

《规划》对环保设备公司影响有限

--华光股份近期表现点评报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件:

1、2012年5月4日，国务院发布《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》。

2、2012年5月16日，无锡华光锅炉股份有限公司与北京京西燃气热电有限公司签署了《北京西北热电中心京能燃气热电工程余热锅炉岛采购合同》，合同标的是3台套9F级立式燃气轮机余热锅炉，合同总价为2.8993亿元人民币，合同最终交货期为合同生效后10个月。

导读：本文通过市场上微观个股的反应，来检验《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》文件下发后，市场上主要生活垃圾无害化处理设施厂商的受益情况，本文将从行业发展的纵向与公司本身发展的纵向有机结合来预测公司未来的发展方向；从公司本身横向业务的比较来预测公司近几年生活垃圾无害化处理设施会达到的发展规模及受益状况，由于时间跨度长、信息不对称、企业自身规划等原因，文章很难做到以点知面，但本文尽量做到一叶知秋而不是管中窥豹可见一斑，望投资者在不足的地方加以细心考察，把握投资机会。

投资要点:

Ø **顺应时代脉搏，成功转型的环保企业：**中央从2000年发布《关于公布〈当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录〉(第一批)的通知》时，就逐步重视城市生活垃圾焚烧处理成套设备的建设，从2000年9月到2012年5月国家就环保问题下发的主要文件有7份之多，特别是“十二五”规划已将节能环保定为七大战略之首。目前，国家长期主力发展环保（生活垃圾焚烧处理成套设备）已成为板上钉钉之事，公司于2010年3月成功的转型为环保设备公司，未来公司将随国家产业的不断发展而长期不断受益。

Ø **短期爆发增长，长期稳定增长：**由于生态瓶颈制约经济发展，环保将长期发展，在运营为后设备先行的思路下，未来一段时间环保设施建设高潮中，环保设备商将受政策影

华光股份 600475

2012-05-24

评级

中性

目标价格

当前价格

12.44

基础数据

总市值(百万)	3197.44
总股本/流通股本(百万)	256/256
流通市值(百万)	3197.44
每股净资产	4.9
净资产收益率	2.01

交易数据

52 周内股价区间	11.15/16.25
11 年市盈率	24.14
11 年市净率	2.27

一年期走势图



联系人: 雷鸣

行业研究员: 穆运周

证书编号	S0820510120007
电话	021-32229888-25519
E-mail	leiming@ajzq.com

相关报告

响迎来短期爆发式增长。2012年5月发布的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中明确规定，本次《规划》范围包括全国所有设市城市、县城（港澳台地区除外），并通过以城带乡、设施共享等多种方式服务于常住人口3万人以上的建制镇。由于我国幅员辽阔人口众多并且人口增长的刚性特征，再加上城镇化快速发展，生活垃圾激增，垃圾处理能力相对不足的现状，未来环保锅炉设备将短期爆发增长，待增长过后，公司将以辅机、配件、周期更换及技术更新为稳定收入。

Ø **公司在节能环保锅炉上技术优势明显：**公司的主要产品在节能环保领域具有技术领先及占有一定市场份额的优势。

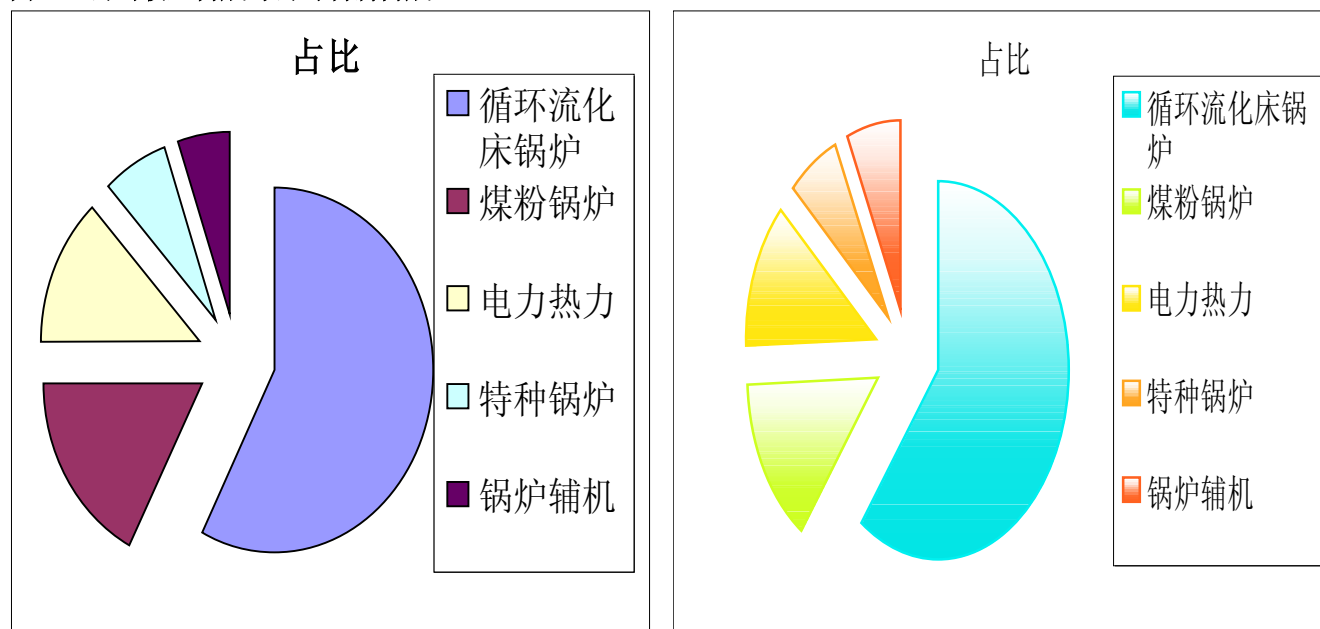
2 **垃圾焚烧锅炉：**公司在垃圾焚烧锅炉方面具有目前国内主流应用的循环流化床垃圾焚烧锅炉及国际主流的炉排炉垃圾焚烧炉。公司的循环流化床垃圾焚烧锅炉不仅占有市场份额超过 40%，而且在使用上的掺煤重量比，远远低于国家 4:1 的标准（每 4 份垃圾需掺烧 1 份煤炭）仅仅为 16:1（每 16 份垃圾需掺烧 1 份煤炭）；为达到节能减排的目的，未来不需要燃煤的炉排炉将取代循环流化床垃圾焚烧锅炉，公司是国内为数不多的具有炉排炉生产技术的厂家，而其他大多数厂家需要技术进口，公司在炉排炉技术上优势明显。公司也是唯一一个具有“循环流化床及炉排炉”技术的厂家，这样在垃圾焚烧领域，公司不仅保证了现在的市场占有率也把握了未来的发展方向，随着国家产业政策的兴起，公司在垃圾焚烧领域将受益。

2 **燃气轮机余热锅炉：**天然气作为清洁能源已经着手开始大力发展，并且余热作为一种清洁环保的废气能量符合国家节能环保的发展战略。公司的燃气轮机余热锅炉通过燃烧少量天然气或油等将烟气排放和废气中污染物进行减排处理，之后将余热回收利用，达到保护环境，余热利用的目的，是节能减排的关键设备之一。虽然现在公司在燃气轮机余热锅炉的市场占有率较低，但随着天然气的不断开发及受益于节能环保政策，近年将会有良好盈利预期。

2 **气化炉——IGCC：**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。因为 IGCC 发电凭着高效率、低排放的优势，所以 IGCC 气化炉非常符合我国节能减排发展战略，未来 IGCC 气化炉将不断挤占常规燃煤发电，从而不断受益。

Ø **公司主营业务大多顺应国家产业政策，占比越大的业务未来发展潜力越大：**公司作为一家环保企业，顺应了国家节能环保的政策，主要业务符合的产业子板块主要有垃圾焚烧无害化处理、污泥焚烧无害化处理、天然气清洁能源利用、脱硫大气烟尘治理、节能减排（用更少的煤、油、气发更多的电，减少更多的有害物排放）。从公司主营的收入构成（循环流化床锅炉56.91%、煤粉锅炉17.18%、电力热力13.01%、特种锅炉6.56%、锅炉辅机5.18%）与利润构成（循环流化床锅炉58.05%、煤粉锅炉13.97%、电力热力12.16%、特种锅炉6.19%、锅炉辅机6.4%）来看，由于循环流化床锅炉与煤粉锅炉占比近80%，所以常规发电站替换锅炉或节能政策与垃圾焚烧无害化处理政策将对公司影响较大，这两方面如果长期快速发展，公司将长期受益。

图一：公司收入构成与公司利润构成



资料来源：wind，爱建证券

Ø 公司新合同未受《规划》出台任何影响：2012年5月16日，公司与北京京西燃气热电有限公司签署了《北京西北热电中心京能燃气热电工程余热锅炉岛采购合同》，而2012年5月4日出台的规划是《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，从公司及同行业其他公司（杭钢股份）的股价与合同标的看，《规划》的影响还未显现或者《规划》效用不大，静观其变。

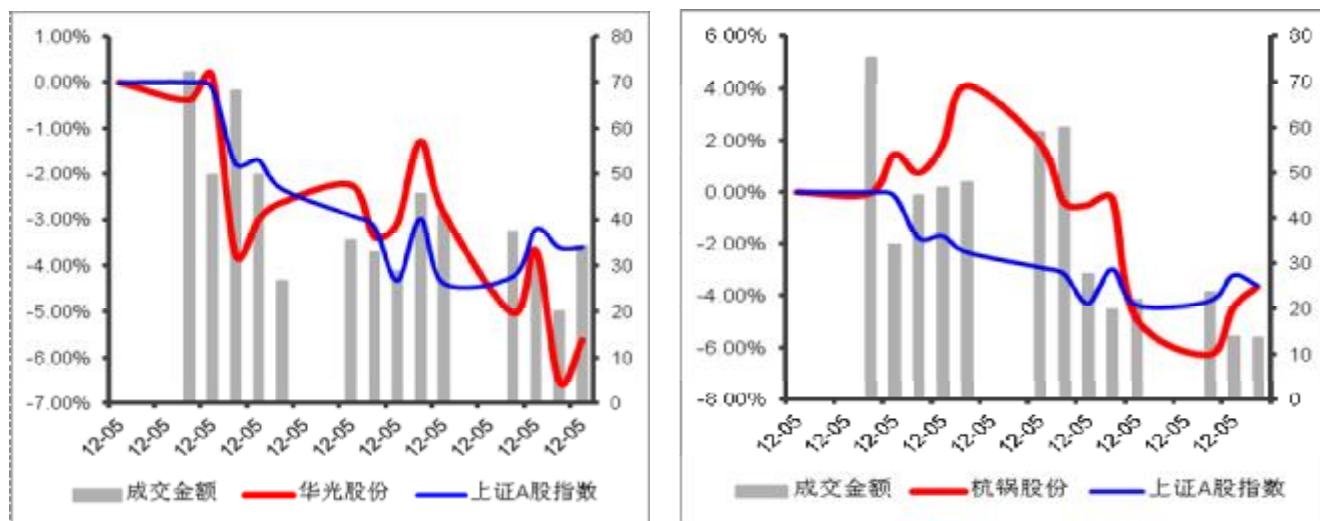
表一：华光股份与杭钢股份自《规划》下发以来的盘面主要指标变化

	600126.SH 杭钢股份 收盘价 (元)	600475.SH 华光股份 收盘价 (元)	600126.SH 杭钢股份 成交量 (股)	600475.SH 华光股份 成交量 (股)	600126.SH 杭钢股份 涨跌幅(%)	600475.SH 华光股份 涨跌幅(%)	600126.SH 杭钢股份 换手率(%)	600475.SH 华光股份 换手率(%)
2012-05-04	4.09	13.31	3672424	5455679	0.2451	2.3846	0.4377	2.1311
2012-05-07	4.06	13.26	3816335	3769810	-0.7335	-0.3757	0.4549	1.4726
2012-05-08	4.03	13.33	2004868	5073725	-0.7389	0.5279	0.239	1.9819
2012-05-09	3.96	12.81	2725568	3840500	-1.737	-3.901	0.3249	1.5002
2012-05-10	3.97	12.91	1921259	2074458	0.2525	0.7806	0.229	0.8103
2012-05-11	3.95	12.96	1417472	2721187	-0.5038	0.3873	0.169	1.063
2012-05-14	3.95	13.01	1017717	2514254	0	0.3858	0.1213	0.9821
2012-05-15	3.9	12.86	2995204	2269143	-1.2658	-1.153	0.357	0.8864
2012-05-16	3.87	12.9	1182022	3481948	-0.7692	0.311	0.1409	1.3601
2012-05-17	3.92	13.14	1914740	3133238	1.292	1.8605	0.2282	1.2239
2012-05-18	3.92	12.93	3340152	2877773	0	-1.5982	0.3981	1.1241
2012-05-21	3.89	12.64	1721255	2428850	-0.7653	-2.2428	0.2052	0.9488
2012-05-22	3.9	12.82	1722461	1565281	0.2571	1.4241	0.2053	0.6114
2012-05-23	3.86	12.44	1788936	2722304	-1.0256	-2.9641	0.2132	1.0634

资料来源：wind，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图二：自《规划》下发后华光股份与杭锅股份的趋势变化



资料来源: wind, 爱建证券

Ø **盈利预测与重要估值：**预计公司2012-2014 年净利润分别为 39.88亿元、42.5亿元、45.57亿元；折合EPS分别为 0.78元、0.85元、1.28元，对应的市盈率分别为 15.94倍、14.57倍、9.74倍。未来2-3 年公司受益于节能减排、燃机余热锅炉、污水处理和垃圾焚烧炉的需求增加，业绩会较快增长，我们给予公司“中性”评级。

表二：重要数据估值

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3675.25	3988.37	4250.23	4557.90
增长率(%)	16.46%	8.52%	6.57%	7.24%
归属母公司股东净利润	136.38	199.76	218.59	326.80
增长率(%)	-3.91%	46.47%	9.43%	49.50%
每股收益(EPS)	0.53	0.78	0.85	1.28
每股经营现金流	-1.39	4.87	-1.99	4.83
销售毛利率	15.32%	17.54%	17.45%	19.88%
销售净利率	4.26%	5.80%	5.98%	8.29%
净资产收益率(ROE)	10.77%	13.96%	13.57%	17.10%
市盈率(P/E)	24.14	15.94	14.57	9.74
市净率(P/B)	2.27	2.27	2.01	1.70

资料来源: 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

Ø 风险提示:

- 1、政策风险：政策的细则出台过慢以及地方政府落实较慢。
- 2、市场风险：市场竞争激烈。
- 3、技术风险：新技术出现，导致更新换代。
- 4、产业风险：由于产业政策的重点方向发生变化，导致公司不得不再次转型。

Ø 后记：研发报告最重要的两点，一个是逻辑，一个是数据支持。逻辑指明未来发展的方向，数据指出在有方向的前提下，未来的发展空间或者说是发展潜力，本文逻辑相对清晰，但是由于时间及调配资源的有限性，所做的数据收集及数据处理不尽人意，比如，全国有多少个3万人以上的建制镇，不同的条件下生活垃圾无害化处理设施要建设多少个，是升级改造还是新建，每个地方需要什么样的锅炉，锅炉现在的利润与价格已经是什么情况等等，未来将会通过调研、收集信息在后续的报道中给予更加明确的数据处理以支持观点、揭示公司发展潜力。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

请务必阅读正文之后的重要声明

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。