

## 公司研究

## 调研简报

首次评级：短期\_推荐，长期\_A

**循环流化床锅炉为基石，垃圾焚烧锅炉成引擎**

——华光股份(600475)调研简报

**核心观点**

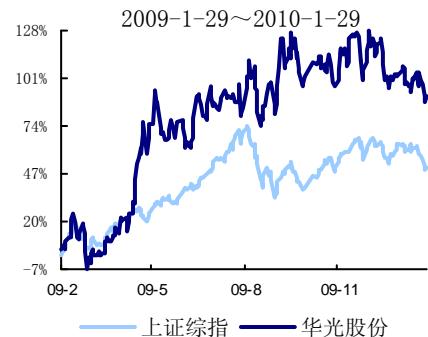
**公司业务战略契合循环经济与低碳技术发展趋势。**公司是我国中小型电站锅炉与工业锅炉龙头，在我国“上大压小”政策调整火电结构及电力供应缓解趋势下，公司业务发展战略调整为循环流化床锅炉（CFB）、燃气轮机余热锅炉、垃圾焚烧锅炉及整体煤气化联合循环（IGCC）气化炉等四个重点方向。我们认为，在我国大力扶持发展循环经济及低碳技术的红利政策下，公司发展前景值得看好。

**循环流化床锅炉为公司未来几年业绩稳定器，30万千瓦级以上锅炉订单期待突破。**目前公司收入占比约50%的循环流化床锅炉，主要应用于城市的热电联产（大型燃煤电站不会直接挤压该市场），在我国城镇化加速发展及公司海外订单带动下，预计该业务未来几年仍有望保持稳定增长。此外，公司已具备30万千瓦CFB生产能力（目前由三大动力集团垄断），现正在积极争取订单突破，一旦收获订单，将提升公司在该业务的营收与盈利能力（30万千瓦的CFB设备售价1.4亿元/台，远高于20万千瓦CFB的1亿元/台的售价，且毛利率一般高出2个百分点）。

**垃圾焚烧锅炉将成为公司业绩增长主要引擎。**与填埋或高温堆肥不同，垃圾焚烧发电是处理我国城市年产生量4亿吨以上生活垃圾最经济环保的方式。在我国加强生态工程建设规划下，目前国内待审批和待建的垃圾发电项目已达120个以上，相应需求垃圾焚烧炉在240套以上，据此测算，未来几年国内垃圾焚烧炉市场需求在30亿元左右。并且，在以炉排焚烧炉为未来重点发展趋势下（国际上炉排焚烧炉占有70%的垃圾焚烧炉市场，而我国为50%），公司通过引进日立炉排炉技术，成为国内唯一一家掌握该项技术的厂商，已与日立合作建设无锡锡东项目并提供2套炉排炉设备（2010年上半年有望交付投产）；公司将以此作为示范样板工程开拓市场，公司凭借价格较国际同行低25%的显著优势，预计该业务有望迎来爆发式增长。09年公司垃圾焚烧炉产品已签订单3

**财务数据与估值**

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	2779	3042	3522	4422
同比增速(%)	5.52%	9.45%	15.79%	25.53%
净利润(百万)	103	141	168	250
同比增速(%)	-40.13%	37.19%	19.09%	49.47%
EPS(元)	0.40	0.55	0.65	0.98
P/E	43	31	26	17

**股价走势图****基础数据**

总股本(万股)	25600.00
流通A股(万股)	25600.00
52周内股价区间(元)	8.05-21.55
总市值(亿元)	43.65
总资产(亿元)	46.93
每股净资产(元)	3.69
目标价	6个月 20.00 12个月 25.00

**相关报告****研究员：肖世俊**

电话：010-84183131

Email：xiaoshijun@guodu.com

**联系人：周红军**

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

**独立性申明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

亿元（2010年确认大部分收入），较历史平均订单额5000万剧增6倍；2010年预计新增订单4亿元；预计未来几年公司该业务年均增速高达50%以上，将成为公司业绩增长主要引擎。

**燃气轮机余热锅炉年内新增订单目标3亿元，争取扭转09年订单的大幅下滑。**由于我国天然气资源缺乏，国内新建天然气发电项目不多，前几年公司年均订单约1.5亿元，09年受金融危机影响大幅下滑至5000万元左右；然而，公司作为占据国内燃气余热锅炉约20%市场份额前三强（杭州锅炉厂占50%以上），且在09年通过引进比利时CMI卧式余热锅炉（运行较立式锅炉更为稳定），随着国家对高能耗高排放工业领域节能减排强制改造实施下，我们预计公司有望在化工、冶金等领域大型燃气余热锅炉实现新的增长点。2010年新增订单目标在3亿元左右，预计未来几年公司该业务有望保持10%以上的增长。

**IGCC气化炉业务短期受政策影响存在不确定性，公司争取在2010年上半年斩获煤化工IGCC设备订单。**目前IGCC发电效率一般可达46%-48%，比超临界以上的大中型发电站高2-3个百分点，我们认为以数倍的造价去实现碳减排，从经济效益角度考虑当前不会成为我国重点鼓励发展的低碳技术。09年底国家将ICGG煤化工列为产能过剩行业，严格控制新建项目。然而，随着国产化技术与设备比重的提高，造价得到有效降低后的IGCC项目预计仍有望迎来广阔的发展空间。09年9月，公司与东方锅炉、海陆重工一并成为壳牌煤气化技术关键设备气化炉与合成气冷却器内件的授权制造商，并与中国神华集团煤制油公司联合开展洁净煤技术研究与开发，公司争取在2010年一季度斩获煤化工IGCC气化炉订单，年内争取2台价值2亿元的气化炉订单。

**公司重型压力容器车间技改项目已启动，预计2010年6月初完工投产。**公司已开始动工建设重型压力容器车间技改项目，主要用于生产大型CFB、炉排炉、IGCC气化炉，设计的行车吊装能力在300吨以上，预计月初完工投产，届时可满足公司产品结构调整需要，保证公司订单的顺利生产交付。

**首次给予公司“推荐\_A”的投资评级。**我们预计公司2009-2011年营业收入、净利润年均复合增速分别为20.56%、33.42%，对应每股收益预计分别为0.55元、0.65元、0.98元，首次给予公司“推荐\_A”的投资评级。提示上游中厚钢板及钢管等主要原材料价格变化对公司盈利能力波动的风险。

图表 1：华光股份（600475）主营业务收入与盈利能力预测假定

业务	项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
循环流化床	营业收入	118,424	137,796	144,686	159,154	175,070
	YOY		16.36%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	16.13%	16.27%	16.25%	16.60%	16.50%
	营业成本	99,322	115,377	121,174	132,735	146,183
	营业收入	31,057	42,872	68,595	99,463	149,195
	YOY		38.04%	60.00%	45.00%	50.00%
特种锅炉	毛利率	24.88%	21.74%	22.00%	22.40%	22.25%
	营业成本	23,330	33,552	53,504	77,183	115,999
	营业收入	61,040	35,812	26,859	22,830	20,547
粉煤锅炉	YOY		-41.33%	-25.00%	-15.00%	-10.00%
	毛利率	23.14%	23.23%	23.05%	23.00%	23.00%
	营业成本	46,915	27,493	20,668	17,579	15,821
IGCC设备	营业收入				20,000	
	毛利率				28.00%	
	营业成本				11,391	
电力、热力	营业收入	36,154	43,798	52,558	60,441	66,485
	YOY		21.14%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	19.76%	12.16%	20.00%	18.00%	18.00%
其他业务	营业成本	29,010	38,472	42,046	49,562	54,518
	营业收入	13,295	10,455	11,501	10,350	10,868
	YOY		-21.36%	10.00%	-10.00%	5.00%
其他业务	毛利率	16.63%	32.37%	17.00%	16.50%	16.50%
	营业成本	11084	7071	9,545	8,643	9,075
	营业收入	259,970	270,733	304,198	352,239	442,165
合计	YOY		4.14%	12.36%	15.79%	25.53%
	毛利率	19.35%	18.01%	18.82%	18.89%	20.17%
	营业成本	209,662	221,964	246,938	285,702	352,987

资料来源：公司报表、国都证券

图表 2：华光股份（600475）盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业收入</b>	<b>248,783</b>	<b>263,395</b>	<b>277,937</b>	<b>304,198</b>	<b>352,239</b>	<b>442,165</b>
YOY%	/	5.87%	5.52%	9.45%	15.79%	25.53%
减：营业成本	199,175	211,721	227,462	246,938	285,702	352,987
<b>毛利率</b>	<b>19.94%</b>	<b>19.62%</b>	<b>18.16%</b>	<b>18.82%</b>	<b>18.89%</b>	<b>20.17%</b>
营业税金及附加	268	951	628	913	1,233	1,548
销售费用	6,016	8,808	11,014	9,643	11,390	14,726
管理费用	21,772	23,819	23,015	24,811	28,443	34,990
财务费用	875	2,715	4,165	4,331	5,416	7,138
期间费用率（%）	11.52%	13.42%	13.74%	12.75%	12.85%	12.86%
资产减值损失	3,740	1,022	1,170	500	0	0
加：公允价值变动收益	9,376	39	-81	0	0	0
投资收益	1,798	6,255	889	900	500	500
<b>二、营业利润</b>	<b>28,112</b>	<b>20,653</b>	<b>11,292</b>	<b>17,962</b>	<b>20,557</b>	<b>31,276</b>
YOY%	/	-26.53%	-45.33%	59.07%	14.45%	52.14%
加：营业外收入	118	2,857	1,043	2,400	1,000	1,000
减：营业外支出	834	911	922	1,000	500	500
<b>三、利润总额</b>	<b>27,396</b>	<b>22,599</b>	<b>11,412</b>	<b>19,362</b>	<b>21,057</b>	<b>31,776</b>
减：所得税	2,850	4,211	1,929	3,292	2,948	5,243
<b>四、净利润</b>	<b>24,546</b>	<b>18,388</b>	<b>9,483</b>	<b>16,070</b>	<b>18,109</b>	<b>26,533</b>
归属于母公司的净利润	22,932	17,131	10,256	14,070	16,757	25,047
YOY(%)	/		-40.13%	37.19%	19.09%	49.47%
少数股东损益	1,614	1,257	-773	2,000	1,352	1,486
净利率（%）	9.87%	6.98%	3.41%	5.28%	5.14%	6.00%
<b>总股本（万股）</b>	<b>25,600</b>	<b>25,600</b>	<b>25,600</b>	<b>25,600</b>	<b>25,600</b>	<b>25,600</b>
<b>五、每股收益(元)</b>	<b>0.90</b>	<b>0.67</b>	<b>0.40</b>	<b>0.55</b>	<b>0.65</b>	<b>0.98</b>

资料来源：公司报表、国都证券

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			