

2016年10月25日

公司研究

评级：买入（维持）

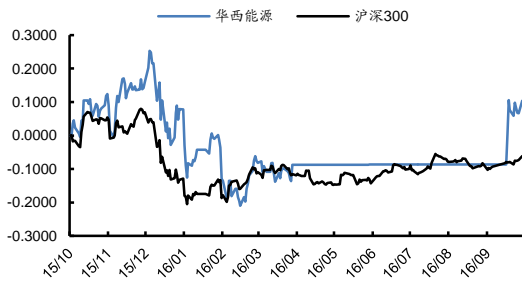
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 赵越 S0350116090018
0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

布局石墨烯领域，多元发展战略下蓄势再出发

——华西能源（002630）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华西能源	20.9	20.9	14.2
沪深300	2.8	4.2	-5.7

市场数据

2016/10/25

当前价格（元）	13.37
52周价格区间（元）	9.47 - 15.46
总市值（百万）	9867.06
流通市值（百万）	8197.40
总股本（万股）	73800.00
流通股（万股）	61311.89
日均成交额（百万）	109.34
近一月换手（%）	51.58

相关报告

《华西能源（002630）事件点评：收购石墨烯公司股权，业务结构转型升级再发力》——2016-10-11

《华西能源(002630)点评：多维度业务构架思路清晰，充裕订单保障业绩（买入）*环保与公用事业行业*谭倩》——2016-04-11

《华西能源(002630)点评：实际控制人巨额增持显信心，低估值受益环保政策催化（买入）*环保与公用事业行业*谭倩》——2015-12-03

《华西能源(002630)季报点评：净利润显著上升，设香港子公司加强“一带一路”布局（买入）*环保与公用事业行业*谭倩》——2015-10-28

投资要点：

- **石墨烯应用领域广泛，产业化进程开启。**石墨烯具有卓越而独特的电学、光学、力学、化学性能，在诸多领域展现宽广的应用前景，世界主要国家和地区已将石墨烯研究提升至国家战略高度。我国积极出台政策推进石墨烯研究和产业化应用，目前研究进展已处于世界领先地位，2015年市场规模约为610万美元，同比增长336%，前景可观。
- **现金收购石墨烯公司股权，有望培育公司新利润增长点。**公司停牌逾半年后，将原方案收购恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司100%股权调整为收购15%股权，布局新材料的战略思维并未发生变化。恒力盛泰2016、2017、2018三年的业绩承诺分别不低于5、6、7亿元，2016年1-8月已实现净利润2.3亿元，若业绩承诺可达，则未来三年该项收购可为公司带来约2.7亿元的投资收益。
- **锅炉业务技术先进，客户定位准确稳步发展。**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。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；特种锅炉的生产实力雄厚，很多产品均是细分行业龙头。
- **积极参与“一带一路”，海外订单拓展加速。**截至目前，公司已签订海外合同金额45.07亿元、已中标项目金额46.23亿元，2011年以来已获海外订单超过100亿元。考虑合同订单2017年开始进入收入确认高峰、中标项目2018年开始进入收入确认高峰，则2017-2019年海外订单的年均收益将超过3亿元，可有力支撑公司长期业绩增长。
- **提早布局生物质及垃圾发电市场，成功中标PPP项目，环保潜力逐渐释放。**公司转型环保投资运营业务的布局较早，通过不断的股权收购，完成国内生物质及垃圾发电在东北、东南、西南、西北等区域的战略布局，逐步成为具有市场竞争力的生物质及垃圾发电投资运营商。今年成功中标自贡PPP项目，为公司打开环保新领域，公司现有的区域优势和工程总包竞争优势可在PPP项目建设中发挥积极作用，在生物质发电装备、建设及投资运营方面的竞争优势和储备，也有助于公司进一步获取PPP项目。
- **维持公司“买入”评级：**我们看好公司布局石墨烯产业，以及总包项

《华西能源事件点评：现金流显著上升，下半年业绩值得期待（买入）*环保与公用事业行业*谭倩》——2015-08-24

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

目订单持续扩张与环保领域转型多元化战略带来的业绩贡献。不考虑本次股权收购业绩增厚的影响，我们预计公司 2016-2018 EPS 分别为 0.30、0.44、0.57，对应当前股价 PE 为 45.19、30.08、23.37 倍。若股权收购成功，则 2016-2018 年备考净利润预测为 2.8、4.0、5.0 亿元，对应当前股价 PE 为 35.54、24.39、19.44 倍，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**石墨烯技术发展及产业化应用不达预期风险；石墨烯产量未达预期、市场需求不足风险；股权收购项目未获股东大会批准及厦门自贸区备案风险；各项目进度未达预期风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	3700	4319	5042	6030
增长率(%)	13%	17%	17%	20%
净利润（百万元）	198	218	328	422
增长率(%)	33%	10%	50%	29%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.30	0.44	0.57
ROE(%)	6.76%	7.19%	10.29%	12.48%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 石墨烯应用领域广泛，产业化进程开启	5
1.1、 石墨烯性能良好，已成多国战略布局领域.....	5
1.2、 我国积极出台政策推进石墨烯研究和应用，红利不断加持	5
1.3、 石墨烯未来市场前景广阔，中国发展迅速.....	6
2、 现金收购石墨烯公司股权，有望培育公司新利润增长点.....	7
2.1、 恒力盛泰已获实际控制人创建公司相关专利技术使用权.....	8
2.2、 2016年产能100吨的石墨烯生产基地正式投产，到2020年产能可达5000吨	9
2.3、 未来三年合同订单超过40亿元，生产经营模式将发生重大转变.....	9
3、 锅炉业务技术先进，客户定位准确稳步发展.....	10
4、 积极参与“一带一路”，海外订单拓展加速.....	10
5、 提早布局生物质及垃圾发电市场，成功中标PPP项目，环保潜力逐渐释放.....	11
5.1、 提早布局、加速推进，生物质及垃圾发电项目储备规模国内位居前列	11
5.2、 PPP取得新突破，打开环保新领域.....	13
6、 投资金融平台，支持产融协同，盈利能力增强	14
7、 公司高管大额增持，显示对公司未来发展信心	14
8、 盈利预测与评级	15
9、 风险提示	15

图表目录

图 1: 各大机构预测石墨烯市场前景和规模.....	6
图 2: 国内 2011-2015 年石墨烯论文发表数量.....	6
图 3: 恒力盛泰股权架构图	8
图 4: “十三五”期间产能计划.....	9
图 5: 公司生物质及垃圾发电发展历程	12
图 6: 自贡商业银行营收及净利情	14
图 7: 自贡商业银行投资收益占比	14
表 1: 恒力盛泰在手订单情况.....	9
表 2: 海外项目中标/合同签订情况	11
表 3: 控股及参股生物质与垃圾发电投资项目（不含签约项目）	13
表 4: 公司实际控制人及高管增持情况	14
表 5: 华西能源盈利预测表（暂未考虑本次股权收购对业绩的影响）	16
表 6: 华西能源盈利预测表（考虑本次股权收购对业绩的影响）	17

1、石墨烯应用领域广泛，产业化进程开启

1.1、石墨烯性能良好，已成多国战略布局领域

石墨烯是一种由碳原子组成的六角型呈蜂巢晶格的平面薄膜，只有一个碳原子厚度。它发现于 2004 年，发现它的科学家因此获得 2010 年诺贝尔物理学奖。石墨烯具有卓越而独特的电学、光学、力学、化学性能，在诸多领域展现广泛的应用前景，可成为高速晶体管、高灵敏度传感器、激光器、触摸面板、蓄电池及搞笑太阳能电池等多种新一代器件的核心材料。

目前世界各国都在积极进行石墨烯的研究和专利布局，主要国家和地区已将石墨烯研究提升至国家战略高度。2006-2011 年，美国国家自然科学基金关于石墨烯的资助项目有 200 项左右，2014 年更是投入近 3000 万美元对石墨烯及相关的二维材料开展基础研究；2011 年英国将石墨烯确定为今后重点发展的四项新兴技术之一，2015 年建成石墨烯国家实验室；2013 年韩国宣布整合国内研究机构与企业力量推进石墨烯商业化发展，在国内形成石墨烯联盟；同年欧盟委员会将石墨烯列为“未来新兴技术旗舰项目”之一，计划在十年内提供 10 亿欧元资助。2011 年以来，全球石墨烯专利申请数量呈现井喷式增长，四年间共申请专利数量达 12,315 件，是 2010 年以前专利数量总和的 13 倍。

1.2、我国积极出台政策推进石墨烯研究和应用，红利不断加持

早在 2012 年，我国就明确将新材料列为重要的战略新兴产业，提出发展高纯石墨及其制品。2013 年 1 月，工信部发布《新材料产业“十二五”发展规划》，强调积极开发石墨烯等材料。2014 年 10 月，国家发展改革委、财政部、工业和信息化部会同科技部、中国科学院、中国工程院、国家知识产权局等部门和单位联合制定《关键材料升级换代工程实施方案》，提出支持高性能低成本石墨烯粉体及高性能薄膜实现规模稳定生产，在新型显示、先进电池等领域实现应用示范。2015 年，国务院印发《中国制造 2025》，强调高度关注颠覆性新材料对传统材料的影响，做好石墨烯材料等战略前沿材料提前布局和研制。

2015 年 11 月，工业和信息化部、发展改革委、科技部三部委出台《关于加快石墨烯产业创新发展的若干意见》，对我国石墨烯产业发展提出明确的详细指导意见，并明确产业发展目标。到 2018 年，石墨烯材料制备、应用开发、终端应用等关键环节良性互动的产业体系基本建立，产品标准和技术规范基本完善，实现石墨烯材料稳定生产，在部分工业产品和民生消费品上的产业化应用；2020 年形成完善的石墨烯产业体系，实现石墨烯材料标准化、系列化和低成本化，在多个领域实现规模化应用。

2016 年 7 月国务院在《“十三五”国家科技创新规划》中将石墨烯纳入重点发展

的先进功能材料及引领产业变革的颠覆性技术,提出以石墨烯等前沿新材料为突破口,抢占材料前沿制高点,发挥石墨烯等对新材料产业发展的引领作用。在9月份举办的2016中国国际石墨烯创新大会上,工信部透露下一步将积极引导和扶持石墨烯产业发展,集中力量重点突破一批重点和应用的的关键技术,重点突破石墨烯材料的标准化和低成本化,积极推动石墨烯材料示范应用,构建应用产业链,加强石墨烯标准体系建设,搭建产业创新平台。

关于石墨烯政策的密集出台,反映国家对石墨烯研发与应用极高的重视程度,尤其是在《关于加快石墨烯产业创新发展的若干意见》中非常明确提出了石墨烯产业化和规模化应用的目标,随着政策的大力推进和研发领域成果的逐渐应用,我国石墨烯产业化进程有望加速。

1.3、石墨烯未来市场前景广阔,中国发展迅速

自2013年以来,全球多个研究机构对石墨烯市场的前景和规模进行了预测。综合来看,未来5-10年是石墨烯产业的高速发展期,预计产品市场可达2亿美元左右。而根据MarketsandMarkets发布的“2020年全球石墨烯市场趋势和预测”最新报告显示,亚太地区石墨烯市场预计将成为增长速度最快的地区。

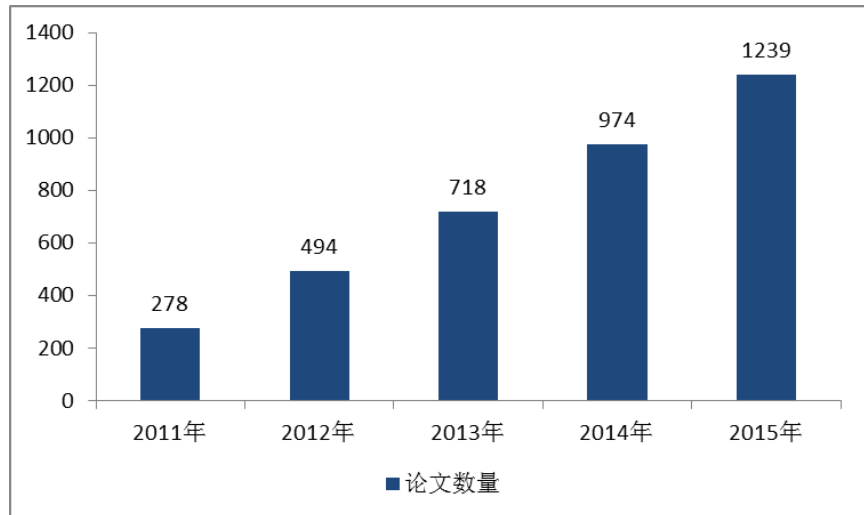
图1: 各大机构预测石墨烯市场前景和规模

时间	机构	市场预测
2013.9	BCC Research发布《石墨烯:技术、应用和市场》报告	2018年全球石墨烯产品市场将超过1.95亿美元,2023年将达到13亿美元,年复合增长率46.1%。在超级电容器、触摸屏、结构材料、传感器和高性能计算机领域的应用占石墨烯市场需求的79%。
2014.5	Allied Market Research	2020年全球石墨烯市场将达1.49亿美元,2014-2020年间年复合增长率为44%。
2015.5	Future Markets发布《2025年全球石墨烯市场》报告	石墨烯主要应用于半导体、电子和光电,电池、超级电容器等能源领域以及复合材料领域,占比分别为27%、19%和11%。
2015.6	Chisult Insight发布《2015年全球和中国石墨烯行业》报告	2014年,在电子、光电和数据存储领域的应用约占全球石墨烯总需求的近31%;在复合材料的应用占24%。2014年中国石墨烯市场规模为2900万元,其中石墨烯基复合材料为477万元,占整个销售额的16.4%;预计2020年,年复合增长率达到95%,市场规模超过16亿元。
2015.9	IDTechEx发布石墨烯年度市场报告	2026年石墨烯市场将达到2亿美元,主要应用领域为复合材料、能源和石墨烯涂料。
2015.10	Markets and Markets发布《全球石墨烯产品、应用及区域市场:2020年趋势和展望》报告	到2020年全球石墨烯材料市场预计将达2.78亿美元,2015-2020年年复合增长率达42.8%。北美是全球最大的石墨烯市场,其市场增长主要依靠石墨烯基复合材料和涂层材料需求的增长。
2015.10	中国石墨烯产业技术创新战略联盟	2013年全球石墨烯市场规模约为1250万美元,预计2020年石墨烯市场规模将达到1.2亿美元。

资料来源:中国工业评论杂志、赛迪智库原材料研究所、国海证券研究所

中国开始研究石墨烯的时间较晚,但进展迅速,已处世界领先地位。根据中国经济信息社指数中心发布的《新华(常州)全球石墨烯指数报告(2016)》,中国在全球石墨烯产业综合发展实力上已超越美日,居于首位。2011年至2015年,中国科研人员发表的石墨烯相关文章占全世界的41.65%;前瞻产业研究院数据显示,截至2015年我国石墨烯专利技术申请量约占全球石墨烯专利技术总量的1/3。

图2: 国内2011-2015年石墨烯论文发表数量



资料来源：前瞻产业研究院、国海证券研究所

在科研机构大规模开展石墨烯研究的同时，企业也纷纷开展石墨烯相关研发、生产与应用。根据中国石墨烯产业技术创新战略联盟初步统计，截至2016年8月，国内从事石墨烯研发、生产、应用等相关企业数量超过400家，约占全球石墨烯企业数量的四分之三，主要集中在长三角、珠三角和京津冀鲁区域。目前我国已在常州、青岛、宁波、重庆、无锡等地建立石墨烯产业园，其中常州西太湖石墨烯新材料高新技术产业化基地是国内首个石墨烯产业化基地，2015年石墨烯产业总规模已达到12亿元。

在政策的大力支持下，大量的研发成果和快速的产业发展已初步显现出效果，据Innova Research公司的最新调研，2015年中国石墨烯在触摸屏、防腐涂料和锂离子电池领域实现较大突破和发展，市场规模约为610万美元，比2014年的140万美元增长近336%，前景可观。

2、 现金收购石墨烯公司股权，有望培育公司新利润增长点

4月25日公司停牌，拟以现金方式收购自然人张博增实际控制的一家能够量产单层石墨烯产品公司的部分股权，并与其签订了关于拟收购资产的合作意向书。10月10日公司公告称终止原先重大资产重组事项，转而调整为以13.5亿元现金向恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司（以下简称“恒力盛泰”）的大股东和二股东分别收购10%和5%的股权。

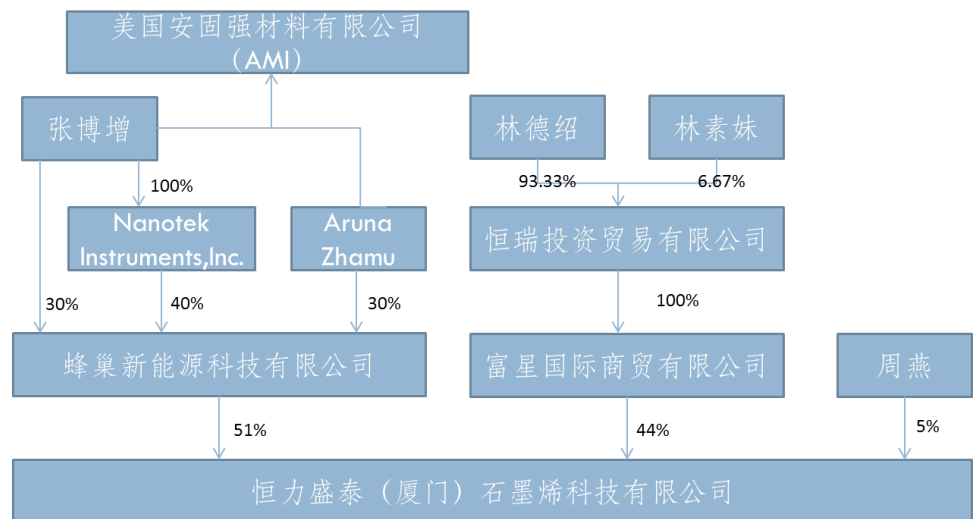
恒力盛泰生产单层及少数层石墨烯相关产品，拥有多项相关专利，其大股东蜂巢新能源的实际控制人亦为张博增。我们认为，公司此次公布的新收购方案是对之前收购方案的落地和调整，并未改变公司与张博增在石墨烯领域的合作关系，布局新型材料的战略思维亦未发生变化，同时公司9月28日公告终止2015年度非公开发行股票事项，亦是考虑为此次石墨烯项目收购让步，显示公司力推业务转型升级、打造多元战略的决心与信心。

根据披露，恒力盛泰 2016、2017、2018 三年的业绩承诺分别不低于 5、6、7 亿元，2016 年 1-8 月已实现净利润 2.3 亿元，若业绩承诺可达，则未来三年该项收购可为公司带来约 2.7 亿元的投资收益。

2.1、恒力盛泰已获实际控制人创建公司相关专利技术使用权

恒力盛泰成立于 2015 年 12 月，目前股东由两个法人单位——蜂巢新能源科技有限公司、富星国际商贸有限公司，以及一个自然人周燕构成。其中蜂巢新能源实际由张博增及其合作伙伴 Aruna Zhamu 控制，张博增持股 70%，恒力盛泰实际控制人为张博增。

图 3：恒力盛泰股权架构图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

张博增与其合作伙伴 Aruna Zhamu 于 2007 年共同创建 Angstrom Materials, Inc（美国安固强材料有限公司，简称 AMI），量产单原子层石墨烯材料，已被认可为全球最大单层石墨烯生产及供应商，其生产技术可以使单层石墨烯产量达到每小时公斤级。目前 AMI 的单层石墨烯产量在世界居领先地位，年产能达 30 吨-100 吨。

2013 年，AMI 在大中华地区设立台湾安固强材料有限公司，年产能 100 吨。在恒力盛泰达产之前，其主要向台湾安固强采购半成品石墨烯原材料，开展委托加工生产及销售业务。

2015 年，AMI 将成熟的单层石墨烯工业化量产技术在中国国内建立工业化量产基地，在厦门设立恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司，并已取得美国 AMI 公司 25 项石墨烯生产技术专利权在中国大陆地区的排他性、无限期的使用许可，包括氧化还原法生产石墨烯、超临界流体分离法生产石墨烯、液相剥离法生产石墨烯、电化学剥离法生产石墨烯及其他新型生产方法，可为公司提供稳定、具有竞争力的生产技术，成为国内首家单层石墨烯工业化量产基地。

2.2、2016 年产能 100 吨的石墨烯生产基地正式投产，到 2020 年产能可达 5000 吨

目前，恒力盛泰年产能 100 吨的生产基地已于厦门正式投产，预计到 2017 年产能达到 300 吨，2018 年达 1000 吨，到 2020 年达到 5000 吨规模。此外，还将在未来三年继续增加投资 1 亿元，打造国家级石墨烯科研实验室。

图 4：“十三五”期间产能计划



资料来源：公司公告、公司网站、国海证券研究所

2.3、未来三年合同订单超过 40 亿元，生产经营模式将发生重大转变

根据恒力盛泰审计报告，目前已与多个客户签订不低于 48.9 亿元的产品合同订单，协议期限普遍到 2019 年，可为恒力盛泰提供未来 3-4 年的业绩保障。同时厦门 100 吨量产化基地投产后，若公司收购恒力盛泰成功，将改变原有的生产销售方式，由原先的向台湾 AMI 采购半成品石墨烯进行委托加工而后销售，转变为恒力盛泰直接生产并面向客户销售。

表 1：恒力盛泰在手订单情况

签订时间	客户	总金额/数量	协议期限	目前进展
2016 年 5 月	客户 A	40 亿元	2016 年 5 月-2018 年 12 月	截至 2016 年 8 月底实现销售额 3 亿元
2016 年 8 月	客户 D	不低于 3 亿元	2016 年 8 月-2019 年 8 月	截至 2016 年 8 月底实现销售额 0.1 亿元
	客户 B	不低于 1.5 亿元	2016 年 8 月-2019 年 8 月	截至 2016 年 8 月底实现销售额 0.4 亿元
	客户 E	不低于 1.5 亿元/年 采购量不少于 5 吨	2016 年 8 月-2019 年 8 月	-
	客户 F	不低于 1.4 亿元/年	2016 年 8 月-2019 年	-

		采购量不少于 2.8 吨	年 8 月	
2016 年 9 月	客户 G	不低于 1.5 亿元/年 采购量不少于 3 吨	2016 年 9 月-2019 年 9 月	-
合计		48.9 亿元	-	-

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、 锅炉业务技术先进，客户定位准确稳步发展

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，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的产品。

2015 年以来，火电发展进入缓慢增长时期，公司充分把握行业趋势和竞争形势，实行差异化竞争战略，将煤粉锅炉的主要目标客户定位于 30 万千瓦级热电联产和企业自备电厂，在国家散烧煤替代、鼓励电冶联营，自备电厂关停小机组等政策指导下，热电联产机组及自备电厂机组需求增长，公司主力产品 300MW 级自然循环燃煤粉锅炉和 200MW 级循环流化床锅炉在北方供热地区及新疆等电解铝基地得到广泛应用，同时公司还积极开展锅炉技术改造，开发超临界锅炉、半焦燃烧、低氮燃烧技术，适应目前火力发电环保要求。

公司特种锅炉的生产实力雄厚，主要包括生物质能发电锅炉、黑液碱回收锅炉、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、油泥沙锅炉等，约占公司锅炉业务销售收入的 40%，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 5710t/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下属子公司四川省能投华西生物质能开发有限公司投资运营的垃圾发电项目。

4、 积极参与“一带一路”，海外订单拓展加速

我国火力发电项目投资经历了较长时间的高速增长，目前装机已达相对高峰，且受经济增速放缓及环境保护双重压力影响，发展受到极大限制，增速明显放缓，呈现过剩趋势，同时国内火电项目锅炉生产与供应基本被三大电气集团垄断，其余锅炉企业难有较大突破。

在国内激烈的竞争环境下，华西能源除在特种锅炉研发与生产方面进行突破外，还注重放眼国外市场，紧跟国家“一带一路”战略和中国装备走出去政策支持，有效带动公司电站锅炉设备和项目总包工程的海外出口。

早在 2011 年，公司就与印度一家公司签订锅炉岛工程总承包合同，合同金额折

合人民币约 11.65 亿元，之后受到相关国家经济低迷、汇率波动等因素影响，海外拓展稍有停滞。2014 年起，随着国家“一带一路”的加速推进实施，公司适时成立“华西能源（香港）国际控股有限公司”、“华西能源（香港）国际投资股份有限公司”等两家全资子公司，有效提升公司参与国际竞争的能力，海外订单数量和金额呈现快速增长。

表 2: 海外项目中标/合同签订情况

中标/签订时间	项目地点	项目名称	项目金额(亿元)	项目期限	项目类型
2011 年 5 月	印度	2x300MW 燃煤发电站 BTG	11.65	2011.06-2014.06	已投运
2015 年 1 月	西非	1000t/h 热力供气 EPC 工程总包	11.27	-	已中标
2015 年 3 月	巴基斯坦	150MW 燃煤电站 EPC 工程总包	11.83	2015.03-2017.07	已签订正式合同
2015 年 7 月	泰国	9.5MW 生活垃圾焚烧发电项目 EPC 总包	17.18	开工起 18 个月	已签订正式合同
2015 年 8 月	塞内加尔	3x120MW 洁净高效洁净电厂 EPC 工程总包	34.96	开工起 30 个月	已中标
2016 年 1 月	俄罗斯	23.5MW 生物质热电联产国、500t/d 城市生活垃圾焚烧发电项目 EPC	5.18	开工起 24 个月	已签订正式合同
2016 年 6 月	土耳其	370MW 超临界高效清洁电站扩建项目电厂工程总包	10.88	开工起 31 个月	已签订正式合同

资料来源：公司公告、国海证券研究所

截至目前，公司在印度的燃煤发电站 BTG 项目已成功投运，已签订海外合同金额 45.07 亿元，已中标项目金额 46.23 亿元，2011 年以来已获海外订单超过 100 亿元。我们预测，海外订单净收益将高于国内，一般可达 7%-8%的水平，加之人民币汇率贬值影响，海外订单收益率预计可达到 12%-13%。考虑公司在手合同订单 2017 年开始进入收入确认高峰、中标项目 2018 年开始进入收入确认高峰，则 2017-2019 年海外订单的年均收益将超过 3 亿元，可有力支撑公司长期业绩增长。

5、提早布局生物质及垃圾发电市场，成功中标 PPP 项目，环保潜力逐渐释放

5.1、提早布局、加速推进，生物质及垃圾发电项目储备规模国内位居前列

公司从电站锅炉业务起家，转型环保投资运营业务的布局可追溯至 2011 年，当年 12 月，公司发布公告，拟出资 4200 万元与四川省能源投资集团有限责任公司、自贡市国有资产经营投资有限责任公司共同设立“四川省能投华西生物质能

开发有限公司”（以下简称“能投华西”），公司持股 42%，四川省能源投资集团占比 51%。主营生物质发电及新能源产业等的开发、投资、建设和经营及工程总承包服务，可有效辐射四川区域业务；同时公司投资 1400 万元设立全资子公司“自贡能投华西环保发电有限公司”（以下简称“自贡能投”），主要经营利用焚烧生活垃圾产生的热能发电等业务。

2012 年，公司将自贡能投 100%股权转让给能投华西，充分整合生物质能相关业务，由能投华西负责垃圾焚烧发电项目的投资与运营，公司则为能投华西提供设备及 EPC 工程服务；2013 年公司继续增资能投华西，初步形成“设备制造→工程总包→投资运营”的垃圾焚烧发电全产业链条模式，公司可通过具有竞争优势的设计和建造方案在合资公司中获得锅炉设备供应订单及 EPC 总包合同，从而获取利润。

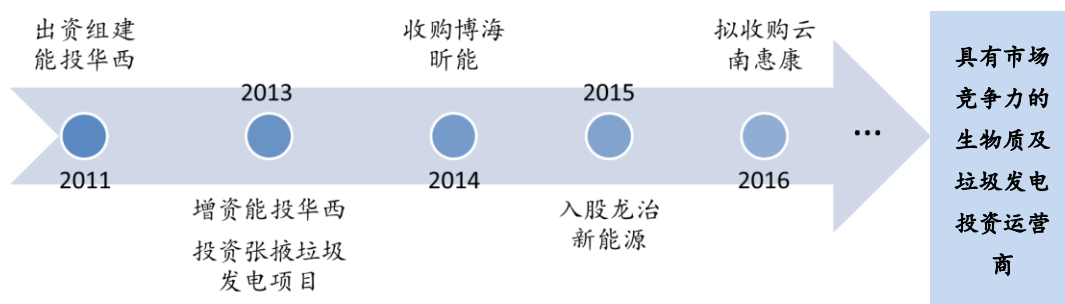
2013 年，公司组建“华西能源富顺生物质有限公司”拟投资建设自贡晨光科技园区生产基地配套供热及生物质发电工程、投资建设张掖市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目，在生物质及垃圾发电领域再获突破性进展。

2014 年，公司以现金 2.6 亿元收购、增资广东博海昕能环保有限公司（以下简称“博海昕能”）50%股权，成为其单一大股东，纳入合并报表范围。博海昕能旗下运营四川成都青白江区第二污水处理厂 BOT 项目，并中标和签订多个垃圾焚烧发电项目，一方面可为公司积累污水处理业务经验并适时切入，另一方面可进一步增强公司在垃圾发电领域的竞争实力，促进跨区域发展。

2015 年 12 月，公司增资入股黑龙江龙治新能源投资管理有限公司（以下简称“龙治公司”），持有其 25%的股权。龙治公司已开发黑龙江五常、嫩江、胜利等生物质热电联产项目，总装机容量 100MW，计划优先投资建设黑龙江五常项目，预计投运时间 2017 年 1 月。此举有助公司拓展东北地区优质的生物质热电联产市场，提高生物质发电竞争力。

2016 年 7 月，公司拟收购云南惠康再生能源开发有限公司（以下简称“云南惠康”）65%的股权，云南惠康目前已签订昭通市生活垃圾焚烧发电项目特许经营权协议，有利于公司打开云南市场，进一步完善西南区域布局。

图 5：公司生物质及垃圾发电发展历程



资料来源：公司公告、国海证券研究所

目前，公司在国内生物质及垃圾发电市场已完成东北、东南、西南、西北等区域的战略布局，旗下控股及参股的生物质与垃圾发电投资项目共 11 个（不含签约项目），日处理垃圾量约 1 万吨/日，总投资额 44.02 亿元，具备国内一流水平。预计未来 2-3 年，公司除可以获得股权利润外，还可通过建设期参与投标，获取电站工程总包及设备供应合同，成为公司另一利润增长点。以一个 800 吨/天的垃圾发电项目为例，总投资约 3 至 3.5 亿元，扣除流动资金，预计 EPC 工程总包额约 2.5 至 3 亿元，设备总包额约 5000 万元，提供工程总包服务和设备销售的净利润可在 2000-3000 万元左右。

表 3：控股及参股生物质与垃圾发电投资项目（不含签约项目）

投资主体	项目名称	投资金额 (亿元)	规模 (吨/日)	项目进度
能投华西	自贡垃圾发电项目	3.5	800	已投产
	广安垃圾发电项目	4.91	1200	已投产
	玉林垃圾发电项目	5.37	1200	已开工
	遂宁垃圾发电项目	2.8	700	已开工
华西能源	张掖垃圾发电项目	2.94	600	已开工
博海昕能	四川广元城市生活垃圾焚烧发电厂	4.9	1050	已开工
	四会环保能源热力发电厂	4.6	1050	勘察设计
	黑龙江佳木斯垃圾焚烧发电厂	6.3	1500	已开工
	郴州永兴生活垃圾焚烧发电厂	2.6	600	设计招标
云南惠康	昭通市垃圾焚烧发电项目	3.5	1200	已开工
龙治公司	五常龙治生物质发电工程	2.6	-	通过环评
合计		44.02	9900	

资料来源：公司公告、公司网站、政府网站、国海证券研究所

5.2、PPP 取得新突破，打开环保新领域

公司在四川省及自贡市具有较强的区位优势，2016 年 3 月成功中标“四川省自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目”，并于 5 月与自贡市城乡规划建设局和住房保障局以及项目合作方四川星星建设集团有限公司（以下简称“四川星星”）签订项目合同，总投资额 23.16 亿元，占公司 2015 年营业总收入的 62.61%。该项目属于自贡市东部新城的起步项目，包括新城道路及两侧海绵工程、部分拆迁安置及配套给排水、市政、绿化工程。项目特许经营期 10 年 2 个月，其中建设期 26 个月、经营养护期 8 年。公司通过与自贡市城市建设投资开发有限公司、四川星星组建自贡华西东城投资建设有限公司，参与该 PPP 项目，公司占股 89%。

该 PPP 项目建设完成并验收合格后，可获得政府付费购买服务的收益，以及 8 年间配套市政设施特许经营收益和市政道路养护费用等投资收益。根据建设规划，项目计划建设 10.01 公里“两横两纵”道路、20 公里地下综合管廊、53.8 万平方米保障性安居工程。假设四条道路在 8 年间进行两次大中修、每年进行一次预防性养护，根据中国产业信息网测算的二级公路大中修每年约 300 万元/公里、预防性养护每年 200 万/公里计算，8 年内 10 公里市政道路的养护收入超过 2 亿元；此外，地下管廊收费成为国家政策鼓励的大趋势，参照目前已试行地下综合

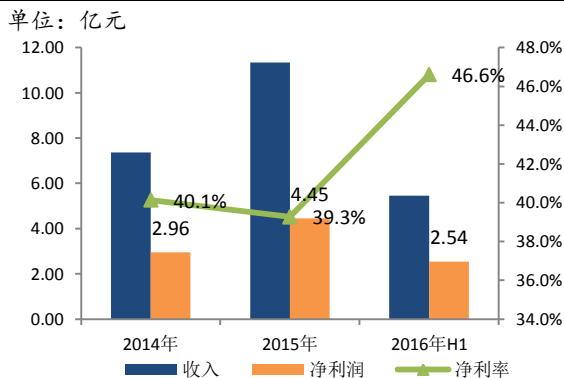
管廊收费的厦门市发布的收费标准，一公里地下管廊（包括给排水、天然气、电力等管道）一次性入廊费约 2000 万元、每年维护费用约 60 万元，8 年内地下综合管廊可带来维护收益约 5 亿元。仅道路及管廊两项工程预计投产后可为公司带来超过 7000 万元的收益。

我们认为，公司成功签订自贡市 PPP 项目合同，是布局 PPP 的开端，公司具有较强的区域优势和工程总包竞争优势，可在 PPP 项目建设中发挥积极作用，并进一步积累投资、建设及运营经验；公司在生物质发电装备、建设及投资运营方面的竞争优势和储备，也有助于公司进一步获取 PPP 项目。

6、投资金融平台，支持产融协同，盈利能力增强

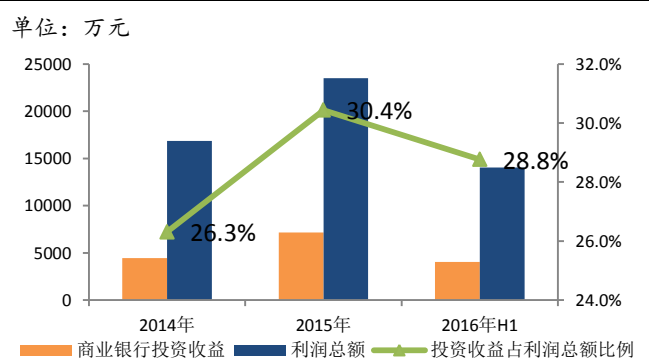
2013 年 9 月，公司以自有资金 4.94 亿元增资自贡市商业银行股份有限公司，增持后占自贡市商业银行总股本的 16.6%，成为自贡市商业银行的第一大股东。我们认为，此举有利于发挥产融协同效应，可为公司在传统锅炉业务研发生产、海外工程承包、环保业务扩张、后续外延发展等方面提供融资、信用、供应链金融等一系列支持，同时银行较高的利润率亦为公司带来可观利润，其投资收益对税前利润的贡献率超过 25%。

图 6：自贡商业银行营收及净利情



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 7：自贡商业银行投资收益占比



资料来源：公司年报、国海证券研究所

7、公司高管大额增持，显示对公司未来发展信心

2015 年 7 月 7 日，公司高管董事、常务副总裁毛继红及公司董事黄有全通过二级市场交易买入公司股票 141.02 万股，成交价格 21.25 元，总金额 2,987 万元。2015 年 7 月 10 日公司发布公告称，公司实际控制人及部分高管计划自 2015 年 7 月 11 日至 2016 年 1 月 10 日期间增持公司股票不低于 20,500 万元，且增持完成后 6 个月内不得减持。2015 年 12 月和 2016 年 1 月，相关人员已通过 7 次增持完成该计划，加权平均增持价格为 13.83 元，共增持股份 1700.5 万股，具备较高的安全边际，同时反映出实际控制人及公司高管对公司未来发展的信心。

表 4：公司实际控制人及高管增持情况

增持日期	股东姓名	股东类型	增持数量 (万股)	增持均价 (元/股)	增持金额 (万元)
2015 年 07 月 07 日	毛继红	董事/高管	94.02	21.25	1,998

	黄有全	董事/高管	47.00		999
2015年12月01日	黎仁超	实际控制人	50.30	12.36	621.82
2015年12月02日	黎仁超	实际控制人	756.54	12.57	9,506.97
2015年12月24日	黎仁超	实际控制人	356.38	13.76	4,902.54
2015年12月25日	黎仁超	实际控制人	25.56	13.88	354.89
2016年01月06日	黎仁超	实际控制人	309.56	13.88	4,298.05
2016年01月07日	黎仁超	实际控制人	16.69	13.73	229.07
2016年01月08日	罗灿	高管	44.50	13.47	599.62
合计			1700.55	13.83	23,510

资料来源：公司公告、国海证券研究所

8、盈利预测与评级

我们看好公司布局石墨烯产业，以及总包项目订单持续扩张与环保领域转型多元化战略带来的业绩贡献。不考虑本次股权收购业绩增厚的影响，我们预计公司2016-2018 EPS 分别为 0.30、0.44、0.57，对应当前股价 PE 为 45.19、30.08、23.37 倍。若股权收购成功，则 2016-2018 年备考净利润预测为 2.8、4、5 亿元，对应当前股价 PE 为 35.54、24.39、19.44 倍，维持公司“买入”评级。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3700	4319	5042	6030
增长率(%)	13%	17%	17%	20%
净利润(百万元)	198	218	328	422
增长率(%)	33%	10%	50%	29%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.44	0.57
ROE(%)	6.76%	7.19%	10.29%	12.48%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

9、风险提示

- 1) 石墨烯技术发展及产业化应用不达预期风险；
- 2) 石墨烯产量未达预期、市场需求不足风险；
- 3) 股权收购项目未获股东大会批准及厦门自贸区备案风险；
- 4) 各项目进度未达预期风险。

表 5: 华西能源盈利预测表 (暂未考虑本次股权收购对业绩的影响)

证券代码:	002630.SZ		股价:	13.37	投资评级:	买入	日期:	2016/10/25	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	7%	10%	12%	EPS	0.27	0.30	0.44	0.57
毛利率	18%	18%	18%	19%	BVPS	3.94	4.07	4.26	4.51
期间费率	11%	12%	12%	11%	估值				
销售净利率	5%	5%	7%	7%	P/E	49.73	45.19	30.08	23.37
成长能力					P/B	3.39	3.29	3.14	2.97
收入增长率	13%	17%	17%	20%	P/S	2.67	2.28	1.96	1.64
利润增长率	33%	10%	50%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.40	0.45	0.50	0.53	营业收入	3700	4319	5042	6030
应收账款周转率	1.32	1.48	1.54	1.61	营业成本	3049	3535	4112	4896
存货周转率	1.03	1.19	1.23	1.28	营业税金及附加	28	32	38	45
偿债能力					销售费用	50	58	68	81
资产负债率	68%	68%	69%	70%	管理费用	249	291	339	406
流动比	1.31	1.26	1.23	1.19	财务费用	77	131	138	142
速动比	0.70	0.69	0.63	0.60	其他费用 / (-收入)	(25)	(20)	30	30
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	222	252	377	490
现金及现金等价物	541	612	112	30	营业外净收支	13	6	11	10
应收款项	2803	2917	3267	3742	利润总额	235	258	388	500
存货净额	2972	2989	3363	3870	所得税费用	31	34	51	65
其他流动资产	120	141	164	196	净利润	204	225	337	434
流动资产合计	6437	6659	6906	7838	少数股东损益	6	6	9	12
固定资产	1130	1274	1410	1540	归属于母公司净利润	198	218	328	422
在建工程	439	539	639	739	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	98	104	107	109	经营活动现金流	(106)	(181)	(619)	(1413)
长期股权投资	916	916	916	916	净利润	204	225	337	434
资产总计	9167	9638	10124	11288	少数股东权益	6	6	9	12
短期借款	440	490	540	590	折旧摊销	52	60	67	74
应付款项	3703	3941	4130	4918	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	491	574	670	801	营运资金变动	(368)	(471)	(1033)	(1933)
其他流动负债	295	295	295	295	投资活动现金流	(396)	(243)	(236)	(229)
流动负债合计	4929	5300	5635	6604	资本支出	(471)	(243)	(236)	(229)
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193	长期投资	(324)	0	0	0
其他长期负债	109	109	109	109	其他	398	0	0	0
长期负债合计	1302	1302	1302	1302	筹资活动现金流	680	(74)	(136)	(190)
负债合计	6231	6601	6936	7906	债务融资	636	50	50	50
股本	738	738	738	738	权益融资	0	0	0	0
股东权益	2936	3037	3188	3383	其它	44	(124)	(186)	(240)
负债和股东权益总计	9167	9638	10124	11288	现金净增加额	178	(498)	(992)	(1832)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 6: 华西能源盈利预测表 (考虑本次股权收购对业绩的影响)

证券代码:	002630.SZ		股价:	13.37	投资评级:	买入	日期:	2016/10/25	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	9%	12%	15%	EPS	0.27	0.38	0.55	0.69
毛利率	18%	18%	18%	19%	BVPS	3.94	4.10	4.34	4.64
期间费率	11%	12%	12%	11%	估值				
销售净利率	5%	6%	8%	8%	P/E	49.73	35.54	24.39	19.44
成长能力					P/B	3.39	3.26	3.08	2.88
收入增长率	13%	17%	17%	20%	P/S	2.67	2.28	1.96	1.64
利润增长率	33%	40%	46%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.40	0.45	0.49	0.53	营业收入	3700	4319	5042	6030
应收账款周转率	1.32	1.48	1.54	1.61	营业成本	3049	3535	4112	4896
存货周转率	1.03	1.19	1.23	1.28	营业税金及附加	28	32	38	45
偿债能力					销售费用	50	58	68	81
资产负债率	68%	68%	68%	69%	管理费用	249	291	339	406
流动比	1.31	1.26	1.24	1.20	财务费用	77	131	137	141
速动比	0.70	0.70	0.64	0.62	其他费用 / (-收入)	(25)	50	120	130
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	222	323	468	591
现金及现金等价物	541	640	174	131	营业外净收支	13	6	11	10
应收款项	2803	2917	3267	3742	利润总额	235	329	479	601
存货净额	2972	2989	3363	3870	所得税费用	31	43	63	79
其他流动资产	120	141	164	196	净利润	204	286	416	522
流动资产合计	6437	6686	6968	7940	少数股东损益	6	8	12	14
固定资产	1130	1274	1410	1540	归属于母公司净利润	198	278	405	508
在建工程	439	539	639	739	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	98	104	107	109	经营活动现金流	(106)	(118)	(538)	(1323)
长期股权投资	916	916	916	916	净利润	204	286	416	522
资产总计	9167	9665	10187	11390	少数股东权益	6	8	12	14
短期借款	440	490	540	590	折旧摊销	52	60	67	74
应付款项	3703	3941	4130	4918	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	491	574	670	801	营运资金变动	(368)	(471)	(1033)	(1933)
其他流动负债	295	295	295	295	投资活动现金流	(396)	(243)	(236)	(229)
流动负债合计	4929	5300	5635	6604	资本支出	(471)	(243)	(236)	(229)
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193	长期投资	(324)	0	0	0
其他长期负债	109	109	109	109	其他	398	0	0	0
长期负债合计	1302	1302	1302	1302	筹资活动现金流	680	(108)	(180)	(238)
负债合计	6231	6601	6936	7906	债务融资	636	50	50	50
股本	738	738	738	738	权益融资	0	0	0	0
股东权益	2936	3064	3251	3485	其它	44	(158)	(230)	(288)
负债和股东权益总计	9167	9665	10187	11390	现金净增加额	178	(469)	(954)	(1790)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，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、客观地出具报告。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，三年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【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】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。