

8 August 2011 | 4 pages

华光股份 (600475)

上半年依靠成本转嫁 下半年期待资产注入

——公司 2011 年半年报点评

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006
 86-21-64718888-1737
 Shihaiseng@stocke.com.cn

本报告导读：

- 2011年上半年，公司实现净利润同比保持平稳
- 在通胀的大背景下，公司产品的综合毛利率相对保持稳定
- 从不断优化业务结构的战略角度考虑，集团有将电站工程公司资产注入上市公司的动力

投资要点：

■ 2011 年中期业绩同比保持平稳。

报告期内，公司实现营业收入 17.67 亿元，同比增长 16.52%，实现利润总额 0.86 亿元，同比减少 0.90%，实现净利润 0.65 亿元，同比增长 0.03%。每股收益 0.25 元。

■ 产品综合毛利率保持稳定。

报告期内，虽受上游通胀大环境的不利影响（以上海 20mm 普中板为例，2011 年上半年价格同比增加 13% 以上），公司综合毛利率仍保持在 14.98% 的水平（同比仅下降 0.78 个百分点），显示出较强的成本转嫁能力。其中，销售收入占比 64% 的循环流化床锅炉毛利率提升了 0.90 个百分点，包括炉排炉在内的特种锅炉毛利率提升 0.81 个百分点。

■ 公司在产品结构与产业结构的“双调整”中前进。

在产品结构调整方面，华光已进入了优化完善阶段，公司大型热电联产锅炉的市场占有率进一步提升，垃圾焚烧及燃气轮机余热锅炉市场拓展也有新进展，尤其是引进日立造船技术后的国产化垃圾炉排炉也取得了“订单突破”（2011 年 5 月，公司中标常熟市第二生活垃圾焚烧发电厂 3×300t/h 焚烧炉和余热锅炉项目，这是公司炉排炉产品国产化后直接参与市场竞争的第一个标，合同总额达 4860 万元。）华光是国内唯一同时拥有循环流化床锅炉和炉排炉生产技术的制造企业，在垃圾焚烧锅炉领域的优势明显强于国内同行；在产业结构上，公司加快调整步伐，出资设立新公司，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。此举拓展了公司产业链，在获得投资收益的同时，也提升了公司的技术研发、设备制造和管理水平。

评级：

买入

上次评级：

买入

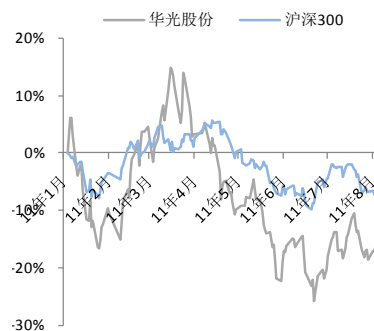
当前价：

19.31 元

股本数据

A 股总股本	25600 万股
流通 A 股	25600 万股

2011 年初以来走势（复权）



公司简介

公司是为国家 520 家重点企业之一，国内最早 9 家持有“A 级许可证”的锅炉制造企业之一，是全国水处理设备科研中心和最大的制造基地。公司主营电站锅炉、工业锅炉、垃圾焚烧锅炉等产品的生产和销售，具有年产 30000 蒸吨锅炉和 5000 吨水处理设备的制造能力。目前，公司已能制造 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。

相关报告

《垃圾发电市场需求猛增 锅炉龙头迈入节能环保时代——华光股份深度研究报告》





■ 行业迎来高速发展契机。

2011 年，国务院常务会议研究部署进一步加强城市生活垃圾处理工作，目标是到 2015 年全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，50%的城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。华光是国内唯一掌握炉排炉和循环流化床两种垃圾焚烧炉技术的公司，循环流化床垃圾焚烧锅炉的国内市场份额约 40%，目前国内已立项的垃圾发电项目超过 100 余个，根据经验，每个垃圾电厂需配备 2-4 台锅炉，那么保守估计国内目前的市场容量应该在 250 亿元以上，而公司新引进的炉排炉技术较循环流化床锅炉更为先进，毛利率超过 20%，盈利能力更强。

■ 不排除年内实现资产注入。

华光是国联集团唯一的上市平台，由国联环保能源集团管理。国联环保能源集团旗下有众多能源环保类资产，如电站工程公司、汽轮机电机公司、环保热电公司等。据了解，公司持股 30%的无锡华光电站工程有限公司盈利能力较强，预计 2011 年华光电站工程公司净利润可能达到 7000 万元左右。我们认为，虽然目前该项资产注入上市公司尚无明确的时间表，从华光股份不断优化业务结构的战略角度考虑，集团有将此资产注入上市公司的巨大动力。

- **估值与投资评级。**我们预计，2011 年公司每股收益 0.85 元，2012 年有望达到 1.05 元，目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 22 倍和 18 倍左右。我们维持华光股份（600475）“买入”的投资评级。

附表 华光股份 2011 年上半年产品结构及变化情况（单位：元）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	营业利润率比上年同期增减 (%)
循环流化床锅炉	1,010,288,810.99	856,896,874.94	15.18	25.88	24.55	增加 0.90 个百分点
煤粉锅炉	149,515,555.63	124,425,130.25	16.78	-31.89	-27.59	减少 4.94 个百分点
特种锅炉	142,045,656.43	118,924,830.40	16.28	16.68	9.11	增加 5.81 个百分点
电力、热力	278,083,811.02	243,011,023.44	12.61	2.44	8.80	减少 5.11 个百分点

资料来源：公司公告





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3582.29	4827.25	4835.76	5884.25	营业收入	3155.75	3880.00	4660.00	5010.00
现金	1329.05	1612.42	1725.71	2194.07	营业成本	2617.74	3201.39	3830.05	4086.16
应收账款	478.64	800.64	718.98	860.52	营业税金及附加	8.73	12.86	17.08	16.27
其它应收款	29.43	35.47	39.16	41.93	营业费用	83.31	104.76	123.49	116.23
预付账款	282.08	163.47	416.92	181.73	管理费用	281.64	310.79	374.20	408.82
存货	1341.18	2036.21	1776.41	2409.24	财务费用	29.17	24.29	23.12	16.71
其他	121.92	179.05	158.58	196.77	资产减值损失	4.28	5.04	5.13	6.01
非流动资产	1388.41	1625.60	1845.71	1852.85	公允价值变动收益	0.00	2.00	3.00	4.00
长期投资	60.50	65.58	72.34	79.87	投资净收益	13.51	12.43	13.61	13.18
固定资产	1156.63	1345.29	1537.43	1541.84	营业利润	144.40	235.30	303.54	376.98
无形资产	120.20	137.77	154.13	149.03	营业外收入	52.20	50.20	51.20	50.70
其他	51.08	76.97	81.81	82.11	营业外支出	4.63	6.02	4.95	5.20
资产总计	4970.70	6452.86	6681.47	7737.10	利润总额	191.97	279.48	349.79	422.48
流动负债	3462.08	4750.49	4782.59	5577.92	所得税	24.20	38.33	44.25	54.88
短期借款	491.00	443.68	470.76	465.75	净利润	167.77	241.16	305.54	367.61
应付账款	761.20	1179.04	1291.97	1432.14	少数股东损益	25.84	16.16	35.60	41.36
其他	2209.88	3127.78	3019.86	3680.04	归属母公司净利润	141.93	225.00	269.95	326.25
非流动负债	197.51	175.69	143.23	102.25	EBITDA	307.80	389.13	478.58	553.33
长期借款	179.00	157.54	125.12	83.99	EPS (摊薄)	0.55	0.85	1.05	1.27
其他	18.51	18.15	18.11	18.26					
负债合计	3659.59	4926.19	4925.82	5680.17	主要财务比率				
少数股东权益	190.36	206.52	242.11	283.47	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	1120.75	1320.15	1513.54	1773.46	成长能力				
负债和股东权益	4970.70	6452.86	6681.47	7737.10	营业收入增长率	22.20%	22.95%	20.10%	7.51%
					营业利润增长率	31.80%	62.95%	29.00%	24.20%
					归属于母公司净利润增长率	20.02%	58.52%	19.98%	20.86%
现金流量表					盈利能力				
					毛利率	17.05%	17.49%	17.81%	18.44%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	5.32%	6.22%	6.56%	7.34%
经营活动现金流	423.92	707.81	568.53	749.51	ROE	12.80%	15.80%	17.40%	17.87%
净利润	167.77	241.16	305.54	367.61	ROIC	9.30%	11.67%	13.29%	14.35%
折旧摊销	115.87	122.24	149.38	161.45	偿债能力				
财务费用	29.17	24.29	23.12	16.71	资产负债率	73.62%	76.34%	73.72%	73.41%
投资损失	-13.51	-12.43	-13.61	-13.18	净负债比率	51.10%	41.96%	36.28%	28.73%
营运资金变动	121.23	335.97	107.28	220.33	流动比率	1.03	1.02	1.01	1.05
其它	3.40	-3.42	-3.19	-3.40	速动比率	0.65	0.59	0.64	0.62
投资活动现金流	-122.80	-344.80	-351.91	-152.11	营运能力				
资本支出	-5.54	224.49	217.57	-0.67	总资产周转率	0.67	0.68	0.71	0.69
长期投资	-25.24	-5.08	-6.77	-7.53	应收账款周转率	6.83	6.07	6.13	6.34
其他	-153.58	-125.38	-141.11	-160.31	应付账款周转率	3.87	3.30	3.10	3.00
筹资活动现金流	-187.68	-79.64	-111.53	-120.84	每股指标 (元)				
短期借款	38.00	-47.32	18.88	3.19	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.85	1.05	1.27
长期借款	-170.00	-21.46	-32.43	-41.13	每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	2.76	2.22	2.93
其他	-55.68	-10.86	-97.99	-82.90	每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.96	6.86	8.03
现金净增加额	113.44	283.37	105.09	476.56	估值比率				
					P/E	13.76	25.09	20.91	17.30
重要财务指标					P/B	1.74	4.28	3.73	3.18
					EV/EBITDA	4.86	12.57	10.05	7.84
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	永续增长率	3.00%		WACC	8.69%
营业收入	3155.75	3880.00	4660.00	5010.00	终值	214.47		Ke	10.60%
同比(%)	22.20%	22.95%	20.10%	7.51%	企业价值	2615.38		Kd	5.58%
归属母公司净利润	141.93	225.00	269.95	326.25	非核心资产价值	1686.99		t	13.71%
同比(%)	20.02%	58.52%	19.98%	20.86%	债务价值	653.03		Rf	4.00%
毛利率(%)	17.05%	17.49%	17.81%	18.44%	股权价值	3442.83		Rm	10.00%
ROE(%)	12.80%	15.80%	17.40%	17.87%	股本	256.00		Rm-Rf	6.00%
每股收益(元)	0.55	0.85	1.05	1.27	每股价值	26.91		Beta	1.10
P/E	13.76	25.09	20.91	17.30					
P/B	1.74	4.28	3.73	3.18					
EV/EBITDA	4.86	12.57	10.05	7.84					

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

