

电源设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

华光股份

600475

中性

符合节能环保产业政策，后续增长值得期待

7 月 21 日我们调研了华光股份，与公司高管对于公司业务情况作了交流。

投资要点：

- **主要产品 CFB 锅炉受益国家节能环保政策，行业需求增长。**循环硫化床(CFB)锅炉占 08 年营业收入的 50%，我们判断未来 CFB 锅炉依然是公司的主要业务。由于国内新增火电装机规模的减少，且公司主要产品集中在 200MW 以下产品，不可避免的会受到行业增速放缓的影响。不过考虑到循环流化床锅炉作为一种高效、低污染的新型锅炉，符合行业发展趋势，而公司正在加大大型 CFB 锅炉市场的开拓，因此公司 CFB 锅炉业务可以保持稳定增长。
- **垃圾焚烧锅炉的爆发性增长构成未来增长点。**华光股份目前掌握循环流化床焚烧炉和炉排焚烧炉两种技术。发达国家目前采用的主要技术为炉排技术，占 70% 的份额。国内的炉排炉设备生产技术相对发展较慢，目前大部分依赖进口。公司从日立造船引进炉排技术，目前启动建设的锡东垃圾电厂采用这一技术。据各省发改委待审批项目不完全统计，未来三年内国内待审批和待建的垃圾发电项目多达 120 个以上，每个垃圾发电项目需要炉排焚烧炉 2 台，按照炉排焚烧炉日处理能力 500t/日的单台售价 2500 万元测算，则未来三年垃圾焚烧炉的市场容量在 60 亿元左右，空间巨大。09 年是国内垃圾焚烧炉的启动之年，预计公司可以销售 8 台垃圾炉，销售收入达到 2 个亿，较 08 年增长 100%。而且今年公司推出的炉排焚烧炉的毛利率高达 25% 左右，较以前的主要产品循环流化床焚烧炉 19-20% 的毛利率有明显的提升。
- **其他锅炉产品依然具备优势。**公司余热锅炉出口较多，出口价格相对较高，毛利率比国内产品大概高出 4-5 个点；秸秆直燃锅炉由于政策推广力度较大，近几年订单较多，未来公司的竞争优势体现在市场先入优势，市场业绩方面。
- **投资建议：短期维持“中性”评级，公司在 IGCC 领域的进展将可能带来未来股价上涨催化剂。**我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.57、0.75、0.96 元，我们认为未来三年公司依然能够保持 30% 的复合增长率，目前价格相对合理，暂维持“中性”评级。另外我们需要指出的是，市场对于公司在 IGCC 领域的进展相当期待。年初壳牌公司对公司进行了考察，公司也在积极跟进参与技术引进合作。如果合作成功，气化炉可以达到 2000t/日处理能力，单台售价 1 个亿，将对公司业绩提升相当明显。因此我们认为，在公司目前股价相对安全的条件下，公司在 IGCC 领域的进展将可能带来未来股价上涨催化剂。

6-12 个月目标价： -

当前股价： 17.21 元

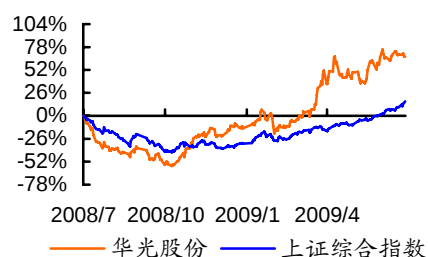
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3372.60
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	256
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.39
每股净资产(元)	4.27
资产负债率	76.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华光股份	4.75	12.10	97.61
上证综合指数	15.41	37.74	69.42



相关报告

《华光股份-节能环保型锅炉行业龙头-中性》2009.04.23

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2779	3104	3596	4202
同比(%)	6%	12%	16%	17%
归属母公司净利润(百万元)	103	145	192	246
同比(%)	-40%	42%	32%	28%
毛利率(%)	18.2%	18.8%	19.2%	19.5%
ROE(%)	10.9%	13.3%	15.0%	16.1%
每股收益(元)	0.40	0.57	0.75	0.96
P/E	27.53	19.44	14.72	11.50
P/B	2.99	2.59	2.20	1.85
EV/EBITDA	11	9	8	7

资料来源：中投证券研究所

收入占比过半的主要产品 CFB 锅炉增长稳定

华光股份主营锅炉产品的生产和销售，具有年产 30000 蒸吨锅炉和 5000 吨水处理设备的制造能力。公司主要产品有电站锅炉、工业锅炉、燃气轮机余热锅炉(HRSG)、垃圾焚烧锅炉、生物质能锅炉、烟气脱硫及净化设备等，目前以电站锅炉为主，包括循环硫化床(CFB)锅炉和煤粉锅炉，已能制造 10-30 万千瓦机组的锅炉产品，并全力挺进大型电站锅炉市场。其中 CFB 锅炉的市场占有率在 40% 以上。

表 1 华光股份业务结构

单位(百万元)	07 年营业收入	收入结构占比	08 年营业收入	收入结构占比
循环流化床(CFB)锅炉	1,184.24	45%	1,377.96	50%
煤粉锅炉	610.40	23%	358.12	13%
特种锅炉	310.57	12%	428.72	15%
水处理设备	78.76	3%	35.71	1%
电力、热力	361.54	14%	437.98	16%
锅炉辅机及其他产品	54.19	2%	68.84	2%
其他业务收入	34.25	1%	72.04	3%
合计	2,633.95	100%	2,779.37	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从公司业务构成来看，循环硫化床锅炉占 08 年营业收入的 50%，我们判断未来 CFB 锅炉依然是公司的主要业务。

CFB 锅炉技术是一种新型的高效低污染清洁的燃烧技术，有一个非常显著的特性就是物料循环，按照物料粒径大小的不同，在布风板上部一次风的作用下形成流化。其主要特性是燃烧性大，燃烧工况稳定性好，燃料质量的变化反映到运行参数变化上所需时间长，同时由于其炉内物料储备量大，能够适应更广泛的燃料范围，更有利于燃料保持均匀燃烧速度，同时也有利于炉膛受热面的均匀吸热，其中 850~950 度的温度场，可以较好地抑制 NO_x 生成和防止脱硫反应中的逆化反应，可大大减少 SO₂ 和 NO_x 的排放量。

目前公司的 CFB 锅炉产品结构中，以 50-150MW 机组级别产品居多，占到 50% 以上。而公司的优势也集中在 150MW 机组，市场占有率达到 30-40%。目前公司加大大型机组的研发设计，已经具备根据引进技术，按照工程特点，自行设计燃用不同燃料的 300MW CFB 锅炉的能力。

订单方面，目前公司订单基本为 200MW 以下产品的订单，国内市场 300MW 机组级别仍然为三大锅炉厂垄断（哈锅、上锅、东方），公司在这一等级目前未有订单。长期来看开拓大型循环流化床电站锅炉市场是公司的长期发展方向。产品价格来看，150MW 机组价格在 8000 万-1.2 亿元/台，100MW 机组价格在 5000 万元/台。公司加大海外市场的拓展，包括非洲、东南亚等地，预计 09 年公司海外市场订单可达到 30%，可以保持公司循环流化床锅炉的销量稳定增长。而且海外销售价格较高，有利于提升公司产品的毛利率水平。

毛利率方面，华光股份的 CFB 锅炉的毛利率相对稳定，近两年一直保持在 16% 左右。原材料基本国内采购，大口径管、进口阀门则海外采购。原材料供应商基本固定。公司的生产模式是根据订单生产，对下游有一定的议价能力。

我们判断，由于国内新增火电装机规模的减少，且公司主要产品集中在 200MW 以下产品，不可避免的会受到行业增速放缓的影响。不过考虑到循环流化床锅炉作为一种高效、低污染的新型锅炉，符合行业发展趋势，而公司正在加大大型 CFB 锅炉市场的开拓，因此公司 CFB 锅炉业务可以保持稳定增长。不过前期大型锅炉销售的利润率会较低，大型锅炉销售的开拓期对公司业绩的提升作用不会明显。

垃圾焚烧锅炉的爆发性增长构成未来增长点

华光股份的特种锅炉包括燃气轮机余热锅炉、垃圾焚烧锅炉、秸秆直燃锅炉等。公司看好未来节能环保型产品的细分市场发展空间，通过自主开发、与国内外厂商及科研院所的合作、技术引进等方式，公司开发出了一系列能源清洁燃烧和绿色产品。其中垃圾焚烧锅炉在未来几年将会迎来爆发式增长。

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。在设备连续运行能力、使用年限、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，发达国家目前采用的主要技术为炉排技术，炉排技术占 70% 的份额。国内的炉排炉设备生产技术相对发展较慢，目前大部分依赖进口。

华光股份目前掌握两种技术。循环流化床焚烧炉方面，公司与中国科学院工程热物理所合作设计制造的 35t/h-75t/h 煤与垃圾混烧的循环流化床焚烧锅炉，单台日处理垃圾量 100t/d-500t/d，适合国内大中小城市的垃圾处理。目前公司在循环流化床垃圾焚烧锅炉方面处于国内领先地位。公司前期销售的垃圾炉均是循环流化床技术，包括无锡的惠联、益多垃圾发电站。循环流化床技术根据热值比进行掺煤燃烧。惠联的循环流化床焚烧锅炉掺煤热值比为 4: 1。惠联垃圾热电工程建设规模日处理城市生活垃圾 1200 吨，安装 3 台 400t/d 循环流化床垃圾焚烧锅炉和 2 台 12MW 汽轮发电机组。规划年处理垃圾量 39.9 万吨，年上网电量 1.06 亿度，年供汽量 78.2 万吨。

炉排焚烧炉方面，公司从日立造船引进炉排技术，目前启动建设的锡东垃圾电厂采用这一技术。国内炉排技术的炉子主要都是进口，公司目前走在前列，其他国内竞争（杭州新世纪）对手规模较小。

垃圾焚烧发电主要由政府推动，进入 2009 年以来，垃圾焚烧电厂的审批招标进入快速增长阶段。发改委对城市垃圾处理的相关产业政策发展方向的发展

展方向明确，国家对垃圾无害化处理也比较重视。目前国内由上环投、中能源、泰达、中节能等大型 BOT 总包商进行总包并采购设备。垃圾发电成本较高，政府的相关政策对公司的垃圾焚烧锅炉业务有重大影响。地方政府给予高于火电的收购电价（目前在 0.49 元左右），根据处理垃圾的吨数进行补贴。一般是循环流化床技术补贴 50 元/吨，炉排技术补贴 90-100 元/吨。（不过无锡市补贴较低，循环流化床技术补贴 30 元/吨，苏州补贴 60 元/吨。）视补贴情况看，一般 10-15 年可以收回投资。公司也在积极争取和国内总包商建立战略联盟。

垃圾发电站的布局是按照城市居民垃圾产生量进行规划，按照每个居民日均产生垃圾 0.8-1.2 公斤计算垃圾电站的建设规模及建设点。在发达国家的垃圾焚烧发电占垃圾无害化处理的比例已经普遍超过 80%，而我国目前这一比例尚不到 10%。据各省发改委待审批项目不完全统计，未来三年内国内待审批和待建的垃圾发电项目多达 120 个以上，每个垃圾发电项目需要炉排焚烧炉 2 台，按照炉排焚烧炉日处理能力 500t/日的单台售价 2500 万元测算，则未来三年垃圾焚烧炉的市场容量在 60 亿元左右，空间巨大。

09 年是国内垃圾焚烧炉的启动之年，预计公司可以销售 8 台垃圾炉，销售收入达到 2 个亿，较 08 年增长 100%。而且今年公司推出的炉排焚烧炉的毛利率高达 25%左右，较以前的主要产品循环流化床焚烧炉 19-20%的毛利率有明显的提升。

产业结构调整，其他锅炉产品依然具备优势

公司 09 年的发展战略是实现两个调整：产品结构、产业结构调整。除了标杆产品的增长外，其他锅炉产品也具备优势。

➤ 燃气轮机余热锅炉

大型燃气-蒸汽联合循环发电技术是目前世界上最先进的发电技术之一，不仅在节能和环保方面极具优势，而且燃气-蒸汽联合循环的主机之一余热锅炉技术都已日趋完善。华光股份选定比利时 CMI 公司自然循环立式布置的余热锅炉作为本项目的技术引进对象，该项业务的增长速度较快。

08 年在特种锅炉的收入中余热锅炉占比 40%左右。公司目前余热锅炉的资质较高，同时具备卧式、立式两种资质。目前余热锅炉的价格 9F 型锅炉是 9000 万/台左右。公司余热锅炉出口较多，主要以印度、印尼、越南、非洲（中国技术进出口总公司接单）、东南亚为主，出口价格相对较高，毛利率比国内产品大概高出 4-5 个点。

目前主要竞争对手为杭锅，其目前的市场份额达到 50-60%，公司在行业内排名第三，这一市场由于集中度较高，竞争相对稳定。

➤ 秸秆直燃锅炉

公司生物质能锅炉包括各种容量各种参数的生物质能锅炉，可处理的燃料有：废木材、锯木粉、咖啡渣、稻壳、甘蔗渣、农作物秸秆、糖醛渣、污泥等。目前订单主要是秸秆直燃锅炉。

由于原材料采集半径限制，秸秆直燃锅炉的市场主要在农村。由于政策推广力度一般，秸秆炉近几年订单增速稳定。国内尚无别的厂商在做，秸秆直燃锅炉技术门槛要求不高，只要引进技术就可以生产。因此公司以后的竞争优势只能体现在市场先入优势，市场业绩方面。

盈利预测：

盈利预测我们采用分业务收入毛利率预测方式：

收入预测：

- 主导产品 CFB 锅炉受益于行业政策的推动，依然保持增长。但考虑到公司中小型 CFB 锅炉的需求市场空间减少，而公司近两年开拓大型 CFB 锅炉市场，产品价格可能不会有所提升。我们假设未来三年公司 CFB 锅炉增速保持在 10%。
- 特种锅炉依然保持在较高增速，考虑国家将大力发展可在生能源发电，垃圾发电、秸秆发电属于国家重点支持领域，政策将会到位，使得垃圾发电盈利能力增强，行业发展会更加迅速。预计未来三年公司特种锅炉增速分别为 50%、50%和 40%。
- 煤粉锅炉不是公司未来业务发展的重点，且公司该产品竞争优势并不明显。预计未来三年呈下降趋势。
- 电力、热力业务：08 年受累于煤价高企同时煤气价格未能实现联动，公司控股子公司惠联热电和惠联垃圾热电合计录得合并报表亏损 1800 万元。考虑到垃圾发电项目 08 年技改一定程度降低了煤耗，而且垃圾发电补贴有所提升，预计未来三年保持 10%的增长。
- 其他业务假设不增长。

表 2 华光股份收入预测

收入增长情况（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
循环流化床锅炉	1,184.24	1,377.96	1,515.76	1,667.33	1,834.06
		16.36%	10.00%	10.00%	10.00%
特种锅炉	310.57	428.72	643.08	964.62	1,350.47
		38.04%	50.00%	50.00%	40.00%
煤粉锅炉	610.40	358.12	286.50	257.85	257.85
		-41.33%	-20.00%	-10.00%	0.00%
电力、热力	290.10	384.74	423.21	465.54	512.09
		21.14%	10.00%	10.00%	10.00%

水处理设备	78.76	35.71	35.71	35.71	35.71
锅炉辅机及其他产品	54.19	68.84	68.84	68.84	68.84
收入合计	2,633.95	2,779.37	3,103.70	3,596.34	4,201.92

数据来源：中投证券研究所

毛利率预测：

表 3 华光股份毛利率预测

毛利率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
循环流化床锅炉	16.13%	16.27%	17.27%	17.27%	17.27%
特种锅炉	24.88%	21.74%	22.74%	23.74%	23.74%
煤粉锅炉	23.14%	23.23%	23.23%	23.23%	23.23%
水处理设备	13.69%	9.83%	9.83%	9.83%	9.83%
电力、热力	19.76%	12.16%	12.16%	12.16%	12.16%
锅炉辅机及其他产品	20.91%	44.06%	44.06%	44.06%	44.06%
综合毛利率	19.62%	18.16%	18.82%	19.25%	19.49%

数据来源：中投证券研究所

投资收益预测：

公司大股东为无锡国联环保能源集团有限公司，持股比例为 46.17%。根据无锡市委、市政府的决策和部署，国联集团的发展定位将以金融为主，调整提升实业。我们从华光股份的 08 年年报中可以看出，公司参与了较多的证券市场投资，主要也是大股东在金融领域资源的体现。07 年对于公司投资收益贡献较大，而 08 年由于证券市场的波动，证券投资收益大幅下降。我们假设未来几年的证券投资收益与 08 年持平。

投资建议：短期维持“中性”评级，公司在 IGCC

领域的进展将可能带来未来股价上涨催化剂

根据上述对华光股份的分析，我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.57、0.75、0.96 元，公司产品均属于节能环保政策的推动产品，虽然公司主要业务所处的火电发电设备领域增速趋缓，但是我们认为未来三年公司依然能够保持 30% 的复合增长率，目前价格相对合理，暂维持“中性”评级。

另外我们需要指出的是，公司产品符合国家政策趋势，尤其是市场对于公司在 IGCC 领域的进展相当期待。年初壳牌公司对公司进行了考察，公司也在积极跟进参与技术引进合作。如果合作成功，气化炉可以达到 2000t/日处理能力，单台售价 1 个亿，将对公司业绩提升相当明显。因此我们认为，在公司目前股价相对安全的条件下，公司在 IGCC 领域的进展将可能带来未来股价上涨催化剂。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3263	3630	4195	4893
现金	1101	1230	1425	1665
应收账款	494	551	639	746
其它应收款	20	22	25	30
预付账款	109	121	139	162
存货	1423	1577	1817	2117
其他	116	129	149	173
非流动资产	1430	1450	1462	1469
长期投资	31	31	31	31
固定资产	1070	1149	1186	1198
无形资产	128	142	155	169
其他	201	128	91	71
资产总计	4693	5080	5657	6362
流动负债	3168	3411	3784	4226
短期借款	387	336	255	132
应付账款	601	666	767	894
其他	2180	2410	2761	3201
非流动负债	432	420	420	420
长期借款	414	414	414	414
其他	18	6	6	6
负债合计	3600	3831	4203	4646
少数股东权益	149	159	173	190
股本	256	256	256	256
资本公积	135	135	135	135
留存收益	553	699	890	1136
归属母公司股东权益	944	1089	1281	1527
负债和股东权益	4693	5080	5657	6362

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-123	288	373	445
净利润	95	155	205	263
折旧摊销	92	84	92	99
财务费用	42	11	-0	-17
投资损失	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	-363	48	69	90
其它	21	-2	16	20
投资活动现金流	-45	-97	-98	-98
资本支出	80	80	80	80
长期投资	11	-1	0	0
其他	46	-18	-18	-18
筹资活动现金流	-105	-62	-80	-107
短期借款	167	-51	-80	-124
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-99	0	0	0
其他	-183	-11	0	17
现金净增加额	-273	128	195	240

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2779	3104	3596	4202
营业成本	2275	2520	2904	3383
营业税金及附加	6	8	9	11
营业费用	110	123	143	167
管理费用	230	257	298	348
财务费用	42	11	-0	-17
资产减值损失	12	12	12	12
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	9	9	9	9
营业利润	113	182	240	308
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	114	183	242	309
所得税	19	27	36	46
净利润	95	155	205	263
少数股东损益	-8	10	13	17
归属母公司净利润	103	145	192	246
EBITDA	246	277	332	390
EPS（元）	0.40	0.57	0.75	0.96

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	5.5%	11.7%	15.9%	16.8%
营业利润	-45.3%	60.9%	32.3%	28.1%
归属于母公司净利润	-40.1%	41.6%	32.1%	28.0%
获利能力				
毛利率	18.2%	18.8%	19.2%	19.5%
净利率	3.7%	4.7%	5.3%	5.8%
ROE	10.9%	13.3%	15.0%	16.1%
ROIC	17.0%	22.8%	31.6%	45.6%
偿债能力				
资产负债率	76.7%	75.4%	74.3%	73.0%
净负债比率	22.25	19.57%	15.93	11.75%
流动比率	1.03	1.06	1.11	1.16
速动比率	0.58	0.60	0.63	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.70
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	4.08	3.98	4.05	4.07
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.57	0.75	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	1.13	1.46	1.74
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.25	5.00	5.96
估值比率				
P/E	27.53	19.44	14.72	11.50
P/B	2.99	2.59	2.20	1.85
EV/EBITDA	11	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434