

买入 维持

华光股份（600475）

2009 年 6 月 24 日

引进炉排技术，奠定江湖地位

电力设备行业首席分析师：詹文辉

zhanwh@htsec.com

021-23219412

电力设备行业助理分析师：张浩

zhangh@htsec.com

021-23219383

引进炉排技术，奠定垃圾焚烧锅炉江湖地位。华光股份今日公告：公司近日与日本日立造船株式会社签署了技术转让协议，本次转让的是采用L型炉排的城市垃圾炉排焚烧技术，包含从垃圾进料系统到锅炉出口的所有燃烧系统主要部件和相关设备的技术，包括但不限于炉排系统、给水系统、自动燃烧控制系统和锅炉的技术，技术转让费用为130万美元（税后）。本次技术转让后，我公司将成为国内在垃圾焚烧技术方面同时具备炉排炉和循环流化床垃圾炉制造能力的企业，这有利于提升公司在垃圾发电市场的竞争力，从而扩大市场份额。

我们认为本次公告引进的日本日立炉排技术，奠定了华光锅炉垃圾焚烧炉技术在国内的重要地位。垃圾焚烧发电根据焚烧炉不同的技术，主要分为循环流化床焚烧炉和炉排焚烧炉两种技术。循环流化床焚烧炉的设备投资小，主要适用于垃圾热值比较低、酸度和水分比较大的垃圾处理，但其对垃圾进料要求高，飞灰产生量大，环境标准难以控制，以及设备连续运行能力和使用年限等方面的问题，在垃圾处理能力和环境影响等方面不如炉排炉。炉排炉技术直接对垃圾进行焚烧，对垃圾质量和成分的要求较低，前处理简单，飞灰量少，技术成熟，是发达国家目前采用的主要技术，目前国内的尚无炉排炉设备生产技术，全部依赖进口，设备投资是循环流化床设备的3倍左右。

华光锅炉原有的循环硫化床焚烧炉技术已经成熟，2008年生产的循环流化床焚烧炉即有6台，在国内重点的垃圾发电厂设备中具有较高的市场占有率。本次引进炉排技术后，公司拥有两种垃圾焚烧炉技术，公司的炉排技术实际上已经应用于北京奥运配套项目的垃圾发电厂内，本次技术引进主要是明确知识产权，这样公司同时拥有两种垃圾焚烧炉技术，具有一定的技术领先优势和市场品牌优势，我们预计随着国内垃圾发电项目的大量上马，公司垃圾焚烧炉市场可能会随着国家政策的推进快速打开，公司未来垃圾焚烧炉市场的份额可达1/3以上。

公司是江苏省新能源规划中特别提出的重点公司。江苏省5月下发的新能源产业规划中明确提出全省目标为：产业结构进一步优化。加快建设一批拥有自主知识产权和知名品牌、核心竞争力强、主业突出、行业领先的大企业（集团）。培育1家销售收入超500亿元、5家超100亿元、20家超50亿元的企业（集团）；骨干企业国际竞争力显著增强，自主品牌产品出口份额进一步扩大；形成一批在全国具有特色和影响力的产业聚集区，建设10个省级新能源高技术特色产业基地。

同时规划中的重点项目中明确提出：无锡华光锅炉、太湖锅炉、永林油脂化工、清江生物能源和强林生物能源有限公司等企业的秸秆直燃锅炉、生物质循环流化床气化炉及系统和生物质能源的研发与产业化项目。

我们认为作为江苏省中重点发展上市公司，公司目前的市值和营收规模都有较大的发展空间。公司目前产业正沿着特种锅炉的方向不断延伸发展，未来可望带动公司在各领域有较快发展，对此我们拭目以待。

业绩预测与投资建议。我们根据公司目前的实际情况对2009-2011年公司的盈利作中性预测，预计2009-2011年的EPS分别为0.55、0.74元和0.96元，目前公司的动态市盈率为30倍左右。我们认为公司作为经营稳健的锅炉制造商，一直以来受制于火电设备周期下降的预期而被市场给予低估值。然而我们清楚地看到公司的产业正积极往垃圾焚烧发电、余热锅炉及循环流化床气化炉等产业延伸，而这些产业是一个地地道道的环保节能新能源产业，目前受到省政府的高度重视，产业发展前景清晰明确。我们参照2010年30倍的动态市盈率，给予公司22元的中期目标价，维持公司“买入”的投资评级。

表1 华光股份主营业务盈利预测假设（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入					
循环流化床	118424	137796	130906	130906	137451
粉煤锅炉	61040	35812	25069	20055	18049
特种锅炉	31057	42872	60020	96033	144049
水处理设备	7876	3571	3571	3571	3571
电力、热力	36154	43798	52557	63069	75683
锅炉辅机及其他产品	5419	6884	7573	8330	9163
合计	259970	270733	279696	321963	387966
主营收入增长率					
循环流化床		16.36%	-5.00%	0.00%	5.00%
粉煤锅炉		-41.33%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
特种锅炉		38.04%	40.00%	60.00%	50.00%
水处理设备		-54.66%	0.00%	0.00%	0.00%
电力、热力		21.14%	20.00%	20.00%	20.00%
锅炉辅机及其他产品		27.04%	10.00%	10.00%	10.00%
合计		4.14%	3.31%	15.11%	20.50%
主营成本					
循环流化床	99326	115376	109306	108652	114084
粉煤锅炉	46918	27493	19303	15442	13898
特种锅炉	23329	33551	46216	73945	110918
水处理设备	6798	3220	3221	3221	3221
电力、热力	29010	38474	42571	51086	61303
锅炉辅机及其他产品	4286	3851	5679	6247	6872
合计	209667	221965	226297	258594	310296
主营利润率					
循环流化床	16.13%	16.27%	16.50%	17.00%	17.00%
粉煤锅炉	23.14%	23.23%	23.00%	23.00%	23.00%
特种锅炉	24.88%	21.74%	23.00%	23.00%	23.00%
水处理设备	13.68%	9.84%	9.80%	9.80%	9.80%
电力、热力	19.76%	12.15%	19.00%	19.00%	19.00%
锅炉辅机及其他产品	20.91%	44.06%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	19.35%	18.01%	19.09%	19.68%	20.02%
其他收入	3425	7204	10806	16209	24314
其他成本	2054	5496	8244	12366	18550

资料来源：海通证券研究所

表 2 华光股份损益表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	248783	263395	277937	290502	338172	412280
增长率 (%)	23.94%	5.87%	5.52%	4.52%	16.41%	21.91%
营业成本	199175	211721	227462	234541	270960	328846
毛利率 (%)	19.94%	19.62%	18.16%	19.26%	19.88%	20.24%
营业税金及附加	268	951	628	657	764	932
销售费用	6016	8808	11014	11330	13189	16079
销售费用率 (%)	2.42%	3.34%	3.96%	3.90%	3.90%	3.90%
管理费用	21772	23819	23015	24693	28745	35044
管理费用率 (%)	8.75%	9.04%	8.28%	8.50%	8.50%	8.50%
财务费用	0	2715	4165	3217	2519	2466
资产减值损失	3740	1022	1170	0	0	0
期间费用	31527	36365	39363	39239	44453	53589
期间费用率 (%)	12.67%	13.81%	14.16%	13.51%	13.14%	13.00%
公允价值变动净收益	9376	39	-81	0	0	0
投资净收益	1798	6255	889	1089	1289	1489
营业利润	28986	20653	11292	17153	23284	30402
EBIT	17813	17074	14649	19282	24515	31379
增长率 (%)	50.51%	-4.15%	-14.20%	31.63%	27.14%	28.00%
EBIT margin	7.16%	6.48%	5.27%	6.64%	7.25%	7.61%
营业外收入	118	2857	1043	0	0	0
营业外支出	834	911	922	0	0	0
利润总额	28271	22599	11412	17153	23284	30402
增长率 (%)	114.75%	-20.06%	-49.50%	50.31%	35.74%	30.57%
所得税	2850	4211	1929	2916	3958	5168
所得税率 (%)	10.08%	18.63%	16.91%	17.00%	17.00%	17.00%
净利润	25421	18388	9483	14237	19326	25233
少数股东损益	1614	1257	-773	274	419	547
归属于母公司所有者净利润	23807	17131	10256	13963	18906	24686
总股本（万股）	25600	25600	25600	25600	25600	25600
基本 EPS（元）	0.93	0.67	0.40	0.55	0.74	0.96

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、银星能源、华光股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。