



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

## 破冰新市场，为公司增加新亮点

——华西能源（002630）事件点评

2014年07月15日

强烈推荐/维持

华西能源 事件点评

分析师：弓永峰 何昕

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

公司与江苏华电通州热电有限公司签署了2套200MW级燃机热电联产工程余热锅炉岛采购合同，合同总金额为6,360万元，约为公司2013年营业收入的2.03%。该合同的签订与执行使公司具备了提供燃气轮机余热锅炉岛设备和服务的能力，有利于公司开拓新的产品细分市场、并形成新的利润增长点。

### 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，预计公司2014-2016年EPS为0.66元、1.00元和1.33元，对应PE为27、18倍和13倍，维持“强烈推荐”评级。

### 点评：

#### 1. 新业务为公司带来新的利润增长点

该合同对于公司的影响不仅是收入的增加，更多的是对于公司业务的进一步拓展和延伸，使公司成功进入新的业务领域。设备交付期横跨2014年H2至2015年，届时将对公司经营业绩、财务状况产生一定的积极影响。

相比燃煤电厂而言，燃气轮机余热发电具有发电效率高、污染少、排放低等优势。目前，我国对于燃气轮机余热发电设备需求增长最快的领域之一是天然气输送管道领域，而公司在该领域已经具备了一定的技术优势和成型产品，此次公司借助自身的优势，对于新产品在新领域的一次重要尝试和突破。根据《节能环保发展规划》中预测，“十二五”期间我国燃气轮机余热锅炉年需求量在33.09亿元。进入新领域后将帮助公司进一步提升在燃气轮机余热锅炉市场中市占率，提升公司未来业绩。

#### 2. 传统火电相关业务平稳发展

与公司新业务相比，传统火电业务在公司未来收入中的比重将缓慢下降，对于该项业务的收入增长，我们依然维持较为乐观的态度。

- 1) 在国内市场中, 公司的主要竞争优势并不在大型火电站的投资建设, 而更多的集中于中小型电站的建设。虽然我国大型火电站的建设速度已经逐步放缓, 但是随着高耗能产业逐步向“三北”地区转移, 企业自备电厂的建设热情依然维持高位, 特别是中等规模的火电机组。同时, 为了降低成本, 海外锅炉制造企业产能更多的再向国内转移。结合两方面的因素, 未来在国内市场中, 公司传统火电锅炉业务仍将保持平稳发展。
- 2) 在海外市场, 广大发展中国家人均用电量仍处于低位, 例如印度人均用电量仅为我国的 8%-15%, 仍有极大的提升空间。公司所承接的印度 T 项目已经交付完成, 并得到客户的好评。未来随着各发展中国家经济的快速发展, 和对基建投资的逐步增加, 公司煤粉机组在国外市场中的需求仍将保持旺盛。

### 3. 垃圾电站项目效益显现, 后续新增项目多

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。

随着, 公司自贡项目的成功, 预计 2014 年公司仍有不少于 3 个新项目将建成并投入运营。新项目的建成将大幅提升公司垃圾电站工程承包收入, 预计全年该业务有望实现收入 8-10 亿元。同时, 公司仍在加强在这一领域的布局与拓展, 未来仍有望获取省内、省外新项目。

### 4. 收购北京力拓, 布局天然气管输余压余热利用

虽然, 同为余热余压利用, 但公司的输气管线项目的盈利能力和前景远好于传统产业的余热余压利用。在全球范围内 95% 的天然气是通过管道运送, 我国作为能源需求大国对于天然气的需求量近年来快速飙升, 对外依存度已经提升至 30% 以上, 未来仍有上升的趋势。

公司所收购的北京力拓手里共拥有 15 座驱压气站的余热余压发电服务协议, 主要客户为中石油管道联合西部公司和中石油管道西北联合管道公司。随着我国西气东输各条管线的逐步推进, 未来公司借助北京力拓仍有望获取更多项目。

### 5. 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。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充足的资金支持, 未来公司将在做好传统业务的基础上, 积极开拓与节能环保、清洁能源有关的新业务。

### 盈利预测:

考虑到公司传统煤电锅炉及装备总包业务的平稳发展, 以及垃圾发电等新业务的拓展进度, 预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.66 元、1.00 和 1.37 元, 对应 PE 为 27、18 倍和 13, 维持“强烈推荐”评级。

**投资风险:**

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

**表 1: 盈利预测和估值**

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2,449.24	3,136.97	3,513.41	4,567.43	6,166.04
主营收入增长率	28.22%	28.08%	12.00%	30.00%	35.00%
EBITDA (百万元)	172.02	245.32	376.39	517.61	662.02
EBITDA 增长率	9.72%	42.61%	53.43%	37.52%	27.90%
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%
ROE	6.29%	7.45%	11.50%	15.65%	18.76%
EPS (元)	0.620	0.787	0.662	1.002	1.368
P/E	29.14	22.94	27.28	18.01	13.20
P/B	1.83	1.71	3.14	2.82	2.48
EV/EBITDA	17.12	14.69	16.08	12.06	9.99

资料来源: 东兴证券 \*按照新股本摊薄

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
<b>流动资产合计</b>	3908	3618	5954	5583	8367	<b>营业收入</b>	2449	3137	3513	4567	6166
货币资金	1168	403	2635	1142	2158	<b>营业成本</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	4982	5224	6906	6485	9199	<b>利润总额</b>	119	150	285	429	583
<b>流动负债合计</b>	2628	2763	4683	3995	6373	所得税	16	18	34	51	70
短期借款	420	313	1956	635	2022	<b>净利润</b>	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
<b>非流动负债合计</b>	708	697	91	111	111	<b>EPS (元)</b>	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
长期借款	80	40	70	90	90	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	599	600	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	3336	3459	4774	4106	6484	<b>成长能力</b>					
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	<b>获利能力</b>					
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%
<b>负债和所有者权益</b>	4982	5224	6904	6483	9197	净利率(%)	4.22%	4.19%	7.13%	8.26%	8.31%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2.08%	2.52%	3.54%	5.70%	5.49%
<b>经营活动现金流</b>	-126	-1	610	-7	-155	<b>偿债能力</b>					
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
应付账款的变化	0	0	206	427	672	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	9	11	15	总资产周转率	0.54	0.61	0.58	0.68	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>筹资活动现金流</b>	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	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	202	0	0	P/E	29.14	22.94	27.28	18.01	13.20
资本公积增加	2	1	0	0	0	P/B	1.83	1.71	3.14	2.82	2.48
<b>现金净增加额</b>	209	-749	2232	-1493	1016	EV/EBITDA	17.12	14.69	16.08	12.06	9.99



## 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。