



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 业绩超预期，总包显亮点

——华西能源（002630）季报点评

2013年10月28日

强烈推荐/维持

华西能源

季报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 侯建峰 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

### 事件：

公司发布三季报，前三季度营业收入和净利润分别达 24.33 亿元和 1.03 亿元，同比分别增加 30.68%和 15.25%；扣非后净利润为 8448 万元，同比增加 6.88%；基本每股收益 0.61 元。销售毛利率为 18.89%，同比微降 0.76 个百分点，基本持平；期间费用率为 12.36%，同比增加 0.61 个百分点；销售净利率为 3.7%，同比降 1.15 个百分点；环比来看，三季度净利润 3694 万元，增长 24.66%，扣非后净利润 3468 万元，增长高达 73.06%；期间费用率环比下降 0.64 个百分点，净利润率环比增加 0.74 个百分点，达到 4.07%，盈利能力维持强势；整体盈利状况基本符合市场预期。公司营业收入增加的主要原因是总包业务实现了较快的增长。预计整体盈利能力将会通过海外装备总包和垃圾电站 EPC 总包业务不断提升，且随着参股公司垃圾电站陆续投运，提升公司现金流和盈利稳定性。

公司预计全年净利润增长 0-30%，为 1.03-1.34 亿元，对应 EPS 为 0.62-0.80 元。主要源于公司总包业务的较快增长。

公司未来投资亮点：1) 以张掖垃圾电站为代表的面向全国垃圾电站总包布局持续增长，拉升公司盈利能力；2) 第一个自贡垃圾电站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；3) 海外电站装备总包业务陆续交付，带来业绩大幅增加；4) 借助于能投华西平台，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。随着垃圾电站与海外 EPG 装备总包业务的迅速扩展，预计公司 13-14 年 EPS 为 0.89 元和 1.29 元，对应 PE 为 25 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

### 公司财务指标

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12.1-9	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13.1-9
营业收入（百万元）	496.02	715.47	650.23	1861.7	587.53	769.93	733.78	929.26	2432.9
增长率（%）	14.92	53.91	18.11	28.66	26.84	55.22	2.56%	42.91	30.68
毛利率（%）	20.31	18.77	20.11	19.65	21.43	19.88	18.63	18.28	18.89
期间费用率（%）	13.31	12.01	10.28	11.75	17.78	13.74	12.08	11.44	12.36
营业利润率（%）	5.39%	5.53%	3.69%	4.85%	1.89%	3.60%	3.33%	4.07%	3.70%
净利润（百万元）	21.71	37.30	29.64	88.64	14.81	26.01	39.21	36.94	102.16
增长率（%）	5.85%	4.57%	0.75%	3.56%	-12.16	19.83	5.11%	24.66	15.25
基本每股盈利（元）	0.130	0.223	0.177	0.531	0.089	0.156	0.235	0.221	0.612

资产负债率 (%)	60.09	59.29	60.86	59.29	66.95	65.97	66.35	66.25	66.25
净资产收益率 (%)	1.37%	2.33%	1.82%	5.53%	0.90%	1.55%	2.31%	2.13%	6.02%
总资产收益率 (%)	0.55%	0.95%	0.71%	2.25%	0.30%	0.53%	0.78%	0.72%	2.03%

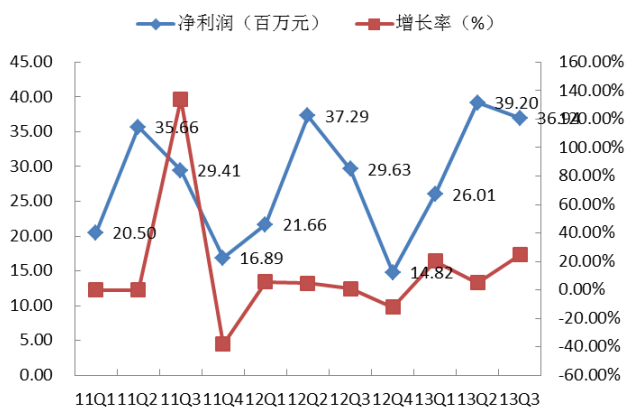
## 评论:

### 积极因素:

#### 1. 营业收入大幅增长，净利润持续上升。

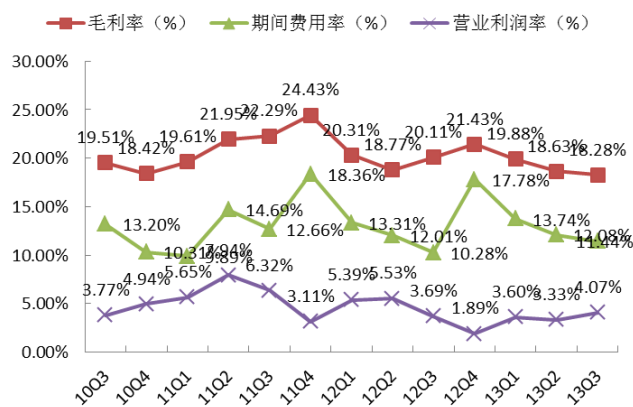
前三季度营业收入和净利润分别达24.33亿元和1.03亿元，同比分别增加30.68%和15.25%；扣非后净利润为8448万元，同比增加6.88%；基本每股收益0.61元。销售毛利率为18.89%，同比微降0.76个百分点，基本持平；期间费用率为12.36%，同比增加0.61个百分点；销售净利率为3.7%，同比降1.15个百分点；环比来看，三季度净利润3694万元，增长24.66%，扣非后净利润3468万元，增长高达73.06%；期间费用率环比下降0.64个百分点，净利率环比增加0.74个百分点，达到4.07%，盈利能力维持强势；整体盈利状况基本符合市场预期。公司营业收入增加的主要原因是总包业务实现了较快的增长。预计整体盈利能力将会通过海外装备总包和垃圾电站EPC总包业务不断提升，且随着参股公司垃圾电站陆续投运，提升公司现金流和盈利稳定性。

图 1：各季度利润与增速



资料来源：公司三季报，东兴证券整理

图 2：期间费用率环比下降，净利率环比上升



资料来源：公司三季报，东兴证券整理

#### 2. 海外锅炉装备总包业务发力，拉动业绩增长。

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 30.7%，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. 第一个垃圾电站项目 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。

### 4. 垃圾电站总包业务大幅提升业绩。

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，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远大于此：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，远超垃圾焚烧炉装备本身。

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。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 4.5 亿元和 7.5 亿元，利润增加约 0.45 亿元和 0.7 亿元，增厚 EPS 约为 0.27 元和 0.42 元。

## 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工程总包，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。

### 消极因素：

#### 1. 海外订单执行情况不及预期。

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 13-14 年 EPS 为 0.89 元和 1.29 元，对应 PE 为 25 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

### 投资建议：

投资亮点：1) 垃圾电站总包业务今年将迎来高增长，拉升公司盈利能力；2) 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；3) 海外电站装备总包业务陆续交付，带来业绩大幅增加；4) 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，收入约 48 亿元，利润约 5 亿元，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建设、运营与总包企业。随着垃圾电站与海外 EPG 装备总包业务的迅速扩展，预计公司 13-14 年 EPS 为 0.89 元和 1.29 元，对应 PE 为 25 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

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	355.21	494.04	603.50
EBITDA 增长率	40.46%	9.72%	106.49%	39.09%	22.15%
净利润（百万元）	102.46	103.46	148.63	215.59	293.92
净利润增长率	15.05%	0.98%	43.66%	45.05%	36.33%
ROE	6.58%	6.29%	18.55%	21.66%	23.33%
EPS（元）	0.797	0.620	0.890	1.291	1.760
P/E	28.79	37.06	25.80	17.79	13.05
P/B	2.46	2.33	4.79	3.85	3.04
EV/EBITDA	20.66	21.89	12.23	8.76	6.60

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。

### 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。

### 刘斐 研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

## 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。