

评级：中性（维持）

电力设备

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

华光股份(600475)

——特种锅炉难以弥补传统锅炉，维持“审慎推荐”

事件：8月9日，公司公布2012上半年业绩，上半年实现收入181372万元，同比增长2.6%，实现净利润5909万元，同比增长-8.8%，对应的EPS为0.23元。

要点：

1、循环流化床下降削弱特种锅炉增长效应

公司上半年实现收入181372万元，增速为2.6%，依旧没有摆脱缓慢增长的特征。其中，循环流化床的接近20%的下降削弱了特种锅炉等其他产品的增长效应。

在公司的业务构成中，循环流化床是占比最大的业务，行业的平稳增长是公司业绩增长的基础。短期看，经济的结构调整对循环流化床带来较大影响，2012中期是09年以来的首次下降。

毛利率水平看，综合毛利率减少0.9个百分点并不过分。结合细分产品看，有两个特征决定了利润水平难以高增长。

一方面，总体毛利率水平偏低。在公司的五大类产品中，只有循环流化床超过15%，显著低于杭锅股份。另一方面，市场有较高预期的特种锅炉表现低于预期。虽然收入延续高增长，但毛利率只有6.1%，同比下降幅度超过10个百分点，使得高增长的含金量大幅下降。

图表1 公司2012上半年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
循环流化床	83458	-17.4%	15.9%	提高0.7个百分点
粉煤锅炉	27928	86.8%	14.8%	减少2.0个百分点
特种锅炉	23615	66.3%	6.1%	减少10.2个百分点
电力	28860	3.8%	12.0%	减少0.7个百分点
锅炉辅机	15139	-9.6%	14.5%	提高5.5个百分点
合计	181372	2.6%	14.1%	减少0.9个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、增发后难以彻底改变平稳特征

2012年7月6日，公司公布了定向增发4400万股的融资计划。其中，收购工程公司65%的股权是市场期待已久的项目。

资料显示，工程公司2011年净利润为5188万元，65%股权对应的权益净利润为3372万元，按照4400万股本折算的EPS为0.77元，要高于公司2011年的0.53元的业绩水平。显然，增发后的公司EPS会有所增厚，但幅度不足10%。

3、盈利预测及投资建议

我们预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.60元、0.77元和0.97元，属于平稳增长型企业。目前的11.75元对应的PE分别为19.7倍、15.3倍和12.1倍，估值不高，但弹性也不大，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表2 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、循环流化床				
收入(万元)	209187	188268	207095	227805
增长率	19.8%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	32006	30123	33135	36449
毛利率	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
二、粉煤锅炉				
收入(万元)	63147	75776	87143	100214
增长率	54.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利(万元)	7704	12124	13943	16034
毛利率	12.2%	16.0%	16.0%	16.0%
三、特种锅炉				
收入(万元)	24135	33789	43926	57103
增长率	-39.0%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利(万元)	3427	5068	6589	8566
毛利率	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
四、电力				
收入(万元)	47839	50231	52743	55380
增长率	-0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利(万元)	6697	7535	7911	8307
毛利率	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
五、其他				
收入(万元)	23217	25539	28093	30902
增长率	86.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	6269	6385	7023	7725
毛利率	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%



六、合计				
收入(万元)	367525	373603	418999	471404
增长率	16.5%	1.7%	12.2%	12.5%
毛利(万元)	56103	61235	68601	77081
毛利率	15.3%	16.4%	16.4%	16.4%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表3 盈利预测表

百万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	367525	373603	418999	471404
减：营业成本	311207	312369	350397	394323
减：营业税金及附加	1125	1144	1283	1443
减：营业费用	10669	11736	12910	14201
减：管理费用	29783	31272	32835	34477
减：财务费用	2747	2884	3029	3180
减：资产减值损失	1111	889	711	569
加：投资收益	1988	2186	2405	2645
营业利润	12870	15496	20238	25856
二、利润总额				
加：营业外收支	4534	4988	5487	6035
利润总额	17404	20484	25725	31891
三、净利润				
减：所得税	1757	3073	3859	4784
净利润	15647	17411	21866	27108
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	2009	2109	2214	2325
归属母公司净利润	13638	15302	19652	24782
总股本（万）				25600
EPS(元)	0.53	0.60	0.77	0.97

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、风险提示：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业增长的不确定性。





免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135