

进军脱硝领域，战略转型又一城

研究结论

- **现金出资 700 万，投资脱硝公司，控股 35%。**近日公司公告，新设无锡华光科技股份有限公司，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，注册资本为 2000 万元，华光股份、宜兴王子环保科技有限公司、江苏新动力风险投资有限公司、无锡索源电子科技有限公司分别出资 700 万元、600 万元、500 万元和 200 万元，分别占注册资本的 35%、30%、25%和 10%，均为现金出资。
- **电厂脱硝市场即将启动，公司适时介入分享脱硝蛋糕。**环保部在 2011 年 1 月 27 日曾公布《火电厂氮氧化物防治技术政策》，对电厂氮氧化物的排放量重点地区要求 100mg/m³，业内预计发改委将在 4 月前后公布脱硝电价补贴，火电厂目前也在积极探索脱硝改造的方式和方法。借鉴国外脱硝政策补贴后，一般两年启动市场，而国内因为脱硝是环保部十二五监管重点，我们预期脱硝市场明年就能有效启动，公司在行业爆发之前投资，分享脱硝市场成长的盛宴，我们预计十二五脱硝投资超过 500 亿元。
- **掌握脱硝催化剂的生产技术，具备核心竞争力，且能持续受益。**按照目前的氮氧化物排放标准，前端脱硝和 SCR 技术的结合是一种有效的方式。SCR 技术要求每 2-3 年更换一次催化剂，无锡华光科技掌握脱硝催化剂的生产技术，可以从脱硝电厂的运营中持续受益。根据我们的预测，未来几年，脱硝催化剂的市场容量将持续增长，至 2015 年脱硝催化剂的需求超过 50 亿，公司将持续受益。
- **基本面很好，订单创新高，且结构趋好。**新接订单中，出口订单比例进一步提升。出口订单一般为高端产品，毛利率高于国内订单，另一方面，今年垃圾焚烧炉订单增长较快，余热锅炉订单增长速度也很高，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。
- **布局战略新兴产业，亮点将逐步成为热点。**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。而 2011 伊始，公司又切入脱硝领域，也是十二五重点，《新兴能源产业规划》中提到煤炭的清洁化利用是中长期的能源战略，预期进程会加快。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。
- **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，目前股价有较高的安全边际，维持公司买入评级。目前股价已达到我们前期的目标价，我们将适时对公司进行重新评估。
- **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

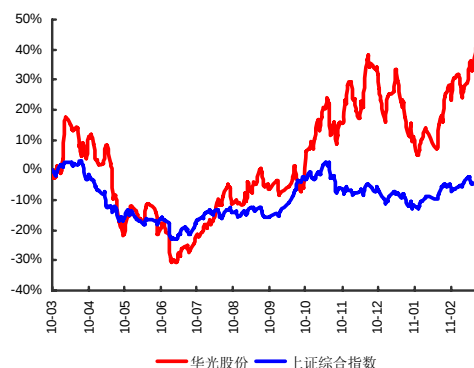
8621-63325888 × 6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 18 日)	26.78 元
目标价格	22.00 元
总股本/A 股 (亿股)	2.56
A 股市值 (亿元)	68.56
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 3 月 21 日

股价表现



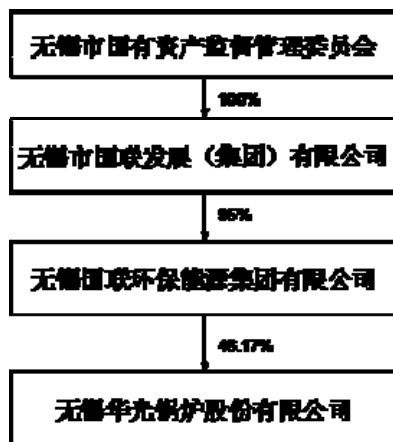
资料来源：WIND

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

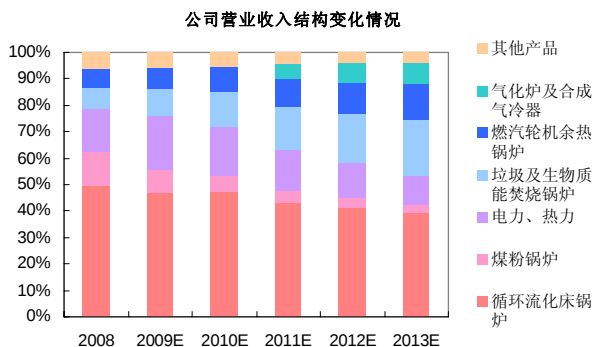
相关报告	时间
布局十二五 积极推进战略转型	2010-01-24

图 1 分产品销售收入占比



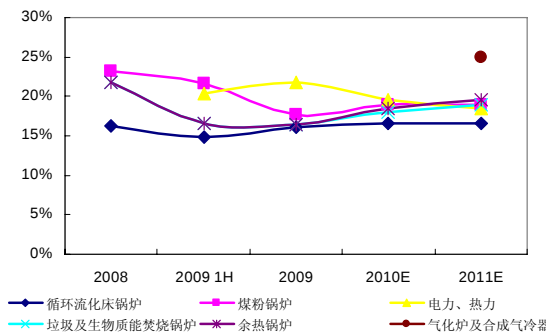
资料来源：公司公告、东方证券研究所

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（2011-3-18）	09 EPS	10 EPS	11EPS	09 PE	10 PE	11PE
海陆重工	35.79	0.89	1.11	1.32	40.34	32.15	27.18
许继电气	37.20	0.37	0.45	0.63	100.51	83.04	58.78
天威保变	26.97	0.73	0.70	0.74	36.92	38.45	36.38
国电南自	28.12	0.32	0.38	0.49	88.59	73.06	57.80
东方电气	28.88	0.79	1.22	1.56	36.78	23.72	18.51
荣信股份	40.48	0.56	0.81	1.10	71.96	50.17	36.81
Average					62.52	50.10	39.24

资料来源：wind、东方证券研究所

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
流动资产	3041	3299	4128	4987	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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	利润总额	154	203	274	332
资产总计	4413	4607	5364	6149	所得税	18	28	39	48
流动负债	2873	2930	3483	4024	净利润	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	归属于母公司净	118	156	212	255
其他	35	38	43	48	EBITDA	245	306	348	403
非流动负债	367	355	356	357	EPS (元)	0.46	0.61	0.83	0.99
长期借款	349	349	349	349	主要财务比率				
其他	18	6	7	8	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3239	3286	3839	4381	成长能力				
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	获利能力				
归属母公司股东权益	1006	1135	1315	1527	毛利率	17.6%	18.1%	18.6%	19.0%
负债和股东权益	4413	4607	5364	6149	净利率	4.6%	5.3%	6.0%	6.1%
现金流量表					ROE	11.8%	13.7%	16.1%	16.7%
单位:百万元					ROIC	14.8%	20.6%	38.4%	89.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	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	营运能力				
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
投资活动现金流	-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	每股指标 (元)				
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
筹资活动现金流	-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	估值比率				
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
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	24	19	16	14
现金净增加额	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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn