

2013年2月25日

公司研究

评级：买入

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

垃圾发电项目进展顺利，环保业务力推业绩 和估值快速提升

——华西能源（002630）跟踪报告

事件：

我们自2012年7月开始推荐华西能源，在市场上首度提出华西能源涉足垃圾发电业务，享四川省内资源优势，业绩有望快速增长。过去半年，公司在垃圾发电业务上进展迅猛。自贡项目将在2013年6月30日发电，广安项目进展也有望超预期，其他省内外项目陆续落地，公司作为隐形环保股业绩和估值正迎来双重提升。

投资要点：

- **公司打造“锅炉制造+垃圾发电”两大支柱业务** 华西能源是我国二梯队锅炉龙头企业，专业生产煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉。2011年底公司与四川省能源投资集团合资设立能投华西公司，立足四川，辐射全国，强势介入垃圾电站运营业务，力争成为全国固废处理龙头企业。公司未来的发展战略为稳定发展锅炉制造业务，大力发展垃圾发电业务。
- **享四川省内资源优势，“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推业绩增长** 十二五垃圾发电步入高投资阶段，预计四川省内将有15-20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10个以上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。
- **垃圾发电项目进展迅猛，公司迎来业绩和估值双重提升** 在过去的半年内，在能投集团的大力推动和华西能源过硬的执行能力下，公司拿下省内外多个项目，垃圾发电项目进展迅猛。其中，自贡项目于2012年9月签订EPC合同正式开工，截止目前已完成大部分建设进度，预计3月后进入设备安装阶段，力保6月30日第一台机组发电投运。广安项目于2012年9月拿下BOT特许经营商务合同，其他省内外项目也相继拿下BOT商务合同或框架协议。公司正迎来垃圾发电业务对业绩和估值的双重提升。
- **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** 上调公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70 元、1.03 元、1.39 元, 对应 PE 分别为 31.89 倍、21.70 倍、16.04 倍。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升, 维持“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

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	1910	2439	3028	3764
增长率 (%)	23%	28%	24%	24%
净利润 (百万元)	102	117	172	233
增长率 (%)	15%	14%	47%	35%
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.70	1.03	1.39
ROE (%)	6.58%	7.13%	9.77%	12.09%

历史研究报告汇总:

- 华西能源 (002630) 调研报告: 锅炉业务稳定发展, 静待垃圾发电贡献业绩 (买入) 2012.8.20
- 华西能源 (002630) 深度报告: 垃圾发电进入高投资阶段, 隐形环保股估值和业绩双重提升 (买入) 2012.9.14
- 华西能源 (002630) 三季报点评: 业绩符合预期, 四季度垃圾发电或将带来惊喜 (买入) 2012.10.26
- 华西能源 (002630) 跟踪报告: 垃圾发电项目进展顺利, 环保业务力推业绩和估值快速提升 (买入) 2013.2.25

目 录

1、公司打造“锅炉制造+垃圾发电”两大支柱业务.....	4
2、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”模式力推业绩增长.....	5
2.1、四川省垃圾发电潜在项目多、市场规模大	5
2.2、华西能源与四川省能投投资集团合作，具有显著的项目资源优势	6
2.3、“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推业绩增长.....	6
2.4、垃圾发电项目进展迅猛，公司迎来业绩和估值双重提升.....	7
3、传统锅炉业务稳步发展，差异化定位创造增长空间.....	8
3.1、二梯队龙头锅炉企业	8
3.2、煤粉锅炉定位自备电厂和海外市场	8
3.3、特种锅炉实力雄厚，均是细分行业龙头	10
3.4、华西能源锅炉制造业务的发展战略—稳定发展	11
4、盈利预测与投资评级.....	11
5、风险提示.....	12

图表索引

图 1、公司主营业务.....	4
图 2、十二五垃圾发电投资规模测算.....	5
图 3、华西能源垃圾发电业务模式.....	6
图 4、自贡项目签约情况.....	7
图 5、广安项目签约情况.....	7
图 6、锅炉行业格局.....	8
图 7、2002-2015 年中国火电累计装机容量统计	8
图 8、2002-2015 年中国火电净增装机容量统计	8
表 1、四川省设市城市一览.....	5
表 2、华西能源煤粉锅炉的下游客户定位.....	9
表 3、华西能源特种锅炉的下游客户定位.....	10
表 4、2012-2014 年盈利预测.....	13

1、公司打造“锅炉制造+垃圾发电”两大支柱业务

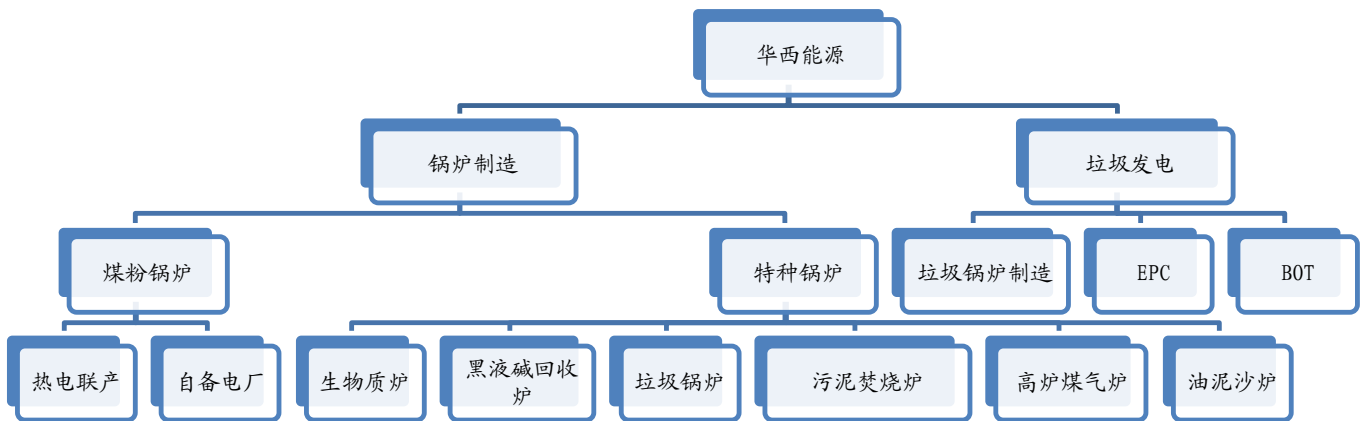
华西能源工业股份有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年 11 月 11 日在深交所上市，前身自贡东方锅炉工业集团有限公司，成立于 2004 年 4 月。

华西能源是我国二梯队锅炉龙头企业，专业生产煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉。其中煤粉锅炉主要应用于热电联产企业和高能耗企业的自备电厂，约占公司锅炉业务销售收入的 60%。而特种锅炉主要包括生物质能发电锅炉、黑液碱回收锅炉（世界最大容量等级）、垃圾焚烧发电锅炉、污泥焚烧锅炉、油气锅炉和高炉煤气锅炉（全国最大容量等级）、油泥沙锅炉（我国首台）等，约占公司锅炉业务销售收入的 40%。

2011 年底公司与四川省能源投资集团合资设立能投华西公司，立足四川，辐射全国，强势介入垃圾电站运营业务，力争成为全国固废处理龙头企业。华西能源通过为合资公司供应设备、提供工程总承包，形成了垃圾发电设备制造、EPC、BOT 的全产业链布局。

公司未来的发展战略为稳定发展锅炉制造业务，大力发展垃圾发电业务。垃圾发电业务将带来公司估值与业绩的双重提升。

图 1、公司主营业务



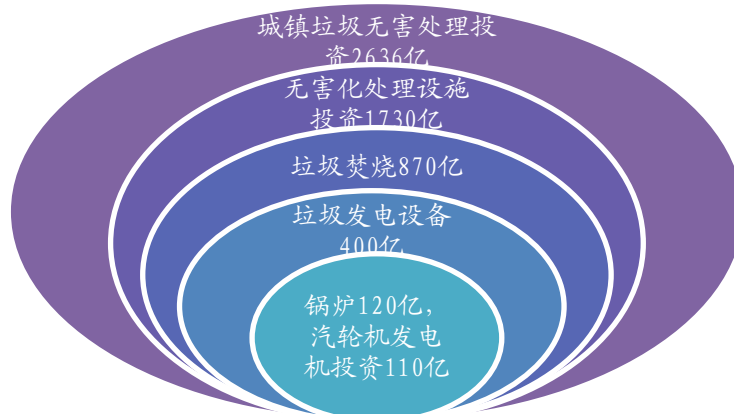
资料来源：国海证券研究所

2、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”模式力推业绩增长

2.1、四川省垃圾发电潜在项目多、市场规模大

根据国家发改委下发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到2015年辖市、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。而到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，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 2、十二五垃圾发电投资规模测算



资料来源：国海证券研究所

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很少。一般人均垃圾产出量为1-1.2Kg/d，而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。

预计十二五期间，四川省内将有15-20个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 1、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、凉山自治州

资料来源：国海证券研究所

2.2、华西能源与四川省能投投资集团合作，具有显著的项目资源优势

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”内获得四川省内超过十个垃圾发电站项目。

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

2.3、“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推业绩增长

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%的垃圾发电厂运营收益。

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 3、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，设备总包额约 5000 万，提供工程总包服务和设备销售的净利润在 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+工程总包+电厂运营”的商业模式，垃圾发电业务有望在未来三年力推公司业绩增长。

2.4、垃圾发电项目进展迅猛，公司迎来业绩和估值双重提升

华西能源和能投集团在垃圾发电项目上的合作起始于 2012 年，在能投集团的大力推动和华西能源过硬的执行能力下，合资公司拿下省内外多个项目，垃圾发电项目进展迅猛。

其中，自贡项目于 2012 年 9 月签订 EPC 合同正式开工，截止目前已完成大部分建设进度，预计 3 月后进入设备安装阶段，力保 6 月 30 日第一台机组发电投运。广安项目于 2012 年 9 月拿下 BOT 特许经营商务合同，其他省内外项目也相继拿下 BOT 商务合同或框架协议。

2013 年公司正迎来垃圾发电业务对业绩和估值的双重提升。

图 4、自贡项目签约情况



资料来源：公开信息、国海证券研究所

图 5、广安项目签约情况



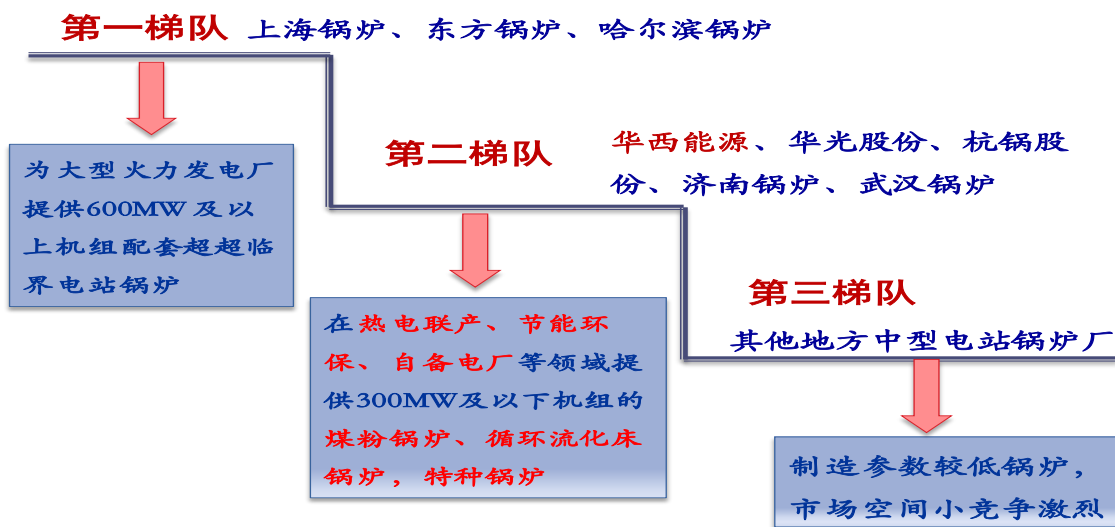
资料来源：公开信息、国海证券研究所

3、传统锅炉业务稳步发展，差异化定位创造增长空间

3.1、二梯队龙头锅炉企业

华西能源是二梯队的龙头锅炉企业，煤粉锅炉以 30 万千瓦机组为主，在生物质炉、黑液碱回收炉、垃圾焚烧炉、高炉煤气炉等产品上均生产过全国最大容量等级。

图 6、锅炉行业格局

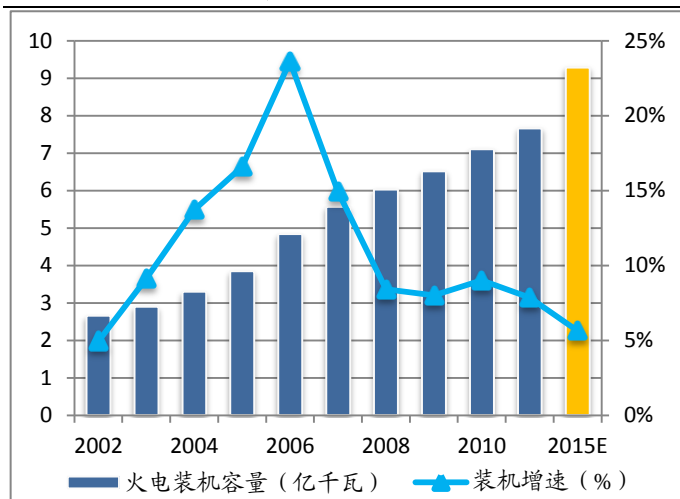


资料来源：国海证券研究所

3.2、煤粉锅炉定位自备电厂和海外市场

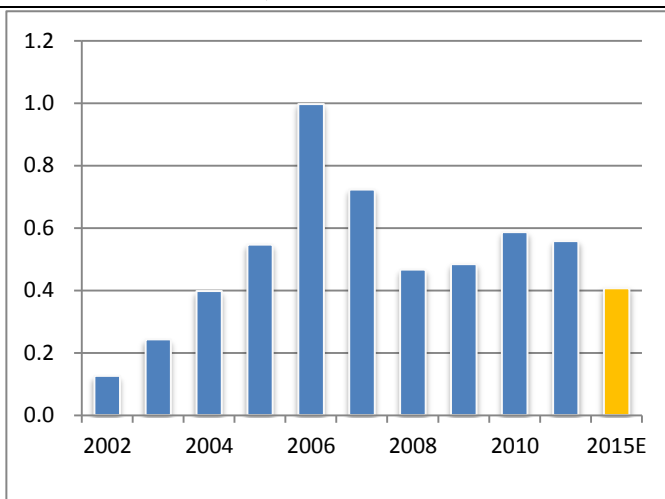
我国火电经历了较长时间的高速增长，目前装机已经达到相对高峰，并且受经济增速放缓和环境保护双重压力，发展速度持续降低，预计“十二五”年均增速仅 5.63%，折合每年净增容量约 4000 万千瓦。

图 7、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 8、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

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。与此同时，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，锅炉企业在电力集团市场上竞争激烈，难有较大突破。

华西能源充分把握行业趋势和竞争形势，定位公司煤粉锅炉的主要目标客户是热电联产和企业自备电厂，同时积极开拓印度、马来等海外新兴市场。

十二五期间虽然电力集团投资增速下滑，但在国家高能耗企业西部转移的产业政策指导下，新疆等地区迎来了大规模的高能耗企业进驻，自备电厂投资快速增长。仅电解铝行业，魏桥、中国铝业、新希望等约十家企业都分别在新疆规划了新建 200-300 万吨产能，各需要 20-30 台 30 万千瓦机组火电厂，对自备电厂的拉动达到 6000-7000 万千瓦。华西能源在新疆拥有完善的销售渠道和广泛的客户基础，魏桥、中国铝业等电解铝企业；广汇能源等煤化工企业、中国石油、中泰化学等石油化工企业、特变电工等多晶硅企业均是公司客户。2012 年新疆的新增订单达到公司国内新增订单量的一半。

表 2、华西能源煤粉锅炉的下游客户定位

锅炉产品		下游行业发展情况和市场空间	公司典型客户
煤粉锅炉	热电联产	“十一五”期间，“区域热电联产工程”已被列为国家十大重点节能工程之一，得到国家的积极扶持。“十二五”期间电联产装机规模年均增长 2200 万千瓦；2015 年总装机规模达到 2.5 亿千瓦	天富热电等
	自备电厂	国家发展改革委印发了《关于支持新疆产业健康发展的若干意见》，国家对新疆及兵团 12 个重点发展产业实行差别化产业政策，并将 6 个项目核准权下放到新疆维吾尔自治区和兵团发改委。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。6 个项目核准权下放的产业为钢铁、水泥和化工（PTA、聚酯等）、煤炭（国家规划矿区年产 120 万吨以下项目）、煤化工（示范项目）、可再生能源等。仅电解铝行业，魏桥、中国铝业、新希望等约十家企业都分别在新疆规划了新建 300 万吨产能，各需要 20-30 台 30 万千瓦机组火电厂，对自备电厂的拉动达到 6000-7000 万千瓦。	魏桥、中国铝业等电解铝企业；广汇能源等煤化工企业、中国石油、中泰化学等石油化工企业、特变电工等多晶硅企业
	海外市场	华西能源的国际市场主要包括印度、马来西亚、韩国、乌拉圭、哈萨克斯坦等。其中印度人均发电量仅为中国的 20%-30%，未来电源投资市场空间广阔，是公司长期看好的市场。	印度企业为主

资料来源：国海证券研究所

此外，华西能源的国际市场主要包括印度、马来西亚、韩国、乌拉圭、哈萨克斯坦等。其中印度人均发电量仅为中国的 20%-30%，未来电源投资市场空间广阔，是公司长期看好的市场。公司已经拥有多个印度大单，预计未来印度仍将是公司的海外主力市场。

3.3、特种锅炉实力雄厚，均是细分行业龙头

公司生产的特种锅炉主要包括生物质能发电锅炉、黑液碱回收锅炉（世界最大容量等级）、垃圾焚烧发电锅炉、污泥焚烧锅炉、油气锅炉和高炉煤气锅炉（全国最大容量等级）、油泥沙锅炉（我国首台）等，约占公司锅炉业务销售收入的 40%。

公司在特种锅炉方面实力雄厚，很多产品均是细分行业龙头。在生物质锅炉方面，南宁糖业等广西绝大多数蔗糖企业、粤电集团等电力企业均是公司客户；在黑液碱回收炉方面，国内仅华西能源和武汉特种锅炉企业参与生产，公司曾配套安德里茨生产 5710tds/d 黑液碱回收炉，出口乌拉圭；在垃圾焚烧炉方面，公司供应深圳能源多个垃圾发电项目以及能投华西投资的垃圾发电项目；在高炉煤气炉方面，公司出口给某韩国著名公司的合同能源项目。

表 3、华西能源特种锅炉的下游客户定位

部分特种锅炉产品		下游行业发展情况和市场空间	公司典型客户
特种锅炉	生物质锅炉	2010 年我国生物质发电装机容量仅为 550 万千瓦，虽然近五年的复合增速达到 40.8%，但生物质能占能源消耗的比重仅为 0.5%，“十二五”期间我国将继续大力发展农村可再生资源，力争到 2015 年生物质发电装机达到 1300 万千瓦，到 2020 年装机容量达到 3000 万千瓦。以 3 万千瓦每台的机组容量测试，预计十二五期间将新增约 250 台机组。	南宁糖业等广西糖企业、粤电集团等电力企业
	黑液碱回收炉	《造纸产业水污染物排放标准》严格控制污染物排放，要求新建制浆造纸项目必须从源头防止和减少污染物产生，消除或减少厂外治理。现有企业要通过技术改造逐步实现清洁生产。要求以水污染治理为重点，采用封闭循环用水、白水回用，中段废水处理及回收、废气焚烧回收热能、废渣燃料化处理等“厂内”环境保护技术与手段，加大废水、废气和废渣的综合治理力度。 造纸黑液碱回收炉是非常细分的行业，国内年市场规定约 8-10 亿，国内只有华西能源和武汉特种锅炉企业参与生产。	安德里茨等
	垃圾锅炉	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%。“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，十二五期间约新建 271 个垃圾发电站。	深圳能源、能投华西等

<p>污泥焚烧 炉</p>	<p>2011 年底全国城镇污水处理厂的污泥只有 10%左右通过堆肥技术处理处置后回用到土地、少量采用焚烧和建材材料等，其余大部分随意外运、简单填埋或堆放。十二五”期间，36 个重点城市污泥处理处置率达到 80%，其他设市城市达 70%，县城及重点镇达到 30%。全国规划范围内的城镇污泥处理处置规模为 2500 万吨/年（约 7 万吨/天），以 400 吨/天的污泥焚烧电站核算，十二五期间约新建 171 个垃圾发电站。</p>	<p>太阳纸业等</p>
-------------------	---	--------------

资料来源：国海证券研究所

3.4、华西能源锅炉制造业务的发展战略—稳定发展

公司将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，力争在未来三到五年内成为国内一流、国际知名的新能源利用系统解决方案供应商和服务商。

具体来说：

- 电站锅炉方面，实现 60 万千瓦机组和 30-35 万千瓦超临界机组的销售和项目经验积累。
- 特种锅炉方面，进一步巩固和加强在生物质炉、垃圾流化床和炉排炉、黑液碱回收炉等产品上的技术和市场优势，逐步开拓余热锅炉、燃气锅炉等产品。
- 在工程总承包和方案解决方面，在风险可控、利润有保障的情况下参与电站工程总承包业务。
- IPO 募投产能投产后，公司将逐步降低外协比例，提高利润率，锅炉销售收入有望从 2012 年的 23-25 亿逐步提升至 30-35 亿元，锅炉净利润保持 5%-15%的稳定增长。

4、盈利预测与投资评级

公司业务统锅炉制造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 5-15%增长；
- 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；

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70 元、1.03 元、1.39 元，对应 PE 分别为 31.89 倍、21.70 倍、16.04 倍。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升，维持“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 4、2012-2014 年盈利预测

证券代码:	002630.sz				股票价格:	22.34	投资评级:	买入		日期:	2013/2/25
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	7%	10%	12%	EPS	0.61	0.70	1.03	1.39		
毛利率	22%	19%	19%	19%	BVPS	9.32	9.81	10.54	11.51		
期间费率	14%	14%	13%	12%	估值						
销售净利率	5%	5%	6%	6%	P/E	36.41	31.89	21.70	16.04		
成长能力					P/B	2.40	2.28	2.12	1.94		
收入增长率	23%	28%	24%	24%	P/S	1.95	1.53	1.23	0.99		
利润增长率	15%	14%	47%	35%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.48	0.50	0.54	0.58	营业收入	1910	2439	3028	3764		
应收账款周转率	1.81	1.91	1.91	1.91	营业成本	1488	1972	2444	3039		
存货周转率	1.51	1.57	1.64	1.64	营业税金及附加	4	5	6	7		
偿债能力					销售费用	69	85	100	120		
资产负债率	61%	67%	69%	70%	管理费用	170	202	236	290		
流动比	1.41	1.54	1.29	1.25	财务费用	26	37	41	42		
速动比	0.98	1.05	0.82	0.76	其他费用/(-收入)	(43)	0	1	8		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	111	138	202	274		
现金及现金等价物	1009	1148	727	602	营业外净收支	8	0	0	0		
应收款项	1053	1278	1586	1971	利润总额	119	138	202	274		
存货净额	987	1258	1492	1855	所得税费用	16	21	30	41		
其他流动资产	215	225	249	310	净利润	102	117	172	233		
流动资产合计	3264	3909	4054	4738	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)		
固定资产	437	603	923	1130	归属于母公司净利润	102	117	172	233		
在建工程	176	227	367	247	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	74	74	66	59	经营活动现金流	(30)	142	279	166		
长期股权投资	40	80	209	251	净利润	102	117	172	233		
资产总计	4018	4920	5647	6453	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)		
短期借款	264	4	4	4	折旧摊销	20	51	68	99		
应付款项	1147	1551	1955	2348	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	757	833	1034	1285	营运资金变动	(153)	(26)	39	(165)		
其他流动负债	148	148	148	148	投资活动现金流	(205)	(257)	(589)	(130)		
流动负债合计	2316	2536	3141	3785	资本支出	(239)	(218)	(459)	(88)		
长期借款及应付债券	120	720	720	720	长期投资	(11)	(39)	(129)	(42)		
其他长期负债	25	25	25	25	其他	46	0	0	0		
长期负债合计	145	745	745	745	筹资活动现金流	374	305	(52)	(70)		
负债合计	2461	3281	3886	4530	债务融资	60	340	0	0		
股本	167	167	167	167	权益融资	664	0	0	0		
股东权益	1558	1640	1760	1923	其它	(350)	(35)	(52)	(70)		
负债和股东权益总计	4018	4921	5646	6453	现金净增加额	139	190	(361)	(33)		

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，电力设备新能源小组组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、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

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
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宇	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn

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
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

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
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn