

## 华光股份(600475.SH) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130210010309

(8621)61038263

zhaoqm@gjzq.com.cn

## 涉足脱硝领域，增加环保布点

事件: 公告对外投资电厂脱硝项目

- 3月18日,公司公告:设立无锡华光科技股份有限公司,注册资本2000万元,主要从事电厂脱硝项目的设计、以及脱硝催化剂的生产和销售。公司现金出资700万元,占新设立公司股本的35%,为第一大股东。

## 我们的点评与分析

- 公司进入脱硝领域的时机精准。脱硝政策逐渐明朗,在短期内有望出台最终政策,将开启电站脱硝市场。
  - 2011年1月,在火电厂大气污染物排放标准(征求意见稿2)中,将氮氧化物排放标准由第一稿中的200-400mg/m<sup>3</sup>提高到100-200mg/m<sup>3</sup>。

图表1: 脱硝政策逐渐明朗, 排放标准逐步提高

文件	出台政府部门	颁布时间	内容概述
2009-2010年全国污染防治工作要点	环保部	2009年3月	全面开展氮氧化物污染防治,以火电为重点,2015年底前现役机组全部完成脱硝改造
火电厂氮氧化物防治技术政策(征求意见稿)	环保部	2009年6月	明确了我国火电厂氮氧化物防治的必要性,对相关减排技术进行了比较分析,提出了控制技术的选择原则
火电厂烟气脱硝工程技术规范,选择性催化还原(征求意见稿)	环保部	2009年6月	规定了选择性催化剂还原法烟气脱硝工程的设计、施工、安装、调试、验收和运行维护等技术规范
火电厂大气污染排放标准	环保部、质检局	2009年7月	新标准分三个时段,对不同时期的火电厂建设项目分别规定排放控制要求
讲话	环保部副部长张力军	2010年6月	氮氧化物将作为约束性指标纳入区域总量控制范畴;他同时强调“十二五”期间,重点区域内火电厂要全部完成脱硝工作
关于推进大气污染防治工作改善区域空气质量的指导意见	环境保护部、发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、交通运输部、商务部、能源局	2010年6月	我国大气污染治理将进入以“区域联防联控”为根本思路的治理新阶段。环保部等部门将以三大地区、四大污染物、六大行业为治理重点,出台一系列新政
火电厂大气污染物排放标准(二次征求意见稿)	环保部	2011年1月	自2012年1月1日开始,所有新建火电机组NO <sub>x</sub> 排放量达到100mg/m <sup>3</sup> 。自2014年1月1日起,重点地区所有火电投运机组NO <sub>x</sub> 排放量低于100mg/m <sup>3</sup> ,而非重点地区2003年以前投产的机组低于200mg/m <sup>3</sup>

来源: 国金证券研究所

- 江苏、广东等省市已提前明确脱硝政策,一般要求在2014年前完成相关的设备改造,我们认为这将是国家和各级政府的一致要求。
- 一般5月份是火电厂的大修时段,我们预计在此之前脱硝政策将要出台;政策明确后相关电力企业将进入对脱硝设备的需求高峰期。

- 排放标准的提高使得催化剂成为脱硝产业最大受益者。
  - ◆ 仅凭前端脱硝技术难以达到新标准，构成对 SCR 技术的利好。国内与 SCR 技术竞争的主要还是炉内脱硝的低氮燃烧技术，以其中技术最先进的龙源技术为例，对于优质烟煤能将 NOx 排放降到 150mg 以下，褐煤能降低到 200mg 以下，无法完全满足最新的排放标准，大部分用户需要加装 SCR 脱硝装置。
  - ◆ SCR 系统中最关键部件是催化剂，其成本通常占脱硝装置总投资的 30%-40%，并且催化剂属于易耗品，在长期使用中会失效，需要定期更换，这有助于形成稳定的催化剂市场。
- 公司受益于广泛的客户基础，在市场开拓方面掌握先机。
  - ◆ 公司大股东国联集团下属 4 个热电厂（友联热电、益多环保热电、双河尖电厂和惠联热电），装机容量 133MW，虽然改造需求不大，但作为改造示范项目平台意义重大。
  - ◆ 公司脱硝产品的目标客户以购买过华光锅炉的客户为主，多为中小型电厂及热电联产企业，与五大电力集团错位竞争，因此不会与九龙电力等系统内脱硝公司产生正面竞争。

**图表2：国内火力发电厂脱硝催化剂需求分析**

投资人	09年底装机容量 及催化剂总需求量		现有脱硝装置		未安装脱硝装置	
	装机容量(kw)	催化剂	装机容量(kw)	催化剂	装机容量(kw)	催化剂
		(m <sup>3</sup> )		(m <sup>3</sup> )		(m <sup>3</sup> )
国电集团	9000万	90000	1200万	12000	7800万	78000
华电集团	8500万	85000	800万	8000	7700万	77000
中电投集团	7000万	70000	600万	6000	6400万	64000
大唐集团	13000万	130000	1000万	10000	12000万	120000
华能集团	13000万	130000	1000万	10000	12000万	120000
国华电力	3000万	30000	500万	5000	2500万	25000
华润电力	1200万	12000	300万	3000	900万	9000
地方投资电厂	7000万	70000	400万	4000	6600万	66000
大型企业自备电厂	4500万	40000	300万	3000	4200万	42000
	65700万	65.7万	6100万	6.1万	6.01亿	60.1万

来源：国金证券研究所

**图表3：国内脱硝催化剂供给分析**

公司	采用技术	类型	规划年产能(立方米)	实际年产能(立方米)
东方凯特瑞	KWH	蜂窝式	15,000	15,000
龙源环保	日本触媒化成	蜂窝式	8,000	8,000
远达环保	道康宁	蜂窝式	10,000	10,000
大拇指环保	日本触媒化成	蜂窝式	6,000	6,000
瑞基	日本技术	蜂窝+板式	25,000	25,000
青岛华拓	SK能源	蜂窝式	15,000	0
晶锐瓷业	自主	蜂窝式	10,000	未知
泛亚环保	德国技术	蜂窝式	15,000	0
中天环保	巴斯夫	蜂窝式	18,000	6,000
合计			122,000	

来源：国金证券研究所

- ◆ 公司预计以往销售且有脱硝改造需求的锅炉数量约为 5000-6000 台，按照 20MW 容量计算，约为 100,000MW 的改造需求。根据催化剂需求 0.9m<sup>3</sup>/kw，4 万元/m<sup>3</sup> 的价格计算，**公司现有客户脱硝改造市场容量约为 36 亿元**。
- ◆ **公司一期规划产能为 3000 吨，目前已开始厂房建设，预计年内 7 月份可投产。**
- ◆ 公司本次合资的股东之一是宜兴王子环保科技有限公司，此公司出产目前国内最先进的蜂窝陶瓷载体，年供货能力达 400 万升，可以预计本次公司生产的是应用最为广泛的蜂窝式催化剂（催化剂市场占比 80%），且产能有提升的空间。

- 除了 2013 年以前脱硝改造的需求，未来已运营脱硝工程催化剂更换需求也不可小觑；但这一市场要在 4-5 年后开始放量，届时将给公司提供稳定的催化剂更换需求。
  - ◆ 火电 SCR 脱硝催化剂通常采用“2+1”的安装方式，即先安装 2 层催化剂，大约 3 年后，再加装第 3 层；3 层一起使用大概 4-5 年后，开始更换第一层，以后每 2-3 年更换一层。
  - ◆ 通常催化剂化学寿命在 24,000h 左右，按机组每年利用小时数在 5000-6000h 计算，其寿命为 4~5 年；在设计寿命后期，随着脱硝效率的下降，需要进行催化剂的部分或整体更换。
- 3 月 18 日，华光股份收盘价为 26.78 元，这一估值相当于 29x11PE，考虑到行业与公司发展前景和公司不断开拓新的利润点的努力，我们认为目前股价未能充分反映公司的成长性，继续建议买入。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-15	买入	27.56	36.84 ~ 37.05

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8792  
传真: (8610)-61038200  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100032  
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-33089915  
传真: (86755)-61038200  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室