

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

0755-83711632 tanq@ghzq.com.cn

联系人：

谭倩 0755-83711632 tanq@ghzq.com.cn

何魏伟 0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

2012年业绩基本符合预期，看好2013年垃圾发电对公司业绩和估值的双重提升

——华西能源（002630）业绩快报点评

事件：

华西能源公布2012年业绩快报，2012年公司实现营业收入247,394.62万元，较上年同期增长29.51%；归属于上市公司股东的净利润10,419.63万元，较上年同期增长1.69%。

主要观点：

- 2012年业绩基本符合预期，垃圾发电项目将在2013年产生贡献。**业绩主要差异来自分析师预计公司第一个垃圾发电项目自贡项目的部分工程总承包利润将计入2012年，按照公司业绩快报中的财务指标推算，2012年公司仍仅确认了传统锅炉业务的收入和利润。自贡垃圾发电项目将在2013年6月建成发电，预计其工程总承包的主要收入和利润将在2013年确认。
- 2012年利润率下滑主要受个别产品改造费用增加影响，预计2013年锅炉利润率将有所回升。**公司2012年收入增长29.51%，高于净利润增长的主要原因是公司新接大量新疆等地区的自备电厂订单，同时执行两大印度合同，在收入方面实现了较快增长，但由于公司个别锅炉产品项目改造费用增加，利润率下降，公司净利润增长较少。产品改造费增加是特殊现象，预计2013年锅炉利润率将有所回升。
- 公司打造“锅炉制造+垃圾发电”两大支柱业务** 华西能源是我国二梯队锅炉龙头企业，专业生产煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉。2011年底公司与四川省能源投资集团合资设立能投华西公司，立足四川，辐射全国，强势介入垃圾电站运营业务，力争成为全国固废处理龙头企业。公司未来的发展战略为稳定发展锅炉制造业务，大力发展垃圾发电业务。
- 享四川省内资源优势，“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推业绩增长** 十二五垃圾发电步入高投资阶段，预计四川省内将有15-20个以上城市将逐步启动垃圾发电项目。华西能源以合资公司能投华西为平台，在四川省内投建垃圾发电站，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，预计能投华西有望在“十二五”内获得省内10个以上垃圾发电站投资和运营项目。同时，华西能源将参与招标，力争为合资公司提供垃圾锅炉和EPC工程总承包。看好华西能源在四川省内的垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总承包+电厂运营”的商业模式，垃圾发电环保业务有望在未来三年力推公司业绩增长。
- 垃圾发电项目进展迅猛，公司迎来业绩和估值双重提升** 我们自2012年7月开始推荐华西能源，在市场上首度提出华西能源涉足垃圾发电业务。在过去的半年内，在能投集团的大力推动和华西能源过硬的执行能力下，公司拿下省内外多个项目，垃圾发电项目进展迅猛。其中，自贡项目于2012年9月签订EPC合同正式开工，截止目前已完成大部分建设进度，预计3月后进入设备安装阶段，力保6月30日第一台机组发电

投运。广安项目于 2012 年 9 月拿下 BOT 特许经营商务合同，其他省内外项目也相继拿下 BOT 商务合同或框架协议。公司正迎来垃圾发电业务对业绩和估值的双重提升。

6、**盈利预测与评级** 预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 1.03 元、1.39 元，对应 PE 分别为 22.4 倍、16.7 倍。看好垃圾发电业务对公司业绩和估值的双重提升，维持“买入”评级。

7、**风险提示** 垃圾发电项目进度风险、传统锅炉业务受宏观经济形势影响出现下滑的风险

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1910	2473	3069	3812
增长率(%)	23%	29%	24%	24%
净利润（百万元）	102	104	173	233
增长率(%)	15%	1%	66%	35%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.62	1.03	1.39
ROE(%)	6.58%	6.36%	9.86%	12.15%

盈利预测表

证券代码: 002630.sz		股票价格: 23.19		投资评级: 买入		日期: 2013/2/28			
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	6%	10%	12%	EPS	0.61	0.62	1.03	1.39
毛利率	22%	17%	19%	19%	BVPS	9.32	9.76	10.48	11.46
期间费率	14%	14%	13%	12%	估值				
销售净利率	5%	4%	6%	6%	P/E	37.80	37.32	22.43	16.65
成长能力					P/B	2.49	2.38	2.21	2.02
收入增长率	23%	29%	24%	24%	P/S	2.03	1.57	1.26	1.02
利润增长率	15%	1%	66%	35%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.48	0.50	0.54	0.59	营业收入	1910	2473	3069	3812
应收账款周转率	1.81	1.91	1.91	1.91	营业成本	1488	2040	2482	3086
存货周转率	1.51	1.57	1.64	1.64	营业税金及附加	4	5	6	8
偿债能力					销售费用	69	89	101	122
资产负债率	61%	67%	69%	71%	管理费用	170	210	239	294
流动比	1.41	1.52	1.28	1.25	财务费用	26	37	41	42
速动比	0.98	1.02	0.81	0.76	其他费用/(-收入)	(43)	0	1	8
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	111	92	200	270
现金及现金等价物	1009	1140	714	588	营业外净收支	8	25	0	0
应收款项	1053	1295	1607	1997	利润总额	119	117	200	270
存货净额	987	1301	1515	1884	所得税费用	16	13	28	37
其他流动资产	215	228	253	314	净利润	102	104	173	233
流动资产合计	3264	3965	4089	4782	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	437	603	923	1130	归属于母公司净利润	102	104	173	233
在建工程	176	227	367	247	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	74	74	66	59	经营活动现金流	(30)	130	275	164
长期股权投资	40	80	209	251	净利润	102	104	173	233
资产总计	4018	4976	5682	6498	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	264	4	4	4	折旧摊销	20	51	68	99
应付款项	1147	1604	1986	2384	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	757	844	1048	1302	营运资金变动	(153)	(25)	35	(167)
其他流动负债	148	148	148	148	投资活动现金流	(205)	(257)	(589)	(130)
流动负债合计	2316	2601	3186	3838	资本支出	(239)	(218)	(459)	(88)
长期借款及应付债券	120	720	720	720	长期投资	(11)	(39)	(129)	(42)
其他长期负债	25	25	25	25	其他	46	0	0	0
长期负债合计	145	745	745	745	筹资活动现金流	366	309	(52)	(70)
负债合计	2461	3346	3931	4583	债务融资	60	340	0	0
股本	167	167	167	167	权益融资	664	0	0	0
股东权益	1558	1631	1751	1914	其它	(358)	(31)	(52)	(70)
负债和股东权益总计	4018	4976	5683	6497	现金净增加额	131	182	(365)	(35)

资料来源: 国海证券研究所

【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，电力设备新能源小组组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、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】

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】

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%。

国海证券机构销售部人员联系方式

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
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宇	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn

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
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

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
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn