

多因素驱动，共助成长

增持维持

投资要点:

- 脱硝政策已经正式出台，公司脱硝业务处于启动阶段；
- 首创生物质气化技术，有望打开全国市场；
- 正式进军垃圾发电领域，投资多个垃圾发电项目。

报告摘要:

- 传统点火设备业务平稳增长，双强少油及烟风道点火系统等产品增速较快。公司收入规模最大的产品分别是烟风道点火燃烧系统、特种燃烧系统及装置、双强少油点火系统，三者合计占公司营收的75%左右，这三类产品也是公司产品线中属于增长较为迅速的产品。传统燃油点火系统受电力新增市场下滑的影响，增速下滑。
- 脱硝政策已经正式出台，公司脱硝业务处于启动阶段。火电厂脱硝市场将迎来爆发式增长。现阶段公司应对脱硝市场主要是进行30万千瓦机组的低氮燃烧改造为主；长寿命等离子燃烧器和低氮燃烧器目前正处于市场开拓阶段。公司在储备了实践经验后，将迎来爆发式增长。
- 首创生物质气化技术，有望打开全国市场。公司在苏中苏北五个地级市的农村进行了推广，并且已经形成12处秸秆生物质气化集中供气示范点建设意向。生物质气化技术的市场容量可达200亿元。
- 正式进军垃圾发电领域，投资多个垃圾发电项目。公司一共投资了5个垃圾发电项目，定州和诸城项目进展较快，将于2012年投产发电。肇东、寿光、驻马店项目正在申请政府批文，进度较慢。
- 维持增持评级。预计2011-2013年公司营业收入为2.46、3.39、4.40亿元，净利润为0.84、1.25、1.60亿元，每股收益0.78、1.16、1.48元，对应市盈率为32、21、17倍，维持增持评级。

公用事业研究组

分析师:

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing@hysec.com

鲁儒敏 (S1180511090001)

电话: 010-88085790

Email: lurumin@hysec.com

市场表现



相关研究

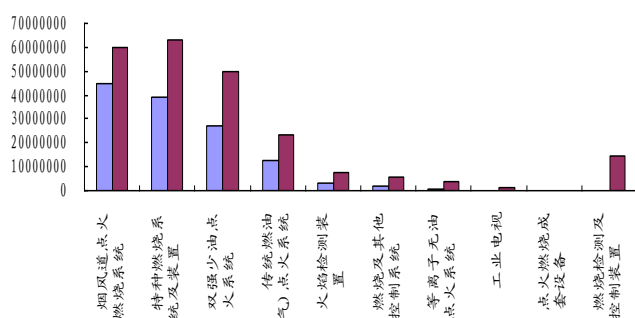
- 1 《宏源证券*季报点评*燃控科技：毛利率下滑，业绩符合预期*300152*新能源与电力设备行业*赵曦、王静》，2011.10
- 2 《宏源证券*点评报告*燃控科技中报点评：垃圾发电领域拓展迅速*300152*新能源与电力设备行业*赵曦、王静》，2011.8

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	212.82	214.07	246.18	338.73	440.35
增长率	38.14%	0.58%	15.00%	37.59%	30.00%
净利润	62.32	62.06	83.73	125.27	160.22
增长率	73.50%	-0.43%	34.93%	49.61%	27.90%
基本每股收益	0.577	0.575	0.775	1.160	1.484
市盈率 PE	50.29	50.51	32.00	21.02	17.13

一、传统点火设备业务平稳增长，双强少油及烟风道点火系统等产品增速较快

公司产品主要分为点火及燃烧成套设备（包括烟风道点火燃烧系统、双强少油煤粉点火系统、等离子无油点火系统、传统燃油（气）点火系统和特种燃烧系统及装置）、燃烧检测及控制装置（包括火焰检测装置、工业电视、燃烧及其他控制系统）。公司产品主要用于电力行业（电站锅炉）、化工冶金等行业的燃烧设备中。公司收入规模最大的产品分别是烟风道点火燃烧系统、特种燃烧系统及装置、双强少油点火系统，三者合计占公司营收的 75% 左右。

图表 1：2010\2011 半年度公司各项产品收入



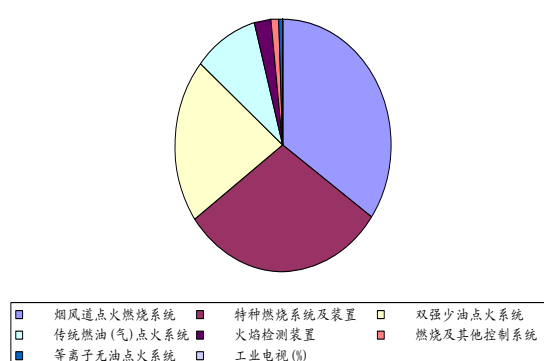
数据来源：WIND 资讯、公司公告

在公司各项产品中，烟风道点火系统主要应用于循环流化床锅炉，具备良好的节能特性。燃控科技是国内目前惟一掌握烟风道点火燃烧系统生产技术的厂商，在技术层面占据绝对优势，国外掌握该项技术的公司只有两家——美国 COEN 和法国 PILLARD。我国循环流化床锅炉总台数 1970 台，总装机容量 7478 万千瓦，占我国火电装机容量的 15.5%。国内每年新增 4500 万千瓦装机容量。仅考虑国内市场，新建燃煤机组中大约有 15.5% 左右为循环流化床锅炉机组，按单台平均容量计为 3.8 万千瓦计，这样每年还会有接近 183 台新建的 CFB 锅炉，按每台套 82 万元计，年新增烟/风道（点火）燃烧器市场容量 1.5 亿元。

双强少油点火系统节油率高达 90% 以上，同时有效地克服了其他节油点火技术适用煤种单一、燃烧器易结焦烧损、长期运行稳定性差等不足；特种燃烧系统主要有耐磨陶瓷产品、水煤浆燃烧器、低 NO_x 燃烧器、冷渣器、放散火炬、磺枪、热风炉、酸性气燃烧器、废液燃烧器，可以同时满足工艺与环保的双重要求，广泛适用于工业锅炉、加热炉、焚烧炉、热风炉、窑炉等特殊场合。这三类产品在公司产品线中属于增长较为迅速的产品。传统燃油点火系统受电力新增市场下滑的影响，增速下滑。

2011 年 12 月 16 日，公司拟以现金 1720 万元人民币收购邓学志、刘旭、陈枫等三位自然人所持有的武汉华是能源环境工程有限公司全部股权。武汉华是能源拥有锅炉设计、改造、安装调试等相关领域若干项专有技术，涉及生物质燃料锅炉、水煤浆锅炉及各种点火燃烧器产品。收购提升了公司的技术和研发实力，扩充了公司的产品范围，增强了公司锅炉改造整体解决方案的能力。随着锅炉改造技术能力的提升，有助于进一步提高公司在火电机组改造市场的份额，公司的竞争力进一步增强。

图表 2：2011 年上半年各项产品收入占比



数据来源：WIND 资讯、公司公告

二、脱硝政策已经正式出台，公司脱硝业务处于启动阶段

2011年9月21日，环保部和质检总局联合发布正式的《火电厂大气污染物排放标准》，除了总体上进一步收紧污染物排放限值，提高了新建机组和现有机组烟尘、二氧化硫、氮氧化物等污染物的排放控制要求，还进一步完善了污染物指标体系，增设了汞的排放限值和燃气锅炉排放限值。这意味着火电厂脱硝市场正式启动，下一步随着脱硝补贴电价正式出台，火电厂脱硝市场将迎来爆发式增长。

现阶段，公司应对脱硝市场主要是进行30万千瓦机组的低氮燃烧改造为主；长寿命等离子燃烧器和低氮燃烧器目前正处于市场开拓阶段。公司在储备了实践经验后，将迎来爆发式增长。

三、首创生物质气化技术，有望打开全国市场

公司自主研发的，第一代生物质气化技术采用固定床气化工艺，该工艺技术目前中试已获得成功，已取得5项实用新型专利，并正在申请5项发明专利，该技术的目标产品是民用燃气。公司目前正在开展第二代生物质气化技术的研究，该技术采用气流床气化工艺，其目标产品是化工合成气，该技术可实现生物质原料的资源化利用，并且碳转化效率超过96%。

目前，公司在徐州市铜山区柳新镇孙庄村建立了秸秆气化集中供气示范工程，并且已经运行了将近2年时间，下一步有望得到进一步推广。公司在苏中苏北五个地级市的农村进行了推广，并且已经形成12处秸秆生物质气化集中供气示范点建设意向。苏北苏中地区秸秆资源十分丰富，生物质气化技术的推广应用前景十分广阔，公司有望凭借独特的技术获得更多订单。

根据国家发改委能源研究所可再生能源发展中心研究员秦世平在第三届中国生物质产业大会非粮生物质能源论坛所作《生物质能源化利用产业相关政策》的报告中提出，2020年全国将建设10000个秸秆气化集中供气站。如果单套供500户居民的生物质集中气化系统的设备价格为200万元，生物质气化技术的市场容量就可达200亿元，这里还没有考虑该技术在工业、林业系统应用所带来的市场。除了设备销售之外，在全面考虑投资回报率并且模式成熟之后，公司也会考虑进入生物质气化运营领域。

四、正式进军垃圾发电领域，投资多个垃圾发电项目

公司一共投资了5个垃圾发电项目，定州和诸城项目进展较快，将于2012年投产发电。肇东、寿光、驻马店项目正在申请政府批文，进度较慢。公司投资垃圾发电项目为战略性投资，在于积累垃圾焚烧的运营管理、全套设备整体生产、安装、调试经验，并将给公司带来长期稳定的收益。

图表3：公司投资的垃圾发电项目汇总

项目	规模	项目总投资额	投资额	股权比例	垃圾电价	补贴费	收入预测	总利润预测	投产时间
定州	600t/d	26706万元	4500	45%	0.65元/千瓦时	80元/t	5097	1731	2012年

诸城	500t/d	22508 万元	3600	45%	0.65 元/千 瓦时	55 元/t	5097	1731	2012 年
寿光	800t/d	36112 万元	3150	45%	0.65 元/千 瓦时	55 元/t	6133	2085	待定
肇东	500t/d	19921 万元	3600	45%	0.65 元/千 瓦时	35 元/t	5029	1359	待定
驻马店	1000t/d	45005 万元	5400	45%	0.65 元/千 瓦时	63 元/t	7931	2864	待定

数据来源：公司公告、宏源证券

五、盈利预测和投资评级

综合考虑公司点火设备业务的增长，垃圾发电投资收益以及生物质气化业务的增长，预计 2011-2013 年公司营业收入为 2.46、3.39、4.40 亿元，净利润为 0.84、1.25、1.60 亿元，每股收益 0.78、1.16、1.48 元，对应市盈率为 32、21、17 倍，维持增持评级。

表 1：燃控科技盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1150.05	947.95	943.92	988.90	营业收入	214.07	246.18	338.73	440.35
应收和预付款项	158.33	184.86	287.36	326.52	营业成本	109.58	126.28	173.76	225.89
存货	43.95	47.45	78.31	85.18	营业税金及附加	1.89	2.17	2.99	3.89
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	14.36	16.51	22.72	29.54
长期股权投资	0.00	0.00	18.00	43.00	管理费用	19.70	22.66	31.18	40.53
投资性房地产	0.57	0.33	0.08	0.00	财务费用	0.65	-19.96	-18.12	-18.58
固定资产和在建工程	35.73	71.74	63.74	55.75	资产减值损失	-0.50	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	124.04	311.09	348.14	385.19	投资收益	0.00	0.00	18.00	25.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1512.68	1563.41	1739.55	1884.54	他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	18.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	68.38	98.51	144.20	184.08
应付和预收款项	76.29	66.89	126.14	121.62	其他非经营损益	5.85	0.00	0.00	0.00
长期借款	55.00	55.00	55.00	55.00	利润总额	74.23	98.51	144.20	184.08
其他负债	41.45	41.45	41.45	41.45	所得税	12.18	14.78	18.93	23.86
负债合计	190.74	163.34	222.59	218.07	净利润	62.06	83.73	125.27	160.22
股本	108.00	108.00	108.00	108.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1083.99	1083.99	1083.99	1083.99	归属母公司股东净利润	62.06	83.73	125.27	160.22
留存收益	129.95	208.08	324.97	474.48	EPS（元）¹	0.575	0.775	1.160	1.484
归属母公司股东权益	1321.94	1400.07	1516.96	1666.47	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股东权益合计	1321.94	1400.07	1516.96	1666.47	销售收入增长率	0.58%	15.00%	37.59%	30.00%
负债和股东权益合计	1512.68	1563.41	1739.55	1884.54	净利润增长率	-0.43%	34.93%	49.61%	27.90%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	5,047.84	4,153.75	3,623.38	8,711	毛利率	48.81%	48.70%	48.70%	48.70%
税后经营利润	6,180.72	8,373.05	10,726	13,521	销售净利率	28.99%	34.01%	36.98%	36.38%
折旧与摊销	446.69	1,718.76	2,118.76	2,102	ROE	4.69%	5.98%	8.26%	9.61%
资产减值损失	-49.92	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
利息费用	100.02	-1,995.66	-1,811.55	-1,857	资产负债率	12.61%	10.45%	12.80%	11.57%
存货的减少	-1,444.57	-350.16	-3,085.84	-686.90	流动比率	14.34	17.65	10.38	11.52
经营性应收项目的减少	275.39	-2,652.05	-10,249	-3,916	速动比率	13.88	16.94	9.76	10.82
经营性应付项目的增加	-468.46	-940.19	5,925.35	-451.64	营运能力				
投资活动现金流量净额	-1,171.07	-24,000	-5,000	-5,000	总资产周转率	0.14	0.16	0.19	0.23
筹资活动现金流量净额	103,408	-364.15	974.04	786.43	应收账款周转率	1.52	1.36	1.29	1.41
现金流量净额	107,285	-20,210	-402	4,498	存货周转率	2.49	2.66	2.22	2.65

分析师简介：

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编

¹ 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

号S1180207090092。

鲁儒敏：宏源证券研究所公用事业行业分析师，中国人民大学经济学硕士，4 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511090001。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。