

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

010-88576939 (转 808) tanq@ghzq.com.cn

联系人：

何魏伟 0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

收购北京力拓，拓展余热利用合同能源项目

——华西能源（002630）点评报告

事件：

华西能源 16 日晚间公告，公司 6 月 13 日与北京力拓节能工程技术有限公司（简称“北京力拓”）签订《投资意向协议》，拟以自有资金出资 2.13 亿元收购北京力拓 65% 的股权。

主要观点：

1、收购北京力拓，公司余热利用产业链拓展至燃气轮机、天然气行业

华西能源的主营业务为煤粉锅炉和节能环保型锅炉。近年来，公司依托装备制造实力，积极向节能环保工程和运营发展，依次延伸了垃圾发电，余热余压利用、清洁燃煤等业务。过去，公司参与余热利用项目，主要依赖生产和销售钢铁高炉煤气炉等产品，此次收购北京力拓，有助公司进军天然气燃气轮机余热利用市场。

国内余热发电项目大部分合作对象是水泥、玻璃、钢铁等企业，项目开发需要逐个突破，并且每个项目建设方案和技术难点差异较大，同时余热利用项目在很大程度上依赖下游企业的开工率，盈利能力存在不确定性。但天然气管道沿线压气站余热、余压项目，由于下游客户一致，压气站的设计相对标准化，同时西气东输气量相对稳定，是国内盈利能力较好的余热利用项目。

2、北京力拓拥有 15 座站的余热余压发电服务协议，华西能源投资后续盈利空间大

截止 2013 年，北京力拓已经与中石油管道联合西部公司和中石油西北联合管道公司就西一线、西二线中的 14 座燃驱压气站和西三线中的 1 座燃驱压气站的余热发电项目签署了合同能源管理服务协议。据了解，近期力拓又将逐步新添多个余热发电项目开发权。

由于框架协议没有明确披露余热发电项目投资规模和盈利能力，但我们可参考首航节能收购新疆西拓案例。新疆西拓和北京力拓的主要管理人和股东均是张英辰和郑硕果夫妻，因此两家公司在经营和管理上有一定的共同处。首航节能以 10.5 亿价格购入新疆西拓公司 100% 股权。新疆西拓现有 13 个余热项目，合计 256MW，需要总投资约 9.6 亿元，建设期约 18 个月。根据首航节能披露的盈利预测，2016 年 13 台机组将全部建成实现发电，年可实现发电收入 2.78 亿元至 2.95 亿元，年可实现净利润 1.29 亿至 1.62 亿元。

同比假设，按照华西能源并购力拓后，预计一期建设 170MW 项目（以燃气轮机功率计算），预计投资约 6.5 亿，净利润约 8000-9000 万。余热利用业绩随着项目的逐个建成，将在 2014-2015 年逐步体现。随着西气东输各线的建设，预计未来中石油还将有约 90 个余热余压项目，华西能源收购力拓后，有望参与后续项目的竞争。

3、北京力拓现有节能服务业务快速增长，收购对价合理

北京力拓节能工程技术有限公司是 2009 年 10 月成立，是一家专门从事石油石化领域的节能设备服务的公司。目前主要以变频设备、恒压泵为产品，为石油领域提供网电改造、滤波与功率补偿等节能服务，近 1-2 年节能服务业务刚刚打开市场，步入快速增长。2013 年公司净利润约 256 万（未审计），相比 2012 年增长 413%。北京力拓非余热余压项目，按照保持现有发展势头预计，2014 年传统业务净利润有望达到 1000 万，2015 年有望达到 2000-3000 万。华西能源以 2.13 亿收购其 65% 股权，相当于对北京力拓整体估值约 3.3 亿，相当于力拓的非余热余压业务 2015 年净利润 10-15 倍。除此之外，华西能源收购后，还将获得北京力拓公司拥有的余热余压发电项目开发权，综合评价本次收购对价合理。

4、锅炉业务维持稳定，海外总包订单或带来超预期空间

华西能源传统锅炉业务主要来自国内高能耗企业的自备电厂、热电联产机组，特种锅炉以及海外的电站总包业务。2013 年在国内经济持续低迷，传统电力投资需求增长乏力，印度等新兴经济体增速放缓、货币贬值、通胀压力居高不下、投资增速明显下降背景下，公司正式签订及中标合同总金额 30.06 亿元，虽然仅为年度方针目标计划的 75.17%，相比 2012 年全年新签订单 23.60 亿元，同比增长 27.4%。同时，据了中标项目主要为国内合同，国内新签合同实际增长。而目前公司在印度、巴基斯坦、泰国、韩国等都有多个大型电站总包跟踪项目。例如公司与巴基斯坦旁遮普省签订合作备忘录，涉及电站总投资约 92 亿人民币。预计 2014-2015 年公司传统业务稳定发展维持在 25-30 亿收入，约 8000-10000 万净利润。但如果有海外大型总包项目落地，将带来超预期空间。

5、垃圾发电带来 2014 年业绩高增长，环保业务占比大幅提升

华西能源自 2012 年底与四川省能源投资集团组建合资公司能投华西，股权占比 42%，进军垃圾发电 BOT 运营业务，同时华西能源母公司组建工程总包公司为参与能投华西及其他企业的垃圾发电的工程总承包（EPC）招标。2013 年第一个项目自贡项目已经成功并网发电，并确认工程总成本利润。预计 2014 年广安、玉林、张掖等项目将陆续建成，预计 2014 年公司在垃圾发电方面的工程总承包收入将提升至 8-10 亿，垃圾发电净利润将从 2013 年约 2000 万上升至 2014 年约 8000-9000 万。此外，2014 年公司将持续在四川、甘肃、广西、青海、宁夏等中西部地区争取垃圾发电项目的 BOT 和 EPC 合同，预计年内将有 3-4 个新签项目落地。垃圾发电业务将带来公司 2014 年业绩的高增长，公司环保业务占比在 2014 年开始大幅提升。

6、收购自贡市商业银行，有助环保业务融资和变现

公司自 2013 年中启动收购自贡市商业银程序，但未能在 2013 年完成全部手续，未能计入 2013 年业绩，自 2014 年一季度开始贡献业绩。公司收购其 16.6% 股权，属第一大股东将以权益法并入利润，预计 14 年贡献约 6000 万净利润。未来华西能源的环保业务主要也投资运营和工程总包为主，均需要大量垫资，自贡市商业银行可通过贷款、融资租赁、资产证券化等多种形式为公司环保业务提供融资和变现平台，推动环保业务的发展速度。

7、维持买入评级，目标价 33 元

2014 年 3 月华西能源再融资为发展环保获得启动资金。公司传统锅炉业务稳定发展，提供业绩安全边际，垃圾发电步入收获期，业绩高增长确定性强，自有商业银行为公司环保业务提供融资和变现平台。本次公司收购力拓，正式开启余热利用合同能源业务崭新的利润增长点，提振市场对公司 2015-2016 年业绩增长的信心。按照最新股本摊薄，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.64 元、1.11 元、1.66 元维持买入评级。公司未来三年复合增长率超过 65%，长期好看，目标价 33 元。

8、风险提示

传统锅炉业务受宏观经济形势影响出现下滑的风险，垃圾发电、余热利用和煤制气项目推广进度低于预期。

表 1、北京力拓主要财务数据

资产负债项目	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/31
资产总计	14,102.87	12,528.69	9,915.03
负债合计	11,619.78	10,301.59	7,737.86
所有者权益合计	2,483.09	2,227.10	2,177.17
收入利润项目	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业总收入	5,718.03	6,541.84	3,657.99
营业利润	341.67	66.99	72.18
利润总额	341.67	66.99	72.18
净利润	255.99	49.93	54.13
主要财务指标	2013 年度 (2013/12/31)	2012 年度 (2012/12/31)	2011 年度 (2011/12/31)
资产负债率	82.39%	82.22%	78.04%
全面摊薄净资产收益率	10.31%	2.24%	2.49%

资料来源：首航节能并购预案公告

表 2、2012-2014 年盈利预测

证券代码:	002630.sz				股票价格:	19.32	投资评级:	买入		日期:	2014/6/17
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	8%	13%	18%	EPS	0.79	0.64	1.11	1.66		
毛利率	19%	20%	22%	24%	BVPS	10.56	7.52	8.30	9.46		
期间费率	13%	13%	13%	12%	估值						
销售净利率	4%	7%	8%	11%	P/E	24.55	30.42	17.40	11.66		
成长能力					P/B	1.83	2.57	2.33	2.04		
收入增长率	28%	10%	42%	15%	P/S	1.03	2.07	1.45	1.26		
利润增长率	27%	78%	75%	49%							
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
总资产周转率	0.60	0.54	0.64	0.67	营业收入	3137	3452	4900	5646		
应收账款周转率	1.84	2.04	2.16	2.30	营业成本	2551	2768	3846	4301		
存货周转率	1.92	2.09	2.21	2.36	营业税金及附加	13	15	21	24		
偿债能力					销售费用	64	104	147	169		
资产负债率	66%	57%	60%	59%	管理费用	242	276	392	452		
流动比	1.31	1.43	1.26	1.24	财务费用	85	53	57	56		
速动比	0.83	0.98	0.81	0.81	其他费用/(-收入)	(55)	13	13	39		
					营业利润	127	249	451	683		
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	22	20	20	20		
现金及现金等价物	403	993	597	675	利润总额	150	269	471	703		
应收款项	1709	1692	2267	2458	所得税费用	18	35	61	91		
存货净额	1327	1333	1746	1835	净利润	131	234	410	611		
其他流动资产	179	197	280	322	少数股东损益	(0)	0	0	0		
流动资产合计	3618	4215	4890	5290	归属于母公司净利润	131	234	410	611		
固定资产	846	1072	1645	2080							
在建工程	46	415	415	395	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	98	98	88	78	经营活动现金流	(1)	503	406	841		
长期股权投资	75	75	75	75	净利润	131	234	410	611		
资产总计	5224	6416	7653	8459	少数股东权益	(0)	0	0	0		
短期借款	313	313	313	313	折旧摊销	33	94	117	173		
应付款项	1922	2059	2807	3081	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	437	481	683	787	营运资金变动	(166)	174	(121)	56		
其他流动负债	90	90	90	90	投资活动现金流	(555)	(595)	(572)	(416)		
流动负债合计	2763	2943	3894	4272	资本支出	21	(595)	(572)	(416)		
长期借款及应付债券	640	640	640	640	长期投资	(15)	0	0	0		
其他长期负债	56	56	56	56	其他	(561)	0	0	0		
长期负债合计	697	697	697	697	筹资活动现金流	1147	777	(123)	(183)		
负债合计	3459	3640	4590	4968	债务融资	(146)	0	0	0		
股本	167	369	369	369	权益融资	0	847	0	0		
股东权益	1764	2776	3063	3491	其它	1292	(70)	(123)	(183)		
负债和股东权益总计	5224	6416	7653	8459	现金净增加额	590	685	(289)	242		

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。