

集团支持打造节能环保装备龙头

投资要点:

(一)、节能环保装备龙头，产品线布局完整

公司已经形成循环流化床锅炉、垃圾焚烧锅炉、大型燃气轮机余热锅炉、IGCC 气化炉四大产品系列。而其中循环流化床锅炉作为公司的主力产品，收入占比长期保持在 50% 以上。

(二)、受益垃圾发电市场，两类产品前途无限

2010 年我国城市垃圾清运量已经达到了 1.52 亿吨，未来每年仍以 8% 的速度增长，2015 年有望达到 2.23 亿吨，通过测算，未来五年垃圾发电所需的焚烧炉市场容量达到 49.25 亿元，公司的流化床锅炉与炉排炉将同时受益。

此外，3 月份的国务院常务会议要求到 2015 年全国城市生活垃圾无害化处理率达 80% 以上，而目前我国垃圾焚烧发电远低于国际发达国家水平，垃圾发电将在“十二五”期间得到大发展。

(三)、天然气发电迎商机，2000 亿蛋糕待分享

即将公布的电力工业“十二五”规划中，国家首次提出到 2015 年全国天然气发电装机达 6000 万千瓦的目标。为此，我国将对天然气发电站投资 2000 亿元。作为燃气发电关键装备，公司余热锅炉将直接受益。

公司 2007 年引进比利时 CMI 公司的立式和卧式两种余热锅炉技术，成为业内唯一拥有着两种技术的锅炉企业，并且用短短 4 年的时间实现了余热锅炉从 B 级到 F 级的升级。随着天然气发电的发展，公司有望在余热锅炉领域开拓出新天地。

(四)、两类资产注入预期强烈，增厚盈利能力

华光股份是国联集团唯一的上市公司，而华光电站工程公司是国联集团和华光股份共同出资成立的，其中华光占有 30% 的股份。华光电站工程的五大业务与华光股份具有很强的关联性，而且具有较强的盈利能力。因此，出于优化上市公司业务结构以及增厚上市公司盈利的考虑，我们推测大股东将该资产注入到公司的动机十分强烈。

此外，为了进一步打造静脉产业园，我们推测集团未来可能将国联绿由环保科技的资产注入到上市公司，最终垃圾焚烧发电与污水处理形成一个大的、封闭式的循环。

投资建议

我们预计公司 11-13 年业绩为 0.64 元、1.05 元和 1.44 元。综合考虑整个行业状况以及公司的成长能力，给予明年 22~25 倍 PE，合理估值为 23~26 元，给予推荐的投资评级。

华光股份 (600475.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间 23-26 元

分析师

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

冯大军 环保行业分析师

☎: (8601) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

市场数据 时间 2011.10.13

A 股收盘价(元)	16.28
A 股一年内最高价(元)	28.24
A 股一年内最低价(元)	15.69
上证指数	2420
市净率	3.56
总股本(万股)	25600
实际流通 A 股(万股)	25600
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	41.24 亿

相关研究

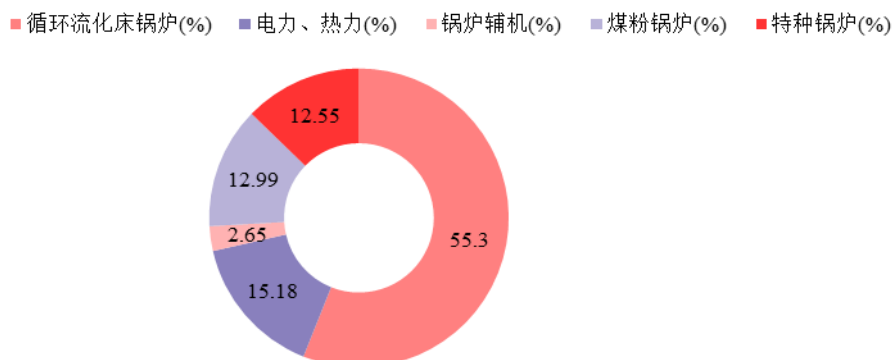
一、节能环保装备卫士，产品线布局合理

(一) 公司简介

公司是为国家 520 家重点企业之一，国内最早 9 家持有“A 级许可证”的锅炉制造企业之一，是全国水处理设备科研中心和最大的制造基地。公司主营电站锅炉、工业锅炉、垃圾焚烧锅炉等产品的生产和销售，具有年产 30000 蒸吨锅炉和 5000 吨水处理设备的制造能力。公司主要产品有电站锅炉、工业锅炉、燃气轮机余热锅炉(HRSG)、垃圾焚烧锅炉、生物质能锅炉、烟气脱硫及净化设备等，目前以电站锅炉为主，已能制造 10-30 万千瓦机组的锅炉产品，并全力挺进大型电站锅炉市场。公司还是循环硫化床锅炉的重点制造企业，市场占有率 40% 以上。

从主营收入角度来看，锅炉辅机占比最小，只有 2.65%，循环流化床锅炉占比最大，达到 55.3%，其余三种产品特种锅炉、煤粉锅炉、电力、热力分别占 12.55%、12.99%、15.18%。

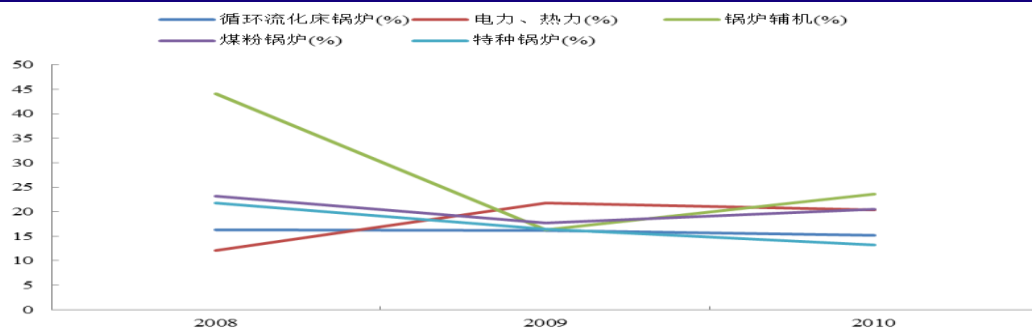
图 1：2010 年主营产品收入结构占比



资料来源：WIND 资讯，中国银河证券研究部

从公司分产品毛利率上发现，公司的毛利率整体上比较稳定，循环流化床锅炉保持在 15% 左右毛利率，特种锅炉毛利率 08~10 年呈现不断下降趋势，而煤粉锅炉 09 年出现拐点，毛利率开始回升。

图 2：分产品毛利率



资料来源：WIND 资讯，中国银河证券研究部

（二）产品线丰富，竞争优势强

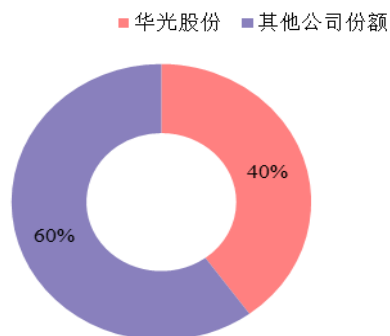
1、循环流化床锅炉-公司主力产品

循环流化床锅炉技术是近十几年来迅速发展的一项高效低污染清洁燃烧技术。国际上这项技术在电站锅炉、工业锅炉和废弃物处理利用等领域已得到广泛的商业应用，并向几十万千瓦级规模的大型循环流化床锅炉发展；国内在这方面的研究、开发和应用也逐渐兴起，已有上百台循环流化床锅炉投入运行或正在制造之中。

目前公司在 10~15 万千瓦机组锅炉市场上具有较强的竞争力，市场份额达到了 40% 左右，下游坑口电站、热电联产和企业自备中小型电厂是公司的主要客户。

而从技术层面来看，在垃圾焚烧发电中，国家标准的 CFB 产品是每 4 份垃圾需掺烧 1 份煤炭，而华光生产的垃圾焚烧锅炉可以做到每 8 份垃圾只掺烧 1 份煤炭，因此，公司实际的垃圾处理能力在同行业中处于领先地位。

图 3: 10~15 万千瓦机组锅炉国内市场占有率



资料来源：网络资源

2、炉排炉-未来垃圾焚烧锅炉之星

2009 年中期公司与日本日立造船株式会社签署了技术转让协议，公司正式进入炉排炉产品生产。虽然公司向日立造船支付的总金额 2-2.5% 的技术费用，公司炉排炉的毛利率水平仍高达 22-23%，实现量产后同等级炉排炉单价较进口产品低 30%，在当前炉排炉完全依赖进口的情况下，公司未来的进口替代空间非常广阔。

经过此次技术转让之后公司将成为国内唯一一家在垃圾焚烧技术方面同时具备炉排炉和循环流化床焚烧炉制造能力的企业。因此，即使未来炉排炉取代循环流化床炉，由于同时持有两项产品的华光股份将不受市场的影响，仍然能够保证在焚烧发电高额的市场占有率。

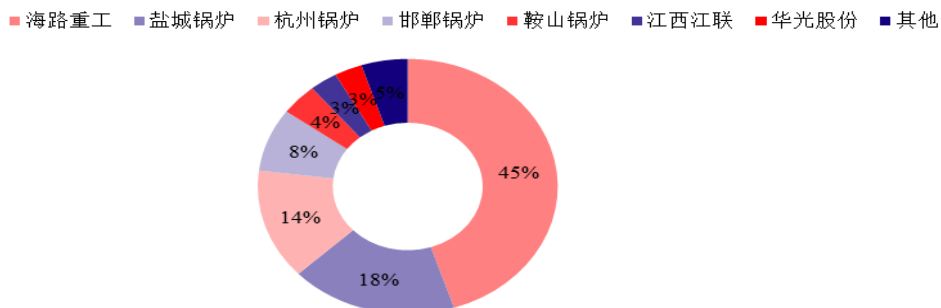
3、余热锅炉-天然气发电未来将获得大发展

余热锅炉是通过对工业生产过程中的气体、液体及固体物料的高温余热、以及工艺流程中所发生的高温废热进行回收，通过余热的回收过程，余热锅炉可以对烟气排放和废气中污染物进行减排处理，达到保护环境的目的，起到余热（废热）再利用、节能、环保的作用，是节能减排的关键设备之一。

虽然公司在余热锅炉产品的市场占有率仅有 3%，整体竞争力有限，但是作为节能环保装

备卫士，丰富的节能产品种类是不可或缺。其次，余热锅炉作为节能环保装备，广泛应用于天然气发电上，而中国由于能源结构的问题，天然气发电在未来一段时期内将受到国家政策大力扶持，作为直接掌握余热锅炉技术厂商，公司将受益匪浅。

图 4：余热锅炉产品市场占有率



资料来源：网络资源

4、气化炉-IGCC 发电不可或缺的装备

IGCC 发电系统是将煤气化技术和高效的联合循环相结合的动力系统，其主要由两大部分组成，即煤的气化与净化部分和燃气蒸汽联合循环发电部分。煤气化与净化部分的主要设备有气化炉、空分装置、煤气净化设备，公司目前主要涉及的是气化炉的生产。

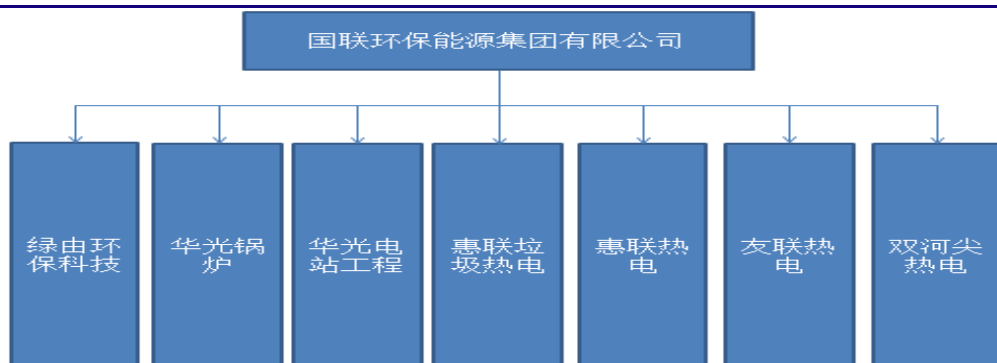
IGCC 发电凭借着高效率、低排放的优势，从国际经验上来看，将不断地挤占常规的燃煤发电。而目前我国的节能减排面临很严峻的考验，未来国家将会出台一系列的政策法规来鼓励使用 IGCC 发电技术，作为具有战略眼光的华光股份，提前抢占气化炉市场，有望进一步稳定自己在节能环保装备中的地位。

二、集团资产注入预期强烈，有望成为环保巨头

（一）两类资产注入预期强烈，增厚盈利能力

目前华光股份的大股东国联环保能源集团旗下与环保资产相关的企业有华光电站工程、惠联热电，绿由环保科技等公司。根据公开报道和我们的分析，短期资产最有可能注入上市公司的是华光电站工程以及国联绿由环保科技公司。

图 5：国联环保能源集团有限公司控股公司

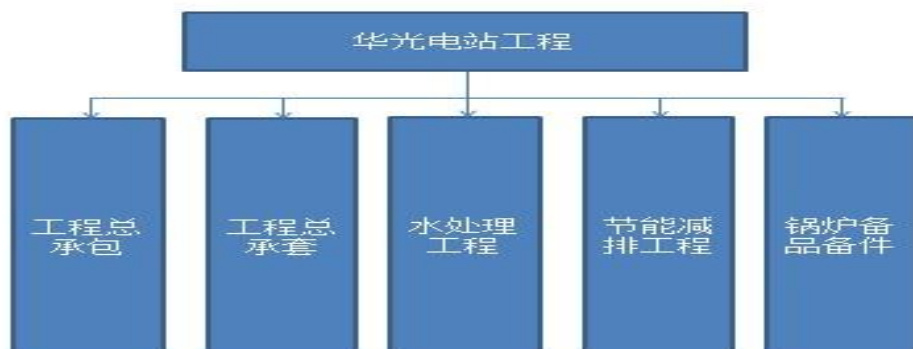


资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

华光电站工程公司是国联环保能源集团和无锡华光锅炉股份有限公司共同出资成立的、以电站工程建设及服务为主体的综合性工程公司，同时与西安大唐电力设计院共享资源、共用平台，集工程设计、工程采购、施工建设、项目管理、运营服务为一体，是国内唯一同时拥有电力设计院、锅炉制造厂、汽（电）机制造厂、电厂为平台的电力建设工程公司。

公司的业务板块主要是 5 大块：工程总承包、工程总承套、锅炉备品备件等，这些业务与华光股份的业务之间具有很大的关联性；加上华光电站工程盈利能力强，据统计，去年华光电站工程公司贡献投资收益 1074 万元，预计 11 年净利润将突破 7000 万元。大股东可能有动力将该资产注入到上市公司中去，一旦真正实现资产注入，那么不仅能够优化上市公司的业务结构。

图 6：华光电站工程 5 大业务板块

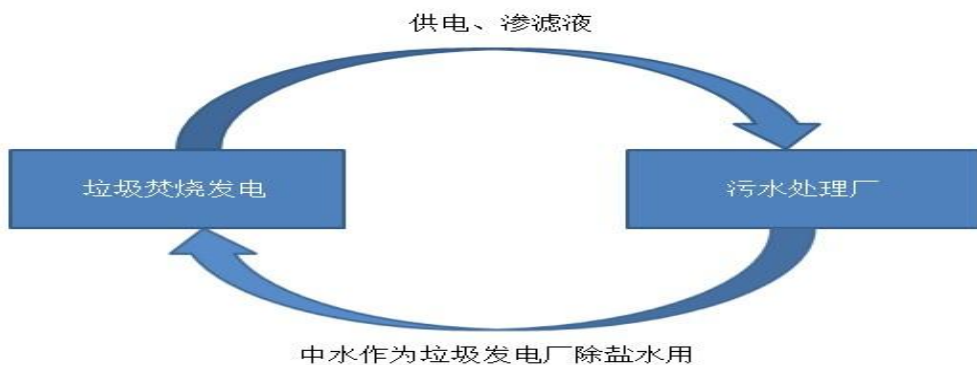


资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

国联绿由环保科技有限公司是由无锡国联环保能源集团有限公司、无锡中佳科技股份有限公司、广东绿由环保科技有限公司共同出资设立的以污泥减量化、无害化、资源化处置为产业化发展的国有控股企业。

目前华光股份的垃圾焚烧发电技术较为先进，而污水处理能力较为有限，未来集团如果想要打造一个集团化的环保事业，可能以华光股份作为基地，注入绿由环保科技有限公司的资产，最终实现兼有垃圾焚烧发电、污水处理能力的环保集团。

图 7：静脉产业园构想



资料来源：公司新闻，中国银河证券研究部

（二）依托国联环保能源集团，公司蓄势待发

国联环保能源集团目前已经将环保、能源两大产业链连接起来，实现从电站设计、设备成套、工程总包、电厂运营管理形成完整的产业链。

根据公集团网站资料，十二五期间，集团将集中于环保产业，计划进军以下领域：第一个是城市的固废处理，包括生活垃圾的焚烧发电、资源化处置，包括污泥的无害化、资源化处置，包括餐饮垃圾的无害化、资源化处置，第二个重点是参与国家的我们整个社会的烟气治理，尤其是电站的脱硫脱销处置，第三个进军污水行业，真正做到管天管地管空气。

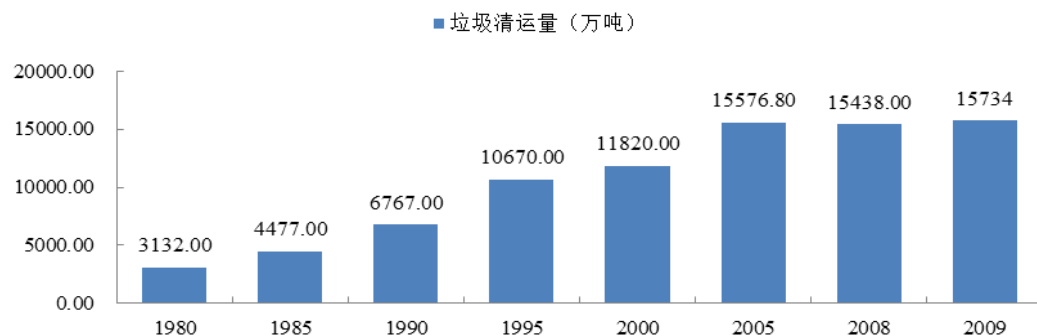
而华光股份作为集团下唯一一家上市公司，预计集团资质环保资产注入将是大概率事件，华光股份将成为环保装备产业中的巨头。

三、受益垃圾发电市场，流化床锅炉和炉排炉前景无限

（一）“垃圾围城”现象严重，焚烧发电是最佳出路

目前各城市居民日均产生垃圾 0.8~1.2 公斤不等，城市垃圾年产生量约为 1.5 吨，而且还在以每年 8%~10% 的增长率增长（超过了欧美 6%~10% 的增长速度）。全国累计垃圾堆存量已经达到 60 多亿吨，侵占土地面积超过 5 万公顷，已有 200 多个城市陷入垃圾包围之中，根据环境部预测，2010 年我国城市垃圾年产量将为 1.52 亿吨，2015 年和 2020 年将达到 2.1 亿吨。

图 8: 全国城市生活垃圾清运量



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

垃圾处理技术最重要的评价因素是该项技术是否达到减量化、无害化、资源化。目前我国城市生活垃圾主要处理方式是填埋和堆肥, 然而堆肥成功也较少。填埋带来的二次污染, 也是不可取的, 只有焚烧技术才是最好的出路。

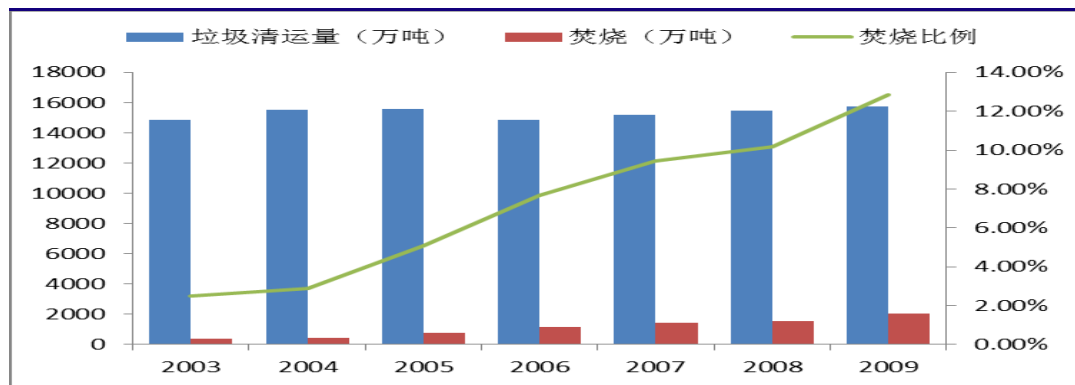
表 1: 各种垃圾处理方法比较

项目	填埋	焚烧	高温堆肥
技术可靠性	可靠	可靠	可靠, 国内有一定经验
适用条件	分类无严格要求	4000KJ/kg	有机物含量大于 40%
最终处置	无	残渣需作处置, 占初始量的 10%~20%	非堆肥物需作处理, 占初始量 25%~35%
产品市场	有沼气回收的填埋场, 沼气可作发电等用途	热能或电能易为社会使用	落实堆肥市场有一定困难, 需采用多种 vuoshi
能源化意义	部分有	部分有	无
资源利用	恢复土地利用或再生土地资源	垃圾分选可回收部分物质	作农肥和回收部分物质
地面水污染	有可能, 需要采取措施防止污染	残渣填埋时有可能, 但程度小	非堆肥物填埋时有可能, 但程度小
地下水污染	有可能, 需要采取防渗保护, 但仍有可能渗漏	残渣填埋时有可能, 但程度小	非堆肥物填埋时有可能, 但程度小
大气污染	可用导气、覆盖、收集回用等措施控制	烟气处理不当时大气有一定污染	有轻微气味
土壤污染	主要限于填埋场区域	无	需控制堆肥中有害物含量

资料来源: 网络资源, 中国银河证券研究部

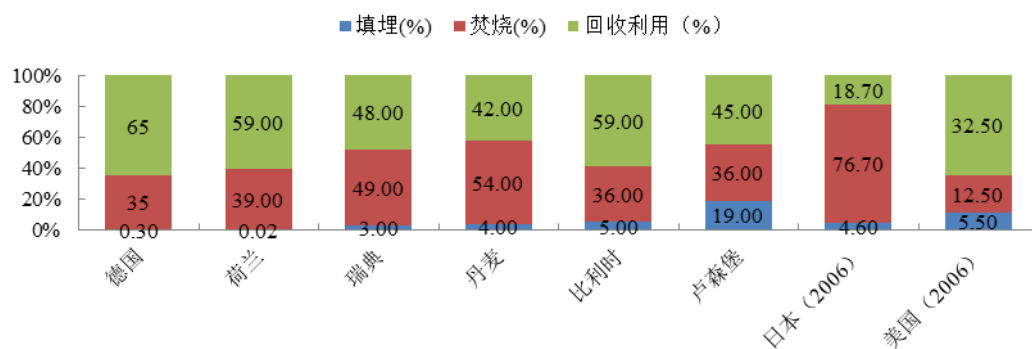
从 03 年~09 年, 我国对城市垃圾的焚烧处理比例从 2.49% 上升至 12.85%, 充分表明了国家开始重视城市垃圾的处理方式, 当然与国外的先进发达国家 35% 以上的垃圾焚烧相比, 中国垃圾焚烧处理还远远不够, 未来仍有较大空间。

图 9: 国内垃圾清运量以及焚烧比例



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 10: 2008 年国外垃圾焚烧、填埋、回收利用比例



资料来源: 我国大城市生活垃圾焚烧发电现状及发展研究

(二) “十二五” 迎来焚烧发电黄金时期, 预计市场容量 49.25 亿

3 月 23 日, 国务院常务会议研究部署进一步加强城市生活垃圾处理工作。要求到 2015 年, 全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上, 50% 的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理; 推广废旧商品回收利用, 焚烧发电, 生物处理等生活垃圾资源化利用方式。而目前我国的城市生活垃圾无害化处理率仅有 70% 左右, 而焚烧发电更是远低于国际发达国家水平。垃圾发电处理方式将在十二五期间得到政策进一步的支持。

根据环保部门权威预测 2010 年城市清运垃圾为 1.52 亿元, 按照每年 8% 的增速, 2015 年城市垃圾将达到 2.23 亿元, 预计焚烧炉的市场容量为 49.25 亿元, 每年将有 9.85 亿元的规模。

表 2: 垃圾发电预计容量 49.25 亿

项目	2010	2015E
清运垃圾产量(亿吨)	1.52	2.23
焚烧占比	13%	25%
焚烧量 (亿吨)	0.2	0.56
新增垃圾焚烧量(亿吨)		0.36

每天新增垃圾焚烧量(万吨)	9.86
新增 500t/d 垃圾焚烧炉 (台)	197
单价 (万元)	2500
市场容量 (亿元)	49.25
年均市场容量 (亿元)	9.85

资料来源：环保局，中国银河证券研究部估算

(三) 污泥处理日益严峻，循环流化床锅炉受益大

2010 年 11 月，环保部发出《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》要求：污水处理厂新建，改建和扩建时，污泥处理设施应同时规划建设并投入运行，不具备污泥处理能力的污水处理厂，应在 2 年内建成并运行污泥处理设施。通知还对污水处理厂的主体责任，污泥环境风险防范，污泥管理，运输，实施等做出了具体规定。

根据中国水网 2011 年中国污泥处理处置市场分析报告可知 2010 年底，全国城镇污水处理量达到 343 亿立方米，脱水污泥产生量接近 2200 万吨。未来污泥产量按照 10% 的速度增长，2015 年将达到 3543 万吨，市场容量达到 88.8 亿元，年均 17.76 亿元。

表 3：污泥预计市场容量 88.8 亿元

	2010E	2015
脱水污泥 (万吨)	2200	3543
干化焚烧比列	3.50%	25%
干化焚烧污泥产量 (万吨)	77	885.75
新增干化焚烧污泥产量 (万吨)		808.75
新增 100t/d 焚烧炉		222
焚烧炉价格 (万元)		4000
5 年市场容量 (亿元)		88.8
年均市场容量 (亿元)		17.76

资料来源：中国银河证券研究部估算

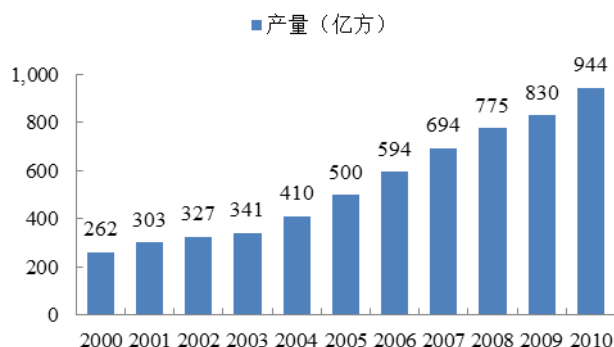
四、天然气发电迎商机，2000 亿蛋糕待分享

(一) 我国天然气利用现状及趋势

2000 年以来，全国天然气探明地质储量年增 4700 亿方，储量高速增长，进入储量增长高峰期。全国天然气产量由 2000 年的 262 亿方增至 2010 年的 944 亿方，年均复合增长率 13.68%，年均增至 68 亿方，产量进入快速发展期。

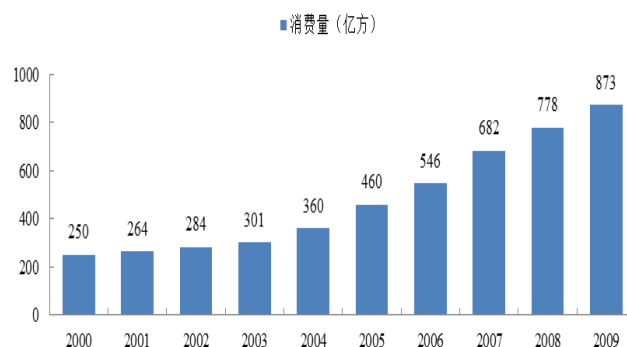
2004 年，西气东输建成投产，标志中国天然气进入快速发展期。2004~2009 年，天然气消费量平均增长 103 亿方，年均增长率达到 19%。

图 11: 2000~2010 年天然气产量 (单位: 亿方)



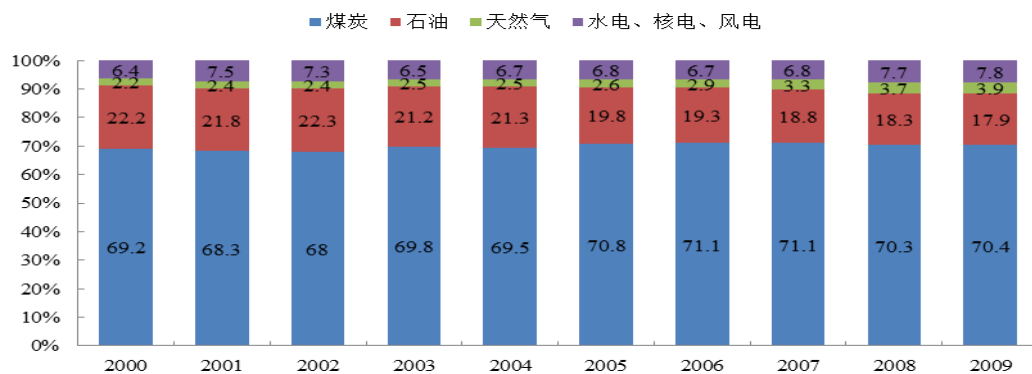
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 12: 2000~2009 年天然气消费量 (单位: 亿方)



然而目前天然气在我国一次能源中所占比例很低, 2009 年仅为 3.9%, 2004~2009 年天然气所占比例年均增加 0.3% 个百分点。

图 13: 2000~2009 年国内一次能源利用占比



资料来源: 国家统计局

从天然气消费结构来看, 2000 年以前, 化工和工业燃料是天然气消费的主体, 1996 年占 82%。近年来, 城市燃气、天然气发电比例正在上升, 形成了城市燃气、工业燃料、天然气化工、天然气发电相对均衡的消费结构。

随着气化率的提高, 天然气消费结构将进一步优化, 工业燃料和城市燃气的优势逐渐明显, 成为用气的主要领域, 约占需求总量的三分之二, 发电和化工气量有所增加, 但是所占比例下降。2015 年, 我国天然气需求中: 城市燃气占 32%, 工业燃料占 31%, 发电占 21%, 化工占 16%。

图 14: 1996 年我国天然气用气结构

■ 化工 ■ 城市燃气 ■ 工业燃料 ■ 发电

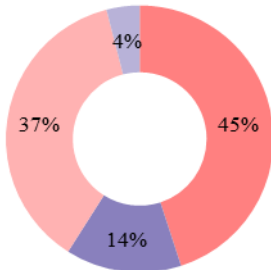
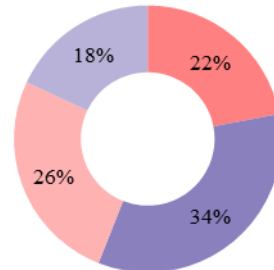


图 15: 2008 年我国天然气用气结构

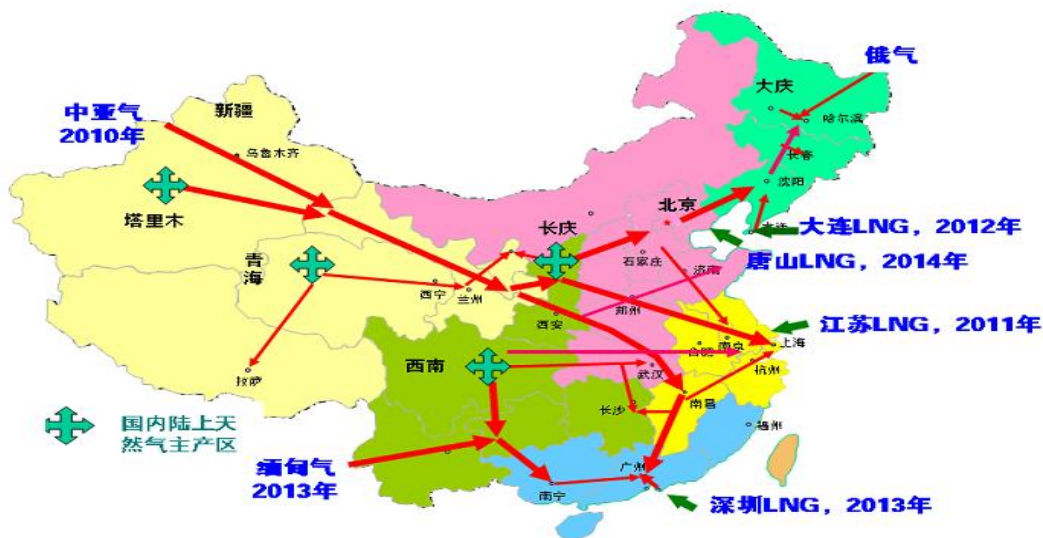
■ 化工 ■ 城市燃气 ■ 工业燃料 ■ 发电



资料来源: 中国石油规划总院

“十二五”期间,我国将形成“西气东输、北气南下,海气登陆、就近外供”的供应格局。

图 16: “十二五”期间天然气供应格局



资料来源: 中国石油规划总院

（二）分享天然气发电装机 2000 亿元盛宴，余热锅炉受益匪浅

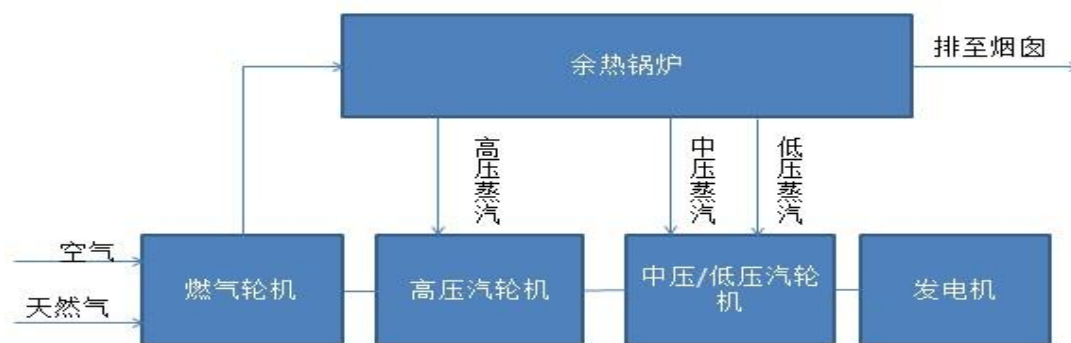
即将公布的电力工业“十二五”规划中,国家首次提出到 2015 年全国天然气发电装机达 6000 万千瓦的目标。为此,我国将对天然气发电站投资 2000 亿元。而目前的天然气发电规模为 2800 万千瓦,6000 万千瓦发电规模的提出,意味着 5 年内我国天然气发电规模要在目前的基础上实现翻倍增长。

天然气分布式发电也已成为国家“十二五”能源规划的重点之一。去年 4 月,国家能源局下发《关于对〈发展天然气分布式能源的指导意见〉征求意见的函》,指出到 2011 年我国拟建设 1000 个天然气分布式能源项目;到 2020 年,在全国规模以上城市推广使用分布式能源系统,

装机容量达到 5000 万千瓦。

燃气轮机联合循环发电机组是燃气轮机、发电机与余热锅炉、蒸汽轮机（凝汽式）或供热式蒸汽轮机（抽汽式或背压式）共同组成的循环系统，它是将燃气轮机做功后排出的高温乏烟气通过余热锅炉回收转换为蒸汽，送入蒸汽轮机发电，或者将部分发电做功后的乏汽用于供热。

图 17：燃气轮机联合循环发电工艺图



资料来源：网络资源

燃气轮机联合循环机组具有以下独特的优点：

发电效率高：由于燃气轮机利用了布朗和朗肯二个循环，原理和结构先进，热耗小，所以，联合循环发电效率近 57-58%，而燃煤电厂(0.75~1000)MW 机组发电效率仅 20%~48%。

环境保护好：燃煤电厂锅炉排放灰尘很多，二氧化硫多，氮氧化物为 200PPM，必须加装脱硫（效率 90%左右）、脱硝（效率（90%左右）及电除尘后（经脱硫、脱硝装置进一步除尘后每立方米含尘小于 30 毫克，比在家里的灰尘还少）使排放物除二氧化碳外均高于一般环境标准。燃机电厂余热锅炉排放无灰尘，二氧化硫极少，氮氧化物为 (10~25)PPM。

运行方式灵活：燃煤电厂启停时间长，适合作为基本负荷运行，调峰性能差。燃机电厂，不仅能作为基本负荷运行，还可以作为调峰电厂运行；燃机为双燃料(油和天然气)时，还可以对天然气进行调峰。

根据电力“十二五规划”，2015 年我国的天然气发电装机容量为 6000 万千瓦，而目前我国天然气装机容量为，2800 万千瓦，预计余热锅炉市场容量为 102.4 亿元，年均容量为 20.48 亿元。

表 4：预计余热锅炉市场容量 102.4 亿元

	2010	2015
装机容量	2800	6000
新增装机容量		3200
燃气轮单机容量（万千瓦）		25

新增数量（台）	128
燃气轮机余热锅炉单价（万元/套）	8000
十二五余热锅炉市场容量（亿元）	102.4
年均容量（亿元）	20.48

资料来源：中国银河证券研究部估算

公司 2007 年引进比利时 CMI 公司的立式和卧式两种余热锅炉技术，成为业内唯一拥有着两种技术的锅炉企业，而且用短短 4 年的时间实现了余热锅炉从 B 级到 F 级的升级。虽然目前公司的市场占有率仅有 3%，但是我们相信随着公司的进一步发展，有望在余热锅炉领域开拓出新天地。

表 5: 华光股份 (600475) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1218	1329	1056	1037	1067	营业收入	2582	3156	3520	5185	7114
应收票据	84	114	128	188	258	营业成本	2127	2618	2926	4299	5871
应收账款	445	479	534	786	1079	营业税金及附加	13	9	10	14	20
预付款项	147	282	282	282	282	销售费用	73	83	93	127	178
其他应收款	21	29	29	29	29	管理费用	220	282	314	443	605
存货	1125	1341	1499	2202	3008	财务费用	38	29	22	16	29
其他流动资产	0	7	7	7	7	资产减值损失	17	4	4	4	4
长期股权投资	35	61	61	61	61	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1139	1157	1084	1018	951	投资收益	15	14	14	18	19
在建工程	20	10	12	7	2	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	110	144	164	300	428
无形资产	132	120	113	105	97	营业外收支净额	44	48	52	58	63
长期待摊费用	21	21	20	19	18	税前利润	154	192	217	357	491
资产总计	4413	4971	4845	5762	6880	减: 所得税	18	24	24	41	57
短期借款	453	491	68	261	491	净利润	136	168	192	317	434
应付票据	200	524	577	634	698	母公司净利润	118	142	163	268	367
应付账款	591	761	839	1233	1684	少数股东损益	17	26	30	49	67
预收款项	1558	1640	1640	1640	1640	基本每股收益	0.46	0.55	0.64	1.05	1.44
应付职工薪酬	14	18	19	20	21	稀释每股收益	0.46	0.55	0.64	1.05	1.44
应交税费	22	4	5	6	7	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	34	24	26	29	31	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	-7.09%	22.20%	11.54%	47.31%	37.20%
长期借款	349	179	179	179	179	EBIT 增长率	-5.26%	9.65%	8.04%	70.56%	45.71%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	15.31%	20.02%	14.70%	64.54%	37.19%
负债合计	3239	3660	3370	4020	4769	盈利性					
股东权益合计	1173	1311	1474	1742	2111	销售毛利率	17.63%	17.05%	16.89%	17.10%	17.48%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	5.25%	5.32%	5.47%	6.11%	6.11%
净利润	136	168	192	317	434	ROE	11.75%	12.66%	12.98%	18.18%	20.70%
折旧与摊销	0	116	90	91	92	ROIC	6.69%	7.23%	9.13%	12.26%	14.01%
经营现金流	293	273	199	-154	-113	估值倍数					
投资现金流	-2	-109	3	7	8	PE	35.24	29.36	25.60	15.56	11.34
融资现金流	-132	-202	-475	129	135	P/S	1.61	1.32	1.18	0.80	0.59
现金净变动	159	-38	-273	-19	30	P/B	4.14	3.72	3.32	2.83	2.35
期初现金余额	1101	1218	1329	1056	1037	股息收益率	0.61%	0.61%	0.70%	1.16%	1.59%
期末现金余额	1261	1180	1056	1037	1067	EV/EBITDA	26.22	13.25	13.42	9.79	7.73

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹润芳，机械行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

冯大军，环保及公用事业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn