



中以博胜 小求精当

“产投融”布局完成，助力公司未来发展

——华西能源（002630）调研简报

2014年04月25日

强烈推荐/维持

华西能源	调研简报
------	------

分析师：弓永峰 何昕

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

联系人：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

事件：

近期我们调研了华西能源，并与公司高管就公司现有业务情况、未来发展方向以及重点领域布局等多方面进行了深入的沟通。目前，公司除了传统业务外，在垃圾发电业务领域已经完成了从公司结构到融资渠道的全面布局，可确保未来该业务的快速扩张与稳定发展。同时，公司也在积极利用技术储备以及研发优势围绕节能、环保等领域开拓新的业务。

公司亮点：

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，按照摊薄后股本计算，预计公司 14-15 年 EPS 为 0.66 元和 1.00 元，对应 PE 为 26 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 1：盈利预测简表

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入（百万元）	2,449.24	3,136.97	3,513.41	4,567.43	6,166.04
主营业务收入增长率	28.22%	28.08%	12.00%	30.00%	35.00%
净利润（百万元）	103.46	131.42	244.17	369.79	504.67
净利润增长率	0.98%	27.03%	85.79%	51.45%	36.47%
EPS（元）	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
ROE	6.29%	7.45%	11.50%	15.65%	18.76%
P/E	27.93	21.98	26.14	17.26	12.65
P/B	1.76	1.64	3.01	2.70	2.37

资料来源：东兴证券 按照新股本摊薄

点评:

1. 公司各业务未来发展思路清晰, 传统业务打基础、新兴业务助发展

目前, 公司已经形成了基于传统和新兴两大类业务的合理布局。在传统业务方面, 公司主要从事煤电锅炉以及电站设备总包业务, 主要客户集中在国内企业自备电厂以及国内外大中型煤电联产锅炉等; 在新兴业务领域, 公司已经完成了对于垃圾发电业务的全产业链布局, 并且通过控股自贡商业银行为该业务提供充足的资金支持。同时, 公司也在积极利用技术及资金优势, 围绕节能、环保领域拓展新的业务, 未来公司将致力于成为优化能源结构、提供节能服务型公司。

2. 国内外市场并重, 传统锅炉业务稳定发展

国内电站锅炉市场需求主要分为两大类, 第一是以国内大型电力公司主导的大型电站项目; 第二是以企业自备电厂和地方发电企业主导的中小型项目。从近两年我国电站锅炉行业数据来看, 产量增速已经出现逐年下滑。但从细分板块来看, 导致增速下滑的主要原因在于大型项目的减少, 随着大型火电站建设高峰期的过去, 我国对于大型火电站的需求已经基本饱和。然而, 形成鲜明对比的却是以企业自备电厂和地方发电企业为代表的中小型发电厂建设仍保持着较为稳定的增速, 一方面, 是因为我国正处于东南部产能向中西部地区的迁移过程中, 中西部地区用电量快速上升; 另一方面, 是随着我国电站锅炉生产技术的成熟, 其他国家对于我国中小型锅炉产品需求量也在提升, 特别是在印尼、泰国、巴基斯坦等发展中国家, 公司作为中小型发电锅炉领域的龙头企业, 近年来明显受益。

公司对于传统锅炉业务未来的发展, 将采用内外并重的发展策略, 在保持国内现有竞争力及市场优势的基础上, 积极开拓海外市场的电站装备总包业务。2013年公司国内锅炉业务新接订单 30.06 亿元, 同比 2012 年增长 27.37%。虽然, 并没有在海外市场再次签订大单, 但处于密切跟踪中的大型项目就有多个, 在充分考虑到项目盈利能力和风险后, 预计 2014 年公司有望在海外市场有所斩获。

就公司目前传统锅炉在手订单情况来看, 海外订单占比较少, 但未来新增的可能性较大, 且对公司未来业绩将有较大的正面影响, 我们研判 2014-2015 年公司传统业务的净利润有望保持在 9000 万元左右。

3. 自贡垃圾电站已经开始贡献利润, 2014年将有多个项目建成运营

由于四川省在垃圾清洁发电领域的发展启动较晚, 就目前省内情况来看四川省有 3 个自治州和 32 个设市城市 (包括 18 个地级市和 14 个县级市)。一般人均垃圾产出量为 1-1.2Kg/d, 而 400t/d 以上规模的垃圾发电厂才具有一定的经济效益, 也就是说 50 万人口以上地区就具有一定建设垃圾发电项目的条件。如按这一比例计算, 预计十二五期间四川省内将有 20 个左右的城市将逐步启动垃圾发电项目, 同时部分大型城市也可能建设多个垃圾焚烧厂, 省内垃圾发电潜在项目多, 市场规模大。

公司看准这一机遇, 积极布局垃圾发电业务, 目前已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。

除省内垃圾电站的建设外，公司对四川省外垃圾电站项目的开拓也已经起步，并在省外斩获了广西玉林、甘肃张掖垃圾电站项目，排除了市场对于公司缺乏省外竞争力的担忧。除已投产的自贡项目外公司仍有多个项目在建，按照施工进度预计 2014 年 3 个项目有望建成运营，按照单个垃圾电站 2-3 亿元的收入测算，对于公司的收入带动将在 6 亿元以上。

4. 控股自贡商业银行是公司成就其新业务发展的重大战略

公司的发展已经逐步摆脱了传统制造企业的固化思维模式，正在向产、投、融一体化的新型企业发展模式转变。2013 年 9 月公司通过自有资金近 5 亿元增资自贡市商业银行有限公司 1.67 亿股，成为其第一大股东，控股自贡商业银行后，进一步完善了公司的投融资能力，为其在新业务领域的发展提供必要的融资渠道和资金支持。

自贡商业银行年收入规模在 3.3 亿元左右，如公司按照投资收益计算，预计每年可为公司贡献 3000 万元左右的投资收益。

5. 围绕节能环保领域，寻求新的增长点

通过设立合资公司，公司已经掌握了制造余热锅炉和清洁煤气炉的技术及产能，未来公司将加快在这些新兴领域的业务开拓。特别是在清洁煤气炉领域，随着全国范围内煤转气政策压力的加大，常规和非常规天然气替代煤炭的大趋势已经不可逆，且存在加速的可能性。公司清洁煤气炉转换后的气体具备高热值等突出特点，有望直接应用到小型煤电联产发电装置上，同时在发电成本方面优于天然气，一旦得到市场认可有望以较快的速度得以推广。

盈利预测：

公司亮点：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 装备制造总包业务的迅速扩展

公司风险：1) 海外新增项目低于预期；2) 公司垃圾电站项目建设低于预期

考虑到公司传统煤电锅炉及装备总包业务的平稳发展、垃圾发电等新业务的拓展进度，按照摊薄后股本计算，预计公司 14-15 年 EPS 为 0.66 元和 1.00 元，对应 PE 为 26 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 2: 盈利预测和估值

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	3908	3618	5954	5583	8367	营业收入	2449	3137	3513	4567	6166
货币资金	1168	403	2635	1142	2158	营业成本	1958	2551	2828	3608	4834
应收账款	1136	1526	1261	1689	2365	营业税金及附加	20	13	35	55	92
其他应收款	60	60	67	87	117	营业费用	77	64	98	132	191
预付款项	279	178	319	499	741	管理费用	201	242	267	352	487
存货	1156	1327	1550	2007	2781	财务费用	45	85	57	64	70
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	46.11	49.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1074	1606	952	903	832	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	60	75	0	0	0	投资净收益	-0.71	-5.65	25.00	28.00	30.00
固定资产	490.64	846.48	822.24	788.99	731.04	营业利润	101	127	253	384	522
无形资产	64	98	88	78	68	营业外收入	17.93	24.62	35.00	50.00	70.00
其他非流动资产	0	494	8	8	8	营业外支出	0.27	2.56	3.00	5.00	9.00
资产总计	4982	5224	6906	6485	9199	利润总额	119	150	285	429	583
流动负债合计	2628	2763	4683	3995	6373	所得税	16	18	34	51	70
短期借款	420	313	1956	635	2022	净利润	103	131	251	377	513
应付账款	1105	1343	1550	1977	2649	少数股东损益	0	0	7	8	8
预收款项	584	437	446	458	473	归属母公司净利润	103	131	244	370	505
一年内到期的非流动负债	0	40	0	0	0	EBITDA	172	245	376	518	662
非流动负债合计	708	697	91	111	111	EPS (元)	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
长期借款	80	40	70	90	90	主要财务比率					
应付债券	599	600	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	3336	3459	4774	4106	6484	成长能力					
少数股东权益	1	1	7	15	23	营业收入增长	-21.9%	28.1%	12.00%	30.00%	35.00%
实收资本 (或股本)	167	167	369	369	369	营业利润增长	-20.4%	385.7%	98.37%	51.77%	35.92%
资本公积	979	980	980	980	980	归属于母公司净利润增长	85.8%	244.7%	85.79%	51.45%	36.47%
未分配利润	442	543	678	881	1159	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1646	1764	2122	2363	2691	毛利率 (%)	20.07%	18.69%	19.06%	16.25%	16.17%
负债和所有者权益	4982	5224	6904	6483	9197	净利率 (%)	4.22%	4.19%	7.13%	8.26%	8.31%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
经营活动现金流	-126	-1	610	-7	-155	偿债能力					
净利润	103	131	251	377	513	资产负债率 (%)	66.95%	66.22%	69.15%	63.33%	70.50%
折旧摊销	25.42	33.16	0.00	69.41	70.91	流动比率	1.49	1.31	1.27	1.40	1.31
财务费用	45	85	57	64	70	速动比率	1.05	0.83	0.94	0.90	0.88
应付帐款的变化	0	0	206	427	672	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	9	11	15	总资产周转率	0.54	0.61	0.58	0.68	0.79
投资活动现金流	-295	-555	568	8	30	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	2.56	2.43	2.59	2.67
长期投资	60	75	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-1	-6	25	28	30	每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
筹资活动现金流	631	-193	1053	-1495	1141	每股净现金流 (最新摊薄)	1.25	-4.49	6.05	-4.05	2.75
短期借款	420	313	1956	635	2022	每股净资产 (最新摊薄)	9.86	10.56	5.75	6.40	7.29
长期借款	80	40	70	90	90	估值比率					
普通股增加	0	0	202	0	0	P/E	27.93	21.98	26.14	17.26	12.65
资本公积增加	2	1	0	0	0	P/B	1.76	1.64	3.01	2.70	2.37
现金净增加额	209	-749	2232	-1493	1016	EV/EBITDA	16.39	14.18	15.34	11.53	9.57

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

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。