

# 布局十二五，积极推进战略转型

## 研究结论

- **新接订单预计达到历史高峰水平，产能适时扩张确保高增长。**预计 2010 年将迎来历史上最好的一年，公司的销售收入和新接订单，预计都处于历史高点，收入实现较快增长，订单增长快于收入增长。2010 年动工建设的重型车间预计已按计划正式投产，产能有望扩张 20—30%，同时公司可能通过增加外协进一步扩大产能。因此，我们预计订单高增长将转化为收入高增长。今年的首要任务仍然是积极安排生产，订单不愁，收入高增长可以预期。
- **出口和特种锅炉比例有望逐步提高，毛利率有提升空间。**新接订单中，出口订单比例预计进一步提升。出口订单一般为高端产品，毛利率高于国内订单，另一方面，预测今年垃圾焚烧炉订单增长较快，余热锅炉订单增长速度也较高，特种锅炉订单毛利率通常也要好于普通锅炉。因此，综合出口和特种锅炉占比提高来分析，我们预期明年公司产品综合毛利率有提升的空间，趋势向好。
- **提前布局战略新兴产业，未来亮点纷呈。**公司自 2009 年启动了产品结构调整战略，培育了垃圾焚烧锅炉、余热锅炉、IGCC 气化炉三大品种。目前来看，垃圾焚烧炉和余热锅炉订单情况很好，说明转型成功，而 IGCC 气化炉为代表的重型车间已经按照计划投产，只待有效市场启动。这三个产品都是公司提前布局战略新兴产业规划的表现，随着战略新兴产业规划细则的逐步推出，将进一步显示公司的远见卓识。
- **深谋远虑，积极推进战略转型，迎接新的发展阶段。**公司始建于 1958 年，拥有 60 多年的历史，遵循稳健发展的思路，紧跟相关产业的发展趋势，适时进行业务的拓展和转型。刚成立时，公司以生产煤粉锅炉为主，到 90 年代初期，公司主要精力则放到了新兴的循环硫化床锅炉上，抓住了 2003—2006 电源建设的高峰期，四年收入实现了 3 倍的增长，利润实现 4 倍的增长。电源建设高峰期后，公司又开始谋划转型，积极拓展焚烧锅炉、余热锅炉、IGCC 气化炉等新业务，紧跟战略新兴产业的方向标，提前布局，有望进入新一轮的快速发展期。
- **维持买入评级。**我们维持之前对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.61、0.83、0.99 元的预测，鉴于华光正朝低碳设备行业转型，未来增长值得期待。同时公司涉猎的行业是朝阳产业，是国家十二五规划重点支持的细分行业，在新兴战略产业规划细则出台之前，股价有较多催化剂，目前股价有较高的安全边际，继续维持买入评级。
- **股价催化剂：**节能环保政策出台、垃圾发电、淤泥处理。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888 × 6101

zhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207120117

联系人

曾朵红

8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 1 月 25 日) 19.98 元

目标价格 22.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.56

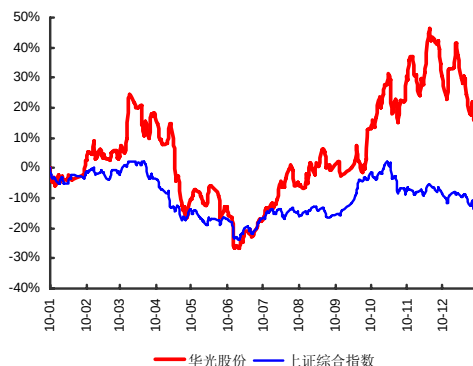
A 股市值 (亿元) 51.28

国家/地区 中国

行业 电力设备

报告发布日期 2011 年 1 月 26 日

## 股价表现



资料来源：WIND

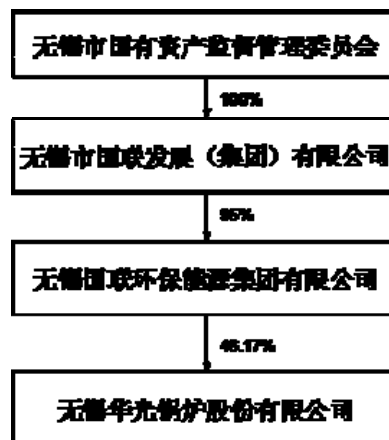
财务预测 单位：百万元

| 主要财务指标   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 2582  | 2930  | 3552  | 4157  |
| 同比(%)    | 13%   | 21%   | 17%   | 17%   |
| 归属母公司净利润 | 118   | 156   | 212   | 255   |
| 同比(%)    | 15%   | 32%   | 36%   | 20%   |
| 毛利率(%)   | 17.6% | 18.1% | 18.6% | 19.0% |
| ROE(%)   | 11.8% | 13.7% | 16.1% | 16.7% |
| 每股收益(元)  | 0.46  | 0.61  | 0.83  | 0.99  |
| P/E (倍)  | 42.02 | 31.95 | 23.48 | 19.52 |
| P/B (倍)  | 4.23  | 3.76  | 3.26  | 2.81  |

## 相关报告

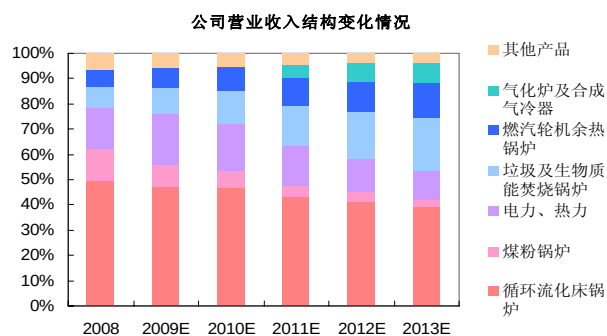
布局十二五 新兴产业首选标的 2010-11-15

图 1 分产品销售收入占比



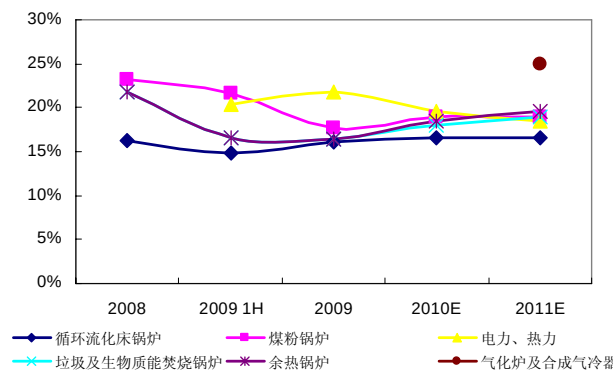
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 分产品销售收入占比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3 分产品毛利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

**表 1 分产品销售收入增长情况**

| 销售收入（百万）  | 2008 年 | 2009 年 | 同比增长 |
|-----------|--------|--------|------|
| 循环流化床锅炉   | 1,377  | 1,280  | -7%  |
| 煤粉锅炉      | 358    | 173    | -52% |
| 特种锅炉      | 429    | 547    | 27%  |
| 电力、热力     | 438    | 425    | -3%  |
| 锅炉辅机及其他产品 | 105    | 137    | 31%  |
| 总销售收入     | 2,706  | 2,561  | -5%  |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**表 2 公司销售收入预测**

| 产品          | 项目     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 循环流化床锅炉     | 收入（万元） | 137,796 | 125,302 | 144,098 | 158,508 | 174,358 |
|             | 增长率    |         | -9%     | 15%     | 10%     | 10%     |
|             | 毛利率    | 16%     | 16%     | 17%     | 17%     | 17%     |
| 煤粉锅炉        | 收入（万元） | 35,812  | 17,282  | 12,097  | 8,468   | 5,928   |
|             | 增长率    |         | -52%    | -30%    | -30%    | -30%    |
|             | 毛利率    | 23%     | 18%     | 19%     | 19%     | 18%     |
| 电力、热力       | 收入（万元） | 43,798  | 42,536  | 42,536  | 42,536  | 42,536  |
|             | 增长率    |         | -3%     | 0%      | 0%      | 0%      |
|             | 毛利率    | 18%     | 22%     | 20%     | 19%     | 19%     |
| 垃圾及生物质能焚烧锅炉 | 收入（万元） | 24,000  | 29,520  | 41,328  | 57,859  | 78,110  |
|             | 增长率    |         | 23%     | 40%     | 40%     | 35%     |
|             | 毛利率    | 22%     | 16%     | 18%     | 19%     | 19%     |
| 余热锅炉        | 收入（万元） | 18,800  | 25,380  | 32,994  | 42,892  | 53,615  |
|             | 增长率    |         | 35%     | 30%     | 30%     | 25%     |
|             | 毛利率    | 22%     | 16%     | 19%     | 20%     | 20%     |
| 气化炉及合成气冷器   | 收入（万元） | -       | -       | -       | 20,000  | 30,000  |
|             | 增长率    |         |         |         | 0%      | 50%     |
|             | 毛利率    |         |         |         | 25%     | 28%     |
| 其他产品        | 收入（万元） | 17,731  | 15,958  | 19,947  | 24,934  | 31,167  |
|             | 增长率    |         | -10%    | 25%     | 25%     | 25%     |
|             | 毛利率    | 30%     | 16%     | 25%     | 25%     | 24%     |
| 总销售收入       | 收入（万元） | 277,937 | 255,978 | 293,000 | 355,197 | 415,715 |
|             | 增长率    |         | -8%     | 14%     | 21%     | 17%     |
|             | 毛利率    | 18%     | 17%     | 18%     | 19%     | 19%     |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**表 3 可比公司估值水平**

| 可比公司           | 股价（2011-01-24） | 09 EPS | 10 EPS | 11EPS | 09 PE        | 10 PE        | 11PE         |
|----------------|----------------|--------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|
| 海陆重工           | 35.02          | 0.89   | 1.11   | 1.43  | 39.48        | 31.46        | 24.48        |
| 许继电气           | 27.57          | 0.37   | 0.45   | 0.64  | 74.49        | 60.78        | 42.89        |
| 天威保变           | 20.16          | 0.73   | 0.70   | 0.94  | 27.60        | 28.74        | 21.52        |
| 置信电气           | 14.25          | 0.50   | 0.54   | 0.71  | 28.23        | 26.57        | 19.94        |
| 国电南自           | 21.24          | 0.32   | 0.38   | 0.51  | 66.92        | 55.44        | 41.48        |
| 东方电气           | 30.42          | 0.79   | 1.15   | 1.49  | 38.74        | 26.50        | 20.37        |
| 荣信股份           | 38.00          | 0.56   | 0.80   | 1.10  | 67.56        | 47.57        | 34.54        |
| <b>Average</b> |                |        |        |       | <b>49.00</b> | <b>39.58</b> | <b>29.32</b> |

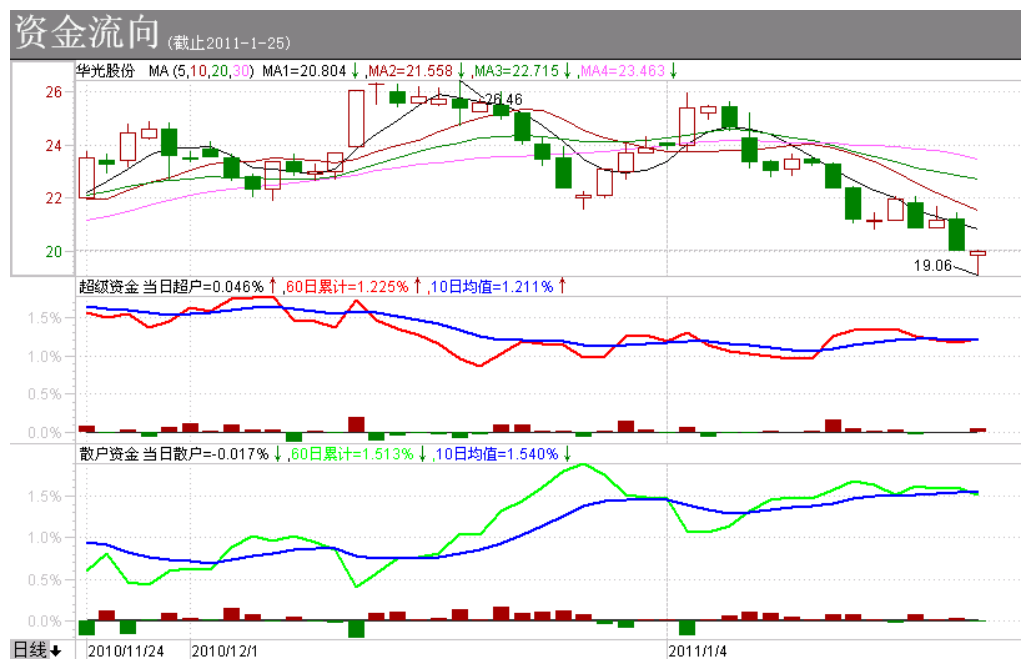
资料来源：wind 资讯

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 3041        | 3299         | 4128         | 4987         | <b>营业收入</b>     | 2582        | 2930         | 3552         | 4157         |
| 现金             | 1218        | 1253         | 1683         | 2150         | 营业成本            | 2127        | 2401         | 2890         | 3368         |
| 应收账款           | 445         | 505          | 617          | 731          | 营业税金及附加         | 13          | 11           | 13           | 17           |
| 其它应收款          | 21          | 22           | 24           | 26           | 营业费用            | 73          | 94           | 110          | 137          |
| 预付账款           | 232         | 247          | 274          | 297          | 管理费用            | 220         | 243          | 295          | 345          |
| 存货             | 1125        | 1271         | 1530         | 1783         | 财务费用            | 38          | 28           | 20           | 18           |
| 其他             | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | 17          | 14           | 18           | 13           |
| <b>非流动资产</b>   | 1371        | 1308         | 1236         | 1161         | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 35          | 35           | 35           | 35           | 投资净收益           | 15          | 15           | 15           | 15           |
| 固定资产           | 1139        | 1112         | 1040         | 965          | <b>营业利润</b>     | 110         | 155          | 221          | 274          |
| 在建工程           | 20          | 9            | 9            | 10           | 营业外收入           | 48          | 53           | 58           | 64           |
| 无形资产           | 132         | 127          | 121          | 114          | 营业外支出           | 4           | 5            | 5            | 6            |
| 其他             | 45          | 26           | 32           | 37           | <b>利润总额</b>     | 154         | 203          | 274          | 332          |
| <b>资产总计</b>    | 4413        | 4607         | 5364         | 6149         | 所得税             | 18          | 28           | 39           | 48           |
| <b>流动负债</b>    | 2873        | 2930         | 3483         | 4024         | <b>净利润</b>      | 136         | 175          | 235          | 285          |
| 短期借款           | 453         | 200          | 200          | 200          | 少数股东损益          | 17          | 20           | 24           | 30           |
| 应付账款           | 2385        | 2692         | 3240         | 3777         | <b>归属于母公司净</b>  | 118         | 156          | 212          | 255          |
| 其他             | 35          | 38           | 43           | 48           | EBITDA          | 245         | 306          | 348          | 403          |
| <b>非流动负债</b>   | 367         | 355          | 356          | 357          | EPS (元)         | 0.46        | 0.61         | 0.83         | 0.99         |
| 长期借款           | 349         | 349          | 349          | 349          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 其他             | 18          | 6            | 7            | 8            | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| <b>负债合计</b>    | 3239        | 3286         | 3839         | 4381         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 167         | 187          | 210          | 240          | 营业收入            | 13.5%       | 21.2%        | 17.0%        | 16.9%        |
| 股本             | 256         | 256          | 256          | 256          | 营业利润            | -3.0%       | 41.4%        | 42.6%        | 23.8%        |
| 资本公积           | 143         | 143          | 143          | 143          | 归属于母公司净利        | 15.3%       | 31.5%        | 36.0%        | 20.3%        |
| 留存收益           | 608         | 736          | 916          | 1129         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| 归属母公司股东权益      | 1006        | 1135         | 1315         | 1527         | 毛利率             | 17.6%       | 18.1%        | 18.6%        | 19.0%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 4413        | 4607         | 5364         | 6149         | 净利率             | 4.6%        | 5.3%         | 6.0%         | 6.1%         |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | ROE             | 11.8%       | 13.7%        | 16.1%        | 16.7%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROIC            | 14.8%       | 20.6%        | 38.4%        | 89.3%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b> | 293         | 414          | 512          | 560          | 资产负债率           | 73.4%       | 71.3%        | 71.6%        | 71.3%        |
| 净利润            | 136         | 175          | 235          | 285          | 净负债比率           |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 113         | 138          | 122          | 126          | 流动比率            | 1.06        | 1.13         | 1.19         | 1.24         |
| 财务费用           | 51          | 28           | 20           | 18           | 速动比率            | 0.67        | 0.69         | 0.75         | 0.80         |
| 投资损失           | -15         | -15          | -15          | -15          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 营运资金变动         | -5          | 73           | 132          | 132          | 总资产周转率          | 0.59        | 0.64         | 0.66         | 0.68         |
| 其它             | 0           | 3            | 5            | 5            | 应收账款周转率         | 4.83        | 4.83         | 4.83         | 4.83         |
| <b>投资活动现金流</b> | -2          | -59          | -31          | -34          | 应付账款周转率         | 0.89        | 0.89         | 0.89         | 0.89         |
| 资本支出           | 41          | 75           | 46           | 49           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 长期投资           | 0           | -1           | 0            | 0            | 每股收益            | 0.46        | 0.61         | 0.83         | 0.99         |
| 其他             | 40          | 15           | 15           | 15           | 每股经营现金流         | 1.14        | 1.62         | 2.00         | 2.19         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -132        | -320         | -51          | -60          | 每股净资产           | 4.58        | 5.16         | 5.96         | 6.91         |
| 债务融资           | 1           | -253         | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 权益融资           | 1           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 42.02       | 31.95        | 23.48        | 19.52        |
| 其它             | -134        | -67          | -51          | -60          | P/B             | 4.23        | 3.76         | 3.26         | 2.81         |
| <b>汇率变动影响</b>  | 0           | 0            | 0            | 0            | EV/EBITDA       | 24          | 19           | 16           | 14           |
| <b>现金净增加额</b>  | 159         | 35           | 430          | 466          |                 |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)