



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

# 做大垃圾电站总包，做实生物质能源运营平台

2014年11月07日

强烈推荐/维持

华西能源

事件点评

## ——华西能源（002630）事件点评

首席分析师：弓永峰

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

分析师：何昕

中小市值团队：弓永峰 何昕 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

### 事件：

- 1、公司发布关于《收购增资广东博海昕能环保有限公司》公告，计划出资 2.6 亿元，收购、增资博海昕能，完成后公司将持有博海昕能 50% 的股权，成为单一大股东。博海昕能主要从事垃圾焚烧发电及污水处理业务，2014 年 1-8 月，标的公司实现营业收入 3,329 万元，利润总额-146.69 万元。博海昕能中标、签订 6 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，分别包括四川省广元市垃圾发电厂、广东省四会市垃圾发电厂、黑龙江省佳木斯市垃圾发电厂等。项目合计日垃圾处理量为 7,150 吨/天，其中 60% 的项目分布在广东沿海经济发达地区，**预计全部项目建成后，总投资额将达到 33-35 亿元，每年项目运营净利润有望达到 3 亿元。**
- 2、公司与安能热电集团签订框架协议，计划出资 3 亿元与安能热电集团合资组建生物质新能源公司，华西能源将持有新公司 65% 的股权。安能热电计划对其旗下 5 家生物质发电子公司进行整合，并以 5 家子公司的股权作为出资。新能源公司未来三年净利润指标：2015-2017 年净利润分别为 4,800 万元，5,000 万元和 5,700 万元，权益利润约 3120 万元、3250 万元和 3705 万元。将对公司 2015 年业绩产生积极影响，预计 2015-2017 年保守最低增厚华西能源 EPS0.08 元、0.09 元和 0.10 元。

**主要观点：**1) 通过与博海昕能环保和安能热电公司的合作，加快开拓发达地区垃圾电站投运平台的建设和运营，为公司未来三年业绩高增长打下基础；2) 收购博海昕能确保未来 33-35 亿元 EPC 业务花落手中，为公司带来利润 3-3.5 亿元，极大增厚业绩；3) 收购完成后持有垃圾电站运营业务将突破 1.2 万吨/天，预计年运营利润约 4.8 亿元，权益后约 2.8 亿元，增厚 EPS 约 0.76 元；4) 与安能合作大踏步进军中部垃圾电站及生物质新能源领域，增厚生物质能源装备总包与运营的收入和利润；5) 传统电站锅炉业务集中在海外及三北地区，随着新兴经济体用电需求量的增长，海外总包业务可期；6) 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，打造新的增长极；7) 积极涉足融资租赁业务，为清洁能源投资业务打造支撑点，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。8) 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。随着公司垃圾电站总包和与营业务的大力推进，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 0.56 元、0.94 元和 1.08 元，对应 PE 为 39、23 倍和 20 倍，我们维持公司的“强烈推荐”评级。。

### 点评：

1. 收购博海昕能，极大拉升EPC业务与垃圾电站运营量

公司计划出资 2.6 亿元，收购、增资广东博海昕能环保有限公司，其中，收购资金 2 亿元，增资 6,000 万元。收购完成后，公司将成为博海昕能第一大股东，持有该公司 50% 的股权。目前，博海昕能业务主要集中在广东省内的垃圾焚烧发电站及污水处理领域。2014 年 1-8 月，博海昕能实现营业收入 3,329 万元。

现阶段，博海昕能中标、签订 6 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目，分别包括四川省广元市垃圾发电厂、广东省四会市垃圾发电厂、黑龙江省佳木斯市垃圾发电厂等。项目合计日垃圾处理量为 7,150 吨/天，其中 60% 的项目分布在广东沿海经济发达地区，预计全部项目建成后，总投资额将达到 33-35 亿元，每年项目运营净利润有望达到 3 亿元。

表 1. 博海昕能在手 BOT 项目情况（不完全统计）

	处理能力 (吨/日)	焚烧炉	预计投资 (亿元)	项目介绍
四川省广元市	1050	3*350 吨/日	4.9	位于盘龙镇南山村，其中，一期工程日处理生活垃圾 700 吨，二期工程日处理能力为 350 吨
广东省四会市	1050	--	4.6	位于四会市下茆镇垃圾填埋场旁，以 BOT 形式投资运营的市政环保项目
黑龙江省佳木斯市	1500	--	6.3	位于佳木斯市桦川县四马架乡，以 BOT 形式投资运营的市政环保项目

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

博海昕能在手 BOT 项目属于拟建项目，收购完成后，一方面其工程总包业务无疑将落入华西能源囊中，为公司带来 30 亿元以上的总包业务收入，极大拉升公司特种锅炉等装备的增速，为公司带来总包利润约 3-3.5 亿元，带动公司未来 3 年业绩大幅提升。另外一方面，项目全部建成后，公司持有垃圾电站运营业务将突破 1.2 万吨/天（博海昕能约 7000 吨/天），保守预计未来达产后年运营利润约 4.8 亿元，权益后约 2.8 亿元，增厚 EPS 约 0.76 元。

## 2. 携手安能集团大踏步进军生物质能源业务

湖北安能热电成立于 2001 年，旗下 5 家生物质发电公司，资产总计 17.38 亿元，已建成生物质电厂合计装机容量 15 万千瓦，年利润超 1 亿元。安能热电在生物质发电领域已有多年的发展经验，是目前国内唯一能做到大规模生物质热电联产的企业，借助合作契机，华西能源可积极进入生物质发电领域，提升运营水平且反馈间接促进生物质发电领域的技术水平和竞争实力，实现 1+1>2 的目的。

未来合作的新公司所有项目投资的设备供货、工程建设将由华西能源负责承接、实施，这一方面将极大的拉升公司生物质能源装备及其总包业务的发展，提升公司盈利能力；另一方面，也可以可降低设备及工程成本，提高公司运营的盈利能力，打开生物质能源装备和运营的新的盈利增长点。

## 3. 开辟中部垃圾电站主战场

公司与安能热电集团签订框架协议，合资组建生物质新能源公司，华西能源将持有该公司 65% 的股权，安能

集团以旗下 5 家生物质发电公司的股权持有 35% 的股权，主要从事生物质发电及热电联产等业务。

新能源公司建成后，将极大有利于华西能源在湖北生物质能源和垃圾发电业务的扩展。目前，湖北省内对于生活垃圾处理方式仍以填埋为主，以武汉为例周边投产运营的四个垃圾填埋场设计能力为 2,400 吨/日，而目前实际处理量接近 5,000 吨/日，处于超负荷工作状态。为缓解省内垃圾处理压力，湖北省已先后在武汉、襄阳、荆州、孝感以及黄石等地积极规划建设垃圾焚烧发电站，预计未来 3-5 年内将是湖北省垃圾发电业务高速发展的阶段，**此时与安能合作布局湖北无异于在中部地区拿下一块蛋糕，有望短平快地带动公司垃圾焚烧电站业务快速发展。**

**安能热电集团承诺，新能源公司未来三年净利润指标。预计 2015-2017 年净利润分别为 4,800 万元，5,000 万元和 5,700 万元。按华西能源现有股本及新能源公司持股比例计算可增厚公司每股盈利 0.08 元、0.09 元和 0.10 元。**

若新能源公司到期未能达到业绩承诺净利润，安能热电将以现金形式向新能源公司补足年度相应的净利润差额。如新能源公司达到业绩承诺，安能热电有以新能源公司组建时华西能源持有股权的价格向新能源公司进行现金增资的权利，最高持股比例可增加至总股本的 40%；同时，达到业绩承诺后，安能热电也有权要求华西能源收购其所持有新能源公司的全部股份，收购价格比低于 10 倍 PE。

#### 4. 传统锅炉装备业务平稳发展

与公司新业务相比，传统锅炉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) 在海外市场中，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。

#### 5. 四川垃圾电站业务进入结算期

随着公司自贡项目的成功，进入 2014 年后公司四川省内在建垃圾电站 BOT 项目开始进入收获期，预计年内有不少于 3 个垃圾电站将建成并投入运营，从公司前期自贡项目经验来看，公司在垃圾电站方面的技术水平已经达到国内领先，预计全年有望公司垃圾电站工程承包收入有望达到 8-10 亿元。

## 6. 控股自贡商业银行是公司成就其新业务发展的重大战略

随着各项业务的发展, 未来公司需要足够的资金支撑各版块业务的持续推进。通过收购自贡商业银行, 公司进一步增强了自身的融资能力, 拓宽了融资渠道, 正在向产、投、融一体化的新型企业发展模式转变。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, 将持续积极开拓与节能环保、清洁能源有关的新业务。

### 盈利预测:

预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.56 元、0.94 元和 1.08 元, 对应 PE 为 39、23 倍和 20 倍, 我们维持公司的“强烈推荐”评级。

### 投资建议:

投资亮点: 1) 通过与博海昕能环保和安能热电公司的合作, 加快开拓发达地区垃圾电站投运平台的建设和运营, 为公司未来三年业绩高增长打下基础; 2) 收购博海昕能确保未来 33-35 亿元 EPC 业务花落手中, 为公司带来利润 3-3.5 亿元, 极大增厚业绩; 3) 收购完成后持有垃圾电站运营业务将突破 1.2 万吨/天, 预计年运营利润约 4.8 亿元, 权益后约 2.8 亿元, 增厚 EPS 约 0.76 元; 4) 与安能合作大踏步进军中部垃圾电站及生物质新能源领域, 增厚生物质能源装备总包与运营的收入和利润; 5) 传统电站锅炉业务集中在海外及三北地区, 随着新兴经济体用电需求量的增长, 海外总包业务可期; 6) 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, 打造新的增长极; 7) 积极涉足融资租赁业务, 为清洁能源投资业务打造支撑点, 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。8) 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。随着公司垃圾电站总包和与营业务的大力推进, 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 0.56 元、0.94 元和 1.08 元, 对应 PE 为 39、23 倍和 20 倍, 我们维持公司的“强烈推荐”评级。

### 投资风险:

1. 海外新项目订单获取低于预期
2. 公司垃圾电站建设投运速度低于预期

### 盈利预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
----	-------	-------	-------	-------	-------

主营收入 (百万元)	2,449.24	3,136.97	2,971.50	4,935.45	5,816.00
主营收入增长率	28.22%	28.08%	-5.27%	66.09%	17.84%
EBITDA (百万元)	172.02	245.32	419.53	614.00	660.01
EBITDA 增长率	9.72%	42.61%	71.01%	46.35%	7.49%
净利润 (百万元)	103.46	131.42	207.79	346.92	397.74
净利润增长率	0.98%	27.03%	58.11%	66.95%	14.65%
ROE	6.29%	7.45%	17.74%	23.39%	21.60%
EPS (元)	0.620	0.787	0.563	0.940	1.078
P/E	35.51	27.95	39.07	23.40	20.41
P/B	2.23	2.08	6.93	5.47	4.41
EV/EBITDA	20.95	17.38	19.75	13.55	12.01

资料来源: 东兴证券研究所

## 主要盈利预测数据

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	3398	4039	4712	<b>营业收入</b>	2449	3137	2972	4935	5816
货币资金	1168	403	1189	494	582	<b>营业成本</b>	1958	2551	2383	3997	4752
应收账款	1136	1526	570	947	1115	营业税金及附加	20	13	30	49	58
其他应收款	60	60	57	94	111	营业费用	77	64	59	99	116
预付款项	279	178	154	114	66	管理费用	201	242	238	395	465
存货	1156	1327	1103	1851	2200	财务费用	45	85	37	46	23
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	46.11	49.31	3.60	3.60	3.60
<b>非流动资产合计</b>	1074	1606	1166	1311	1363	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	75	75	75	投资净收益	-0.71	-5.65	25.00	70.00	80.00
固定资产	490.64	846.48	940.08	925.16	901.91	<b>营业利润</b>	101	127	246	416	478
无形资产	64	98	88	#REF!	68	营业外收入	17.93	24.62	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	494	0	0	0	营业外支出	0.27	2.56	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	4982	5224	4564	5350	6075	<b>利润总额</b>	119	150	253	423	485
<b>流动负债合计</b>	2628	2763	3294	3672	3857	所得税	16	18	46	76	87
短期借款	420	313	1318	656	349	<b>净利润</b>	103	131	208	347	398
应付账款	1105	1343	614	1029	1224	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	584	437	440	445	451	归属母公司净利润	103	131	208	347	398
一年内到期的非流动负债	0	40	0	0	0	EBITDA	172	245	420	614	660
<b>非流动负债合计</b>	708	697	61	61	61	RPS (元)	0.62	0.79	0.56	0.94	1.08
长期借款	80	40	40	40	40	<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	3355	3732	3918	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	1	1	1	1	营业收入增长	28.22%	28.08%	-5.27%	66.09%	17.84%
实收资本 (或股本)	167	167	369	369	369	营业利润增长	-8.31%	25.77%	92.92%	69.00%	14.91%
资本公积	979	980	0	0	0	归属于母公司净利润增长	58.11%	66.95%	58.11%	66.95%	14.65%
未分配利润	442	543	710	987	1305	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1646	1764	1171	1483	1841	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权益</b>	4982	5224	4527	5216	5760	净利率 (%)	4.22%	4.19%	6.99%	7.03%	6.84%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	2.08%	2.52%	4.55%	6.48%	6.55%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	6.29%	7.45%	17.74%	23.39%	21.60%
<b>经营活动现金流</b>	-126	-1	977	182	411	<b>偿债能力</b>					
净利润	103	131	208	347	398	资产负债率 (%)	67%	66%	74%	72%	-
折旧摊销	25.42	33.16	0.00	152.04	159.63	流动比率	1.49	1.31	1.03	1.10	1.22
财务费用	45	85	37	46	23	速动比率	1.05	0.83	0.70	0.60	0.65
应收账款减少	0	0	956	-377	-169	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	3	5	6	总资产周转率	0.59	0.70	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
<b>投资活动现金流</b>	-295	-555	318	-134	46	应收账款周转率	83	102	35	33	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	29.48	40.13	39.68	55.15	46.66
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	-1	-6	25	70	80	每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.79	0.56	0.94	1.08
<b>筹资活动现金流</b>	631	-193	-509	-744	-369	每股净现金流 (最新摊薄)	1.25	-4.49	2.13	-1.88	0.24
应付债券增加	0	0	-600	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	9.86	10.56	3.17	4.02	4.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-923	-923	-721	-721	-721	P/E	35.51	27.95	39.07	23.40	20.41
资本公积增加	-463	-483	-1474	0	0	P/B	2.23	2.08	6.93	5.47	4.41
<b>现金净增加额</b>	209	-749	786	-695	88	EV/EBITDA	20.95	17.38	19.75	13.55	12.01

资料来源: 东兴证券研究所

## 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。

### 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。

### 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。

### 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。

### 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。

### 孙玉姝

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。

### 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，我公司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。