

研究所

证券分析师：张晓霞 S0350510120004  
0755-83716754 zhangxx@ghzq.com.cn

联系人：

谭倩 0755-83711632 tanq@ghzq.com.cn  
何魏伟 0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

## 锅炉业务稳定发展，静待垃圾发电贡献业绩

### ——华西能源（002630）中报点评

#### 事件：

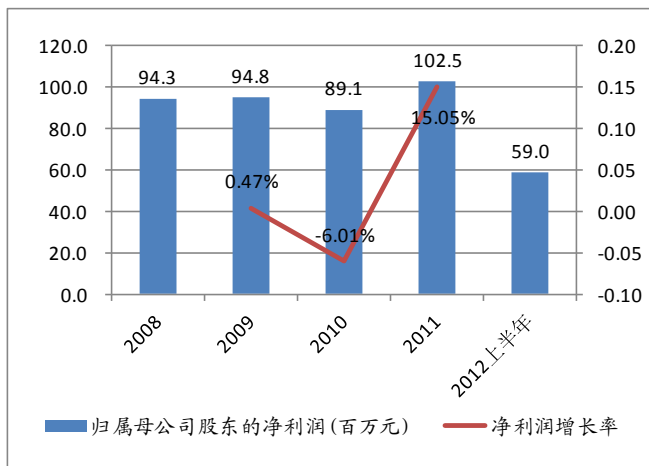
8月20日，华西能源发布2012年中报，上半年营业收入12.11亿元，同比增长35.14%，归属上市公司股东净利润5900万元，同比增长5.04%，公司上半年业绩符合预期。公司预计1-9月净利润约7,703.46万元~10,271.28万元，变动幅度-10%~20%

#### 点评：

##### 1、锅炉业务稳定发展，总包项目的市场突破带动收入增长

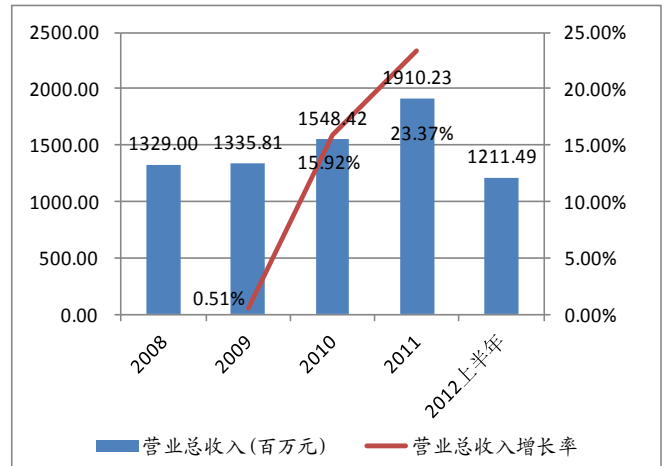
2012年上半年，公司实现营业收入121,148.85万元，同比增长35.14%；实现营业利润6627.81万元，同比增长8.11%；归属于母公司所有者的净利润5900.71万元，比去年同期增长283.02万元，增长幅度5.04%。上半年业绩符合预期。

图 1、2012 年中报收入（百万元）



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2、2012 年中报净利润（百万元）



资料来源：wind、国海证券研究所

公司上半年收入大幅增长35.14%的主要原因是公司承接制造的目前全球最大规模等级的5710tds/d黑液锅炉---安德里茨乌拉圭项目提前完工，总包项目取得突破，实现营业收入14,895.09万元。同时，煤粉锅炉、特种锅炉、锅炉配套产品的销售收入也分别增长13.03%、19.72%、391.2%。公司传统锅炉业务实现平稳增长。

## 2、毛利率下滑，期间费用管理能力提升

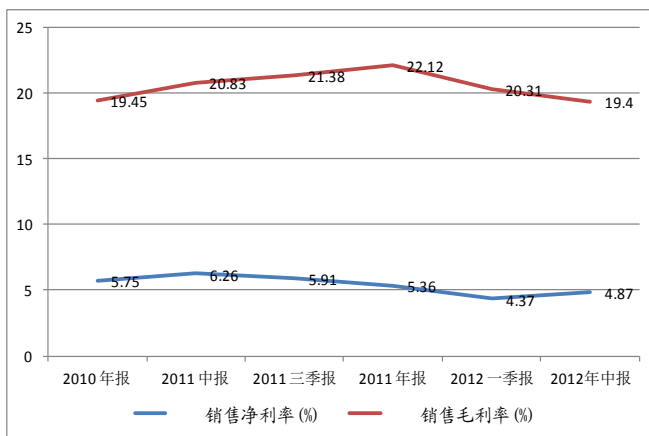
上半年公司综合毛利率为 19.4%，因为国内外经济形势恶化，竞争激烈，公司毛利润出现下滑，较 2011 年中期下滑 1.43 个百分点。分产品来看，除煤粉锅炉毛利率较去年同期上升 1.02 个百分点以外，其他产品毛利润率均有下滑。

表 1、分产品毛利润率

毛利润率	2010 年报	2011 中报	2011 年报	2012 中报
煤粉锅炉(%)	19.65	20.13	22.06	21.15
特种锅炉(%)	19.7	20.92	21.86	14.89
锅炉配套产品(%)	18.46	50.34	22.83	22.08

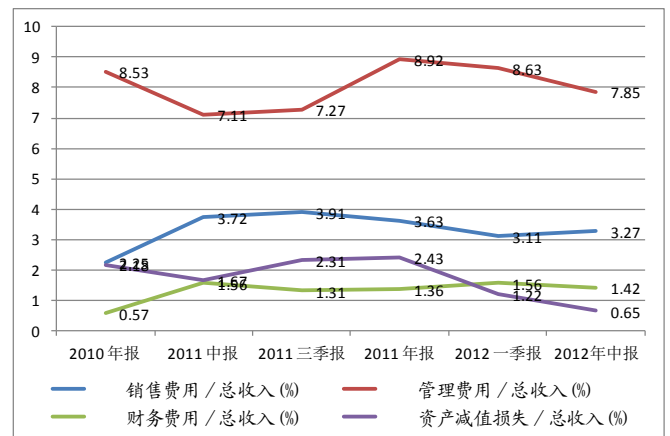
资料来源：wind、国海证券研究所

图 3、毛利润率和净利润率情况



资料来源：wind、国海证券研究所

图 4、期间费用率情况



资料来源：wind、国海证券研究所

但可喜的是，公司通过苦练内功，优化管理模式，上半年管理费用率、销售费用率都有一定程度的下降。期间费用率下降，降低了经济形势和行业景气度对公司业绩的影响，2012 年上半年公司净利润率为 4.87%，同比下滑幅度小于毛利率下滑幅度，同时环比较 2012 年一季度有所提升。

## 3、静待垃圾发电贡献业绩

公司于 2011 年 11 月成功上市，利用募集资金 1.65 亿建设垃圾炉排研发制造基地建设项目，同时公司于 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%。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生物质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。预计能投华西有望在“十二五”内获得省内多个垃圾发电投资和运营项目，华西能源也有望成为垃圾锅炉和工程建造的供应商，享受“十二五”垃圾发电的高投资。看好华西能源的垃圾发电业务，静待项目推进，贡献业绩。

#### 4、盈利预测与投资评级

假设公司传统锅炉维持稳定发展，自贡市垃圾发电项目下半年正式启动，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元、1.06 元。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升，给予“买入”评级。

表 2: 2012-2014 年盈利预测

证券代码: 002630.sz		股票价格: 15.52		投资评级: 买入		日期: 2012/8/17			
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	7%	7%	9%	9%	EPS	0.61	0.68	0.89	1.06
毛利率	22%	19%	19%	18%	BVPS	9.32	9.80	10.43	11.16
期间费率	14%	13%	13%	12%	<b>估值</b>				
销售净利率	5%	5%	5%	5%	P/E	25.30	22.66	17.47	14.69
<b>成长能力</b>					P/B	1.66	1.58	1.49	1.39
收入增长率	23%	29%	18%	14%	P/S	1.36	1.05	0.89	0.79
利润增长率	15%	12%	30%	19%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
总资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.59	营业收入	1910	2457	2897	3301
应收账款周转率	1.81	1.65	1.67	1.70	营业成本	1488	1994	2356	2692
存货周转率	1.51	1.25	1.39	1.45	营业税金及附加	4	5	6	7
<b>偿债能力</b>					销售费用	69	86	96	106
资产负债率	61%	65%	66%	66%	管理费用	170	204	232	257
流动比	1.41	1.42	1.36	1.37	财务费用	26	33	34	33
速动比	0.98	0.81	0.79	0.80	其他费用/(-收入)	(43)	0	1	1
					<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>135</b>	<b>175</b>	<b>208</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业外净收支	8	0	0	0
现金及现金等价物	1009	409	393	423	<b>利润总额</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>175</b>	<b>208</b>
应收款项	1053	1489	1731	1946	所得税费用	16	20	26	31
存货净额	987	1601	1697	1865	<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>114</b>	<b>148</b>	<b>176</b>
其他流动资产	215	227	238	272	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>流动资产合计</b>	<b>3264</b>	<b>3725</b>	<b>4060</b>	<b>4506</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>114</b>	<b>148</b>	<b>176</b>
固定资产	437	543	709	805					
在建工程	176	227	167	(0)	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
无形资产及其他	74	74	66	59	<b>经营活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(1390)</b>	<b>(498)</b>	<b>(466)</b>
长期股权投资	40	74	104	164	净利润	102	114	148	176
<b>资产总计</b>	<b>4018</b>	<b>4671</b>	<b>5134</b>	<b>5561</b>	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	264	84	84	84	折旧摊销	20	51	62	77
应付款项	1147	1760	1885	1932	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	757	637	870	1127	营运资金变动	(153)	(1555)	(708)	(720)
其他流动负债	148	148	148	148	<b>投资活动现金流</b>	<b>(205)</b>	<b>(191)</b>	<b>(135)</b>	<b>11</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2316</b>	<b>2629</b>	<b>2987</b>	<b>3291</b>	资本支出	(239)	(158)	(105)	71
长期借款及应付债券	120	380	380	380	长期投资	(11)	(34)	(30)	(60)
其他长期负债	25	25	25	25	其他	46	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>145</b>	<b>405</b>	<b>405</b>	<b>405</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(365)</b>	<b>46</b>	<b>(45)</b>	<b>(53)</b>
<b>负债合计</b>	<b>2461</b>	<b>3034</b>	<b>3392</b>	<b>3696</b>	债务融资	60	80	0	0
股本	167	167	167	167	权益融资	664	0	0	0
股东权益	1558	1638	1742	1865	其它	(1089)	(34)	(45)	(53)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4018</b>	<b>4672</b>	<b>5134</b>	<b>5561</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(600)</b>	<b>(1535)</b>	<b>(678)</b>	<b>(508)</b>

资料来源: 国海证券研究所

## 5、风险提示

传统锅炉业务受国内外经济形势影响出现延迟提货或者订单取消等风险；

传统锅炉业务受行业景气度影响出现利润率下滑的风险；

垃圾发电业务工程进度低于预期的风险。

### 【电力设备与新能源小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

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。

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。

## 【分析师承诺】

张晓霞，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%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn