

证券研究报告

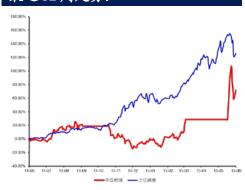
环保平台不断夯实, 未来有望持续发力

环保节能

2015年6月22日

评级: 强烈推荐

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师: 马宝德

执业证书编号: S0590513090001

联系人:

马宝德

电话: 0510-82833217 Email: <u>mabd@glsc.com.cn</u>

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠 道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合 理判断并得出结论,力求客观、公正。结论 不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准 具备证券投资咨询业务资格。

华西能源(002630)临时公告点评

公司公告:公司通过非公开发行股票募集资金总额不超过 29.5 亿元,其中 16.8 亿元用于收购天河环境 60%的股权,本次交易完成后,天河环境将成为公司控股子公司。此次收购意味着公司的环保大平台不断夯实,环保平台架构日益完善。我们认为公司未来的投资逻辑清晰,首先是受益于一带一路政策,锅炉海外总包业务有望持续发力,订单不断带来业绩高增长,其次环保大平台日益完善,投资和运营的空间巨大,再者公司迎来业绩拐点期,未来业绩有望借助海外总包和环保平台持续快速增长,估值相对便宜,目前迎来较好的投资时点,给予强烈推荐。主要投资逻辑

公司具备为客户提供清洁能源一体化解决方案的实力,打造核心 **驱动力。**公司战略定位致力于提供多元化的能源系统解决方案, 开发并持续推行更高效节能、更洁净环保的能源动力设备及技术 系统集成方案。以传统锅炉煤粉制造业务为切入点,不断向特种 锅炉领域拓展,特种锅炉涉及到循环流化床锅炉、碱回收炉、生 物质锅炉以及其他余热锅炉等,同时依托原有的客户资源,在设 备销售的基础上不断向锅炉总包业务拓展,锅炉技术方案不断向 整体化、系统化方向发展,推动锅炉行业向 EPC 工程总包和 BOT 产业延伸。自12年起公司不断在这个领域开拓,取得了较为明显 的效果,总包业务的收入和毛利贡献度逐年提升,提升了公司总 体的业务收入,是公司盈利的主要部分。通过工程总包,可以使 企业锅炉装备、工程技术、设计方案实现系统性优化,有利于整 个电厂系统的稳定。由于工程总包涵盖了工程设计、产品供货、 工程施工、安装调试、试运行等多个环节的产品与服务, 相对于 单纯的锅炉生产或设备供货,工程总包将为企业带来更高的利润。 公司目前具备锅炉技术系统方案解决、拥有工程总包资质和具有 提供工程总包服务能力,在市场中有望持续发力。

放眼全球,受益于一路一带,锅炉海外总包业务突飞猛进。公司前



期一直在海外开拓锅炉总包业务,尤其是东南亚地区经济发展相对较弱,电厂建设需求较为旺盛,对锅炉设备及配套产品、总包业务的需求仍有较大的提升空间。公司依托在锅炉制造产业的竞争优势不断布局海外,近期频频中标海外大单彰显了公司的拿单实力,与德国 DoRex咨询股份有限公司、德国 Payer 工程有限公司签署了《西非 1000t/h 热力供汽 EPC 工程总包项目授标函》,项目金额1.63 亿欧元,还有与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司签署了 150MW 燃煤电站项目 EPC 工程总包合同,合同总金额 19,270 万美元,订单的执行将对未来三年产生非常积极的影响,不排除未来公司有继续斩获海外大单的可能,海外总包业务将迎来放量期。

环保大平台+大金融的架构日渐清晰。

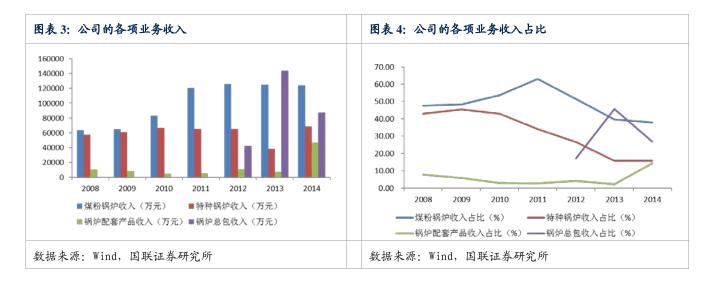
- ▶ 通过收购天河环境进军烟气治理,完善环保大平台。公司一直致力于环保平台的建设,打造环保大平台+大金融的业务架构,此次通过增发收购天河环境进军烟气治理产业,让环保大平台的架构更加完善。公司通过非公开发行股票募集资金总额不超过29.5亿元,其中16.8亿元用于收购天河环境60%的股权,正式宣告进军烟气治理行业。收购天河环境后,公司将进入脱硝催化剂行业领域,未来的看点除了电厂烟气处理持续突破,还有重型卡车尾气处理以及催化剂的回收循环利用也是重要的看点,收购天河环境有利于发挥公司和天河环境的协同效用,一方面直接增厚业绩,天河环境承诺15年、16年和17年实现的净利润(扣除非经常性损益后)分别为20,047 万元、25,916 万元和33,930 万元,直接推动公司的业绩提升。另一方面完善公司的环保平台架构,在重型卡车尾气处理和催化剂的回收利用领域开启另一个脱硝催化剂市场,进一步打开想象空间。
- ▶ 借助博海昕能扩容垃圾发电规模,夯实环保平台。公司前期出资 2.6亿元收购并增资广东博海昕能环保有限公司,扩容公司的垃圾 焚烧发电能力。目前博海昕能已中标、签订 6 个垃圾处理焚烧发 电 BOT 项目,合计日垃圾处理量达 7150 吨/天,其中 60%分布 在广东沿海经济发达地区,未来经济效益突出。加上公司本身拥 有的垃圾发电项目4400吨/日,共拥有11550吨/日的处理能力,处 理规模在国内进入第一梯队。今年项目将进入开工建设期,将直 接带来工程建设收入,明年项目陆续进入运营期,未来几年将带 来公司的业绩快速增长。



- ▶ 大金融平台为公司的业务发展提供强有力的财务后盾。公司前期以自有资金 493,839,720 元增资自贡市商业银行股份有限公司 16,627.6 万股,累计持有股份占增资后的自贡商业银行总股本的 16.6%,本次增资完成后,公司将成为自贡商 业银行单个第一大股东,通过增资自贡市商业银行为提升公司重装、环保产业发展后劲,推动实业与金融的优势互补和相互促进发展提供强力的财务支持,环保大平台+大金融的架构日渐清晰。
- ▶ 市值空间巨大,给予"强烈推荐"评级。如果考虑到本次增发摊薄因素,我们预计15、16、17年EPS分别为0.73元、1.05元、1.47元,对应的PE分别为40倍、28倍、20倍。我们看好公司未来长期的发展空间,公司目前处于业绩的拐点期,具备较大的估值优势,是值得持续跟踪的投资标的,我们给予"强烈推荐"评级。
- 风险提示:项目订单量不达预期的风险,开工进度慢于预期的风险,宏观经济下行的风险,收购进展不达预期的风险。







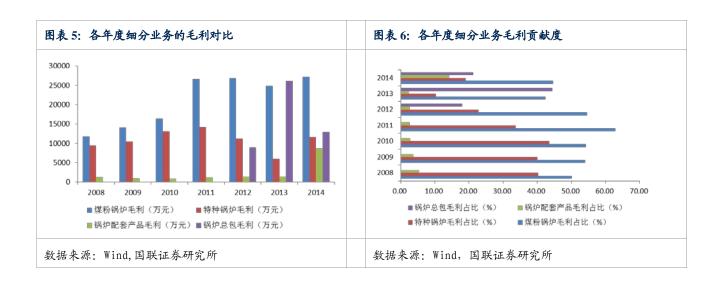






表 9 公司的特种锅炉制造的核心竞争力

> T 40 13	` I I m n th h	Der der Lebel Mehrer (1 de h. 1
主要锅炉	主要原理及简介	华西能源在各种类锅炉的竞争力
种类		
高炉煤气锅炉	主要利用钢铁厂 炼钢产生的废气 进行发电、供热	华西能源拥有马钢国内成功运行的最大高炉煤气炉以及攀钢、新疆八一钢厂等级别的运行业绩。公司成岛出口到韩国现代集团的多套烧四种炼钢厂废气的锅炉则是国内大型发电设备首次出口到发达国家,也是世界上混烧气体种类最多的高炉煤气锅炉,填补了我国锅炉"成岛"出口第二世界国家电力市场的空白。
		华西能源的生物质锅炉既可以对各类农作物结轩和林业废弃物等的能源进
生物质燃料锅炉	生物质锅炉是以 生物质能源做为 燃料的锅炉	行利用,又能减少燃烧污染。华西能源目前拥有水冷振动炉排和循环流化床两种应用最广的主流生物质发电锅炉,其中广东 电湛江生物质发电有限公司高温高压燃生物质循环流化床锅炉为国内最大生物质锅炉,已经取得专利三项,达到国内先进技术水平。
碱回收锅 炉	利用造纸所用纸 浆产生的废液为 原料,燃烧黑液 中有机物。	华西能源自主开发了系列的低压、中压、次高压碱炉,具有容量、参数适应范围广,技术新,适用浆种范围大,适应负荷波动能力强,运行周期长,能耗低的特点。并积极与公司合作,分包其国内外大型高压碱炉如怀化、湛江晨鸣、智利、乌拉圭压力部件的生产、制造。
纯烧石油 焦锅炉	石油焦是炼油过 程中残留的副产 品,其固定碳不 具有挥发性,极 难燃烧,易结焦	华西能源自主研发的等级的纯燃石油焦循环流化床(锅炉,已在苏丹运行。该项目技术的研发,成功填补了国产循环流化床燃烧石油焦方面的空白,并已进入海外市场。
垃圾污泥焚烧锅炉	利用煤、燃油、 燃气等燃料的燃 烧,将要处理的 物体进行高温的 焚毁碳化	华西能源开发的吨日的垃圾(污泥)焚烧锅炉,能很好地适应我国城市生活垃圾水分多、热值低、混合收集等特性。公司承建的山东太阳纸业吨日污泥焚烧锅炉为目前国内最大的污泥炉,深圳吨日垃圾锅炉为目前国内容量最大的垃圾炉。
油泥砂锅炉	是焚烧油田采油 过程中沉降在容 器中的油泥砂废 料	华西能源为胜利油田提供了我国首台处理 145t/日的油泥砂锅炉,商业运行良好,具有典型的示范作用。
循环流化 床锅炉	是一项高效低污染清洁燃烧枝术	华西能源形成了从 25t/h~1050t/h 循环流化床锅炉系列产品。该产品煤种适应性广,可燃烧煤矸石、无烟煤、贫煤、烟煤、褐煤、石油焦、油页岩,还可以掺烧油气、工业废气等;能在不同负荷下连续稳定安全运行、热效率高、有害物质排放量低,并充分达到环境保护的要求。
自然循环 燃煤粉锅 炉	煤粉锅炉,提高 了煤的燃烧速 率,高效节能, 起停简单。	自然循环燃煤粉锅炉是传统的发电锅炉,公司已有近30年生产该型锅炉的历史。通过自身实践,已具有多年煤粉炉的开发设计经验。目前已形成了从35t/h~2100t/h煤粉锅炉系列产品,拥有适应贫煤、烟煤、褐煤等多种燃料的固态排渣及液态排渣煤粉锅炉。



盈利预测

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,136.97	3,268.59	4,604.31	7,205.17	9,945.95	现金	402.90	363.73	250.00	220.00	200.00
YOY(%)	28.1%	4.2%	40.9%	56.5%	38.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,550.75	2,657.83	3,448.67	5,583.26	7,749.23	应收款项净额	1,709.40	2,410.04	3,394.91	5,312.61	7,333.48
营业税金及附加	13.35	16.15	22.56	35.31	48.74	存货	1,326.71	2,356.73	3,037.75	4,950.10	6,896.65
销售费用	63.73	62.39	90.24	141.94	196.93	其他流动资产	(3,437.44)	(5,127.61)	(7,223.03)	(11,303.14)	(15,602.74)
占营业收入比(%)	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	流动资产总额	1.57	2.89	1,321.93	4,292.80	7,453.14
管理费用	242.01	246.29	349.93	548.31	757.88	固定资产净值	895.79	1,029.40	1,009.67	861.70	652.84
占营业收入比(%)	7.7%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	减: 资产减值准备	49.31	72.47	71.08	60.66	45.96
EBIT	265.24	283.25	689.06	892.52	1,189.34	固定资产净额	846.48	956.93	938.59	801.03	606.88
财务费用	84.70	92.32	125.70	129.31	149.06	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.7%	2.8%	2.7%	1.8%	1.5%	在建工程	45.60	141.33	18.20	(0.34)	(2.01)
资产减值损失	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.65)	36.36	50.00	80.00	130.00	固定资产总额	892.08	1,098.26	956.79	800.69	604.87
营业利润	127.47	157.49	515.37	733.21	1,020.28	无形资产	97.65	96.03	92.19	88.35	84.51
营业外净收入	22.06	11.17	11.17	11.17	11.17	长期股权投资	74.71	592.34	592.34	592.34	592.34
利润总额	149.53	168.67	526.54	744.38	1,031.45	其他长期资产	4,157.72	5,374.99	5,374.99	5,374.99	5,374.99
所得税	18.13	19.57	61.08	86.35	119.65	资产总额	5,223.73	7,164.51	8,338.24	11,149.17	14,109.85
所得税率(%)	12.1%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	循环贷款	353.00	435.00	600.00	700.00	900.00
净利润	131.40	149.10	465.46	658.03	911.80	应付款项	1,921.76	2,626.80	3,385.87	5,517.36	7,686.98
占营业收入比(%)	4.2%	4.6%	10.1%	9.1%	9.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.02)	(0.02)	80.00	104.00	132.00	其他流动负债	487.84	649.19	846.12	1,372.81	1,911.13
归属母公司净利润	131.42	149.12	385.46	554.03	779.80	流动负债	2,762.60	3,710.99	4,831.98	7,590.17	10,498.11
YOY(%)	27.0%	13.5%	158.5%	43.7%	40.8%	长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.25	0.28	0.73	1.05	1.47	应付债券	600.31	601.70	601.70	601.70	601.70
						其他长期负债	56.41	109.15	161.89	214.63	267.37
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	3,459.32	4,421.84	5,595.57	8,406.50	11,367.18
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	28.1%	4.2%	40.9%	56.5%	38.0%	股东权益	1,763.66	2,741.93	2,741.93	2,741.93	2,741.93
营业利润	25.8%	23.6%	227.2%	42.3%	39.2%	负债和股东权益	5,222.98	7,163.77	8,337.50	11,148.43	14,109.11
净利润	27.0%	13.5%	158.5%	43.7%	40.8%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	18.7%	18.7%	25.1%	22.5%	22.1%	税后利润	131.42	149.12	385.46	554.03	779.80
净利率(%)	4.2%	4.6%	10.1%	9.1%	9.2%	加: 少数股东损益	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	7.5%	5.4%	14.1%	20.2%	28.4%	公允价值变动	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00
ROA(%)	2.5%	2.1%	4.6%	5.0%	5.5%	折旧和摊销	33.16	42.87	80.20	90.36	94.37
偿債能力						营运资金的变动	-746.89	-315.47	1,436.86	2,950.57	3,078.16
流动比率	0.00	0.00	0.27	0.57	0.71	经营活动现金流	-533.01	-51.02	2,000.52	3,704.96	4,102.32
速动比率	-0.48	-0.63	-0.36	-0.09	0.05	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	66.2%	61.7%	67.1%	75.4%	80.6%	长期股权投资	-14.86	-517.63	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-197.06	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	60.1%	45.6%	55.2%	64.6%	70.5%	投资活动现金流	-14.86	-714.69	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	198.90	269.13	269.13	269.13		股权融资	-0.01	847.28	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	191.19	326.60	326.60	326.60		长期贷款的增加/(减少)	-40.00	-40.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)		525.50	-20.00	-20.00	-20.00	公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.25	0.28	0.73	1.05	1 47	股利分配	-84.64	-90.80	-385.46	-554.03	-779.80
每股净资产	3.33	5.18	5.18	5.18		计入循环贷款前融资活动	-124.65	716.48	-385.46	-554.03	-779.80
古成守贝) 估值比率	3.33	3.10	5.10	3.10	J.10	循环贷款的增加(减少)	31.92	140.86	165.00	100.00	200.00
P/E	118.1	104.1	40.3	28.0	10.0	融资活动现金流	-217.37	726.54	-220.46	-454.03	-579.80
P/B	8.8	5.7	5.7	5.7		现金净变动额	-765.24	-39.17	1,748.56	3,220.93	3,492.52



无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街 8 号楼国联金融大厦 9F

电话: 0510-82833337 传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500 传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997 传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16层

电话: 0755-82878221 传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
股票	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
投资评级	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
投资评级	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
权贝计级	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,
		提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成
		好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。