研究所
证券分析师：谭倩　S0350512090002
0755-83711632　tanq@ghzq.com.cn
联系人：
谭　倩　0755-83711632　tanq@ghzq.com.cn
何魏伟　0755-23824865　heww@ghzq.com.cn

垃圾发电进入高投资阶段，隐形环保股业绩与估值双重提升

——华西能源（002630）深度研究报告

投资要点：

- **优秀的煤粉锅炉和特种锅炉制造商**　公司主营业务为煤粉锅炉和特种锅炉的设计制造和销售，其中特种锅炉包括循环流化床锅炉、生物质燃烧锅炉、垃圾焚烧锅炉、碱回收锅炉、污泥焚烧锅炉等节能环保型锅炉。公司坚持差异化发展战略，坚定“做精电站锅炉、做强特种锅炉、优化在役锅炉、潜心方案解决”的发展道路，致力于为用户提供多元化的能源系统解决方案。

- **布局垃圾发电，享四川省内资源优势，隐形环保业绩有望快速增长**　十二五垃圾发电步入高投资阶段，预计四川省内将有 15 个以上城市将逐步启动垃圾发电项目。华西能源以合资公司能投华西为平台，在四川省内投建垃圾发电站，可以充分发挥四川省能投集团在资金、管理和资源等方面的优势和华西能源在生物质发电领域的技术研发、装备制造、工程建设优势，预计能投华西有望在“十二五”内获得省内多个垃圾发电站投资和运营项目。同时，华西能源将参与招标，力争为合资公司提供垃圾锅炉和 EPC 工程总包。看好华西能源在四川省内的垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总成包+电厂运营”的商业模式，垃圾发电环保业务有望在未来三年力推公司业绩增长。

- **传统锅炉业务稳步发展，差异化定位创造增长空间**　尽管整体锅炉行业增速持续放缓，但公司在锅炉制造第二梯队中技术实力雄厚，目前正积极向 60 万千瓦锅炉制造突破。公司煤粉锅炉、流化床锅炉、生物质锅炉、碱回收炉主要定位在企业自备电厂和地方发电企业。公司客户包括电解铝企业、蔗糖企业、石油石化、有色化工企业，造纸企业等，公司同时注重发展印度、马来西亚等出口市场。公司享受自备电厂、新疆、印度等地区的结构化机会，锅炉业务订单饱满，有望继续保持 5%-10%的增速，稳定发展。

- **盈利预测与评级**　预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元、1.06 元。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升，给予“买入”评级。

- **风险提示**　垃圾发电项目进度风险、传统锅炉业务受宏观经济形势影响出现下滑的风险等

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012/9/13
主营收入（百万元）	1910	2457	2897	3301	当前价格（元）	18.29
增长率(%)	23%	29%	18%	14%	52 周价格区间（元）	13.5-25.17
净利润（百万元）	102	114	148	176	总市值（百万）	3054.43
增长率(%)	15%	12%	30%	19%	流通市值（百万）	768.18
摊薄每股收益（元）	0.61	0.68	0.89	1.06	总股本（万股）	16700.00
ROE(%)	6.58%	6.98%	8.52%	9.46%	流通股（万股）	4200.00

目　　录

1、优秀的煤粉锅炉和特种锅炉制造商 4
1.1、公司概况 4
1.2、股权和组织结构 5
1.3、致力于多元化能源系统解决方案的清洁技术服务商 5
2、布局垃圾发电，享四川省内资源优势，隐形环保业绩有望快速增长 6
2.1、十二五垃圾发电步入高投资阶段 6
2.2、垃圾发电投资区域化特性明显，有项目资源企业才能真正受益 8
2.3、华西能源享四川省垃圾发电项目资源，“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推公司业绩增长 9
3、传统锅炉业务稳步发展，差异化定位创造增长空间 10
3.1、大型电站锅炉增速放缓，中小型电站锅炉市场整合潜力大 10
3.2、自备电厂增长迅速，煤粉锅炉、特种锅炉迎来结构性机会 11
3.3、华西能源锅炉业务差异化定位，力保稳步增长 14
4、盈利预测与投资评级 15
5、风险提示 15

图表索引

图 1、公司主要经营产品.....4
图 2、2006-2012H 公司营业收入（百万元）.....4
图 3、2006-2012H 归属母公司净利润（百万元）.....4
图 4、公司股权结构及主要控参股公司.....5
图 5、十五至十二五全国城镇生活垃圾无害化处理比例.....6
图 6、焚烧处理市场份额.....7
图 7、焚烧处理能力（吨/日）.....7
图 8、十二五垃圾发电投资规模测算.....8
图 9、华西能源垃圾发电业务模式.....10
图 10、2002-2015 年中国火电累计装机容量统计.....11
图 11、2002-2015 年中国火电净增装机容量统计.....11
图 12、2006-2012 年全国电力供应缺口统计（万千瓦）.....12
图 13、2008-2012 年新疆电解铝（原铝）产量统计（万吨）.....12
图 14、2010 年工业锅炉按燃料方式划分结构（蒸发吨）.....13
图 15、2010 年工业锅炉按燃料划分结构（蒸发吨）.....13
图 16、2008-2012H 公司煤粉锅炉营收状况（百万元）.....14
图 17、2008-2012H 公司特种锅炉营收状况（百万元）.....14

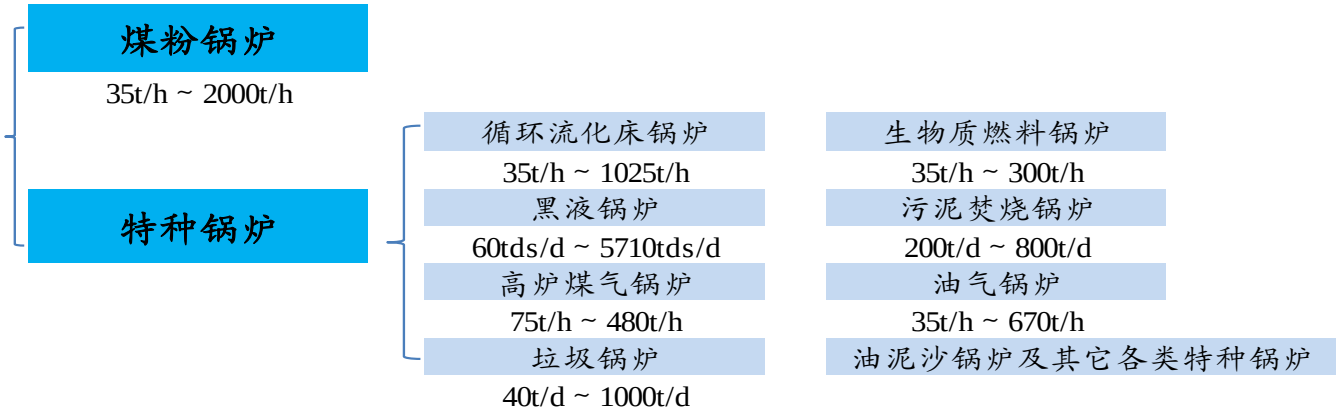
表 1、十五至十二五城镇垃圾焚烧比例对比.....7
表 2、四川省设市城市一览.....9
表 3、煤粉工业锅炉与传统锅炉性能对比.....13
表 4、2008-2011H 公司产能利用率情况（蒸吨）.....15
表 5、2012-2014 年盈利预测.....16

1、优秀的煤粉锅炉和特种锅炉制造商

1.1、公司概况

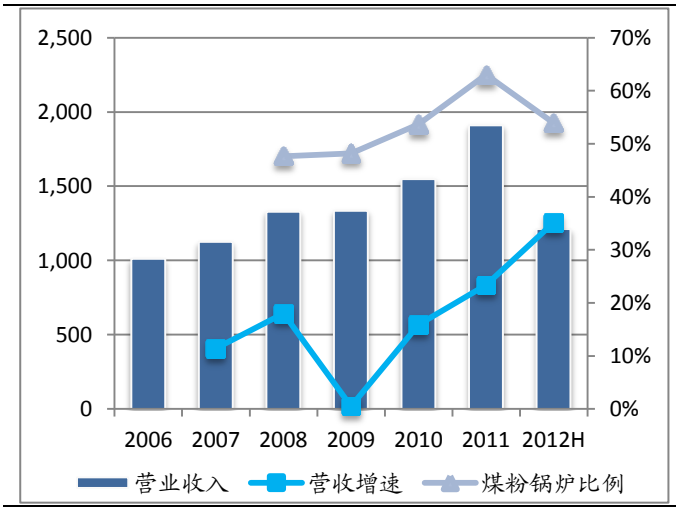
华西能源工业股份有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年 11 月 11 日在深交所上市，前身自贡东方锅炉工业集团有限公司，成立于 2004 年 4 月。公司主营业务为煤粉锅炉和特种锅炉的设计制造和销售，其中特种锅炉包括循环流化床锅炉、生物质燃烧锅炉、圾焚烧锅炉、碱回收锅炉、污泥焚烧锅炉等节能环保型锅炉，煤粉锅炉主要客户为企业自备电厂和地方发电企业。2012 年上半年实现营业收入 12.11 亿元，同比增长 35.14%，归属于母公司净利润 0.56 亿元，同比增长 5.04%。

图 1、公司主要经营产品



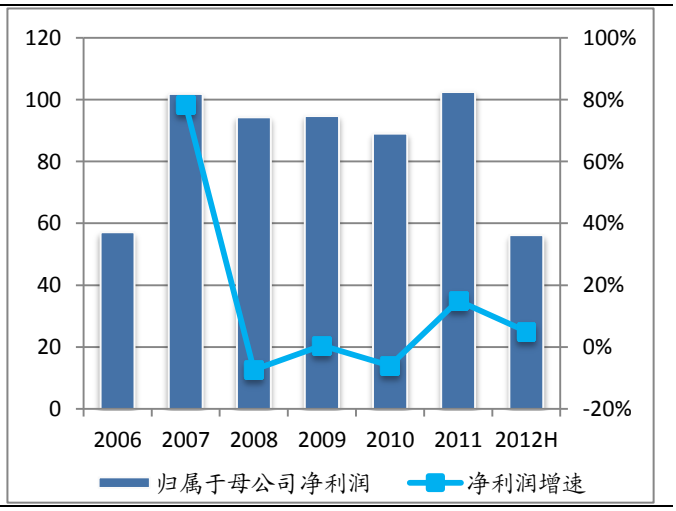
资料来源：公司主页、国海证券研究所

图 2、2006-2012H 公司营业收入（百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、2006-2012H 归属母公司净利润（百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

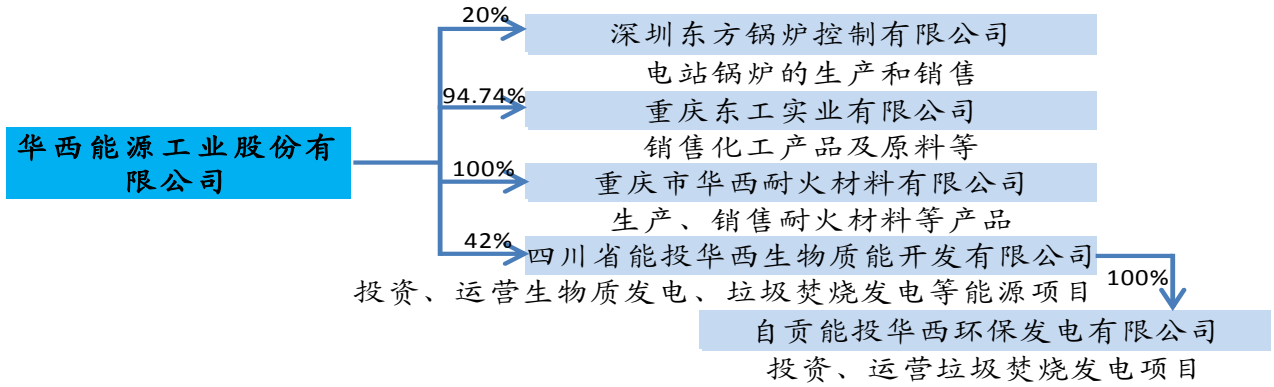
公司始终专注于中小型电站锅炉以及世界先进动力技术的研发、设计和制造，开发了具有国内领先水平的以煤粉、煤矸石、水煤浆、油页岩、石油焦、油气、高

炉煤气及工业废弃物与生活废弃物等为燃料的高新锅炉技术，实现了国内行业多个“第一”和“最大”，已发展成为我国专业从事煤粉锅炉、碱回收锅炉、生物质燃料锅炉、垃圾焚烧锅炉、油泥砂锅炉、高炉煤气锅炉、EPC 电站工程总包以及其它各类特种锅炉研发、设计、制造的大型骨干企业。

1.2、股权和组织结构

公司控股股东即实际控制人为黎仁超先生，总计持有公司股份 46,383,800 股，占比 27.77%。公司主要控参股公司包括四川省能投华西生物质能开发有限公司（42%，新成立）、深圳东方锅炉控制有限公司（20%，2011 年净利润 1933 万元）、自贡能投华西环保发电有限公司（100%，新成立，已经成为孙公司）、重庆东工实业有限公司（94.74%，2011 年净利润-8.37 万元）、重庆市华西耐火材料有限公司（100%，2011 年净利润 12.20 万元）。

图 4、公司股权结构及主要控参股公司



资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.3、致力于多元化能源系统解决方案的清洁技术服务商

公司长期发展战略为坚持差异化发展战略，**坚定“做精电站锅炉、做强特种锅炉、优化在役锅炉、潜心方案解决”**的发展道路，致力于为用户提供多元化的能源系统解决方案，不断开发并持续推行更高效节能、更洁净环保的能源转换技术，为全球可持续发展提供源源不绝的洁净动力。

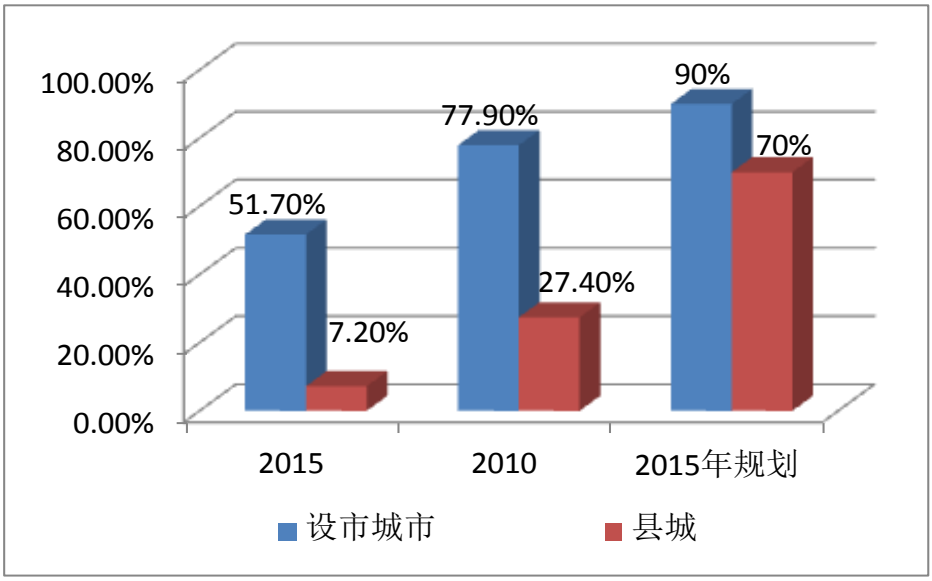
公司的中期发展目标为以“**装备制造、工程总包和投资运营**”为切入点，力争在未来三到五年内成为国内一流、国际知名的能源利用系统解决方案供应商和服务商。

2、布局垃圾发电，享四川省内资源优势，隐形环保业绩有望快速增长

2.1、十二五垃圾发电步入高投资阶段

2012 年 5 月《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》出台，规划在“十二五”期间，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，设市城市生活垃圾无害化处理率达到 90%以上，县县具备垃圾无害化处理能力，县城生活垃圾无害化处理率达到 70%以上。相比 2010 年底，全国平均生活垃圾无害化处理率仅 63.5%，其中设市城市 77.9%，县城 27.4%。

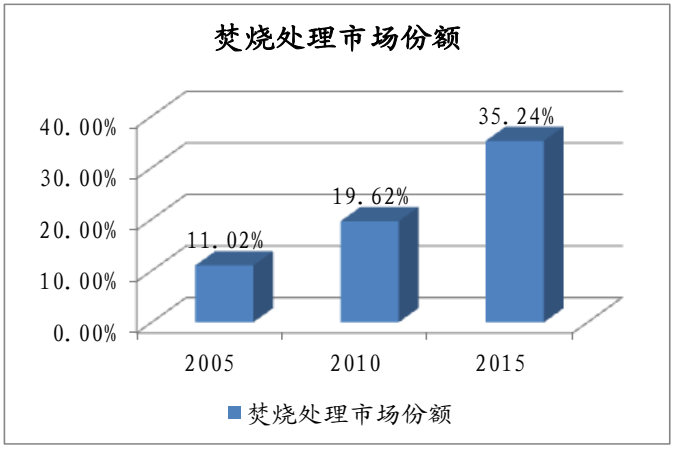
图 5、十五至十二五全国城镇生活垃圾无害化处理比例



资料来源：国海证券研究所

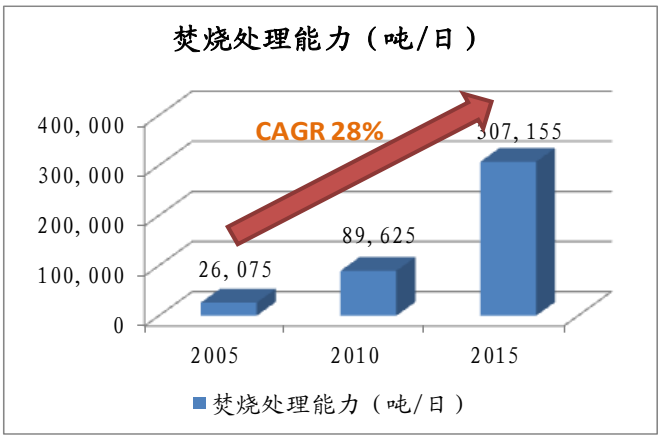
整体来看，生活垃圾无害处理能力未来 4-5 年将实现翻倍，年复合增长率约 14%，其亮点在于垃圾发电。根据规划，垃圾无害化处理需因地制宜地选择先进的技术，在有条件的地区应优先采用焚烧等资源化处理技术。**2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上。垃圾发电处理规模需要从 2010 年底 8.96 吨/日上升至 2015 年末约 30.7 万吨/日，年复合增长率达到 28%。**

图 6、焚烧处理市场份额



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、焚烧处理能力（吨/日）



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 1、十五至十二五城镇垃圾焚烧比例对比

垃圾处理方式	2005		2010			2015		
	处理能力（吨/日）	市场份额	处理能力（吨/日）	市场份额	十一五复合增长率	处理能力（吨/日）	市场份额	十二五复合增长率
垃圾无害化处理	236,548	100.00%	456,917	100.00%	14.07%	871,491	100.00%	13.79%
填埋方式	184,740	78.10%	352,038	77.05%	13.76%	513,748	58.95%	7.85%
焚烧方式	26,075	11.02%	89,625	19.62%	28.01%	307,155	35.24%	27.93%
其他	25,733	10.88%	15,254	3.34%	-9.93%	50,588	5.80%	27.10%

资料来源：国海证券研究所

进入 2012 年，上海、北京、深圳、武汉、成都等全国众多地市已陆续开展垃圾发电的招标工作，垃圾发电正式步入高投资阶段。

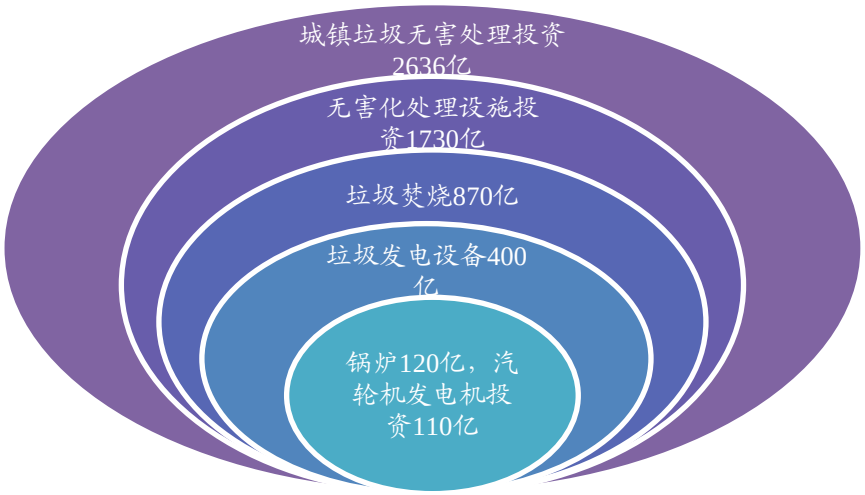
2012 年是节能环保的大年。李克强副总理 5 月 3 日在布鲁塞尔表示，“十二五”期间中国节能环保累计投入要超过 5 万亿人民币。2012 年 5 月 24 日，财政部在北京召开全国财政节能减排工作会议。会议公布，仅 2012 年中央财政安排 979 亿元节能减排和可再生能源专项资金，比上年增加 251 亿元，加上可再生能源电价附加、战略性新兴产业、循环经济、服务业发展资金和中央基建投资中安排的资金，合计将达到 1700 亿元。2012 年 5 月 30 日国务院会议讨论通过《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，其中将节能环保产业置于七大战略性新兴产业之首。

垃圾发电拥有环保和新能源双重属性，在高投资推动业绩增长的同时，还将伴随环保主题获得估值提升。

2.2、垃圾发电投资区域化特性明显，有项目资源企业才能真正受益

全国垃圾发电处理规模需要从 2010 年底 8.96 吨/日上升至 2015 年末约 30.7 万吨/日，年复合增长率达到 28%。“十二五”期间，预计新增垃圾发电日处理能力 21.7 万吨/日，以 800 吨/日的垃圾发电站核算，约新建 271 个垃圾发电站。垃圾发电站每吨处理容量投资额约 35 万-45 万，预计“十二五”期间垃圾发电总投资约 870 亿。其中设备投资约 400 亿，锅炉投资约 120 亿，汽轮机和发电机投资约 110 亿。

图 8、十二五垃圾发电投资规模测算



资料来源：国海证券研究所

垃圾发电步入高投资阶段，与投资相关的设备和工程企业将率先受益。但采取自上而下的产业梳理却发现个体公司在垃圾发电相关业务方面的收入增长并不明显。主要原因是：

1）垃圾发电整体投资规模并不是太大，对于汽轮机和发电机等标准化产品，拉动作用有限。

2） 垃圾发电的投资与各地方政府相关，区域化特性明显，一般工程和设备企业较难在全国范围内拓展业务。

因此，有项目和渠道资源的企业才能真正受益垃圾发电的高投资。

2.3、华西能源享四川省垃圾发电项目资源，“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推公司业绩增长

四川省垃圾发电潜在项目多、市场规模大

人均垃圾产出量为 1-1.2Kg/d，而一般 400t/d 以上规模的垃圾发电厂才具有一定的经济效益，也就是说 50 万人口以上地区就具有一定建设垃圾发电项目的条件。

四川省有 3 个自治州和 32 个设市城市，包括 18 个地级市和 14 个县级市。除成都等大型城市外，已经建设了垃圾发电站的较少。而根据发改委规划，2015 年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上。**预计十二五期间，四川省内将有 15 个以上设市城市将逐步启动垃圾发电项目，同时部分大型城市也可能建设多个垃圾焚烧厂。四川省内垃圾发电潜在项目多，市场规模大。**

表 2、四川省设市城市一览

18 个地级市	成都市、自贡市、攀枝花市、泸州市、德阳市、绵阳市、广元市、遂宁市、内江市、资阳市、乐山市、眉山市、南充市、宜宾市、广安市、达州市、巴中市、雅安市
14 个县级市	都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市（成都市代管）；广汉市、什邡市、绵竹市（德阳市代管）；峨眉山市（乐山市代管）；阆中市（南充市代管）；万源市（达州市代管）；江油市（绵阳市代管）；华蓥市（广安市代管）；简阳市（资阳市代管）；西昌市（凉山彝族自治州驻地）
3 个自治州	甘孜、阿坝、凉山市自治州

资料来源：国海证券研究所

华西能源与四川省能投投资集团合作，具有一定的资源优势

公司于 2011 年底与四川省能源投资集团和自贡市国资委合资组建能投华西生物质能开发有限公司，其中华西能源占比 42%，四川省能源投资集团占 51%。

四川省能源投资集团是 2011 年 4 月成立，是四川省从事能源、节能环保、电网等投资的平台。合资公司能投华西可以充分发挥四川省能投集团在资金、管理和资源等方面的优势和华西能源在生物质发电领域的技术研发、装备制造、工程建设优势，以“自贡市垃圾综合焚烧发电项目”为示范，辐射全省。预计能投华西有望在“十二五”内获得省内多个垃圾发电站投资和运营项目。

能投华西（合资公司）= 华西能源(42%)+ 四川省能源投资集团(51%)+自贡市国资委（7%）= 技术&设备 + 资金&资源

“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推公司业绩增长

华西能源的垃圾发电业务经营模式是：“设备制造+工程总承包+电厂运营”。

四川省能源投资集团和华西能源，将以合资公司能投华西为平台，在四川省内开展垃圾发电项目的投资和运营。以自贡项目为例，在自贡项目具体实施的地市成立项目公司，项目公司是能投华西的全资子公司。**垃圾发电厂投产运营后，华西能源将持续获得 42%的运营收益。**

同时，合资公司能投华西将对所有的垃圾发电项目分别逐个进行公开招标，确定总承包商（EPC）和设备供应商，**华西能源将参与 EPC 招标。但考虑到前期华西能源将积极配合合资公司进行项目前期规划，对项目自身条件较为熟悉，华西能源所提出的方案可能更符合项目实际情况，更具有竞争优势，中标 EPC 总包的概率较大。也就是说，在垃圾发电站建设的周期内，华西能源就有可能通过提供 EPC 工程总包服务和销售垃圾锅炉，获得利润。**

图 9、华西能源垃圾发电业务模式

资料来源：国海证券研究所

以一个 800 吨/天的垃圾发电项目为例，总投资约 3-3.5 亿，扣除流动资金，预计 EPC 工程总包额约 2.5-3 亿，设备总包约 5000 万，提供工程总包服务和设备销售的总利润在 2000-3000 万左右。对于华西能源目前传统锅炉业务约 1.1-1.2 亿净利润来说拉动作用较大。

看好华西能源在四川省内的垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总成包+电厂运营”的商业模式，垃圾发电业务有望为未来三年力推公司业绩增长。

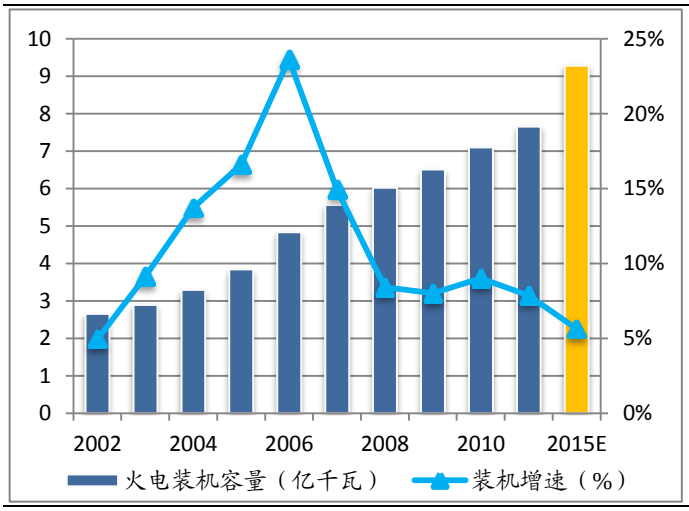
3、传统锅炉业务稳步发展，差异化定位创造增长空间

3.1、大型电站锅炉增速放缓，中小型电站锅炉市场整合潜力大

我国火电经历了较长时间的高速增长，目前装机已经达到相对高峰，并且受经济增速放缓和环境保护双重压力，发展速度持续降低，预计“十二五”年均增速仅 5.63%，折合每年净增容量约 4000 万千瓦，而根据电站经济寿命期一般在 25 年左右估算，每年更新火电设备容量约 3000 万千瓦规模，合计每年火电装备容

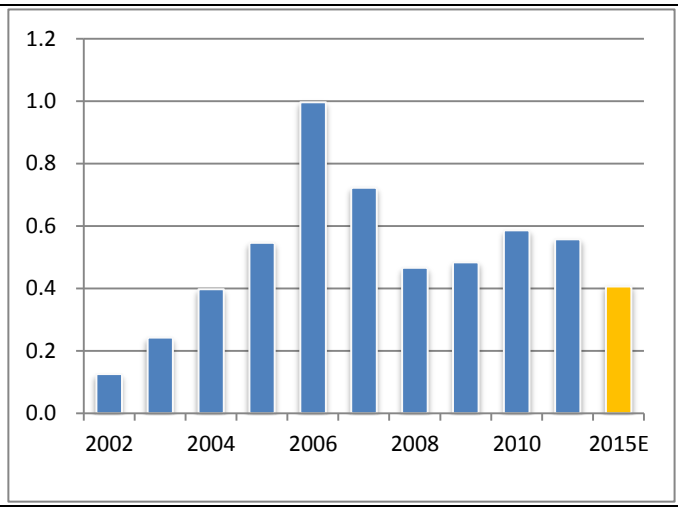
量 7000 万千瓦。

图 10、2002-2015 年中国火电累计装机容量统计



资料来源：电力工业年鉴、中电联、国海证券研究所

图 11、2002-2015 年中国火电净增装机容量统计



资料来源：电力工业年鉴、中电联、国海证券研究所

目前三大电气集团基本上垄断了五大电力集团 30 万千瓦以上大型发电机组的生产制造。对于电站锅炉而言，三大电气的制造能力基本上处于 2000 万千瓦/年水平，且基本维持满产状态，假设出口比例 20%，那么三大电气集团每年可向国内贡献 4800 万千万的锅炉产能，垄断国内火电近 70%市场份额。

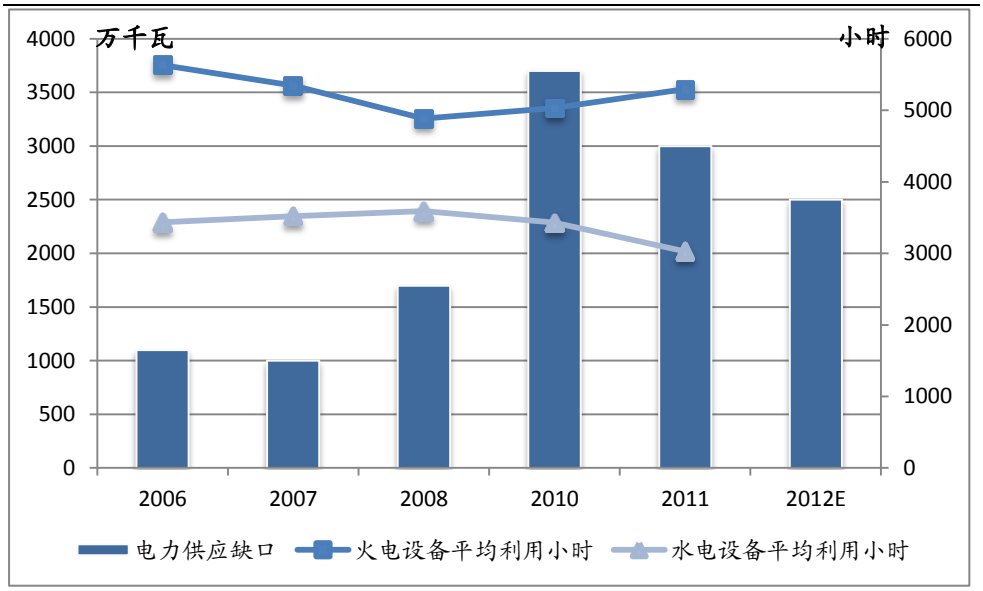
剩下的 2200 万千瓦电站锅炉市场仍然竞争激烈，且主要以 30 万千瓦及以下容量锅炉为主。根据国家质检总局特种设备安全监察局数据，目前持有锅炉境内制造许可证企业近 1500 家，平均产能仅 1.5 万千瓦，中小型锅炉企业整合潜力巨大，未来随着市场集中度的提高，优质企业有望获得高于行业整体的发展速度。目前除三大电气集团外的第二梯队锅炉企业主要包括华光股份、杭锅股份、华西能源、北京巴布科克·威尔科克斯、济南锅炉等，主要客户为企业自备电厂、地方中小型发电企业。

3.2、自备电厂增长迅速，煤粉锅炉、特种锅炉迎来结构性机会

电力供应缺口持续扩大，企业建设自备电厂积极性提高

虽然大型电力集团火电装机投资增速放缓，但是近年来我国自备电厂增长迅速，主要是由于电力供应缺口持续扩大，对企业生产造成严重影响，并且建设自备电厂有利于压缩成本提高市场竞争力，这对于电力成本占据很高比例的高耗能产业尤其重要，同时高耗能产业向能源丰富地区转移的趋势都极大地刺激了自备电厂的积极建设。

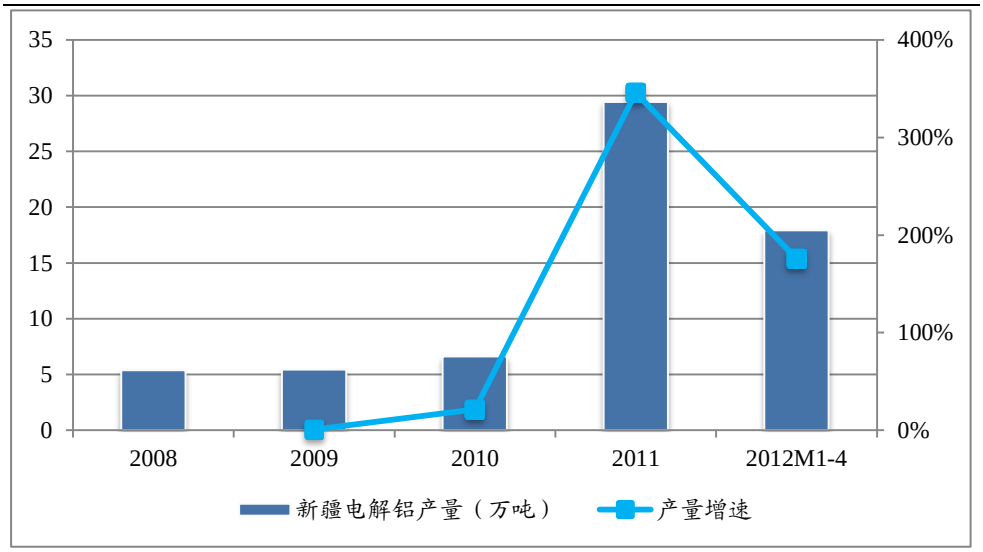
图 12、2006-2012 年全国电力供应缺口统计（万千瓦）



资料来源：中电联、国海证券研究所

我们看到“十一五”全国电力供应缺口从 1000 万千瓦持续扩大到 3000 万千瓦以上，而高煤价时代火电被动式增加出力，发电设备平均利用小时数在电力供应缺口扩大的期间，并没有迅速上升到“十一五”以前的 5500 小时以上，水电出力具有明显的不可预测性，在近两年用电缺口迅速增大的情况下反而减少出力，造成每到冬夏两季许多企业生产不得不面临能源供应瓶颈，尤其是高耗能产业首当其冲。在这种情况下，大型企业建设自备电厂的需求不断加强。

图 13、2008-2012 年新疆电解铝（原铝）产量统计（万吨）



资料来源：中智林、国海证券研究所

而另一方面西部廉价而丰富的能源对于承接高耗能产业转移的天然条件，正在刺激越来越多的高耗能产业向西部发展，并且国家在西部这方面的政策也相对宽松，以电解铝行业为例，国内在严厉调控电解铝产能的情况下，西部众多省份却得到了极大程度的豁免，尤其 2012 年 5 月 6 日，国家发改委出台了《关于支持新疆产业健康发展的若干意见》，利用差别化产业政策承接产业化转移，重点支持新

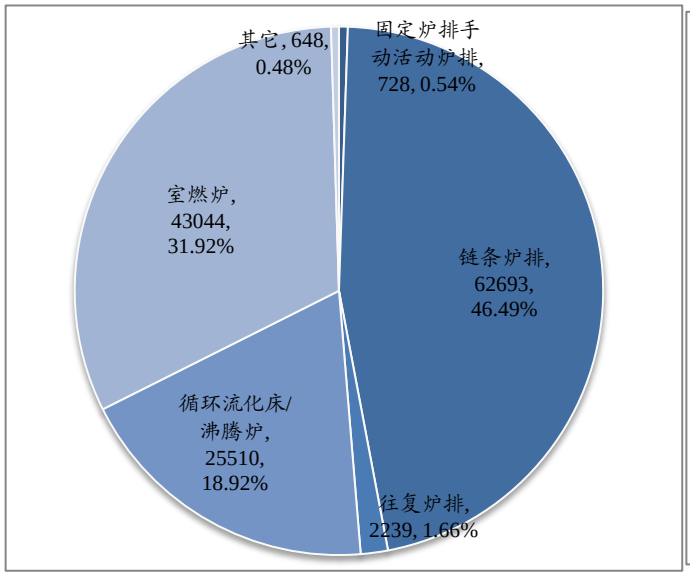
疆兵团 12 个产业发展，并将 6 个产业的项目核准权下放到新疆维吾尔自治区和兵团发改委。这 12 个重点产业分别是钢铁、电解铝、水泥、多晶硅、石油化工、煤炭、煤化工、火电、可再生能源、汽车、装备、轻工纺织，几乎全部是高耗能产业。据富宝铝研究小组调研了解，截至“十二五”期末，新疆将计划建成电解铝总产能 1800 万吨，占到国内比重的 7 成。

据了解，目前新疆地区自备电厂每千瓦时的发电成本普遍要低于 0.3 元，而内地的平均电价却要高达 0.55 元/千瓦时以上，以生产一吨电解铝需消耗 14000 度电计算，可以节省成本 3500 元以上，刨去运输成本，仍有很大的利润空间。我们注意到在电解铝行业之外，钢铁、有色金属、煤化工等均有类似发展倾向。**我们认为企业自备电厂将在高耗能产业的成本压力和区域转移趋势中获得快速增长。**

煤粉锅炉、特种锅炉获得结构性机会

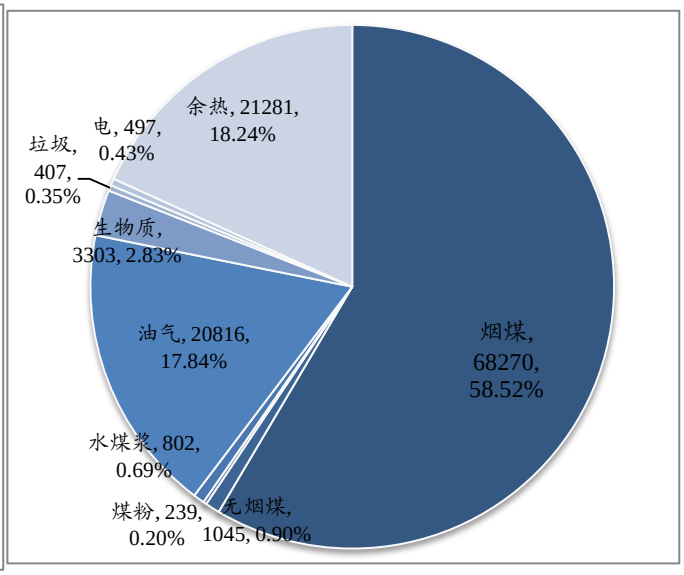
结构上目前自备电厂的锅炉以小型燃煤锅炉为主，同时包括生物质锅炉等环保型锅炉。由于煤粉工业锅炉燃烧效率高于传统燃煤锅炉 10%以上，同时污染物排放量大幅减少，是工业燃煤锅炉的发展方向之一。而目前我国自备电厂的燃煤粉锅炉还没有大规模的推广应用，2010 年燃煤粉工业锅炉产量仅占比 0.20%，结构上存在巨大提升空间。随着自备电站锅炉平均容量的持续提升，高效环保的煤粉锅炉的比例有望稳步提升。

图 14、2010 年工业锅炉按燃料方式划分结构（蒸发吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

图 15、2010 年工业锅炉按燃料划分结构（蒸发吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

表 3、煤粉工业锅炉与传统锅炉性能对比

	高效煤粉锅炉	传统链条锅炉	国家标准
烟尘排放浓度，mg /Nm3	11.3	≥80	200
烟尘排放量，kg /h	0.06		

SO2 排放浓度，mg /Nm3	767	≥900	900
SO2 排放量，kg /h	3.59		
燃料含硫量，%	0.41		
林格曼黑度	0	≥1 级	1 级
锅炉效率	≥86%	约 70%	
节省燃煤	30%	0	

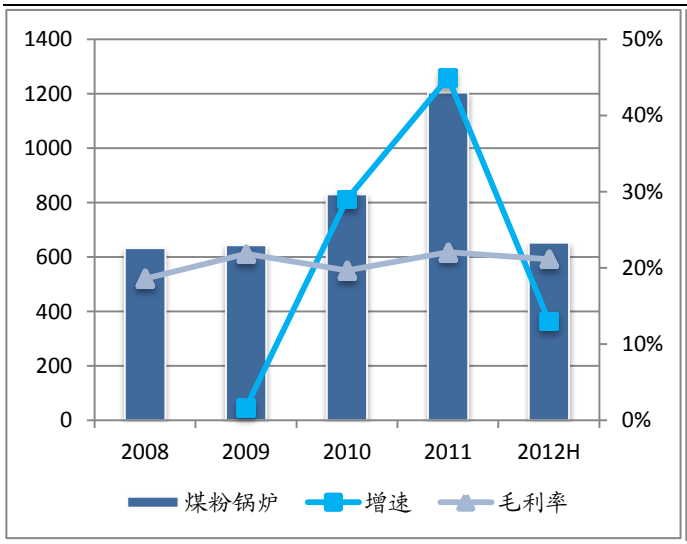
资料来源：《燃煤粉工业锅炉的发展前景及节能减排技术创新》、国海证券研究所

与此同时，2010 年我国生物质锅炉产量 3033 蒸发吨（约合 100 万千瓦），而截至 2010 年底，各类生物质发电装机容量总计约 550 万千瓦。根据发改委 2011 年 7 月印发的《可再生能源发展“十二五”规划》，到 2015 年生物质发电装机容量将达到 1300 万千瓦，相当于每年要新增 150 万千瓦生物质装机，需要配备生物质能燃烧锅炉约 5000 蒸发吨。根据我们了解，目前广西、广东地区的蔗糖企业就正在大面积使用生物质锅炉建设自备电厂。

3.3、华西能源锅炉业务差异化定位，力保稳步增长

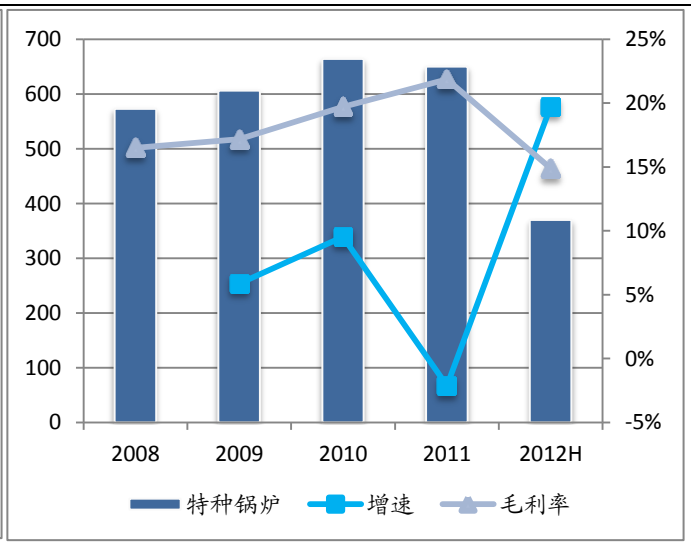
公司目前主要锅炉产品是煤粉锅炉和特种锅炉(含循环流化床锅炉、生物质锅炉、碱回收炉、垃圾锅炉等)。尽管整体锅炉行业增速持续放缓，但公司在锅炉制造第二梯队中技术实力雄厚，目前正积极向 60 万千瓦锅炉制造突破。公司煤粉锅炉、流化床锅炉、生物质锅炉、碱回收炉主要定位在企业自备电厂和地方发电企业，公司客户包括电解铝企业、蔗糖企业、石油石化、有色化工企业，造纸企业等，公司同时注重发展印度、马来西亚等出口市场。公司享受自备电厂、新疆、印度等地区的结构化机会，锅炉业务订单饱满，有望继续保持 5%-10%的增速，稳定发展。

图 16、2008-2012H 公司煤粉锅炉营收状况（百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 17、2008-2012H 公司特种锅炉营收状况（百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

过去公司受产能限制，发展速度受到较大限制，很多生产必须外包，随着募投产能的逐步达产，2011-2012 年公司总产能将扩张 150%，由 5500 蒸吨上升到

13750 蒸吨，募投产能的释放将提升公司整体效率和维持较高毛利率水平，从而有效保障公司持续增长。

表 4、2008-2011H 公司产能利用率情况（蒸吨）

	2008		2009		2010		2011H	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能
煤粉锅炉	7999	4500	7400	4500	9050	5500	5880	4250
特种锅炉	4256		4700		5100		2290	
合计	12255	4500	12400	4500	14150	5500	8170	4250

资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、盈利预测与投资评级

公司业务包含传统锅炉业务和垃圾发电业务，其中垃圾发电业务又包括：垃圾发电锅炉制造、EPC 工程总包、垃圾电厂运营。盈利预测基本假设如下：

- 传统锅炉：维持稳定，保持约 5%增长；
- 垃圾发电锅炉：垃圾电厂建设的第二年（完工年）进行交付，确认设备收入；
- 垃圾发电 EPC 工程：垃圾发电厂建设周期约 1.5 年，按工程进度确认收入；
- 垃圾发电厂运营的投资收益：在 80%的锅炉使用效率和国家规定 0.65 元/度上网电价，50 元的垃圾处理补贴条件下进行测算。
- 自贡市垃圾发电项目 2012 下半年正式启动，未来公司将逐步获得新的项目。

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元、1.06 元。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升，给予“买入”评级。

5、风险提示

传统锅炉业务受国内外经济形势影响出现延迟提货或者订单取消等风险；

传统锅炉业务受行业景气度影响出现利润率下滑的风险；

垃圾发电业务工程进度低于预期的风险。

表 5、2012-2014 年盈利预测

证券代码:	002630.sz	股票价格:	15.52	投资评级:	买入	日期:	2012/8/17

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	7%	7%	9%	9%
毛利率	22%	19%	19%	18%
期间费率	14%	13%	13%	12%
销售净利率	5%	5%	5%	5%
成长能力				
收入增长率	23%	29%	18%	14%
利润增长率	15%	12%	30%	19%
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.59
应收账款周转率	1.81	1.65	1.67	1.70
存货周转率	1.51	1.25	1.39	1.45
偿债能力				
资产负债率	61%	65%	66%	66%
流动比	1.41	1.42	1.36	1.37
速动比	0.98	0.81	0.79	0.80

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1009	409	393	423
应收款项	1053	1489	1731	1946
存货净额	987	1601	1697	1865
其他流动资产	215	227	238	272
流动资产合计	**3264**	**3725**	**4060**	**4506**
固定资产	437	543	709	805
在建工程	176	227	167	(0)
无形资产及其他	74	74	66	59
长期股权投资	40	74	104	164
资产总计	**4018**	**4671**	**5134**	**5561**
短期借款	264	84	84	84
应付款项	1147	1760	1885	1932
预收帐款	757	637	870	1127
其他流动负债	148	148	148	148
流动负债合计	**2316**	**2629**	**2987**	**3291**
长期借款及应付债券	120	380	380	380
其他长期负债	25	25	25	25
长期负债合计	**145**	**405**	**405**	**405**
负债合计	**2461**	**3034**	**3392**	**3696**
股本	167	167	167	167
股东权益	1558	1638	1742	1865
负债和股东权益总计	**4018**	**4672**	**5134**	**5561**

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.61	0.68	0.89	1.06
BVPS	9.32	9.80	10.43	11.16
估值				
P/E	25.30	22.66	17.47	14.69
P/B	1.66	1.58	1.49	1.39
P/S	1.36	1.05	0.89	0.79

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**1910**	**2457**	**2897**	**3301**
营业成本	1488	1994	2356	2692
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	69	86	96	106
管理费用	170	204	232	257
财务费用	26	33	34	33
其他费用/（-收入）	(43)	0	1	1
营业利润	**111**	**135**	**175**	**208**
营业外净收支	8	0	0	0
利润总额	**119**	**135**	**175**	**208**
所得税费用	16	20	26	31
净利润	102	114	148	176
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**102**	**114**	**148**	**176**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**(30)**	**(1390)**	**(498)**	**(466)**
净利润	102	114	148	176
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	20	51	62	77
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(153)	(1555)	(708)	(720)
投资活动现金流	**(205)**	**(191)**	**(135)**	**11**
资本支出	(239)	(158)	(105)	71
长期投资	(11)	(34)	(30)	(60)
其他	46	0	0	0
筹资活动现金流	**(365)**	**46**	**(45)**	**(53)**
债务融资	60	80	0	0
权益融资	664	0	0	0
其它	(1089)	(34)	(45)	(53)
现金净增加额	**(600)**	**(1535)**	**(678)**	**(508)**

资料来源：国海证券研究所

【电力设备与新能源小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

谭　倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

张晓霞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

国海证券机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓　名	固话	手机	邮箱
林　莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
郭　强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈　蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹　莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡　超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜　彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王　帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn