备收入增速约8%，约12亿元。



图表 21：集中供热小锅炉改造市场预测

	2014	2015	2016E	2017E
全国工业锅炉总耗煤量 (亿吨)				
(a)	7.1			
10t/h以下小锅炉占比(b)	25%			
预计改造价格 (元/吨) (c)	800			
预计改造市场年均容量 (亿元)				
(d=a*b*c/3)		473	473	473
预计公司锅炉改造收入 (亿元)		5.6	6.3	7.1

资料来源：中国产业信息网、中金公司研究部

对于南方市场，主要着眼于热电联产的进一步推广，同时关注天然气替代燃煤的转型；由于南方集中供热任务完成度较北方地区要高，公司计划未来深耕城市工业及居民区热电联产的推广，根据国家《十三五规划纲要》及《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》规定，在“十三五”期间，我国将有约3.5亿千瓦装机火电改造为热电联产机组，未来市场广阔。

**重组预期带来热电市场利好；**根据公司此次公布的重组并购及现金收购资产预案，预计为公司注入大量诸如惠联热电、友联热电等优质热电资产，在无锡当地市场享有接近垄断的市场份额，在整合此类优质下游客户和管道资源的基础上，预期进一步带动节能高效锅炉的业绩增长。

截止至2014年末热电装机总量约2.83亿千瓦，根据十三五规划要求，在2016~2020年内还将实现3.5亿千瓦火电厂装机改造为热电联产，据此测算年均复合增速约为15.7%，2015年末热电总装机约为3.3亿千瓦，至2020年热电装机量将达6.8亿千瓦，年均复合增速约15.7%，参考中国电机工程学会资料以热电改造成本220元/千瓦测算，2020年热电改造新增装机市场规模可达202.7亿元；预计16~20年公司热电联产收入将以17%的速度增长，至2020年可达到12.3亿元。

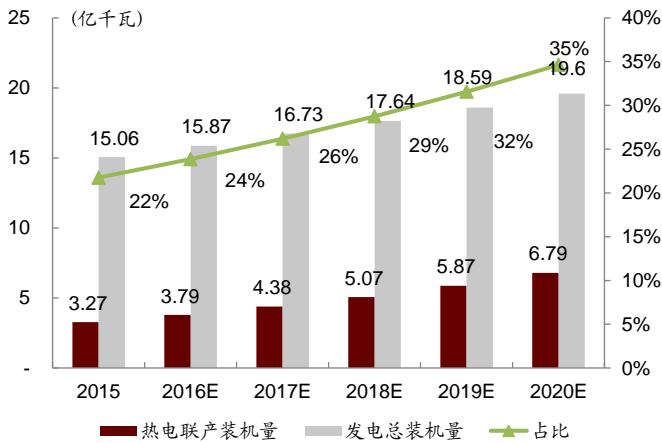
图表 22：2015~2020 年新增热电联产装机组测算

年份	热电联产 装机量 (亿千瓦)	热电年总 计新增 (亿千瓦)	年新增 市场容量 (亿元)	公司收入 (亿元)
2014	2.83			
2015	3.27			
改造价格 (元/千瓦)		220.0		
2016E	3.79	0.51	113.09	6.55
2017E	4.38	0.59	130.85	7.67
2018E	5.07	0.69	151.39	8.97
2019E	5.87	0.80	175.16	10.49
2020E	6.79	0.92	202.66	12.28

资料来源：中国电机工程学会，中国电力企业联合会、中金公司研究部

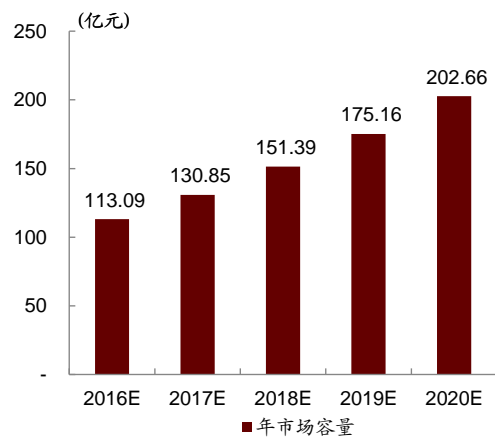


图表 23：“十三五”期间热电装机量预测



资料来源：中国电力企业联合会，中金公司研究部

图表 24：“十三五”期间热电改造市场容量预测

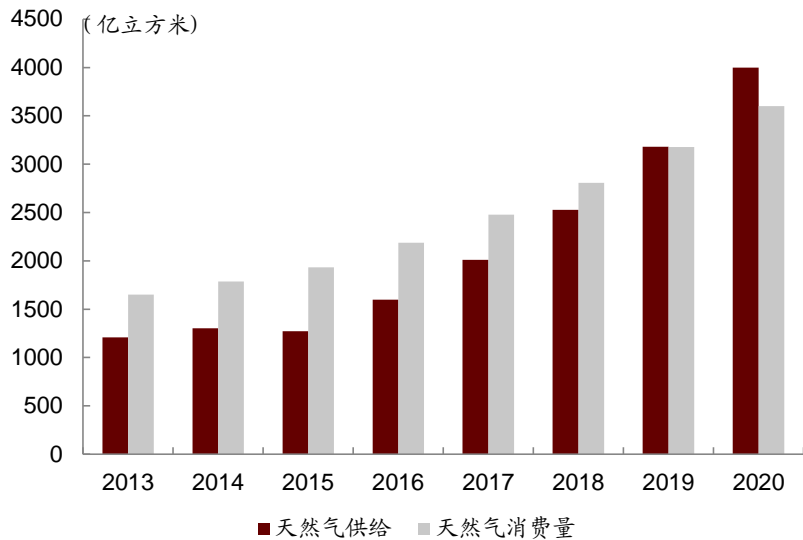


资料来源：中国电力企业联合会，中金公司研究部

公司 2015 年开发了公司首创的 220t/h 带一次中间再热的超高压煤粉锅炉，技术达到国际水平，去年订单情况良好；我们预计 2016 年公司可实现收入约 6 亿。

同时，由燃煤到燃烧天然气的结构转换所带来的市场潜力也十分巨大，根据《国家应对气候变化规划（2014~2020 年）》数据，预计在 2020 年可实现总消费量约 3,600 亿立方米，天然气总供应量 4,000 亿立方米，以国家统计局数据 2015 年天然气产量 1,271 亿立方米、需求 1,932 亿立方米测算，未来十三五期间以供给年复合增长率 26%，消费年复合增长率 13% 测算，预计在 2019 年首次出现总供给量大于总消费量，带来天然气价格明显下降，为公司燃气锅炉业务带来新一轮增量。

图表 25：预计天然气在 2019 年出现供过于求



资料来源：国家统计局，《中国气体清洁能源发展报告 2015》，中金公司研究部



## 探索环保市场新思路，攻占垃圾焚烧发电市场

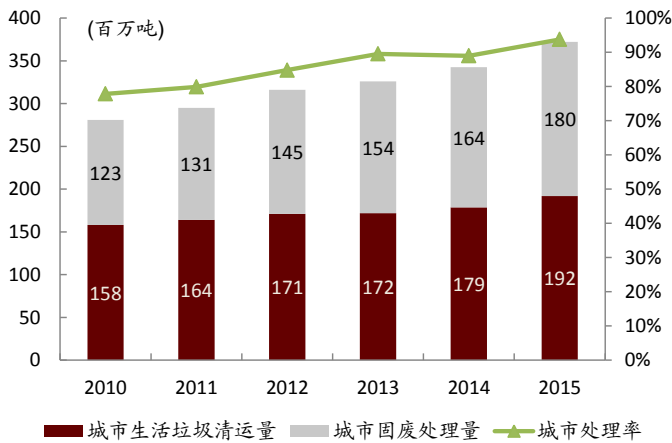
公司主要环保业务为以垃圾焚烧发电为核心的环保新能源发电业务，预计在“十三五”期间垃圾焚烧发电行业将迎来黄金发展期，成为该业务板块的驱动力量。

我们预计在2016~2020年，垃圾焚烧发电运营市场可保持约11%的年均复合增速。

目前城镇固废处理行业焚烧发电主要竞争力在于：

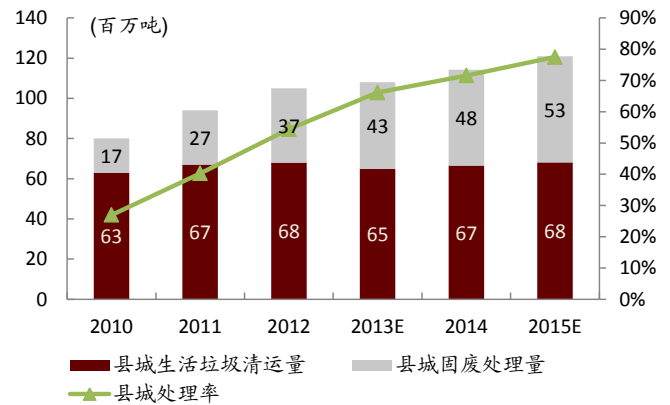
- ▶ 焚烧技术逐渐成熟，杜绝了二噁英等有害物质的产生，更加清洁高效；
- ▶ 传统填埋方式带来废物渗透等污染，且费用几何增长，经济效益问题亟待解决；
- ▶ 目前城镇垃圾焚烧处理所占垃圾总清运量、占垃圾总生产量仍较低，未来市场巨大。

图表 26：城市垃圾清运及处理情况



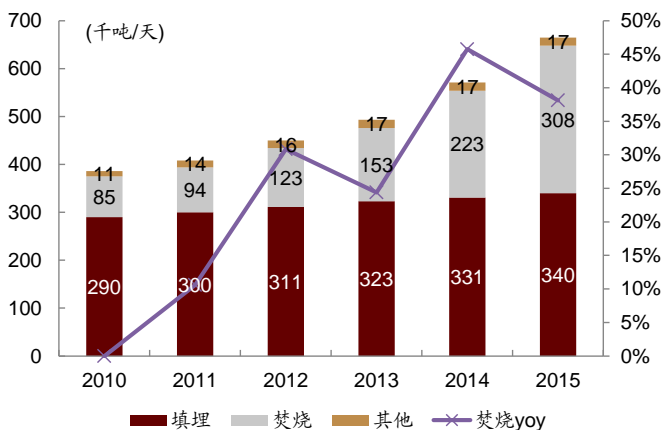
资料来源：环境保护部、住房和城乡建设部、万得资讯、中金公司研究部

图表 27：县城垃圾清运及处理情况



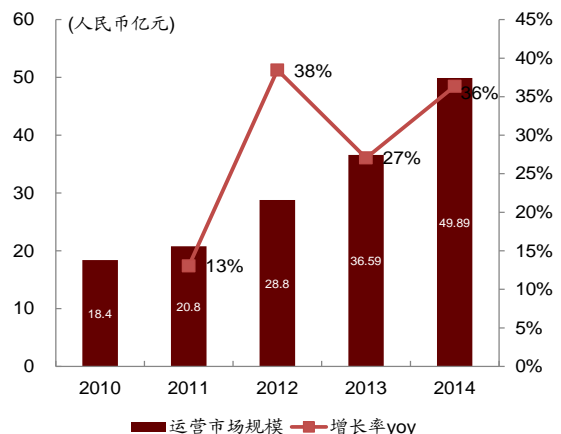
资料来源：环境保护部、住房和城乡建设部、万得资讯、中金公司研究部

图表 28：城镇主要垃圾处理能力



资料来源：环境保护部、住房和城乡建设部、万得资讯、中金公司研究部

图表 29：垃圾发电运营市场规模



资料来源：环境保护部、住房和城乡建设部、万得资讯、中金公司研究部





## 垃圾焚烧发电未来市场潜能巨大

截至2015年我国城市生活垃圾清运量达1.92亿吨，无害处理量为1.80亿吨，无害处理率约为94%，县城77%；所有无害处理量中焚烧量为0.5亿吨，仅占总处理量的34%。

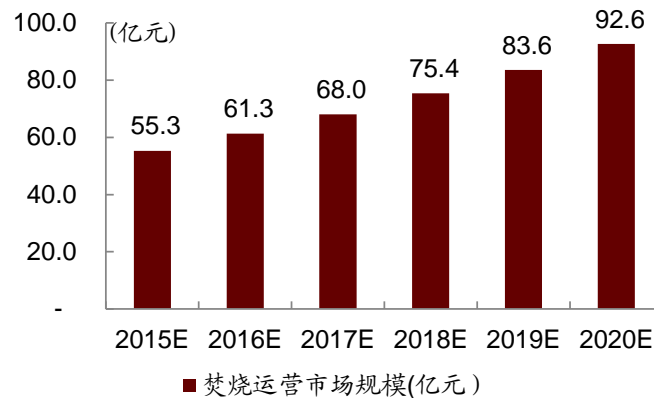
图表30：“十三五”无害化处理及焚烧市场年均复合增速测算

	垃圾处理量占总清运量比率 (%)		垃圾焚烧市场渗透率 (%)
	城市	县城	焚烧
十二五目标 (a)	90.00%	70.00%	35.00%
2015末状况 (b)	93.75%	77.48%	33.89%
目标完成情况(c=b/a)	104.17%	110.69%	96.83%
十三五目标 (d)	95.00%	80.00%	50.00%
增量 (e=d-b)	1.25%	2.52%	16.11%
十三五期间年均处理增加率 (f=(d/b) <sup>1/5</sup> -1)	0.27%	0.64%	8.09%
无害化处理率城市、县城加权 增速(以15年垃圾清运量为权 数) (g)	0.56%		
焚烧占总处理量份额年增长(h)	8.09%		
垃圾清运年增长率(i)	2.00%		
焚烧市场年复合增长率 (j=(1+g)*(1+h)*(1+i)-1)	10.86%		

资料来源：环境保护部、住房和城乡建设部、万得资讯、国家统计局、中金公司研究部

根据政府计划，至2020年我国垃圾无害化处理占总清运量比例达到城市95%、县城80%，其中垃圾焚烧量占总无害处理量比率预计达到50%，我们以年均复合增长率垃圾总清运量2%、无害化处理率0.56%、焚烧处理率8.09%计，综合得焚烧量年均复合增长率约10.86%。垃圾焚烧运营市场规模保持较快增长。

图表31：预计十三五期间焚烧运营市场规模



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

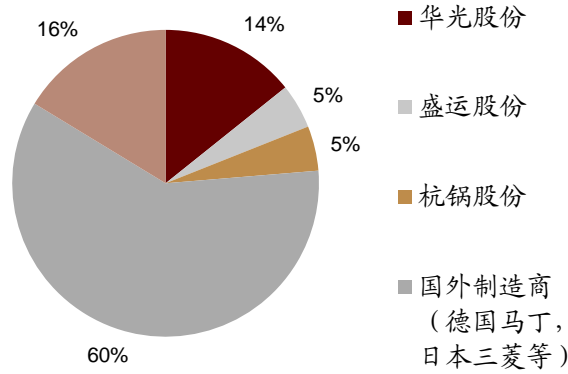


立足焚烧设备销售，以 BOT 业务为突破口带动业务增长

在固废处理市场公司目前主要有两种盈利途径：直接销售设备模式及 BOT 业务模式。

- ▶ **直接销售设备模式**；公司制造的 500 吨以上炉排炉竞争力很强，市场份额全国可排到前二位，去年销售此类炉排炉订单实现约 5 亿，主要来自一二线城市垃圾焚烧扩容的需求；

图表 32：垃圾焚烧锅炉主要制造商市场份额（2014）



资料来源：环境保护部、万得资讯、中金公司研究部

图表 33：循环流化床及炉排炉优缺点比较

问题	循环流化床	炉排炉
垃圾处理成本	约150元/吨	<100元/吨
燃烧能力	需掺煤等高热值燃料	无需破碎，可直接燃烧垃圾
设计年运行小时数	约6600小时	>8000小时
市场供应	国产自主开发核心技术	主要为进口及技术引进
污染问题	燃烧温度可保持850摄氏度以上，避免产生二噁英	开停车时间较长，容易产生二噁英
占地面积	由于需要垃圾破碎等前处理，占地较大	占地较小

资料来源：中金公司研究部

公司主要产品为循环流化床锅炉及炉排炉锅炉两种，合计占市面所有垃圾焚烧装置的 90%，同时从性能上来看，炉排炉其用电率、处理费率均小于循环流化床，预计未来其市场占有率会进一步上升，公司 2015 年完成的沐阳炉排垃圾炉项目被列入“江苏省新技术新产品应用示范项目”，预计未来将进一步带动此块焚烧炉销售的收入增长。

- ▶ 在三四线城市开展垃圾焚烧 BOT 业务，同时负责进行工程的后续运营。

图表 34：BOT 垃圾焚烧项目预计于 2018 年起产生收入

BOT垃圾焚烧项目	
总投入锅炉数 (a)	2
单台锅炉功率 t/h (b)	400
垃圾处理收入 (元/吨) (c)	50
初始预计日处理量 (d)	300
初始预计年化收入 (万元) (e=c*d*365)	548
满负荷年化收入 (万元) (f=a*b*365)	1,460

资料来源：中金公司研究部



目前公司正在进行中的项目为与公主岭市签订的时长30年的垃圾焚烧特许经营权，此项目已于16年4月开工，预计18年上半年可投入运营，形成收益；项目总计投入两台400吨的锅炉，预期前期垃圾数量较少，以政府支付50元每吨，每日300吨垃圾计算，年收入可达700~800万元

图表35：垃圾焚烧发电BOT业务优势

组成部分	影响
收入	焚烧垃圾同时产生发电上网收入，且可以先征后退方式减免所得税
费用	资产摊销年限较长，每年计入费用部分较少，预计净利率可达20%左右
现金流	此类垃圾电厂回报期约为7~8年，且由于政府支付现金流稳定，收入稳健

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

我们预计2016~2017年公司的环保新能源收入可保持13.5%的增速，自2018年起，公主岭市垃圾焚烧BOT项目开始进入运营期，并于当年产生收入，故2018年起BOT业务收入注入，同时考虑未来新增BOT项目继续注入增量，预计2019年增速可达30%，并在2020年进一步拉升至50%。同时由于垃圾焚烧BOT运营业务享有较多的政府补贴及电价优惠，行业毛利率较高，以50%毛利测算，自2018年起有望将环保新能源毛利拉升至16.6~16.7%。

图表36：在垃圾焚烧BOT业务带动下2018年收入可达8.9亿

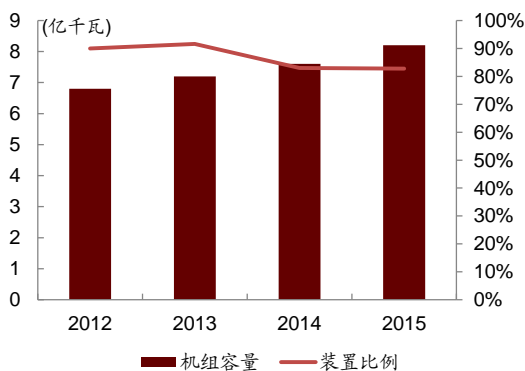
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
垃圾焚烧BOT业务增速yoy						30.0%	50.0%
垃圾焚烧BOT业务(百万)					7.0	9.1	13.7
垃圾焚烧BOT业务毛利率					50.0%	50.0%	50.0%
除BOT外增速yoy	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
除BOT外环保新能源收入(百万)	531.9	603.6	685.0	777.4	882.2	1,001.2	1,136.2
除BOT外环保新能源毛利率	14.1%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
总环保新能源收入(百万)	531.9	603.6	685.0	777.4	889.2	1,010.3	1,149.9
总体增速yoy	-12.7%	13.5%	13.5%	13.5%	14.4%	13.62%	13.82%
总体毛利率	14.1%	16.3%	16.3%	16.3%	16.6%	16.6%	16.7%

资料来源：中金公司研究部

### 超低排放，脱硫脱硝行业发展的新契机

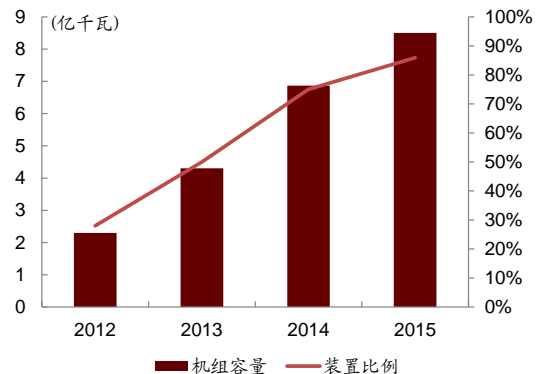
截止到2012年底，我国大型火电机组脱硫项目已基本安装完成；2015年当年新建投运火电厂烟气脱硫机组容量约0.53亿千瓦，截止至年底，全国已投运火电厂烟气脱硫机组容量约8.2亿千瓦，占全国火电机组容量的82.8%，占全国煤电机组容量的92.8%。同时我国五大电厂的脱硫、脱硝装备率均已基本达到95%以上，部分已实现100%覆盖，但鉴于“超低排放”标准的提出和中小型独立火电厂的脱硫脱硝比率不及大型电厂，市场仍有一定的发展空间。

图表37：2012~2015 脱硫设备装机量及占火电设备比



资料来源：中国电力企业联合会，中金公司研究部

图表38：2012~2015 脱硝设备装机量及占火电设备比



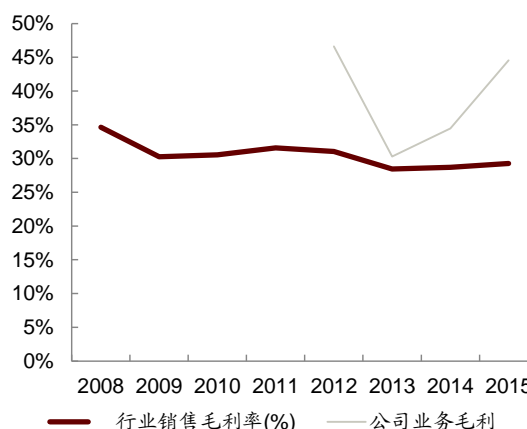
资料来源：万得资讯，中金公司研究部



2012及2013年五大厂的脱硫设施安装基本完成拉高了当期脱硫装机比例，而截至2014年，根据我国环境统计公报显示，全国共统计火电行业3,288家，其中独立火电厂1,908家，拥有4,983台机组，共有脱硫设施3,796套，脱硝设施2,027套，尚有约1,200套脱硫设施、3,000套脱硝设施的市场空间。

**行业竞争激烈进一步压缩盈利空间**；自2003年以来我国脱硫脱硝工程承包商数量急剧增长，厂商数量的激增导致市场竞争的加剧乃至恶化，从2000年单位造价800~1,300元/千瓦下降到目前80~120元/千瓦左右，行业平均毛利从2008年的35%左右下降至2015年的约29%，主要脱硫脱硝厂商维持毛利在20~40%水平。公司由于充分利用电站锅炉和烟气处理相结合的市场优势，自2012年开始运营脱硫脱硝业务以来一直保持高于行业平均的毛利率，预计自2016年开始公司的环境工程与服务收入毛利逐渐下降，至2020年约40%，在2020年之后随着“超低排放”市场的逐渐饱和进一步有所下降。

图表 39：公司近年脱硫脱硝业务毛利率高于行业平均水平



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

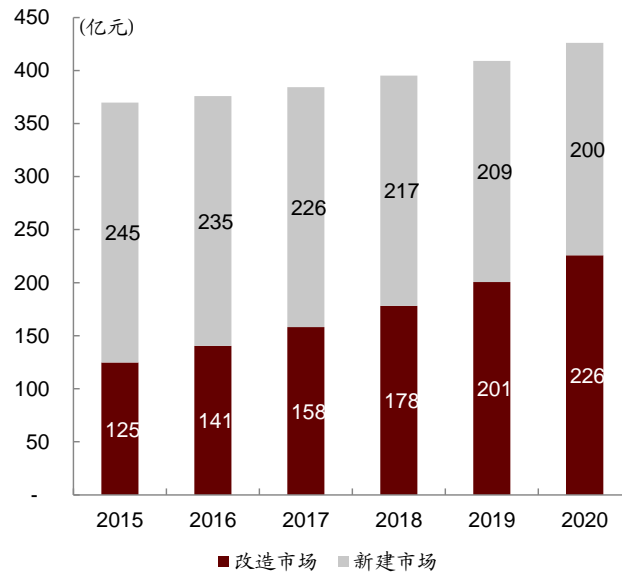
图表 40：2015~2020 烟气治理市场总量达 2,037 亿

项目	数量
2015年末火电总装机量(亿千瓦)(a)	9.9
2015年末已实现“超低排”改造总量(亿千瓦)(b)	0.8
2015年末尚未安装脱硫设备装机(亿千瓦)(c)	1.7
2015年末尚未安装脱硝设备装机(亿千瓦)(d)	1.4
<b>改造</b>	
超低排改造投资(元/千瓦)(e)	150
2015年超低排改造市场规模(亿元)(f)	125
2016~2020对15年末前已有机组超低排改造市场总容量(亿元)(g=(a-b-c-d)*e)	903
<b>新建</b>	
2015年脱硫脱硝新建市场规模(亿元)(h)	245
2016~2020内每年新增火电装机(亿千瓦)(i)	0.4
脱硫新建造价(元/千瓦)(j)	100
脱硝新建造价(元/千瓦)(k)	120
2016~2020新建脱硫脱硝装置市场总容量(亿元)(l=(c+d+i*5)*(j+k))	1,134
<b>总额</b>	
2015年脱硫脱硝市场总额(亿元)(m=f+h)	370
2016~2020总市场容量(亿元)(n=g+l)	2,037

资料来源：中国工业新闻网，中国产业洞察网，中国电力企业联合会，中金公司研究部



图表 41: 2015~2020 脱硫脱硝改造市场份额预测



资料来源：中国电力企业联合会，中金公司研究部

**改造：**截止至 2015 年底我国共计火电装机量约为 9.9 亿千瓦，根据国务院 2015 年 12 月《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014~2020）》要求，到 2020 年全面完成燃煤电厂超低排放和节能改造，故对已有 9.9 亿千瓦装机容量中已安装烟气处理装置但尚未达“超低排标准”的装机进行改造，截止至 2015 年末，约有合计 6.8 亿千瓦装机已安装烟气处理装置，其中有约 0.8 亿千瓦部分已完成“超低排”改造，剩余尚待改造装机量约 6 亿千瓦。

**新建：**截止至 2015 年底，尚未安装过烟气处理装置的装机约：未脱硫 1.7 亿千瓦，未脱硝 1.4 亿千瓦；同时根据中电联预测，到 2020 年我国发电总装机约 19.6 亿千瓦，其中化石能源约占 61%，合 11.96 亿千瓦，较 2015 年末增长 2.06 亿千瓦，年均增量约 0.4 亿千瓦。

以脱硫新建造价 100 元/千瓦、脱硝新建价 120 元/千瓦、超低排改造投资 80 元/千瓦测算，预计 2016 年将形成约 141 亿元的“超低排”改造市场规模，至 2020 年改造市场约为 226 亿元；同时 2016 年约将形成 246 亿元的烟气处理装置新建市场，随着新建市场的饱和和火电新增速度放缓，至 2020 年新建市场规模约收缩至 209 亿元，总体年均复合增速约保持在 3% 左右；2016 年由改造+新建总计形成市场规模约为 386 亿元；在此市场需求的刺激下，公司将保持稳健增长。

### 集团资源整合注入环保新资产

根据公司公布的此次重组并购及现金收购资产预案，预计将有国联环保持有的大量环保处理资产注入，有助公司向固废、水务等环保横向相关领域拓展，进一步搭建尾气处理、固废处理、水务处理等系统化环保解决方案体系。

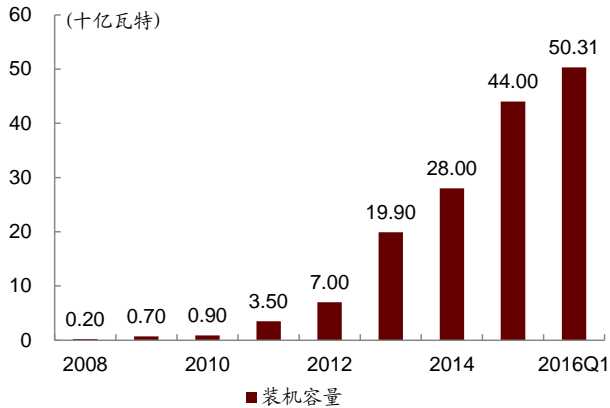


## 跟随集团带领，稳步发展光伏业务

## 我国光伏发电增势迅猛

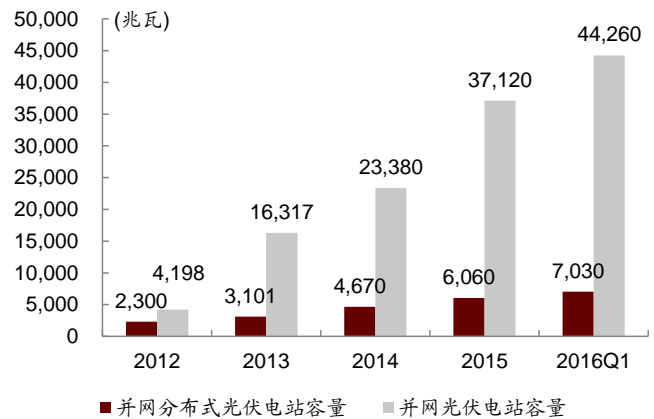
“十二五”以来，光伏发电已经成为我国新能源发展的一大重点，自2008年开始一直展现出迅猛增长的势头，2016年一季度年底我国累计光伏装机总量达到50.31GW，其中累计并网装机量为44.26GW，2016上半年光伏装机呈现爆发式增长的原因主要在于赶在6月30日度电补贴下降前的抢装大潮，预计今年下半年增速将会放缓，趋于冷静。

图表 42: 2008~1Q2016 我国光伏装机总量迅猛增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 43: 2012~1Q2016 分布式光伏增速过慢



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

分布式光伏的增长一直低于国家计划和预期；2014年国家能源局制定出年内实现新增光伏装机量14GW的目标，其中分布式8GW，光伏电站6GW，而实际当年共实现新增装机量8.1GW；2015目标为新增光伏装机量17.8GW，实际实现新增15.1GW；其中主要原因来自于分布式光伏增长速度过缓，拉低了装机量整体的增速。

目前分布式光伏领域存在的问题主要在于资源规模小、产权关系复杂、政府补贴政策不明晰等行业初期的特征，但从中长期来看，国家仍重点强调分布式光伏领域未来的发展前景，未来将进一步细化光伏机组地域的划分及出台更完善的补贴政策。

公司依托集团稳定开展光伏电站EPC业务；去年共承接约9亿订单，实现3亿收入，业务广泛分布在全国范围，总订单投资与120MW，去年已完成60MW，今年预计能完成剩余部分；项目单体容量基本不超过20MW，拥有较强的灵活性，净利率保有3~5%的行业平均水平。集团采用和中国机器设备总公司合作的模式，拥有强劲的订单承接能力。考虑到光伏业务资产份额重，为了不给自身资产结构造成负担，公司在此板块维持承接EPC但不参股的原则，在开展业务的同时保障收入回款周期和现金流的稳定。

在2015年内，公司新设立了印尼及巴基斯坦海外办事处，同时实现了国内与国外两方面市场的同步拓展，进一步发展以光伏电站为主的环保新能源市场，全年新增订单共计8.99亿元，较2014年增长675%，子公司华光电站全年累计完成总容量约120MW的光伏项目建设，其中乐平一、二期和连云港、高佳项目等60MW当年完成并网发电；预计未来16~18年公司电站工程收入将实现约11.6、12.2及12.8亿元。



## 资产注入预计带来显著利润增厚

公司 2015 年收入增长势头良好，其收入进一步向环保新能源发电扩张，并于 2016 年 2 月与控股股东无锡国联环保能源集团有限公司共同投资设立公主岭德联生物质能源有限公司（暂定），并已与公主岭市签订了《公主岭市生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，预期打破地理区域的限制，进一步拓宽在垃圾发电市场的规模；预计未来 2~3 年环保新能源发电将迎来黄金期。

在节能高效发电设备领域，由于 2015 年国内电力市场普遍下行、火电产能过剩导致总体销售有所下滑，但毛利率仍维持稳定，公司在此领域仍保有技术的领先和客户量，未来以大容量高效清洁锅炉淘汰小容量老旧锅炉的趋势及热电联产的推广在“十三五”期间将对公司节能高效锅炉市场起到强劲的促进作用。

在电站工程服务领域，公司在 2015 年内成功设立印尼和巴基斯坦办事处，2015 年全年新增订单 18 亿元，其中光伏电站订单 8.99 亿元，未来将进一步借助母公司国联集团的业务平台，同时拓宽国内及新设国外办事处的业务范围；子公司华光电站 2015 年全年累计完成总容量约 120MW 的光伏项目建设，其中乐平一、二期和连云港、高佳项目等 60MW 在 2015 年内完成并网发电。公司新增订单数量乐观，国家对光伏等新能源电站扶持力度预计在未来进一步增加。

在不考虑此次重组并购情况下，预计公司在 16~18 年的销售收入共计将达到 36.9、40.1 和 43.7 亿元，归母净利润将达到 1.3、1.5 和 1.7 亿元，折合 EPS 分别为 0.49、0.58 和 0.67 元。

图表 44：财务预测表

单位（人民币百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业收入	3,144	3,399	3,687	4,008	4,371
毛利	607	628	680	737	805
营业费用	-103	-99	-107	-117	-127
管理费用	-346	-342	-371	-404	-440
财务费用	10	20	11	16	20
营业利润	99	170	197	223	253
税前利润	147	201	219	245	275
所得税	-25	-36	-39	-43	-49
净利润	83	111	126	148	172
<b>现金流量表</b>					
经营活动现金流净额	99	608	394	316	323
投资活动现金流净额	-55	10	-26	-57	-59
融资活动现金流净额	-88	-203	-50	-48	-49
货币资金增加额	-44	415	318	211	215
<b>资产负债表</b>					
流动资产	3,561	4,148	4,593	5,054	5,558
固定资产	684	639	605	569	531
流动负债	2,861	3,351	3,619	3,913	4,231
长期负债	117	55	55	55	55
股东权益	1,367	1,453	1,543	1,653	1,781
总资产	4,508	5,068	5,455	5,887	6,362

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 45：华光主要板块收入预测

单位 (人民币百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
节能高效发电设备	1432	1121	1262	1420	1598
电站工程与服务	628	1108	1163	1221	1282
环境工程与服务	196	222	233	244	257
环保新能源发电设备	532	604	685	777	889
地方能源供应	340	321	321	321	321
其他	16	24	24	24	24
<b>总计</b>	<b>3144</b>	<b>3399</b>	<b>3687</b>	<b>4008</b>	<b>4371</b>

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 考虑并购重组及增发情况下的盈利预测

国联环保集团主要收入板块包括锅炉制造、环境工程与服务、电站工程与服务及地方能源供应，其中来自华光股份的锅炉制造收入为其核心来源，其锅炉制造板块主要包括华光节能高效发电设备及环保新能源发电业务。

惠联热电与友联热电在此次重组前已分别是国联环保集团与华光股份的控股子公司，分别持股 65% 及 67.5%，此次收购后预计进一步为公司归母净利润带来增长。

图表 46：国联环保集团主要板块合并收入预测 (含华光)

业务	2015		2016E	2017E
	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	金额 (百万元)
锅炉制造(含华光节能高效&新能源发电设备)	1,884.4	47.19%	1,965.8	2,212.6
环境工程与服务	410.0	10.27%	427.7	470.5
电站工程与服务	1,139.4	28.53%	1,188.6	1,257.3
地方能源供应	1,174.8	29.42%	1,225.6	1,348.2
分部间抵消	-615.4	-15.41%	-642.0	-706.2
<b>主营业务收入合计</b>	<b>3,993.2</b>	<b>100%</b>	<b>4,165.8</b>	<b>4,582.4</b>
营业收入	4,049.5		4,224.5	4,647.0
归母净利	621.7		508.0	558.8

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 47：惠联及友联热电以往年度主要财务指标

公司	项目 (百万元)	2014	2015	2016.1~5
惠联	营业收入	502.9	511.8	218.5
	营业利润	80.7	111.7	57.5
	净利	50.1	80.6	35.0
友联	营业收入	352.5	333.1	148.7
	营业利润	51.8	53.0	18.7
	净利	39.4	40.9	13.3

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 48：考虑并购方案及募集配套资金情况下的情景分析

单位 (人民币百万)	2014A	2014A (追溯)	2015A	2015A (追溯)	2016E	2016E (备考)	2017E	2017E (备考)	2018E	2018E (备考)
营业收入	3,144	3,708	3,399	4,049	3,687	4,225	4,008	4,647	4,371	5,112
营业利润	99	457	170	792	197	636	223	700	253	770
归属于母公司净利润	83	393	111	683	126	508	148	559	172	615
总股本 (百万股)	256	584	256	584	256	584	256	584	256	584
摊薄每股收益	0.33	0.67	0.44	1.17	0.49	0.87	0.58	0.96	0.67	1.05

资料来源：公司公告，中金公司研究部





根据预案中披露的国联环保集团 2015 年未经审计的归母净利润数据，剔除未纳入此次重组并购中的部分资产，同时考虑对国联环保集团的换股吸收合并及现金购买资产的情况，以并购预案中披露的国联环保集团 2016 年未经审计 1~5 月核心财务数据为基础，预计在考虑并购资产注入的情况下，公司在 2016 年及 2017 年可实现营业收入共计 42.25 及 46.47 亿元，归母净利润分别为 5.1 和 5.6 亿元。

追溯 2015 年归母净利润较 2016 年较高的原因在于，2015 年追溯数据口径包含国联环保此次在资产注入重组中剥离出去的部分资产，主要包括益多垃圾热电、中设国联光伏电站资产、无锡市政设计院及部分国联环保集团内金融性资产。剔除此部分资产对 2015 年利润的影响，此次注入的其余资产在 2016 年实现归母净利预计仍为稳步增加。

图表 49：重组前后 EPS 情景分析

	2016E	2017E	2018E
重组前EPS (元/股)	0.49	0.58	0.67
重组后EPS (元/股)	0.87	0.96	1.06
增厚/摊薄	79%	72%	64%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

在考虑重组资产注入及增发股份的情况下，重组后总股本最大可达 583,893,563 股。2016 年预计实现 EPS0.87 元/股。较不考虑重组情况下的 EPS0.49 元/股，增厚约 79%，2017 年增厚约 72%。

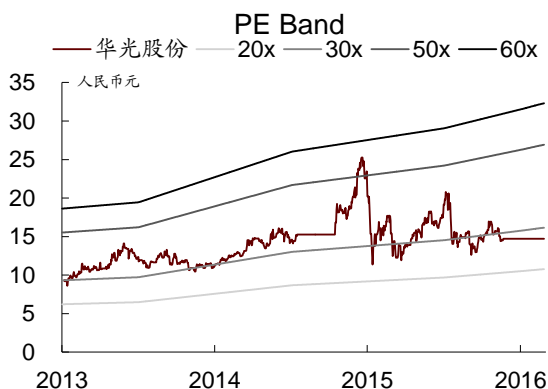
随着国内总用电量增长的减弱，以及国家对新能源的刺激带来的火电新增装机容量的放缓，公司传统锅炉业务受到一定的冲击和影响，但公司节能高效锅炉和垃圾焚烧业务双核心的布局，同时考虑此次重组并购和国联环保集团资产注入带来的刺激，未来有望形成锅炉制造、垃圾焚烧发电及环保业务三板块鼎立的布局，使公司在未来飞速成长为根基稳健、新业务亮眼的优秀投资标的。在考虑此次资产重组的情况下，我们给予公司 17 年 25x P/E，对应目标价为 23.93 元，首次覆盖，给予推荐评级。

图表 50：相近业务可比公司估值借鉴

代码	证券简称	股价	货币	YTD	市值 (百万元)	PE			EPS		
						2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
行业平均值						38	36	26			
002630.SZ	华西能源	11.06	人民币	6.94%	8,162	41	24	16	0.27	0.46	0.67
002255.SZ	海陆重工	7.95	人民币	-12.64%	4,934	58	41	28	0.14	0.19	0.28
600388.SH	龙净环保	13.13	人民币	-2.24%	14,037	25	21	19	0.52	0.62	0.71
300187.SZ	永清环保	14.85	人民币	55.74%	9,617	28	57	41	0.52	0.26	0.36

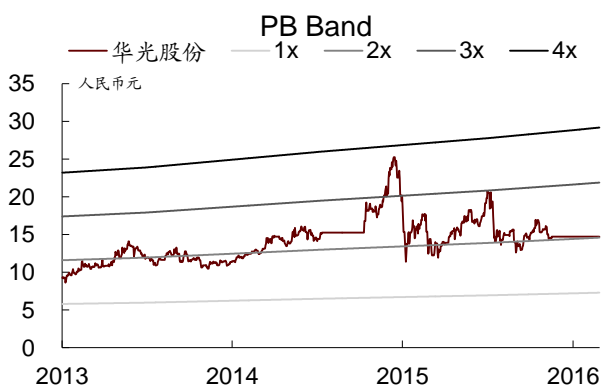
资料来源：万得市场一致预期，中金公司研究部

图表 51：华光股份 P/E bands



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 52：华光股份 P/B bands



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

