



业绩符合预期，垃圾电站与总包业务成为新亮点

2013年3月12日

强烈推荐/维持

华西能源

财报点评

——华西能源（002630）财报点评

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：

公司发布 12 年年报，营业收入和净利润分别达 24.49 亿元和 1.03 亿元，同比分别增加 28.2%和 0.98%；扣非后净利润为 8849 万元，同比减少 7.54%；基本每股收益 0.62 元，同比分别减少 22.3%（增发上市）。销售毛利率为 20.07%，同比略降 2.05 个百分点；期间费用率为 13.2%，同比减少 0.71 个百分点；销售净利率为 5.47%，同比略降 0.32 个百分点，净利率随着期间费用率下降基本保持稳定；分季度看，四季度营业收入和净利润分别为 5.88 亿元和 1481 万元，同比增加 26.8%和减少 12.2%，符合季节性财务特点；整体盈利状况符合市场预期。公司营业收入增加的主要原因是公司海外项目 BTG 总包印度 M 项目陆续产品交付，实现大部分收入；利润增长低于收入增长的主要原始公司部分产品维修等费用计入 12 年。分产品具体来看，公司主要产品煤粉锅炉毛利率为 21.31%，同比略降 0.75 个百分点，特种锅炉和总包项目的毛利率分别为 17.21%和 21.01%，前者比半年报大幅提升 2.32 个百分点，后者基本与半年报持平略降 0.42 个百分点；其它非主营产品，锅炉配套产品毛利率为 12.88%，大幅下降 9.95 个百分点，但其所占比重仅为收入的 4.21%，比重较低，对利润影响不大。

公司 12 年度新增订单 23.6 亿元，预计 13 年新增订单 40 亿元，实现销售收入 30 亿元（+22%YOY），其中电站锅炉 18 亿元（+18%），EPC 总包业务 11 亿元（+230%），重大配件等 1 亿元（11%）。整体盈利能力将会通过 EPC 总包业务深入涉及电站 EPG 与垃圾电站等新能源电站总包领域，使得盈利能力得到巨大提升。

公司未来投资亮点：1)传统电站总包与垃圾电站总包业务 13 年将迎来爆发式增长，急剧拉升公司盈利能力；2)特种锅炉毛利率随着技术工艺的改进，毛利率有望逐步恢复到正常状态，达 20%以上，拉升公司 13 年业绩；3)自贡垃圾电站总包业务 6 月份建成投运标志公司垃圾电站业务的一个里程碑，垃圾电站总包业务成为公司未来盈利另一极；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。随着公司垃圾电站业务的加速扩展，预计公司 12-14 年 EPS 为 0.62 元,1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 35、21 和 15.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	11A	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	12A
----	------	------	------	-----	------	------	------	------	-----

营业收入（百万元）	464.87	550.54	463.20	1910.2	496.02	715.47	650.23	587.53	2449.2
增长率（%）	/	32.22	1.43%	23.37	14.92	53.91	18.11	26.84	28.22
毛利率（%）	21.95	22.29	24.43	22.12	20.31	18.77	20.11	21.43	20.07
期间费用率（%）	14.69	12.66	18.36	13.91	13.31	12.01	10.28	17.78	13.20
营业利润率（%）	7.94%	6.32%	3.11%	5.79%	5.39%	5.53%	3.69%	1.89%	5.47%
净利润（百万元）	35.67	29.42	16.87	102.46	21.71	37.30	29.64	14.81	103.46
增长率（%）	/	137.67	-38.07	15.05	5.85%	4.57%	0.75%	-12.16	0.98%
基本每股盈利（元）	0.285	0.235	0.101	0.80	0.130	0.223	0.177	0.089	0.62
资产负债率（%）	71.19	71.29	61.23	61.23	60.09	59.29	60.86	66.95	66.95
净资产收益率（%）	4.18%	3.33%	1.08%	8.71%	1.37%	2.33%	1.82%	0.90%	6.46%
总资产收益率（%）	1.20%	0.96%	0.42%	4.16%	0.55%	0.95%	0.71%	0.30%	3.37%

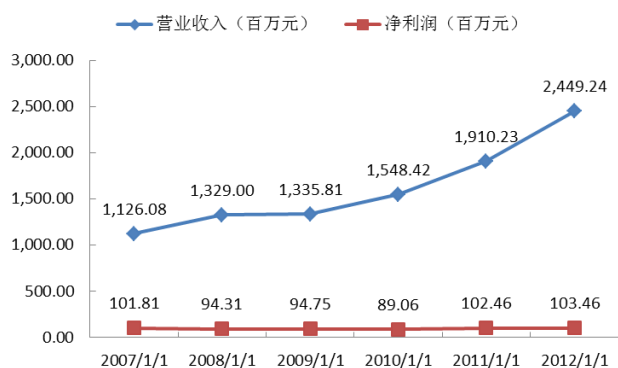
评论：

积极因素：

1. 营业收入大幅增长，净利润率基本维持稳健。

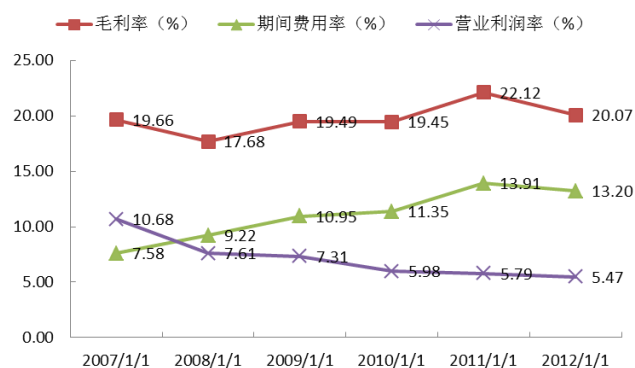
公司营业收入和净利润分别达24.49亿元和1.03亿元，同比分别增加28.2%和0.98%；扣非后净利润为8849万元，同比减少7.54%。销售毛利率为20.07%，同比略降2.05个百分点；期间费用率为13.2%，同比减少0.71个百分点；销售净利率为5.47%，同比略降0.32个百分点，净利率随着期间费用率下降基本保持稳定；整体盈利状况符合市场预期。公司营业收入增加的主要原因是公司海外项目BTG总包印度M项目陆续产品交付，实现大部分收入；利润增长低于收入增长的主要原因是公司部分产品维修改造等费用计入12年，13年此部分费用将不复存在，为公司盈利能力增长打下基础。

图 1：12 年销售收入大幅提升 28.2%，净利润增长 0.98%



资料来源：公司半年报，东兴证券整理

图 2：12 年净利率维持稳定，毛利率略微下滑



资料来源：公司半年报，东兴证券整理

随着公司特种锅炉技术的进步和工艺的改进，其毛利率有进一步提升的空间，这将对公司13年业绩产生积极影响。

2. 传统锅炉业务保持稳健，总包业务发力。

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 28.2% 表明了公司传统锅炉业务保持稳健增长的同时，总包业务为公司带来新的增长点。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。

另外一方面，随着公司近期印度 EPG 总包业务和垃圾电站总包业务的顺利实施，公司在电站总包领域取得总要进展，为公司带来了崭新的增长极。12 年公司总包业务为 3.3 亿元，预计公司 13 年此块业务增长超 230%，达到 10 亿元，成为公司崭新的利润增长点。

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。

3. 6 月份自贡垃圾电站投运，表明借助“能投华西”平台迈出坚实一步。

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。

4. 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，公司年化垃圾电站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。

5. 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。

6. 从装备到工程总包，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。

消极因素：

1. 海外订单执行情况不及预期。

公司海外电站设备总包业务对公司整体业绩影响较大，若此块业务因为汇率等因素影响，导致进展不及预期，会对公司业绩有一定的影响。

盈利预测

公司盈利预测：公司 12-14 年 EPS 为 0.62 元,1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 37、22 和 16.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) 传统电站总包与垃圾电站总包业务 13 年将迎来爆发式增长，急剧拉升公司盈利能力；2) 特种锅炉毛利率随着技术工艺的改进，毛利率有望逐步恢复到正常状态，达 20% 以上，拉升公司 13 年业绩；3) 自贡垃圾电站总包业务 6 月份建成投运标志公司垃圾电站业务的一个里程碑，垃圾电站总包业务成为公司未来盈利另一极；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。随着公司垃圾电站业务的加速扩展，预计公司 12-14 年 EPS 为 0.62 元,1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 35、21 和 15.7 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、海外订单情况不及预期；2、垃圾电站进展不及预期；

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	243.53	360.45	423.42
EBITDA 增长率	-0.62%	40.46%	55.33%	48.01%	17.47%
净利润（百万元）	89.06	102.46	103.54	176.07	234.41
净利润增长率	-6.01%	15.05%	1.05%	70.06%	33.13%
ROE	11.19%	6.58%	15.37%	21.16%	22.47%
EPS（元）	0.750	0.797	0.620	1.054	1.404
P/E	29.45	27.70	35.63	20.95	15.74
P/B	3.47	2.37	5.48	4.43	3.54
EV/EBITDA	23.51	19.74	15.18	10.31	8.30

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。