公司调研简报

2013 年 4 月 2 日

证券研究报告

平安机械

推荐（首次）

研究助理

朱海涛

一般证券从业资格编号S1220111110005
电话 0755-22623415
邮箱 zhuhaitao780@pingan.com.cn

证券分析师

杨绍辉

投资咨询资格编号 S1060512070002
电话 22627635
邮箱 yangshaohui320@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

华西能源 (002630)

垃圾发电业务开拓顺利、前景可观

平安观点:

我们近期调研了公司，同时搜集了部分政府公告中的信息，我们看好公司逻辑为：（1）垃圾发电业务开始进入贡献业绩阶段，未来 2–3 年将保持较高增长；（2）锅炉业务在手订单保证未来 2 年平稳，新产品具备增长潜力。

■ **垃圾发电业务：已签 5 个以上项目，2013 年开始逐步贡献业绩。**公司目前垃圾发电业务是与四川省国资委所属公司合资运营，公司除了参与电站建设和运营，同时还提供电站所需设备。**我们认为公司垃圾发电业务短期业绩确定性已经显现、长期稳定收益可预期：**

（1） **短期业绩确定性：预计 2013 年可获得 6–8 项目（已获 3–5 个），足以保证未来两年业绩。**公司在 2012 年承建了自贡垃圾发电项目，预计 2013 年下半年可能投入运营，预计 2013 年贡献部分业绩。公司上半年已获取了 3–5 个项目，既包括省内，也有省外；我们预计全年可获 6–8 个项目。

公司本部提供工程设备总包，可在 1–2 年内快速贡献业绩。公司本部从事垃圾发电设备总包业务，一般来说工程总包占电站建设费用约 80%、设备总包占工程总包费用约 20%、工程总包净利率约 10%。以 2.5 亿/个电站均价计算，公司在手项目潜在净利润可达 1.5–2 亿元。以 18 个月电站建设周期、10 个月左右设备结算周期计算，则 14 年在手项目可提供 0.5–0.8 亿左右净利。

公司子公司承担电站运营，可提供长期价值。以垃圾电站建设周期计算，则公司在 14 年后在电站运营上获取较多利润。假设公司 2015 年后同时运营 10 个左右垃圾电站、类似同类公司运营获取净利 1500 万元/电站、公司占 42%电站股权计算，则每年可提供 0.6 亿元稳定收益。2020 年左右运营 30 个电站计算，则每年可获取 1.8 亿元净利。

（2） **长期业绩确定性：四川区域优势保证项目获取能力。**公司垃圾发电子公司为能投华西，是与四川国资委合资成立，公司占股 42%。预计有政府背景的能投华西将能成为四川省垃圾发电建设与运营平台，未来可能获得省内大部分垃圾发电站项目。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,910	2,449	2,842	3,445	4,138
YoY(%)	23.4	28.2	16.0	21.2	20.1
净利润(百万元)	102	103	155	208	268
YoY(%)	15.0	1.0	49.7	34.3	28.7
毛利率(%)	22.1	20.1	20.5	20.8	21.0
净利率(%)	5.4	4.2	5.4	6.0	6.5
ROE(%)	6.6	6.3	8.6	10.4	11.8
EPS(摊薄/元)	0.61	0.62	0.93	1.25	1.60
P/E(倍)	34.7	34.4	23.0	17.1	13.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

目前四川省共有 21 个地级市/自治州，假设每个市 1 个垃圾发电站、5 年完全铺完、能投华西获得约 2/3 项目计算，同时预计省外可获得 3 个/年左右项目，则未来 5 年共可获得约 30 个电站建设与运营项目，以 2.5 亿/个均价计算，则子公司存在 75 亿元较确定的潜在收入。

- **锅炉业务：在手订单可保持未来 2 年稳定。**公司是国内锅炉知名企业，专业生产煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉；占目前公司收入 80%左右。公司 2012 年新签订生效订单合同总金额 23.60 亿元，同比下降 33.7%，主要是出口下滑。考虑到公司 2011 年结转部分订单，预计 2013 年锅炉业务可保持稳定。同时，公司在新品种锅炉业务上发力，生物质锅炉符合精细农业发展方向，预计可在未来弥补火电等建设下降带来的传统业务下滑趋势。综合考虑，我们预计未来 2 年，公司锅炉业务可保持稳定，预计 5%左右复合成长。

- **考虑公司传统锅炉业务可保持稳定，垃圾发电业务近 3 年成长迅猛，首次给予“推荐”评级。**我们预计，公司 2013-2015 年净利润分别为 1.55 亿元、2.08 亿元、2.68 亿元，EPS 分别为 0.93、1.25 与 1.60 元，对应当前价格 19.9 元，其动态 PE 为 23.0、17.1 与 13.3 倍。首次“推荐”评级。

- **风险提示：**四川垃圾发电项目推广速度不达延期，锅炉业务快速下滑。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3908	4433	5120	6046
现金	1168	1206	1220	1368
应收账款	1136	1351	1635	1962
其他应收款	60	68	81	98
预付账款	279	339	409	490
存货	1156	1355	1637	1961
其他流动资产	109	114	138	166
非流动资产	1074	1038	1096	1048
长期投资	60	50	50	50
固定资产	491	672	813	832
无形资产	64	62	61	59
其他非流动资产	459	253	173	107
资产总计	4982	5470	6216	7095
流动负债	2628	2959	3497	4107
短期借款	420	400	400	400
应付账款	1105	1228	1496	1796
其他流动负债	1102	1331	1601	1911
非流动负债	708	710	710	710
长期借款	80	80	80	80
其他非流动负债	628	630	630	630
负债合计	3336	3669	4207	4818
少数股东权益	1	1	1	1
股本	167	167	167	167
资本公积	979	979	979	979
留存收益	500	655	863	1131
归属母公司股东权益	1646	1801	2009	2276
负债和股东权益	4982	5470	6216	7095

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-126	74	136	169
净利润	103	155	208	268
折旧摊销	25	32	42	48
财务费用	45	24	23	22
投资损失	1	-2	-1	-1
营运资金变动	-322	-150	-184	-223
其他经营现金流	20	15	49	56
投资活动现金流	-295	12	-99	1
资本支出	304	0	100	0
长期投资	-34	-10	0	0
其他投资现金流	-25	2	1	1
筹资活动现金流	631	-49	-23	-22
短期借款	156	-20	0	0
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	513	-29	-23	-22
现金净增加额	209	38	15	148

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1910	2449	2842	3445
营业成本	1488	1958	2259	2728
营业税金及附加	4	20	23	28
营业费用	69	77	90	109
管理费用	170	201	234	283
财务费用	26	45	24	23
资产减值损失	46	46	45	45
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	-1	2	1
营业利润	111	101	169	230
营业外收入	9	18	10	10
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	119	119	178	239
所得税	16	16	24	32
净利润	102	103	155	208
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	102	103	155	208
EBITDA	157	172	225	295
EPS（元）	0.61	0.62	0.93	1.25

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	28.2%	16.0%	21.2%	20.1%
营业利润	-8.3%	67.1%	36.1%	29.8%
归属于母公司净利润	1.0%	49.7%	34.3%	28.7%
获利能力				
毛利率(%)	20.1%	20.5%	20.8%	21.0%
净利率(%)	1.2%	1.2%	4.2%	5.4%
ROE(%)	6.3%	8.6%	10.4%	11.8%
ROIC(%)	8.6%	10.6%	12.4%	14.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	66.9%	67.1%	67.7%	67.9%
净负债比率(%)	14.99%	13.08%	11.41%	9.96%
流动比率	1.49	1.50	1.46	1.47
速动比率	1.05	1.04	1.00	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.54	0.59	0.62
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.07	1.94	2.00	1.99
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.93	1.25	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	0.45	0.82	1.01
每股净资产(最新摊薄)	9.86	10.78	12.03	13.63
估值比率				
P/E	34.41	22.99	17.12	13.30
P/B	2.16	1.98	1.77	1.56
EV/EBITDA	20	15	12	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257