

分析师：
汪洋
021-38565599
S0190512070002

增持 (维持)

华西能源 (002630)

研究助理：
王文灿
021-38565430
孟维维
021-38565952

公告海外工程大单，“一带一路”受益标的

2015年1月28日

投资要点：

事件：

27日晚间，华西能源公告中标西非 1000t/h 热力供汽 EPC 工程总包项目，项目总金额 1.63 亿欧元(折合 11.27 亿元)，占公司 13 年营收的 36%，预计工期为 2 年。

点评：

公司海外工程/设备营收占比高，“一带一路”受益标的。公司 13 年海外收入 14 亿元，占比近 45%，基于高效煤粉/特种锅炉技术优越性，海外设备/工程类业务一直是公司收入的重要来源。我们认为此次 11 亿订单充分说明公司海外很强的拿单实力，借助“一带一路”暖风，公司设备和工程输出有望实现跨越增长。

表 1、华西能源国内外收入来源

报告期	2012	2013	2012H	2013H	2014H
中国大陆					
收入	17.52	17.05	8.24	6.87	14.12
毛利率(%)	20.0%	18.3%	19.0%	17.7%	18.5%
国外					
收入	6.82	14.26	3.84	8.05	2.02
毛利率(%)	19.3%	19.1%	19.8%	19.6%	21.8%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

设备—工程—运营，三位一体全产业链布局。我们认为 14 年是公司在产业布局上非常精彩的一年。14 年 3 月份定增募集 8.5 亿元，11 月 2.6 亿元收购博海昕能 50% 股权，一举获得 7150t/d 垃圾焚烧项目订单，叠加自身订单，华西一跃成为具有 1.55 万吨/d 的垃圾焚烧企业；另外公司 11 月份与湖北安能热电合作，控股 5 个生物质发电厂，进军生物质发电领域。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，此次注入合资公司的 5 家生物质电厂总装机规模为 150MW。合资公司 2015-17 年承诺净利润为 4800 万、5000 万、5700 万元，将对公司 15 年后业绩带来相应增量。我们强调，与安能集团的合作需引起投资者重视：

- 1) 与地方龙头公司成立合资子公司，使得华西能源能够快速切入区域性市场，是资金和项目来源的有效结合，是可持续拓展的一种盈利模式；

2) 安能集团目前在湖北有 8 家生物质发电项目，未来在两汉区域与华西能源仍有较大合作空间，我们认为此次和安能集团的合作只是开始。

我们认为：公司基于设备制造传统主业，逐渐向工程总包、垃圾焚烧和生物质发电运营拓展，三位一体全产业链布局，整体思路清晰，而华西能源在设备（锅炉）生产、系统集成上具有产业链优势，相较于其他垃圾焚烧厂商（处于 EPC 阶段）的总体盈利水平将更高。

表 2、华西能源垃圾发电项目统计

特许经营项目	乙方	投资额（亿元）	处理量（t/d）
自贡垃圾发电项目	华西能投	3.5	1200
广安垃圾发电项目	华西能投	4.91	1200
射洪垃圾发电项目	华西能投	2.8	700
玉林垃圾发电项目	华西能投	4.3	800
张掖垃圾发电项目	华西能源	3.3	500
合计		18.81	4400

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3、博海昕能部分垃圾焚烧项目情况

项目	日处理能力（t/d）	项目类型	投资总额（亿元）
四川广元城市生活垃圾焚烧发电厂	1050	BOT	4.9
广东四会垃圾焚烧发电厂	1050	BOT	4.6
黑龙江佳木斯垃圾焚烧发电厂	1500	BOT	6.3

资料来源：公司网站，兴业证券研究所整理

表 4、湖北安能生物质发电项目统计

项目	总装机（MW）	总投资额（亿元）
安能（钟祥）生物质发电项目	2*15	3.2
安能（屈家岭）生物质发电项目	1*25	2.8
安能（宜昌）生物质热电项目	2*15	3
安能（枣阳）生物质发电项目	1*30	2.7
安能（大悟）生物质发电项目	1*30	3
安能（仙桃）生物质发电项目	2*15	2.9
安能（老河口）生物质发电项目	2*15	3.2
安能（襄州）生物质发电项目	2*12	2.5
总计	229	23.3

资料来源：整理网络资料，兴业证券研究所

定增募集资金完成，将为垃圾发电项目蓄力。2014 年 3 月，公司公告非公开增发完成，22.91 元/股增发 3800 万股，募集资金约 8.7 亿元（实际募资 8.47 亿元），募集资金投向为余热利用锅炉产业化、组建华西能源工程有限公司和张掖垃圾焚烧发电项目。其中第一个项目为燃气轮机联合循环余热锅炉和钢铁余热利用锅炉，具备有一定的市场前景；后面两个项目均与垃圾焚烧相关，组建工程公司有利于获得总包合同和建设期收入确认。我们认为垃圾焚烧项目建设期垫资使得资金需求较大，公司定增募集资金完成将缓解资金压力，为后续垃圾焚烧发电项目建设蓄力。

投资建议：维持公司增持评级。投资建议：上调 15 年盈利预测，14、15 年 EPS 为 0.42、1.08 元，对应 PE 为 43、17 倍。我们认为明年 EPC 项目将会加速执行，安能生物质贡献业绩开始逐步显现，明年业绩翻倍以

上高增长。基于此，我们强烈推荐投资者关注！

风险提示：项目进度低于预期

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;

减持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍

021-38565916

dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们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。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。