



传统业务稳健，垃圾电站增益

——华西能源（002630）事件点评

2013年2月27日

强烈推荐/维持

华西能源

事件点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

1. 公司发布业绩快报称，12年收入和净利润分别为24.74亿元和1.04亿元，同比分别增加29.51%和1.69%。每股收益为0.629元。具体来看，实现营业利润9,246.95万元，同比下降16.34%；利润总额11,784.54万元，同比下降0.58%。公司实现营业收入247,394.62万元，较上年同期增加56,371.22万元，增长29.51%，营业收入增加的主要原因是公司产能进一步提升，产品销售增长所致；营业利润下降则是因为个别锅炉产品项目改造费用增加、毛利率下降所致。

我们的主要观点：1) 公司传统锅炉业务订单执行顺利，未来持续保持稳健；2) 特种锅炉毛利率随着技术工艺的改进，13年改造费用将会显著下降，毛利率有望逐步恢复到正常状态，达20%以上，对拉升公司13年业绩有积极意义；3) 随着参股公司能投华西自贡垃圾电站建成投产将会带来显著业绩提升，使得垃圾电站总包业务成为公司盈利的第二极；4) 借助于能投华西平台，打造成为泛西南地区最具竞争力的垃圾电站建设-运营与总包企业，乐观预计未来能拿下四川省内外16个以上电站，收入约48亿元，利润约5亿元，极大提升公司盈利能力，打造西南地区最具核心竞争力的垃圾电站运营建设企业。5) 熟练掌握流化床垃圾焚烧炉和炉排炉的装备工艺，在“两个市场”（大城市和中小城市）推广“两种产品”（炉排炉和流化床垃圾焚烧炉），打造成为全天候适应的垃圾电站总包企业。随着公司垃圾电站业务的加速扩展，预计公司12-14年EPS为0.63元、1.05元（+0.13元）和1.40元（+0.31元），对应PE为37、22和16.4倍，维持“强烈推荐”评级。建议长期价值投资者积极参与此类有核心区域竞争优势的节能环保龙头企业，其未来高成长性必将带来丰厚收益。

观点：

1. 传统业务保持稳健，盈利能力符合预期。

12年收入和净利润分别为24.74亿元和1.04亿元，同比分别增加29.51%和1.69%。具体来看，实现营业利润9,246.95万元，同比下降16.34%；利润总额1.18亿元，同比下降0.58%，营业收入增加的主要原因是公司产能进一步提升，产品销售增长所致；营业利润下降则是因为个别锅炉产品项目改造费用增加、毛利率下降所致。

在整体电力建设投资需求放缓的情况下，公司销售收入大幅提升29.51%表明了公司差异化的市场布局带来了传统锅炉的稳健增长。国内锅炉行业快速发展的黄金时期已经过去，今后锅炉行业总体进入稳定增长期，但未来国内锅炉行业在细分领域仍旧有稳健的市场空间，主要体现在以下几个方面：1) 为了降低成本，海

外锅炉产业很有可能向国内转移，从而降低生产成本；2) 随着高能耗产业，如电解铝、电池 PVC 等向“三北”地区的转移，利用西北当地煤炭资源积极进行自备电厂建设从而降低成本的火电装备需求仍将持续，特别是中等规模的火电机组的需求，这从公司在手订单持续增加的情况相吻合；3) 在广大发展中国家，如印度，印尼等，其人均用电量比我国大陆低很多，如印度人均用电量仅为我国的 8-15%，未来随着经济进入快速发展期，对中等机组需求量还会持续向好。

我们研判，整体锅炉行业未来属于维稳的需求状态；但是在细分领域、细分市场，会有新的差异化的需求出来，这是公司传统锅炉维持稳健的一个核心支撑。此外，随着公司新技术与工艺的不断进步和不断改进，锅炉领域毛利率将会逐步恢复到一个较稳定的行业毛利率状态。

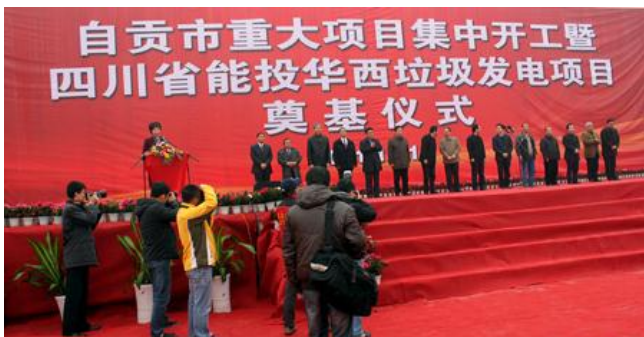
2. 借助“能投-华西”平台打造“泛西南地区”最具竞争力的垃圾发电“建设、运营”以及“总包”企业。

公司与四川省能源投资集团有限责任公司（四川能投公司）合资成立四川省能投华西生物质能开发有限公司（能投华西）。上市公司持有 42% 的股份，四川能投控股 51%，其余为自贡市政府持有。自贡能投华西为能投华西的全资子公司，已经通过能投华西积极涉入垃圾发电运营领域，成为“泛西南”地区垃圾发电的运营平台。

由于四川省垃圾发电产业起步较晚，除了省会成都之外，其它 20 多个地市都没有建设垃圾焚烧电站，具有巨大的发展空间。四川能投公司成立于 2011 年，主要负责四川省内能源业务，特别涵盖垃圾发电等新能源领域。依托能投华西平台，公司在不仅在四川省内，而且在周边省区，开拓了广大的垃圾焚烧电站运营领域空间。我们乐观预计仅四川省内垃圾电站十二五期间新增达到 20 座以上，其中约 16 座以上会在能投华西平台下运营，为公司发展提供广阔空间。而随着其影响力的增强，在其周边省市的辐射，也将会逐渐显现。

从长期来看，随着公司自贡项目的建成，垃圾焚烧发电将会给公司带来一个稳定的利润来源，有利于公司积极向垃圾焚烧炉下游垃圾电站产业链扩张，维持较好的投资收益。

图 1：自贡垃圾电站奠基仪式，预计 13 年完工发电



资料来源：公开资料，东兴证券整理

图 2：广安垃圾电站奠基仪式，预计 13 年完工发电



资料来源：公开资料，东兴证券整理

3. 垃圾电站总包 EPC 业务大幅提升公司业绩。

随着能投华西在四川省内逐个城市布局垃圾发电站运营业务，其对垃圾焚烧炉装备和电站 EPC 总包业务的需求将与日俱增。我们研判公司作为四川省内垃圾焚烧设备的专业制造企业，将会积极参与垃圾电站建设工程的总成本业务。

EPC 总包业务极大拉升公司业绩。我们研判，一个日处理量 600 吨的垃圾焚烧电站来说，其 EPC 总包价格在 2.5-3.5 亿元，其中装备投入约 6000-8000 万元，保守预计一个电站对公司装备拉动 6000 余万元，带来净利润 400 余万元；而 EPC 总包对公司业绩拉动则甚大：1 个 EPC 总包业务带来收入 3 亿元左右，净利润大约为 3000 万元，对应 EPS 增厚约 0.18 元，大幅增厚公司业绩。

根据四川省内地级城市分布特点和垃圾电站稀缺的现实，我们预计十二五期间四川省内至少有 15 个城市需要建设大约 20 个垃圾焚烧电站，我们乐观预计能投华西能拿下其中的 16 个以上，对应工程总承包大约 48 亿收入，拉动设备近 19 亿元的空间。我们保守预计 13-14 年内，公司年化工程总包业务对应大约 6 亿元和 12 亿元，利润增加约 0.5 亿元和 1.2 亿元，增厚 EPS 约为 0.3 元和 0.72 元。

4. 特种锅炉随着垃圾电站等建设迎来较高的增长期。

与传统锅炉不同，随着国内生物质发电电站的建设，其涉及的细分锅炉装备行业也将迅速增长。如典型的国内垃圾电站建设，其对垃圾焚烧炉的需求较前几年有较大增长。目前国内垃圾焚烧比重仅为 12%，日处理量近 10 万吨，按照国家相关规划，15 年要到 32%，日处理量达到 35 万吨，保守预计新增垃圾电站 250 个，工程总投资约 1000 亿元，其中装备约占 400-500 亿元，垃圾焚烧炉约占 120 亿元，虽然相对于传统锅炉行业上千亿的市场容量并不大，但是对于细分特种锅炉市场的需求拉动还是十分显著的。

我们预计国内特种锅炉需求会保持超过传统锅炉需求的较高增长速度，公司特种锅炉随着技术进步，特别是国外先进技术的消化吸收，未来会成为公司利润的新的源泉。

4. 从装备到工程总包，再到电站运营，打造公司崭新的盈利模式。

公司立足于传统锅炉装备制造领域，积极向工程总包和电站运营领域进军，打造了公司崭新的盈利模式。与固守于装备制造的企业不同，公司通过延伸装备链，积极进入更大市场空间的总包业务，有利于公司攫取更大的市场空间；同时积极进入电站运营领域，为公司未来长期业绩提供业绩支撑。

除此之外，公司还在海外积极探索装备总包业务，印度市场的开拓既是此次开拓的成功案例。

盈利预测与投资建议

主要投资亮点：1) 公司传统锅炉业务订单执行顺利，未来持续保持稳健；2) 特种锅炉毛利率随着技术工艺的改进，13年改造费用将会显著下降，毛利率有望逐步恢复到正常状态，达20%以上，对拉升公司13年业绩有积极意义；3) 随着参股公司能投华西自贡垃圾电站建成投产将会带来显著业绩提升，使得垃圾电站总包业务成为公司盈利的第二极；4) 借助于能投华西平台，打造成为泛西南地区最具竞争力的垃圾电站建设-运营与总包企业，乐观预计未来能拿下四川省内外16个以上电站，收入约48亿元，利润约5亿元，极大提升公司盈利能力，打造西南地区最具核心竞争力的垃圾电站运营建设企业。5) 熟练掌握流化床垃圾焚烧炉和炉排炉的装备工艺，在“两个市场”（大城市和中小城市）推广“两种产品”（炉排炉和流化床垃圾焚烧炉），打造成为全天候适应的垃圾电站总包企业。随着公司垃圾电站业务的加速扩展，预计公司12-14年EPS为0.63元,1.05元(+0.13元)和1.40元(+0.31元)，对应PE为37、22和16.4倍，维持“强烈推荐”评级。建议长期价值投资者积极参与此类有核心区域竞争优势的节能环保龙头企业，其未来高成长性必将带来丰厚收益。

投资风险

1、公司垃圾电站建设项目进展低于预期；2、传统锅炉装备盈利低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1,548.42	1,910.23	2,478.00	3,173.30	4,048.13
主营收入增长率	15.92%	23.37%	29.72%	28.06%	27.57%
EBITDA（百万元）	111.62	156.78	244.71	360.45	423.42
EBITDA 增长率	-0.62%	40.46%	56.09%	47.30%	17.47%
净利润（百万元）	89.06	102.46	104.52	176.11	234.45
净利润增长率	-6.01%	15.05%	2.01%	68.49%	33.13%
ROE	11.19%	6.58%	15.49%	21.14%	22.45%
EPS（元）	0.750	0.797	0.626	1.055	1.404
P/E	30.85	29.02	36.97	21.94	16.48
P/B	3.63	2.48	5.73	4.64	3.70
EV/EBITDA	24.68	20.86	15.82	10.79	8.71

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5%~+5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。