

评级：强烈推荐（上调） 电力设备及新能源行业

跟踪研究报告

华光股份（600475）

——投资价值逐渐显现，上调至“强烈推荐”

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	12.70-26.46
总市值（百万元）	6366.72
流通股本（百万股）	256.00
流通股比率（%）	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	1120.77
每股净资产	4.49
市净率	4.54
资产负债率	73.7%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

摘要:

- **定单充足，2011 年呈现产量高增长。**从公司定单增长情况看，2010 年历史上高增长的一年。随着海外市场拓展力度提高和结构调整步伐加快，预计 2011 结算定单增速有所提高。另外，依据公司 2010 年的收入测算，预计产量为 24000 蒸吨。由于公司 2010 年基本满负荷生产，2011 年进行了产能扩张，排产能力增长 40% 左右，增加了 2011 年超预期的可能性。
- **垃圾锅炉增长潜力巨大。**从特种细分行业的增长速度看，垃圾发电设备是最快的。而且，高增长还会延续。一方面，市场规模巨大。2010 年的规模达到了 3.5 亿吨左右，是个巨大的市场。另一方面，随着城镇化率的提高，行业增长维持 10% 以上。预计 2020 年焚烧发电的占比将达到全国垃圾总处理量的 30%，相较目前 5.5 万吨的日处理量新增 70 万吨，新增锅炉设备市场规模为 350 亿。
- **原材料趋向稳定有利于毛利率稳定。**结合历史数据分析，一季度的毛利率下降可能并不具备全年的解释性。自 5 月份以来，以热卷为代表的板材价格在短暂拉涨后趋弱，原材料总体平稳的趋势有利于毛利率的相对稳定。
- **资产注入预期一直存在。**公司持股 30% 的无锡华光电站工程有限公司以及集团属下的高佳太阳能股份公司是预期重点。资产注入尚没有具体的时间表和明确进程，虽然仍停留在预期阶段，但也是股价溢价的重要因素。
- **上调评级至“强烈推荐”。**预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.80 元、1.08 元和 1.44 元。我们预期的 2011 年市盈率为 30 倍，2012 年市盈率为 20~25 倍，对应的股价区间为 24~25 元附近。考虑到行业地位和注资预期，给予 10% 的溢价，对应的股价为 26~28 元，我们上调评级至“强烈推荐”。
- **风险提示：**1、原材料价格波动的风险；2、行业增长风险。



1、经营动态

1.1、定单充足，2011 年呈现产量高增长

2005 年以来，公司一直处于结构调整阶段。其中，调整的**总体思路就是用循环流化床锅炉和特种锅炉来弥补传统的粉煤锅炉**。当传统粉煤锅炉的比重下降到较低的比例后，新型锅炉的增长就具备了铺垫公司增长的意义。

2009 年，粉煤锅炉占收入的比重下降为 7%，2010 年由于 2009 年的 2 台锅炉延期交货使得粉煤锅炉的比例有所提高，但 13% 的绝对比例并不高。

从公司定单增长情况看，2010 年历史上高增长的一年。随着海外市场拓展力度提高和结构调整步伐加快，预计 2011 年的结算定单增速有所提高。

如果按照 30 亿的税后定单假设，并于 2011 年实现结算，那么 2011 年的收入实现规模将超过 35 亿，增长速度达到 20%，较以往年度的 15% 左右有明显提高。

另外，依据公司 2010 年的收入测算，预计产量为 24000 蒸吨。由于公司 2010 年基本满负荷生产，2011 年进行了产能扩张，排产能力增长 40% 左右，增加了 2011 年超预期的可能性。

1.2、垃圾锅炉增长潜力巨大

公司的特种锅炉中，垃圾锅炉占比最大，比重接近 50%。其次是余热锅炉，生物质能比重相对较低。

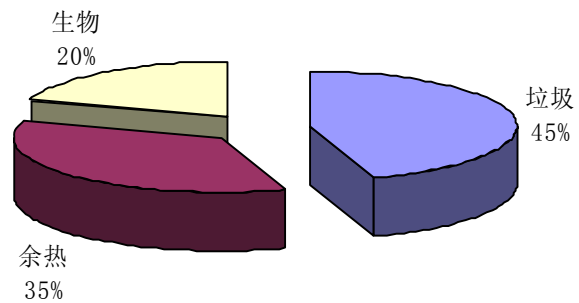
从特种细分行业的增长速度看，垃圾发电设备是最快的。而且，高增长还会延续。

一方面，市场规模巨大。2010 年的规模达到了 3.5 亿吨左右，是个巨大的市场。另一方面，随着城镇化率的提高，行业增长维持 10% 以上。保守预计，2015 和 2020 年中国城市垃圾年产量将达 5.6 亿吨和 9.1 亿吨。

预计 2020 年焚烧发电的占比将达到全国垃圾总处理量的 30%，相较目前 5.5 万吨的日处理量新增 70 万吨，新增锅炉设备市场规模为 350 亿。公司作为国内垃圾锅炉的一流企业，具备分享行业增长的优势和能力。

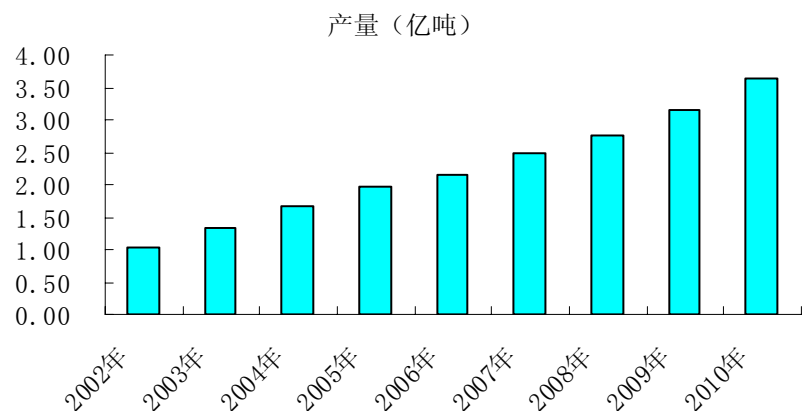


图表 1 公司特种锅炉收入结构图



数据来源：第一创业证券研究所

图表 2 新增城市生活垃圾年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

1.3、原材料趋向稳定有利于毛利率稳定

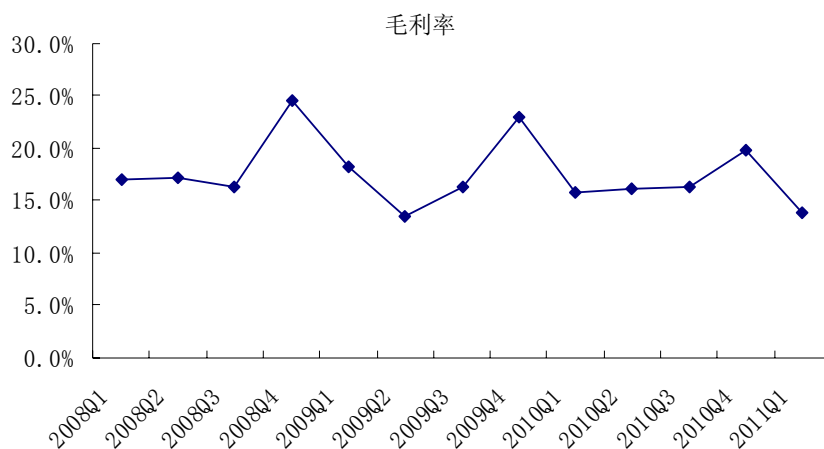
一季度毛利率下降并不具备全年的解释性

由于原材料一季度有所上涨，公司一季度的毛利率的 1.7 个百分点的下降颇受市场关注。结合历史数据分析，一季度的毛利率下降可能并不具备全年的解释性。

历史的分别季度毛利率有较大波动，可能与产品的结算结构有关。公司产品的生产周期大致为 6 个月左右，也就是说，原材料成本大致可以向前移动半年。譬如 2010 年 Q4 的毛利率是当年最高的，其对应的 2010 年上半年的原材料价格也是最高的。



图表3 公司分别季度毛利率变化对比图



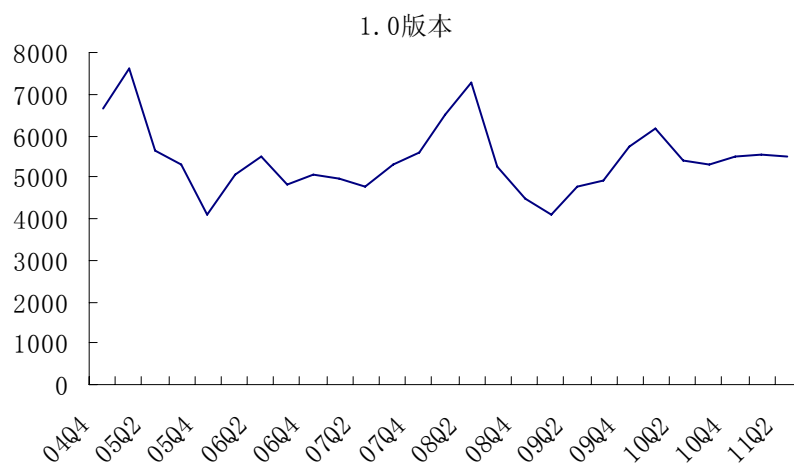
数据来源：第一创业证券研究所

原材料价格回落有利于毛利率稳定

最近, 宝钢股份公布了 7 月份的定价策略, 有多项产品价格出现了下调, 下调幅度在 100 元-500 元/吨之间。其中, 锅炉的主要材料冷轧板下调 100 元/吨。

自 5 月份以来, 以热卷为代表的板材价格在短暂拉涨后趋弱, 原材料总体平稳的趋势有利于毛利率的相对稳定。

图表4 冷轧价格变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



1.4、资产注入的预期一直没有改变

对于公司而言，市场一直存在资产注入的预期。其中，公司持股 30% 的无锡华光电站工程有限公司以及集团属下的高佳太阳能股份公司可能是预期重点。

短期看，工程公司的机会仍较大。工程公司主要从事电站 EPC 项目，虽然属于盈利能力比较强的资产，但目前的总体规模不大。

资产注入尚没有具体的时间表和明确进程，虽然仍停留在预期阶段，但也是股价溢价的重要因素。

2、盈利预测、估值及投资建议

2.1、关键假设

特种锅炉作为新型产品，经过持续推广后，2011 年的成长性和毛利率水平显著提高。收入增长 30%，毛利率提高到 18%。

2.2、盈利预测

预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.80 元、1.08 元和 1.44 元，年复合增长率为 30%。

2.3、估值及投资建议

目前股价 20.48 元对应的 2011 年和 2012 年市盈率分别为 25.6 倍和 18.9 倍，表明连续下跌后的股价已经处于显著低估水平。

我们预期的 2011 年市盈率为 30 倍，2012 年市盈率为 20~25 倍，对应的股价区间为 24~25 元附近。

考虑到行业地位和注资预期，给予 10% 的溢价，对应的股价为 26~28 元，我们上调评级至“强烈推荐”。



3、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、行业增长风险。

图表 5 主导产品收入和毛利率预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、循环流化床				
收入(万元)	174519	209423	251307	301569
增长率	10%	20%	20%	20%
毛利(万元)	26527	33508	40209	48251
毛利率	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
二、粉煤锅炉				
收入(万元)	40996	36896	38741	40678
增长率	130%	-10%	5%	5%
毛利(万元)	8404	7379	7748	8136
毛利率	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
三、特种锅炉				
收入(万元)	39618	51503	66954	87041
增长率	-20%	30%	30%	30%
毛利(万元)	5269	9271	12052	15667
毛利率	13.3%	18.0%	18.0%	18.0%
四、电力				
收入(万元)	47935	50332	52848	55491
增长率	5%	5%	5%	5%
毛利(万元)	9779	10066	10570	11098
毛利率	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
五、其他				
收入(万元)	12507	13758	15133	16647
增长率	10%	10%	10%	10%
毛利(万元)	3377	3439	3783	4162
毛利率	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
六、合计				
收入(万元)	315575	361912	424985	501425
增长率	22.2%	14.7%	17.4%	18.0%
毛利(百万元)	53356	63663	74362	87314
毛利率	16.9%	17.6%	17.5%	17.4%

数据来源：第一创业证券研究所



图表 6 盈利预测预测表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	315575	361912	424985	501425
减：营业成本	261774	298249	350623	414112
减：营业税金及附加	873	1001	1176	1387
减：营业费用	8331	9164	10081	11089
减：管理费用	28164	29572	31051	32603
减：财务费用	2917	3063	3216	3377
减：资产减值损失	428	342	274	219
加：投资收益	1351	1486	1635	1798
营业利润	14439	22007	30200	40437
二、利润总额				
加：营业外收支	4757	5233	5756	6332
利润总额	19196	27239	35956	46769
三、净利润				
减：所得税	2419	4086	5393	7015
净利润	16777	23153	30563	39753
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	2584	2713	2849	2991
归属母公司净利润	14193	20440	27714	36762
总股本（万）				25600
EPS(元)	0.55	0.80	1.08	1.44

数据来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120