



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 大举加码垃圾电站总包运营，阔步挺进分布式能源与余热利用

——华西能源（002630）事件点评

2013年5月23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 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

## 事件：

公司 2013 年 5 月 23 日发布非公开发行预案，拟向不超过十名特定对象非公开发行 A 股股票不超过 4,276 万股，定增价格不低于 20.36 元，募集资金总额不超过 8.7 亿元，扣除发行费用后投资于以下项目：1) 3.85 亿元投资华西能源科技园低排放余热高效节能锅炉产业化项目；2) 2 亿元组建华西能源工程公司；3) 2.856 亿元增资四川省能投华西生物质能开发有限公司。预计低排放余热高效节能锅炉产业化项目可实现销售收入 58,682 万元，净利润 4,862 万元，投资净利率 12.63%；华西能源工程公司项目正常运营后，预计年平均实现收入 50,000 万元，净利润 3,100 万元，投资利润率 15.5%；能投华西 7.8 亿元资本金全部投入的垃圾焚烧发电项目达产后，预计年收入达到 47,466 万元，净利润 9,683 万元，投资利润率 12.41%。

公司未来投资亮点：1) 公司大跨步进入垃圾电站投资运营业务，已拿下自贡、广安、射洪及玉林 4 个项目，跟踪意向项目 9 个，年收入近 5.4 亿元，贡献利润近 1 亿元，贡献 EPS 约 0.2 元\*（摊薄）；2) 积极利用团队技术优势打造分布式能源与余热利用系统总包商（EPC），增强公司系统总包业务盈利能力；3) 配套余热高效锅炉项目提升分布式能源与余热利用装备配套能力，拉升装备业务盈利能力；4) 第一个自贡垃圾电站 8 月建成投运标志垃圾电站业务发展正式开始盈利，垃圾电站业务成未来新的增长点；5) 借助于能投华西平台，乐观预计仅十二五期间将拿下四川省内外 13 个以上电站项目，收入近 29 亿元，贡献利润约 2.4 元，打造最具核心竞争力的垃圾电站建设、运营与总包企业；6) 海外电站装备总包业务陆续交付，带来业绩大幅提升，未来后续订单则提升公司盈利预期；即使暂不考虑定增项目在 13 年贡献业绩，则随着公司生物质能源项目、垃圾电站项目与海外 EPG 装备总包业务的全面展开，预计 13-14 年 EPS 为 1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 24 和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 评论：

### 1. “能投华西”已中标 4 座 15.5 亿元垃圾电站项目，项目获取能力远超预期。

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），已经拿下自贡垃圾电站项目（1200 吨，3.5 亿元，在建）、广安项目（1200 吨，4.91 亿元，在建）、射洪项目（700 吨，2.8 亿元，即将开工）、玉林项目（1200 吨，4.3 亿元，14 年开工）。以上项目合计 4300 吨，投资额 15.5 亿元；除此之外，公司还积极参与简阳、遂宁、资阳、攀枝花、泸州、德阳、乐山、仁寿、康定等市县部分相关单位签署了框架协议，预计整个十二五期间保守预计能拿下项目超过 9 个，总投资 29 亿元，粗略测算全部项目建成后，每年收入可达约 5.4 亿元，增加净利润约 1 亿元，按照公司投资所占 42% 比重计算，每年分红约 4200 万元，增厚 EPS 约 0.25 元，最大定增股份摊薄后 0.2 元。

## 2. 垃圾电站总包业务随能投华西项目进入爆发期。

随着能投华西十二五期间在省内外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。作为公司的参股子公司，华西能源 EPC 总包公司未来将积极介入垃圾电站在内的电站总包业务，保守预计近十二五期间将获得约 29 亿元项目合同，利润近 2.5 亿元，垃圾电站 EPC 业务对公司业绩拉升巨大。

根据四川省内地级城市分布特点和垃圾电站布局的情况，我们预计未来四川省内至少有 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。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 4.5 亿元和 10 亿元，利润增加约 3000 万元和 9000 万元，增厚 EPS 约为 0.17 元和 0.51 元（0.4 元\*，定增摊薄）。

## 3. 进军燃气分布式能源余热锅炉装备领域，PM2.5产业的受益者。

公司定增投资低排放余热高效节能锅炉产业化项目，其中主要包括燃气轮机余热锅炉、化工领域余热设备与气化设备等。随着PM2.5问题的日益严重，未来国家对传统小煤粉热电联产锅炉及工业供热锅炉的燃气改造和余热利用需求增多，拉升对燃气余热机组的需求。

此外，投资2000-3000亿元的煤化工项目对气化设备和换热器设备需求旺盛，达到近300亿元，利用合资公司技术团队优势，未来在此领域也将获突破。

## 4. 进军生物质能源供应商，打造崭新业绩增长平台。

公司控股55%成立华西能源富顺生物质能有限公司，投资建设自贡晨光科技园区生产基地配套供热、供电工程。该公司将为富顺县唯一的供汽、供电设施和项目建设运营商，具有排他性。这将有力确保生物质能源供应中燃料的来源，避免恶性竞争，确保公司未来的稳定收益。

自贡晨光科技园区生产基地配套供热、供电工程项目总投资约3.3亿元，项目分两期完成，其中一期投资1亿元，投资回收期7.69年，内部收益率12.15%；二期投资2.3亿元，投资回收期10.51年，财务内部收益率9.59%，项目建设期12个月。粗略测算，一、二期建成后，将为公司每年新增利润贡献约3000多万元，年增厚公司EPS约0.2元，对公司盈利能力有显著提升。同时，通过3.3亿元项目工程建设，对公司装备和总包业务也具有显著拉动，为公司带来部分利润。

## 5. 海外总包业务持续增长，有力保障传统业务增长。

在国内整体电力建设投资放缓的情况下，公司销售收入大幅提升 55%。主要源于传统锅炉与海外装备总包业务稳健高速增长，总包业务成为公司新的增长点。虽然国内锅炉行业快速发展的黄金时期已经过去，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，海外锅炉产业向国内转移；2) 随着高能耗产业向“三北”地区的转移，其自备电厂建设带来的火电装备需求仍将

持续，特别是中等规模的火电机组；3）在广大发展中国家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，对煤粉机组的需求量还会持续向好。

另外一方面，随着公司海外装备总包业务的顺利推进和项目的陆续完成，拉动公司装备收入的持续增加。1 季度公司印度装备总包 T 项部分产品交付，实现了 4.47 亿元的收入即便是公司海外业务加速拓展的例证，我们预计公司今后在海外市场装备总包业务将持续增长，乐观预计 13 年此类业务增长超 230%，达到 10 亿元，成为公司崭新的利润增长点。

需要注意的是，与几年前其它做海外 EPC 总包业务而陆续折戟的某些公司不同，公司仅仅参与海外装备的总包（EPG），不涉及海外当地的 EPC 业务，因此风险可控，为公司带来稳定的业绩来源。

### 3. 自贡垃圾电站项目 6 月投运标志迈入新阶段。

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），已经通过“四川能投”平台积极涉入川内垃圾发电建设、运营和总包领域，成为公司从装备中走出来的新的领域。

源于四川省垃圾发电产业起步较晚，除了成都之外，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。依托能投-华西平台，公司在不仅在四川省内，而且在周边省区陆续拿下多个垃圾焚烧电站建设、运营与总包项目。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 座以上的装备总包业务会落入公司囊中，为公司发展提供了广阔的空间。

长期来看，随着自贡 800 吨垃圾电站项目的建成，垃圾焚烧发电的运营将会给公司带来一个稳定的利润来源，反过来有利于公司积极向垃圾电站总包扩张，维持较好的投资收益。

### 5. 特种锅炉随着垃圾电站建设迎来高增长期。

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大幅增长。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新的源泉。

### 6. 从锅炉装备制造到垃圾电站总包，再到生物质能源供应，拓展公司新的业务线。

公司立足于传统锅炉装备制造领域，积极向生物质能源供应、工程总包和垃圾电站建设运营领域进军，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。

## 盈利预测

公司盈利预测：公司 13-14 年 EPS 为 1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 24 和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 投资建议：

投资亮点：1) 与当地企业合作，进军生物质能源供领域，为公司产业转型升级打下基础；2) 与当地政府签署排他协议，确保生物质秸秆资源的稳定获取，保障盈利能力；3) 垃圾电站总包业务 13 年将迎来高增长，拉升公司盈利能力；4) 第一个自贡垃圾电站 6 月建成投运标志垃圾电站业务发展正式开始盈利，垃圾电站业务成未来新的增长点；5) 借助于能投华西平台，乐观预计拿下四川省内外 16 个以上电站，打造西南地区最具核心竞争力的垃圾电站建设、运营与总包企业。6) 海外电站装备总包业务陆续交付，带来业绩大幅提升，未来后续订单则提升公司盈利预期；随着生物质能源项目、垃圾电站项目与海外 EPG 装备总包业务的全面展开，预计公司 13-14 年 EPS 为 1.05 元和 1.40 元，对应 PE 为 24 和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 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	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1,910.23	2,449.24	3,027.71	4,025.48	4,790.03
主营收入增长率	23.37%	28.22%	23.62%	32.95%	18.99%
EBITDA（百万元）	156.78	172.02	388.06	514.86	608.82
EBITDA 增长率	40.46%	9.72%	125.58%	32.68%	18.25%
净利润（百万元）	102.46	103.46	176.03	234.04	300.33
净利润增长率	15.05%	0.98%	70.14%	32.96%	28.32%
ROE	6.58%	6.29%	21.32%	22.58%	22.98%
EPS（元）	0.797	0.620	1.054	1.401	1.798
P/E	31.88	41.03	24.12	18.14	14.13
P/B	2.73	2.58	5.14	4.10	3.25
EV/EBITDA	23.28	24.27	12.21	9.13	7.14

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。