

华光股份 (600475): 收入较快增长 毛利出现下滑
审慎推荐 (下调)
电气设备行业
当前股价: 17.89 元

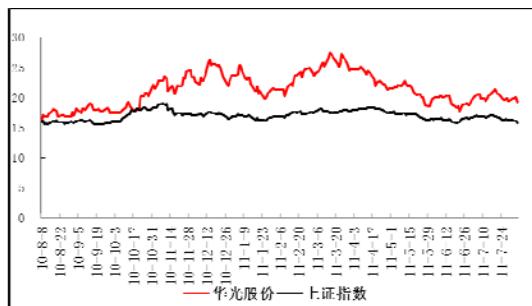
报告日期: 2011 年 8 月 8 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,156	3,747	4,409	5,202
(+/-)	22.20%	18.73%	17.68%	17.97%
营业利润	144	187	243	314
(+/-)	31.80%	29.62%	29.90%	29.36%
归属于母公司净利润	142	178	225	283
(+/-)	20.02%	25.70%	26.07%	25.84%
每股收益(元)	0.55	0.70	0.88	1.11
市盈率(倍)	32	26	20	16

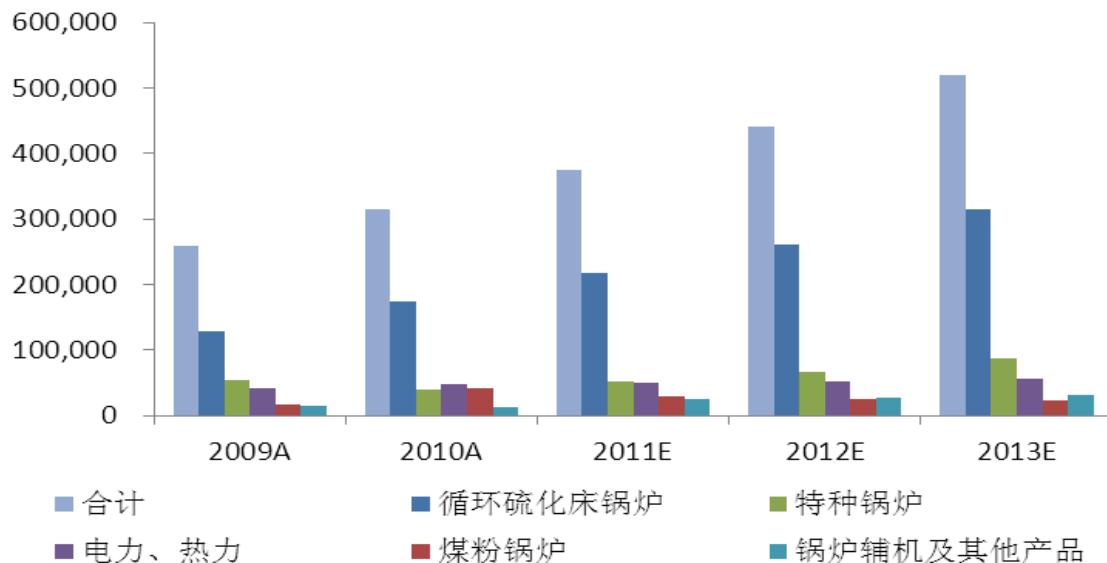
公司基本情况 (2010 年)

总股本/已流通股 (万股)	25,600 / 25,600
流通市值 (亿元)	49.43
每股净资产 (元)	4.38
资产负债率 (%)	73.62

股价表现 (最近一年)


华鑫证券 研究发展部
 电气设备及节能环保研究员: 郭运堂
 执业证书编号: S1050511070002
 服务热线: 021-51793726
 服务邮箱: guoyt@cfsc.com.cn

- 2011 年 1-6 月, 公司实现主营业务收入 17.67 亿元, 同比增长 16.52%; 营业利润 7.42 亿元, 同比增长 2.43%; 净利润 6479 万元, 同比增长 0.03%; 摊薄每股收益 0.253 元。
- 公司循环流化床锅炉业务取得较快增长。公司上半年循环流化锅炉业务取得营业收入 10.10 亿元, 同比增长 25.88%, 毛利率小幅上涨 0.90 个百分点至 15.18%, 这充分提现了公司在循环流化床锅炉领域的竞争优势, 公司未来该项业务依旧可以保持稳定增长的态势。
- 公司特种锅炉业务不达市场预期。公司上半年特种锅炉业务取得营业收入 1.42 亿元, 同比增长 16.28%, 毛利率上涨 4.94 个百分点至 16.78%。公司该项业务的发展不达市场预期, 没有如期成为公司发展的支撑性业务。
- 公司毛利率整体出现下滑。公司上半年毛利率出现一个百分点左右的下滑, 主要是因为公司煤粉锅炉和电力、热力业务毛利率的大幅下降。公司煤粉锅炉受竞争加剧的影响, 上半年收入同比下降达 31.89%, 毛利率也大幅下滑 4.94 个百分点。而公司电力、热力业务毛利下滑是受到煤炭价格上涨影响, 而产品却受到价格控制无法转移成本, 上半年毛利率大幅下滑达 5.11 个百分点。
- 公司未来的看点在循环流化床锅炉和特种锅炉。公司循环流化床锅炉主要应用于大型热电联产项目, 而热电联产是我国主推的集中供暖方式, 公司在该领域竞争优势明显, 我们认为该项业务未来可以保持 20% 左右的收入增长, 而毛利基本保持稳定。公司的特种锅炉业务主要包括余热锅炉和垃圾焚烧炉两项业务, 余热锅炉用于工业中高温利用, 整体市场增长在 20~30% 之间, 而垃圾焚烧炉是固体垃圾处理较好的途径, 可以解决垃圾围城的问题, 我们认为这项业务未来也可以达到 30% 左右的增长速度。
- 我们调低公司的盈利预测, 预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.70、0.88 和 1.11 元, 较我们之前的预测分别降低 0.09、0.09 和 0.16 元, 按照最新收盘价 17.89 元, 公司 2011 年、2012 年和 2013 年 PE 分别为 26、20 和 16 倍, 我们下调公司评级至审慎推荐。

图表 1：华光股份分项业务收入预测


资料来源：华鑫证券研发部

图表 2：华光股份分项业务毛利率预测

单位：%	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
循环硫化床锅炉	16.1%	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
煤粉锅炉	17.7%	20.4%	16.0%	17.0%	17.0%
特种锅炉	16.4%	13.2%	20.0%	22.0%	24.0%
电力、热力	21.7%	20.4%	16.0%	15.0%	14.0%
锅炉辅机及其他产品	16.4%	31.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其它业务	65.7%	100.0%	20.0%	30.0%	40.0%
综合毛利率	17.6%	17.0%	17.5%	17.9%	18.4%

资料来源：华鑫证券研发部

图表 3：华光股份（600475）盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	315,575	374,696	440,925	520,178
增长率	22.2%	18.7%	17.7%	18.0%
营业成本	261,774	309,142	361,937	424,226
毛利率	17.0%	17.5%	17.9%	18.4%
营业税金及附加	873	1,124	1,323	1,561
销售费用	8,331	12,365	14,110	16,646
管理费用	28,164	31,100	36,597	43,175
财务费用	2,917	2,998	3,527	4,161
期间费用率	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%
资产减值损失	428	749	882	1,040
投资净收益	1,351	1,499	1,764	2,081
公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	14,440	18,716	24,313	31,450
营业利润率	4.6%	5.0%	5.5%	6.0%
营业外收入	5,220	5,620	6,614	7,803
营业外支出	463	500	550	600
利润总额	19,197	23,737	30,276	38,552
所得税	2,420	2,991	3,815	4,858
实际负税比率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	16,777	20,746	26,462	33,695
归属于母公司所有者的净利润	14,193	17,842	22,492	28,304
增长率	20.0%	25.7%	26.1%	25.8%
净利润率	4.5%	4.8%	5.1%	5.4%
少数股东损益	2,584	2,904	3,969	5,391
摊薄每股收益(元)	0.55	0.70	0.88	1.11

资料来源：华鑫证券研发部

研究员简介

郭运堂：华鑫证券行业研究员。上海财经大学经济学硕士。

主要研究和跟踪领域：电气设备及节能环保。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>