

2015年2月25日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：何魏伟 S0350514090001
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn
联系人：李恩国 lieg@ghzq.com.cn

海外工程进入订单丰收期，垃圾发电和生物 质能贡献业绩高增长 ——华西能源（002630）深度研究报告

投资要点：

- **传统锅炉制造企业顺利转型，完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”构架打造** 公司以煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉的制造为主营业务，是我国二梯队锅炉龙头企业。近年来，公司基于传统锅炉制造业务，开始从事火电站、垃圾发电、生物质发电、余热发电站的工程总包和投资运营业务，同时投资自贡商业银行形成金融配套平台，顺利完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”的构架打造。
- **传统锅炉业务稳步发展，受益“一路一带”政策暖风海外总包有望进入订单丰收期** 十二五期间虽然电力集团投资增速下滑，但在国家高能耗企业西部转移的产业政策指导下，新疆等地区迎来了大规模的高能耗企业进驻，自备电厂投资快速增长。华西能源充分把握行业趋势和竞争形势，定位公司煤粉锅炉的主要目标客户是热电联产和企业自备电厂，同时积极开拓印度、马来等海外新兴市场。随着“一带一路”战略的提出，华西能源常规电站锅炉、生物质燃料锅炉、垃圾焚烧余热锅炉等设备技术先进，海外总包项目 2015 年有望赢来订单丰收。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。同时，海外大项目金额高，一般执行周期 2-3 年，可有效推动公司未来 2-3 年传统业务的增长。
- **收购加速发展，垃圾发电项目储备规模已跃居前列** 华西能源收购增资博海昕能完成后，公司中标垃圾焚烧发电总量达到日处理 1.2 万吨，项目质量和数量都跻身国内一流企业行列，公司竞争实力得到大大增强。与此同时，借助博海昕能公司地处沿海发达地区的区域优势和资源优势，可以获取更多潜在的项目订单，有利于公司垃圾发电清洁能源业务板块的跨区域发展，并将形成新的利润增长点。看好华西能源在垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总承包+投资运营”的商业模式，垃圾发电业务有望在未来三年力推公司业绩增长。
- **正式进军生物质能领域，装备制造和投资运营一体，盈利能力较高** 华西能源与安能热电集团有限公司签订协议合资组建生物质新能源公司，本次合资组建公司完成后，公司将持有新能源公司 65% 的股权。安能集团在生物质发电领域已有多年的从业经验，目前是国内唯一能做到大规模生物质热电联产的企业。5 家子公司已建成生物质电厂合计装机容量 15 万千瓦，安能集团承诺，新能源公司 2015 年实现净利润 4,800 万元人民币、2016 年实现净利润 5,000 万元人民币、2017 年实现净利润 5,700 万元人民币。
- **公司技术储备丰富，余热利用和清洁煤制气前景值得期待** 早在 2013 年，公司与浙江铂瑞成立各 50% 股权的合资公司华西铂瑞，目标市场定位于燃气轮机余热发电和清洁煤制气。华西铂瑞完全承接浙江铂瑞突出的设计/研发能力，其核心团队悉数进入华西铂瑞。随着国内环保监管的提高，煤炭清洁高效利用的广阔市场已经启动，优势国内企业也开始切入进原本由海外巨头掌握的煤制气技术领域。清洁煤制气替代水煤气或热电联产的煤改气是华西铂瑞中长期更大目标市场，华西能源在人才和技术储备方面已取得先发优势，值得持续关注。

- **投资金融平台，自贡市商业银行盈利能力大大增强** 华西能源的工程和运营业务均属于资金密集型业务，公司投资金融平台，可以非常好地解决公司的融资需求，对公司整个系统的发展形成支持。经过多轮增资，公司目前累计持有自贡市商业银行 16.6% 的股份，成为其单个第一大股东。自公司扩大资本后，自贡市商业银行的盈利能力大幅提升，有效提振公司未来几年业绩增速。
- **盈利预测与评级** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.50 元、0.94 元、1.31 元。看好公司海外扩张前景，看好华西能源在四川省内的垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总承包+投资运营”的商业模式，看好公司与安能集团合作强势进军生物质能领域，给予“买入”评级。
- **风险提示** 项目开发进度低于预期的风险；公司并购进程低于预期的风险

| 预测指标 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 3137 | 3097 | 4646 | 5940 |
| 增长率(%) | 28% | -1% | 50% | 28% |
| 净利润（百万元） | 131 | 183 | 349 | 484 |
| 增长率(%) | 27% | 39% | 90% | 39% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.79 | 0.50 | 0.94 | 1.31 |
| ROE(%) | 7.45% | 6.68% | 11.61% | 14.33% |

目 录

| | |
|--|----|
| 1、传统锅炉制造企业顺利转型，完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”构架打造 | 4 |
| 2、传统锅炉业务稳步发展，受益“一路一带”政策暖风海外总包有望进入订单丰收期 | 4 |
| 2.1、传统业务包括火电锅炉和特种锅炉 | 4 |
| 2.2、海外订单有望进入盈利丰收期 | 7 |
| 3、收购加速发展，垃圾发电项目储备规模已跃居前列 | 7 |
| 3.1、与能投集团合作，稳步推进四川以及周边地区垃圾发电项目 | 7 |
| 3.2、收购博海昕能，加速垃圾发电发展 | 8 |
| 3.3、公司在建和储备项目约 1.2 万 d/t,跃居同行业前列 | 8 |
| 3.4、设备制造+工程总包+投资运营模式，多方位盈利 | 9 |
| 4、正式进军生物质能领域，装备制造和投资运营一体，盈利能力较高 | 9 |
| 4.1、与安能集团合资组建新能源公司，正式进军生物质能 | 9 |
| 4.2、装备制造和投资运营一体，盈利能力较高 | 10 |
| 5、公司技术储备丰富，余热利用和清洁煤制气前景值得期待 | 10 |
| 6、投资金融平台，自贡市商业银行盈利能力大大增强 | 11 |
| 7、盈利预测与评级 | 11 |
| 8、风险提示 | 11 |

图表索引

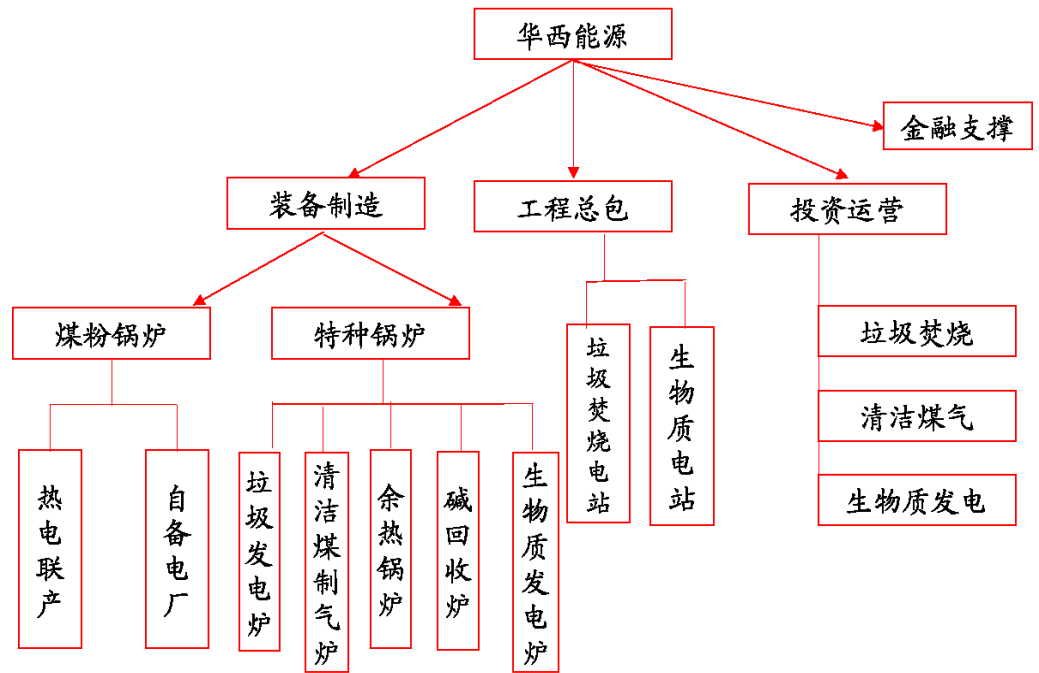
| | |
|------------------------|----|
| 图 1、华西能源业务结构图 | 4 |
| 表 1、华西能源煤粉锅炉的下游客户定位 | 5 |
| 表 2、华西能源特种锅炉的下游客户定位 | 6 |
| 表 3、华西能源垃圾发电项目 | 8 |
| 表 4、博海昕能部分垃圾发电项目 | 8 |
| 表 5、安能集团生物质发电项目（含储备项目） | 10 |
| 表 6、2014-2016 年盈利预测 | 12 |

1、传统锅炉制造企业顺利转型，完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”构架打造

华西能源工业股份有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年 11 月 11 日在深交所上市，前身系自贡东方锅炉工业集团有限公司，成立于 2004 年 4 月。

公司以煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉的制造为主营业务，是我国二梯队锅炉龙头企业。近年来，公司基于传统锅炉制造业务，开始从事火电站、垃圾发电、生物质发电、余热发电站的工程总包和投资运营业务，同时投资自贡商业银行形成金融配套平台，顺利完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”的构架打造。

图 1、华西能源业务结构图



资料来源：国海证券研究所

2、传统锅炉业务稳步发展，受益“一路一带”政策暖风 海外总包有望进入订单丰收期

2.1、传统业务包括火电锅炉和特种锅炉

二梯队龙头锅炉企业

华西能源专业生产煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉，是二梯队的龙头锅炉企业。其中煤粉锅炉主要应用于热电联产企业和高能耗企业的自备电厂，约占公司锅炉业务销售收入的 60%。在生物质炉、黑液碱回收炉、垃圾焚烧炉、高炉煤气炉等特种锅炉产品上均生产过全国最大容量等级。

煤粉锅炉定位自备电厂和海外市场

我国火电经历了较长时间的高速增长，目前装机已经达到相对高峰，并且受经济增速放缓和环境保护双重压力，发展速度持续降低。而根据电站经济寿命期一般在 25 年左右估算，每年更新火电设备容量约 3000 万千瓦规模，合计每年火电装备容量 7000 万千瓦。与此同时，目前三大电气集团基本上垄断了五大电力集团 30 万千瓦以上大型发电机组的生产制造，锅炉企业在电力集团市场上竞争激烈，难有较大突破。

华西能源充分把握行业趋势和竞争形势，定位公司煤粉锅炉的主要目标客户是热电联产和企业自备电厂，同时积极开拓印度、马来等海外新兴市场。

十二五期间虽然电力集团投资增速下滑，但在国家高能耗企业西部转移的产业政策指导下，新疆等地区迎来了大规模的高能耗企业进驻，自备电厂投资快速增长。仅电解铝行业，魏桥、中国铝业、新希望等约十家企业都分别在新疆规划了新建 200-300 万吨产能，各需要 20-30 台 30 万千瓦机组火电厂，对自备电厂的拉动达到 6000-7000 万千瓦。华西能源在新疆拥有完善的销售渠道和广泛的客户基础，魏桥、中国铝业等电解铝企业；广汇能源等煤化工企业、中国石油、中泰化学等石油化工企业、特变电工等多晶硅企业均是公司客户。

表 1、华西能源煤粉锅炉的下游客户定位

| 锅炉产品 | | 下游行业发展情况和市场空间 | 公司典型客户 |
|------|------|--|--|
| 煤粉锅炉 | 热电联产 | “十一五”期间，“区域热电联产工程”已被列为国家十大重点节能工程之一，得到国家的积极扶持。“十二五”期间电联产装机规模年均增长 2200 万千瓦；2015 年总装机规模达到 2.5 亿千瓦 | 天富热电等 |
| | 自备电厂 | 国家发展改革委印发了《关于支持新疆产业健康发展的若干意见》，国家对新疆及兵团 12 个重点发展产业实行差别化产业政策，并将 6 个项目核准权下放到新疆维吾尔自治区和兵团发改委。12 个重点产业分别是钢铁、电解铝、水泥、多晶硅、石油化工、煤炭、煤化工、火电、可再生能源、汽车、装备、轻工纺织。6 个项目核准权下放的产业为钢铁、水泥和化工（PTA、聚酯等）、煤炭（国家规划矿区年产 120 万吨以下项目）、煤化工（示范项目）、可再生能源等。仅电解铝行业，魏桥、中国铝业、新希望等约十家企业都分别在新疆规划了新建 300 万吨产能，各需要 20-30 台 30 万千瓦机组火电厂，对自备电厂的拉动达到 6000-7000 万千瓦。 | 魏桥、中国铝业等电解铝企业；广汇能源等煤化工企业、中国石油、中泰化学等石油化工企业、特变电工等多晶硅企业 |

| | | |
|--|--|---------------|
| | <p>海外市场</p> <p>华西能源的国际市场主要包括印度、马来西亚、韩国、乌拉圭、哈萨克斯坦等。其中印度人均发电量仅为中国的20%-30%，未来电源投资市场空间广阔，是公司长期看好的市场。</p> | <p>印度企业为主</p> |
|--|--|---------------|

资料来源：公司公告、国海证券研究所

特种锅炉实力雄厚，均是细分行业龙头

公司生产的特种锅炉主要包括生物质能发电锅炉、黑液碱回收锅炉（世界最大容量等级）、垃圾焚烧发电锅炉、污泥焚烧锅炉、油气锅炉和高炉煤气锅炉（全国最大容量等级）、油泥沙锅炉（我国首台）等，约占公司锅炉业务销售收入的40%。

公司在特种锅炉方面实力雄厚，很多产品均是细分行业龙头。在生物质锅炉方面，南宁糖业等广西绝大多数蔗糖企业、粤电集团等电力企业均是公司客户；在黑液碱回收炉方面，国内仅华西能源和武汉特种锅炉企业参与生产，公司曾配套安德里茨生产5710tds/d黑液碱回收炉，出口乌拉圭；在垃圾焚烧炉方面，公司供应深圳能源多个垃圾发电项目以及能投华西投资的垃圾发电项目；在高炉煤气炉方面，公司出口给某韩国著名公司的合同能源项目。

表 2、华西能源特种锅炉的下游客户定位

| 部分特种锅炉产品 | 下游行业发展情况和市场空间 | 公司典型客户 |
|------------------------|---|-----------------------------|
| <p>生物质锅炉</p> | <p>2010年我国生物质发电装机容量仅为550万千瓦，虽然近五年的复合增速达到40.8%，但生物质能占能源消耗的比重仅为0.5%，“十二五”期间我国将继续大力发展农村可再生资源，力争到2015年生物质发电装机达到1300万千瓦，到2020年装机容量达到3000万千瓦。以3万千瓦每台的机组容量测试，预计十二五期间将新增约250台机组。</p> | <p>南宁糖业等广西糖企业、粤电集团等电力企业</p> |
| <p>特种锅炉 黑液碱回收炉</p> | <p>《造纸产业水污染物排放标准》严格控制污染物排放，要求新建制浆造纸项目必须从源头防止和减少污染物产生，消除或减少厂外治理。现有企业要通过技术改造逐步实现清洁生产。要求以水污染治理为重点，采用封闭循环用水、白水回用，中段废水处理及回收、废气焚烧回收热能、废渣燃料化处理等“厂内”环境保护技术与手段，加大废水、废气和废渣的综合治理力度。</p> <p>造纸黑液碱回收炉是非常细分的行业，国内年市场规定约8-10亿，国内只有华西能源和武汉特种锅炉企业参与生产。</p> | <p>安德里茨等</p> |
| <p>垃圾锅炉</p> | <p>2015年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的35%以上，其中东部地区达到48%以上。垃圾发电处理规模需要从2010年底8.96吨/日上升至2015年末约30.7万吨/日，年复合增长率达到28%。“十二五”期间，预计新增垃圾发电日处理能力21.7万吨/日，以800吨/日的垃圾发电站核算，十二五期间约新建271个垃圾发电站。</p> | <p>深圳能源、能投华西等</p> |

| | | |
|-------|--|-------|
| 污泥焚烧炉 | <p>2011 年底全国城镇污水处理厂的污泥只有 10%左右通过堆肥技术处理处置后回用到土地、少量采用焚烧和建材材料等，其余大部分随意外运、简单填埋或堆放。十二五”期间，36 个重点城市污泥处理处置率达到 80%，其他设城市达 70%，县城及重点镇达到 30%。全国规划范围内的城镇污泥处理处置规模为 2500 万吨/年(约 7 万吨/天)，以 400 吨/天的污泥焚烧电站核算，十二五期间约新建 171 个垃圾发电站。</p> | 太阳纸业等 |
|-------|--|-------|

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.2、海外订单有望进入盈利丰收期

公司自 2011 年接到印度订单后海外订单停滞，主要是由于中东、东南亚国家经济持续低迷，汇率贬值等原因导致。而随着“一带一路”战略的提出，再加上中国电力设备产能过剩但技术先进，将会成为中国装备走出去的龙头，将有效带动公司电站锅炉设备和项目的海外出口。

华西能源常规电站锅炉、生物质燃料锅炉、垃圾焚烧余热锅炉等设备技术先进，公司曾经承接了印度两大电厂总承包项目。最近一年伴随国家走出去战略，华西董事长跟随国家领导人在中哈、中塔合作的多个重大项目上开展前期工作，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，还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，海外总包项目 2015 年有望赢来订单丰收。

2015 年 1 月 27 日，公司公告中标西非约 11.27 亿元热力供气 EPC 总包项目，标志着公司海外战略取得重大突破，后期预计将持续取得大订单。同时，海外大项目金额高，一般执行周期 2-3 年，可有效推动公司未来 2-3 年传统业务的增长。

3、收购加速发展，垃圾发电项目储备规模已跃居前列

3.1、与能投集团合作，稳步推进四川以及周边地区垃圾发电项目

公司于 2011 年底与四川省能源投资集团和自贡市国资委合资组建能投华西生物质能开发有限公司，其中华西能源占比 42%，四川省能源投资集团占 51%。四川省能源投资集团是 2011 年 4 月成立，是四川省从事能源、节能环保、电网等投资的平台。合资公司能投华西可以充分发挥四川省能投集团在资金、管理和资源等方面的优势和华西能源在垃圾发电领域的技术研发、装备制造、工程建设优势，以“自贡市垃圾综合焚烧发电项目”为示范，辐射全省。目前华西能源以及能投华西在建和储备垃圾发电项目共 5 个，日处理能力达到约 4400d/t。

表 3、华西能源垃圾发电项目

| 特许经营项目 | 投资金额 (亿元) | 规模 (t/d) |
|----------|-----------|----------|
| 自贡垃圾发电项目 | 3.5 | 1200 |
| 广安垃圾发电项目 | 4.91 | 1200 |
| 玉林垃圾发电项目 | 4.3 | 800 |
| 射洪垃圾发电项目 | 2.8 | 700 |
| 张掖垃圾发电项目 | 3.3 | 500 |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

华西能源除可以按照股权比例分得 42% 的垃圾发电运营利润外，更重要的是在建设期参与招标，为能投华西提供垃圾发电站建设的工程总包。自 2013 年起垃圾发电的工程总包利润已逐步体现，是 2014-2015 年公司业绩增长的主要来源。

3.2、收购博海昕能，加速垃圾发电发展

2014 年 11 月 4 号，公司发布公告称，拟以现金出资 2.6 亿元收购、增资广东博海昕能环保有限公司。本次收购、增资完成后，公司将持有广东博海昕能环保有限公司 50% 的股权，成为博海昕能单一最大股东。博海昕能公司已中标、签订 6 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，项目合计日垃圾处理量 7150 吨/天，其中 60% 分布在广东沿海经济发达地区；上述项目合计规划投资总额 33-35 亿元。项目完全建成并达产后，预计每年可实现净利润 3 亿元，每年为华西能源母公司（占股 50%）贡献净利润达 1.5 亿元。

目前，博海昕能公司已签订的垃圾焚烧发电 BOT 项目均处于筹建阶段，按照通常的投资建设进度，项目建设期需要 3 年。但预计在建设周期，华西能源有望复制能投华西的业务模式，为合资公司提供工程总包，预计在 2015-2017 年的三年建设期内，华西能源将获得大量垃圾发电的工程总包业务。

表 4、博海昕能部分垃圾发电项目

| 项目名称 | 投资金额 (亿元) | 规模 (t/d) |
|-----------------|-----------|----------|
| 四川广元城市生活垃圾焚烧发电厂 | 4.9 | 1050 |
| 广东四会垃圾焚烧发电厂 | 4.6 | 1050 |
| 黑龙江佳木斯垃圾焚烧发电厂 | 6.3 | 1500 |

资料来源：公司网站、国海证券研究所

3.3、公司在建和储备项目约 1.2 万 d/t,跃居同行业前列

华西能源收购增资博海昕能完成后，公司中标垃圾焚烧发电总量达到日处理 1.2 万吨，项目质量和数量都跻身国内一流企业行列，公司竞争实力得到大大增强。与此同时，借助博海昕能公司地处沿海发达地区的区域优势和资源优势，可以获取更多潜在的项目订单，有利于公司垃圾发电清洁能源业务板块的跨区域发展，并将形成新的利润增长点。

3.4、设备制造+工程总包+投资运营模式，多方位盈利

华西能源的垃圾发电业务经营模式是：“设备制造+工程总承包+投资运营”。

以自贡项目为例，在自贡项目具体实施的地市成立项目公司，项目公司是能投华西的全资子公司。垃圾发电厂投产运营后，华西能源将持续获得42%的垃圾发电厂运营收益。

同时，合资公司分别逐个进行公开招标，确定总承包商（EPC）和设备供应商，华西能源将参与EPC招标。但考虑到前期华西能源将积极配合合资公司进行项目前期规划，对项目自身条件较为熟悉，华西能源所提出的方案可能更符合项目实际情况，更具有竞争优势，中标EPC总包的概率较大。也就是说，在垃圾发电站建设的周期内，华西能源就有可能通过提供EPC工程总包服务和销售垃圾锅炉，获得利润。

以一个800吨/天的垃圾发电项目为例，总投资约3-3.5亿，扣除流动资金，预计EPC工程总包额约2.5-3亿，设备总包额约5000万，提供工程总包服务和设备销售的净利润在2000-3000万左右。

看好华西能源“设备制造+工程总承包+投资运营”的商业模式，公司目前在建和储备项目约1.2万d/t，将在未来三年快速提升公司垃圾发电工程总包利润，同时长期获得垃圾发电站的投资运营利润。

4、正式进军生物质能领域，装备制造和投资运营一体，盈利能力较高

4.1、与安能集团合资组建新能源公司，正式进军生物质能

2014年11月7日，华西能源与安能热电集团有限公司签订了《合资组建生物质新能源公司的框架协议》，安能热电集团有限公司以其持有的下属5家生物质发电子公司的股权作为出资，华西能源以3.0亿元现金出资，双方合资组建生物质新能源公司，本次合资组建公司完成后，公司将持有新能源公司65%的股权。

安能集团在生物质发电领域已有多年的从业经验，目前是国内唯一能做到大规模生物质热电联产的企业。5家子公司已建成生物质电厂合计装机容量15万千瓦，安能集团承诺，新能源公司2015年实现净利润4,800万元人民币、2016年实现净利润5,000万元人民币、2017年实现净利润5,700万元人民币。若新能源公

司到期未能达到上述业绩承诺的净利润指标，安能热电集团有限公司同意在每个会计年度审计报告出具之日起十五个工作日内以现金方式向新能源公司补足上述年度相应的净利润差额。

表 5、安能集团生物质发电项目（含储备项目）

| 项目名称 | 项目状态 | 投资金额 (亿元) | 总装机 (MW) |
|----------------|------|--------------|----------|
| 安能（钟祥）生物质发电项目 | 建成 | 2.5 | 2*15 |
| 安能（屈家岭）生物质发电项目 | 建成 | 2.8 | 1*30 |
| 安能（宜昌）生物质热电项目 | 建成 | 3 | 2*15 |
| 安能（枣阳）生物质发电项目 | 在建 | 2.7 | 1*30 |
| 安能（大悟）生物质发电项目 | 建成 | 3 | 1*30 |
| 安能（仙桃）生物质发电项目 | 在建 | 2.6 | 2*15 |
| 安能（老河口）生物质发电项目 | 建成 | 3.2 | 2*15 |
| 安能（襄州）生物质发电项目 | 在建 | 2.5 | 2*12 |
| 总计 | | 22.3 | 234 |

资料来源：网络资料

4.2、装备制造和投资运营一体，盈利能力较高

生物质能源在中国目前处于刚刚起步阶段，凯迪电力是一个盈利较好的典型代表。对比凯迪电力，安能集团的优势在于是唯一可以实现热电联产的生物质发电企业，效率高。同时，借助华西能源在垃圾发电领域探索出的“设备制造+工程总承包+投资运营”的成功模式，公司将可能通过提供 EPC 总包服务，获取除装备制造外，来自工程总包和电厂运营的更多利润。

与此同时借助安能集团在湖北的地域优势，安能还可以帮助华西能源开发在湖北的垃圾发电等其他业务，形成业务协同。

5、公司技术储备丰富，余热利用和清洁煤制气前景值得期待

早在 2013 年，公司与浙江铂瑞成立各 50% 股权的合资公司华西铂瑞，目标市场定位于燃气轮机余热发电和清洁煤制气。华西铂瑞负责项目设计和市场开拓，华西能源主要进行设备制造。

浙江铂瑞核心团队大部分原系国内余热发电领域资深的专家/设计师/项目管理主管，该团队从原国内领先余热锅炉制造商独立后自主创立了浙江铂瑞，华西铂瑞完全承接浙江铂瑞突出的设计/研发能力，该核心团队悉数进入华西铂瑞。

随着国内环保监管的提高，煤炭清洁高效利用的广阔市场已经启动，优势国内企业也开始切入原本由海外巨头掌握的煤制气技术领域。清洁煤制气替代水煤气或热电联产的煤改气是华西铂瑞中长期更大目标市场，华西能源在人才和技术储备方面已取得先发优势，值得持续关注。

6、投资金融平台，自贡市商业银行盈利能力大大增强

经过多轮增资，公司目前累计持有自贡市商业银行 16.6% 的股份，成为其单个第一大股东。自公司扩大资本后，自贡市商业银行的盈利能力大幅提升，有效提振公司未来几年业绩增速。

华西能源的工程和运营业务均属于资金密集型业务，公司投资金融平台，可以非常好地解决公司的融资需求，对公司整个系统的发展形成支持，如果公司未来会进一步加大金融板块的布局，更好地实现产融结合，公司将具备新一轮扩张的能力。

7、盈利预测与评级

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.50 元、0.94 元、1.31 元。看好公司海外扩张前景，看好华西能源“设备制造+工程总承包+投资运营”的商业模式，看好公司与安能集团合作强势进军生物质能领域，给予“买入”评级。

8、风险提示

项目开发进度低于预期的风险

公司并购进程低于预期的风险

表 6、2014-2016 年盈利预测

| 证券代码: | 002630.sz | 股票价格: | 19.03 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2015/2/25 | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 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% | 7% | 12% | 14% | EPS | 0.79 | 0.50 | 0.94 | 1.31 |
| 毛利率 | 19% | 19% | 21% | 21% | BVPS | 10.56 | 7.42 | 8.08 | 9.00 |
| 期间费率 | 13% | 13% | 12% | 12% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 4% | 6% | 8% | 8% | P/E | 24.18 | 38.37 | 20.15 | 14.50 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.80 | 2.56 | 2.35 | 2.11 |
| 收入增长率 | 28% | -1% | 50% | 28% | P/S | 1.01 | 2.27 | 1.51 | 1.18 |
| 利润增长率 | 27% | 39% | 90% | 39% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 总资产周转率 | 0.60 | 0.50 | 0.61 | 0.65 | 营业收入 | 3137 | 3097 | 4646 | 5940 |
| 应收账款周转率 | 1.84 | 1.84 | 1.88 | 1.93 | 营业成本 | 2551 | 2517 | 3689 | 4703 |
| 存货周转率 | 1.92 | 1.92 | 1.92 | 1.92 | 营业税金及附加 | 13 | 9 | 14 | 18 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 64 | 93 | 121 | 154 |
| 资产负债率 | 66% | 55% | 61% | 63% | 管理费用 | 242 | 248 | 362 | 446 |
| 流动比 | 1.31 | 1.57 | 1.31 | 1.33 | 财务费用 | 85 | 52 | 73 | 86 |
| 速动比 | 0.83 | 1.08 | 0.80 | 0.80 | 其他费用/(-收入) | (55) | 13 | 13 | 51 |
| 资产负债表 (百万元) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 营业利润 | 127 | 190 | 400 | 585 |
| 现金及现金等价物 | 403 | 1061 | 251 | 252 | 营业外净收支 | 22 | 20 | 20 | 20 |
| 应收款项 | 1709 | 1688 | 2468 | 3074 | 利润总额 | 150 | 210 | 420 | 605 |
| 存货净额 | 1327 | 1314 | 1926 | 2456 | 所得税费用 | 18 | 27 | 55 | 79 |
| 其他流动资产 | 179 | 177 | 265 | 339 | 净利润 | 131 | 183 | 365 | 526 |
| 流动资产合计 | 3618 | 4239 | 4910 | 6121 | 少数股东损益 | (0) | 0 | 17 | 42 |
| 固定资产 | 846 | 1047 | 1852 | 2067 | 归属于母公司净利润 | 131 | 183 | 349 | 484 |
| 在建工程 | 46 | 141 | 171 | 191 | 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) | 256 | 51 | 407 |
| 长期股权投资 | 75 | 75 | 75 | 75 | 净利润 | 131 | 183 | 365 | 526 |
| 资产总计 | 5224 | 6140 | 7637 | 9072 | 少数股东权益 | (0) | 0 | 17 | 42 |
| 短期借款 | 313 | 313 | 313 | 313 | 折旧摊销 | 33 | 94 | 114 | 194 |
| 应付款项 | 1922 | 1869 | 2688 | 3363 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 437 | 432 | 648 | 828 | 营运资金变动 | (166) | (22) | (445) | (355) |
| 其他流动负债 | 90 | 90 | 90 | 90 | 投资活动现金流 | (555) | (295) | (835) | (235) |
| 流动负债合计 | 2763 | 2704 | 3740 | 4595 | 资本支出 | 21 | (295) | (835) | (235) |
| 长期借款及应付债券 | 640 | 640 | 840 | 1040 | 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 | 897 | 1097 | 筹资活动现金流 | 1215 | 792 | 95 | 55 |
| 负债合计 | 3459 | 3401 | 4636 | 5691 | 债务融资 | (146) | 0 | 200 | 200 |
| 股本 | 167 | 369 | 369 | 369 | 权益融资 | 0 | 847 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1764 | 2740 | 3001 | 3381 | 其它 | 1360 | (55) | (105) | (145) |
| 负债和股东权益总计 | 5224 | 6141 | 7637 | 9073 | 现金净增加额 | 658 | 753 | (688) | 227 |

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，2014年第五名。

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。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014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%。