

公司研究

机械行业

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：张冬峰

投资咨询执业证书编号：

S1500511030001

010-63081260

zhangdongfeng@cindasc.com

联系人：左志方

010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

华光股份(600475)：打造完整的环保产业链

公司调研报告

2011 年 06 月 13 日

投资要点：

- ◆ **循环流化床锅炉的发展前景依旧良好。**循环流化床锅炉由于燃料适应性强、燃烧效率高、脱硫效果好、负荷调节快等因素，近十年来在国内发展非常迅速。目前，循环流化床锅炉占公司收入的 55%，仍然是公司盈利的核心支柱。公司作为锅炉行业第二梯队的领军企业，不断进行技术引进和消化吸收，已经具备 300MW 以上产品的设计和制造能力，并且有望挑战三大动力集团的垄断地位。除了国内市场，公司已经进军东南亚、非洲地区市场，未来出口将是循环流化床锅炉增长的重要推动因素。
- ◆ **垃圾焚烧锅炉技术逐渐成熟，政策推动力有望加大。**目前，垃圾焚烧锅炉主要是炉排炉和循环流化床锅炉。其中循环流化床锅炉对掺煤标准有严格规定，但是有些垃圾的热值较低，电厂为了达到经济环保的目的，有可能提高掺煤的比例，因此出现了部分使用循环流化床锅炉的垃圾发电厂变成了事实上的小火电。另一方面，随着煤价的上涨，循环流化床锅炉的燃料成本增加。但是，炉排炉则不需要掺煤，应用范围更广，而且技术已经成熟，成为垃圾焚烧锅炉新增市场的主力。
- ◆ **市场对垃圾焚烧发电市场存在顾虑，主要是垃圾焚烧发电带来的二次污染，其中对二恶英的担心最大。**目前的技术水平下，垃圾焚烧必然会产生二恶英，尤其是对含氯塑料的焚烧，如果温度低于 800 摄氏度，极易产生二恶英。目前，减少焚烧产生二恶英的方法主要是垃圾分类回收、燃烧过程中的温度控制以及二恶英的在线监测。但是，目前的技术很难做到对二恶英的直接在线监测，通常是监测其他气体来间接监测二恶英；其次，垃圾分类回收的推进成本较高，需要一段时间持续不断的努力；相对比较容易控制的就是温度控制。鉴于垃圾焚烧的环保问题，部分民众对垃圾焚烧电站的建设地点提出了抗议，反对声较强。但是随着我国城镇化的不断推进和人口数量的增加，巨量垃圾的产生不可避免，甚至可能出现“垃圾围城”的现象，对垃圾进行无害化处理势在必行。目前，全球范围内的垃圾无害化处理主要有填埋和焚烧两种，不同国家侧重的方法差异较大。鉴于我国人口密度较大，城市垃圾填埋的空间有限，因此有必要提高焚烧处理的比重。我们认为，垃圾焚烧处理的主要推动力还在于政策的推行力度、二恶英监测技术的提高以及居民对监测结果的接受程度。目前，垃圾焚烧发电的主要风险则是在电厂选址过程中可能发生的群体性事件导致的政策压力。长期来看，垃圾焚烧发电具备广阔的市场空间，中短期则要看政策变化情况。
- ◆ **燃气轮机余热锅炉采取差异化竞争策略谋取一席之地。**按照我国天然发电的初步规划，“十二五”末，天然气发电装机容量将达到 4000 万千瓦，2020 年达到 6000 万千瓦。假设现有天然气发电机组全部安装了余热锅炉，则未来 5 年，天然气发电将增加 194 亿立方米。保守估计，未来 5 年，燃气轮机余热锅炉市场规模在 39 亿元。公司生产的燃气轮机余热锅炉为主流的 9F 级，市场竞争相对缓和，公司

获取订单的机会较大。

- ◆ **成立华光环保，进军脱硝催化剂市场。**十二五期间，脱硝很可能是电站的一个硬性指标。环保部年初公布的《火电厂氮氧化物防治技术政策》已经提出了重点地区氮氧化合物的排放标准为 100 毫克每立方米，可以预期今后发改委将会公布各地区的脱硝补贴，进而推动电厂进行脱硝改造。目前的脱硝技术主要是前端脱硝和烟气脱硝（SCR），其中脱硝催化剂主要用于烟气脱硝。公司生产的脱硝催化剂产能初步定为 3000 立方米，估计年底达产。
- ◆ 目前，公司的订单充足，生产安排非常紧凑。而且 IGCC 气化炉的生产设备已经到位，可以随时开工生产。预计 2011 年公司收入增幅将超过 10%。
- ◆ 鉴于公司估值水平较低，给予公司“买入”评级。
- ◆ 风险提示：原材料价格上涨带来的毛利率下降；垃圾焚烧发电政策推进力度降低。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

邮编：100031

传真：0086 10 63081102