



中以博胜 小求精当

业绩符合预期, 垃圾电站与余热利用拉动业绩进入高增长期

——华西能源（002630）调研报告

2014年3月24日

强烈推荐/维持

华西能源

年报点评

分析师: 弓永峰 何昕

执业证书编号: S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人: 何昕 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队: 弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

公司发布年报, 营业收入和净利润分别达 31.37 亿元和 1.31 亿元, 同比分别增加 28.08%和 27.03%; 基本每股收益 0.79 元。销售毛利率为 18.69%, 同比下降 1.38 个百分点; 期间费用率为 12.45%, 同比下降 0.75 个百分点; 销售净利率为 4.85%, 同比降 0.62 个百分点; 环比来看, 四季度净利润 2926 万元, 增长 97.51%; 毛利率环比增加 1.3 个百分点, 净利润率环比增加 1.25 个百分点, 达到 5.32%, 盈利能力逐季度显著增强; 整体盈利状况基本符合预期。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。公司装备制造收入占比为 54%, 总包业务占比提升至 46%, 业务结构发生显著变化。分产品来看, 特种锅炉、煤粉锅炉和总承包项目毛利率分别下降 1.44、1.35、和 2.82, 为 15.77%、19.96%和 18.19%; 锅炉配套产品毛利率 19.26%, 大幅提升 6.38 个百分点。

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。13 年正式签订及中标合同总金额 30.06 亿元。

分红: 每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税); 送转: 每 10 股转增 8 股。

公司预计 14 年 1 季度净利润增长 0-30%, 为 2601 万元 3382 万元, 对应 EPS 为 0.13-0.16 元。2014 年目标: 实现传统锅炉、工程总包订单同步提升, 实现销售收入 36 亿元、新增订单 51 亿元。

公司未来亮点: 1) 装备总包业务持续发力, 为公司不断贡献业绩; 2) 海外电站总包业务不断取得突破, 为公司传统业务增长打下基础; 3) 积极打造以清洁燃烧技术为基础的清洁能源产业链, 投资布局垃圾发电、余热发电、清洁燃煤等项目, 打造公司新的增长极; 4) 积极涉足融资租赁业务, 为清洁能源投资业务打造支撑点, 使公司尽快形成装备制造、工程总包、投融资三位一体的完整清洁能源产业链, 大力提升公司综合竞争实力和盈利能力。5) 自贡垃圾电站建成投运标志公司清洁能源利用之垃圾电站业务正式盈利, 垃圾电站业务成未来新的增长点。随着公司装备制造-工程总包-投融资三位一体的业务模式得到不断拓展, 海外 EPG 装备总包业务的迅速扩展, 预计公司 14-15 年 EPS 为 1.19 元和 1.84 元, 对应 PE 为 28 和 18 倍, 维持“强烈推荐”评级。

公司财务指标

指标	12Q2	12Q3	12Q4	12A	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	13A
营业收入 (百万元)	715.47	650.23	587.53	2449.2	769.93	733.78	929.26	704.00	3136.9
增长率 (%)	53.91	18.11	26.84	28.22	55.22	2.56%	42.91	19.82	28.08

毛利率 (%)	18.77	20.11	21.43	20.07	19.88	18.63	18.28	17.98	18.69
期间费用率 (%)	12.01	10.28	17.78	13.20	13.74	12.08	11.44	12.74	12.45
营业利润率 (%)	5.53%	3.69%	1.89%	5.47%	3.60%	3.33%	4.07%	5.32%	4.85%
净利润 (百万元)	37.30	29.64	14.81	103.46	26.01	39.21	36.94	29.26	131.42
增长率 (%)	4.57%	0.75%	-12.16	0.98%	19.83	5.11%	24.66	97.51	27.03
基本每股收益 (元)	0.223	0.177	0.089	0.62	0.156	0.235	0.221	0.175	0.79
资产负债率 (%)	59.29	60.86	66.95	66.95	65.97	66.35	66.25	66.22	66.22
净资产收益率 (%)	2.33%	1.82%	0.90%	6.46%	1.55%	2.31%	2.13%	1.66%	7.71%
总资产收益率 (%)	0.95%	0.71%	0.30%	3.37%	0.53%	0.78%	0.72%	0.56%	4.59%

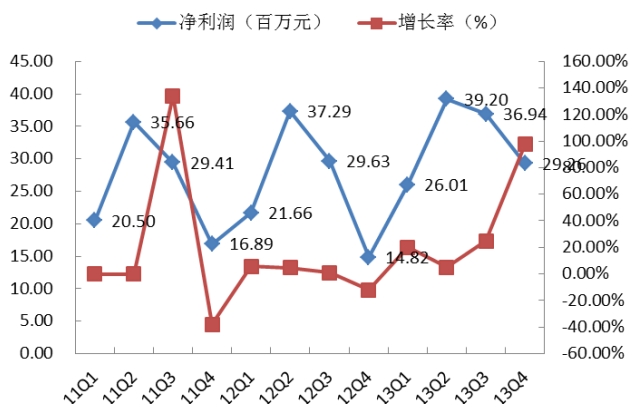
评论:

积极因素:

1. 营业收入大幅增长，净利润持续上升。

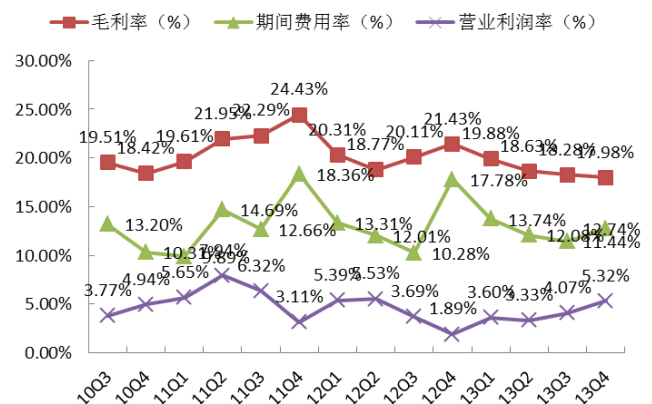
全年营业收入和净利润分别达31.37亿元和1.31亿元，同比分别增加28.08%和27.03%；基本每股收益0.79元。销售毛利率为18.69%，同比下降1.38个百分点；期间费用率为12.45%，同比下降0.75个百分点；销售净利率为4.85%，同比降0.62个百分点；环比来看，四季度净利润2926万元，增长97.51%；毛利率环比增加1.3个百分点，净利润率环比增加1.25个百分点，达到5.32%，盈利能力逐季度显著增强；整体盈利状况基本符合预期。公司营业收入增加的主要原因是总包业务实现了较快的增长。公司装备制造收入占比为54%，总包业务占比提升至46%，业务结构发生显著变化。分产品来看，特种锅炉、煤粉锅炉和总承包项目毛利率分别下降1.44,1.35,和2.82，为15.77%，19.96%和18.19%；锅炉配套产品毛利率19.26%，大幅提升6.38个百分点。

图 1：各季度利润与增速



资料来源：公司财报，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：公司财报，东兴证券整理

2. 加大电站总包业务布局，成为公司增长第二极。

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 28%，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。公司海外总包—印度 T 项目产品陆续完工发货并交付客户，累计已实现 10.72 亿元销售收入，完成合同金额 92%。我们预计随着今年公司加大力气在海外市场的开拓，未来海外装备总包业务将会得到持续发展，为公司明年业务打下基础。

3. 自贡垃圾电站投运标志公司清洁能源燃烧业务进入新阶段。

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。公司自贡 800 吨垃圾电站项目于 2013 年下半年建成投运，其发电量远超预期，垃圾焚烧发电的运营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。

源于四川省垃圾发电产业起步较晚，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，其中多数装备总包和运营业务会落入公司囊中，为公司发展提供了广阔的空间。

4. 清洁能源电站总包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，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 0.15 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大多数。

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 14-15 年 EPS 为 1.19 元和 1.84 元，对应 PE 为 28 和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资建议：

公司未来亮点：1) 装备总包业务持续发力，为公司不断贡献业绩；2) 海外电站总包业务不断取得突破，为公司传统业务增长打下基础；3) 积极打造以清洁燃烧技术为基础的清洁能源产业链，投资布局垃圾发电、余热发电、清洁燃煤等项目，打造公司新的增长极；4) 积极涉足融资租赁业务，为清洁能源投资业务打造支撑点，使公司尽快形成装备制造、工程总包、投融资三位一体的完整清洁能源产业链，大力提升公司综合竞争实力和盈利能力。5) 自贡垃圾电站建成投运标志公司清洁能源利用之垃圾电站业务正式盈利，垃圾电站业务成未来新的增长点。随着公司装备制造-工程总包-投融资三位一体的业务模式得到不断拓展，海外 EPG 装备总包业务的迅速扩展，预计公司 14-15 年 EPS 为 1.19 元和 1.84 元，对应 PE 为 28 和 18 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	2,852.71	3,755.48	4,790.03
主营收入增长率	23.37%	28.22%	16.47%	31.65%	27.55%
EBITDA（百万元）	156.78	172.02	335.58	521.02	697.64
EBITDA 增长率	40.46%	9.72%	95.08%	55.26%	33.90%
净利润（百万元）	102.46	103.46	135.16	243.25	377.09
净利润增长率	15.05%	0.98%	30.64%	79.98%	55.02%
ROE	6.58%	6.29%	16.34%	23.26%	27.22%
EPS（元）	0.797	0.620	0.66*/0.79	1.187	1.839
P/E	42.01	54.08	50.81	28.23	18.21
P/B	3.59	3.40	8.30	6.57	4.96
EV/EBITDA	31.89	32.12	21.82	13.94	9.88

资料来源：东兴证券*按照新股本摊薄

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。

东兴证券中小市值团队简介

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。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学(金融方向)学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

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。