

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

蛰伏 2012，腾飞 2013

——华西能源（002630）年报点评

事件：

华西能源公布 2012 年年报，2012 年公司实现营业总收入 2,449,243,146.83 元，比去年同期增长 28.22%；归属于母公司所有者的净利润 103,459,141.03 元，比去年同期增长 0.98%，基本每股收益 0.62 元。分红方案：10 派 1 元。

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，年报披露 2012 年公司仍仅确认了自贡项目的设备总收入。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。
- 改造费用下降，特种锅炉利润率有望逐步回升。**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个别特种锅炉产品改造费用增加，毛利率下降。2011 年底、2012 年中、2012 年底，公司特种锅炉毛利率分别为 21.86%、14.89%、17.21%。产品改造费增加是特殊现象，其对公司业绩的影响主要体现在 2012 年前三季度，自 2012 年四季度起特种锅炉的利润率已经逐步回升，预计 2013 年特种锅炉利润率将继续提升。
- 新增订单有望在 2013 年大幅提升。**受国际金融危机的影响，公司出口海外新增订单在 2012 年下滑，2012 年全年新签订生效订单合同总金额 23.60 亿元。出口订单下滑主要指几个在谈的印度项目没能在 2012 年落实签订，但目前仍在紧密洽谈之中。随着经济形势好转以及公司积极协调银行提供买方信贷等方式，新增订单有望在 2013 年实现突破，预计达到 40 亿元。2013 年公司计划达到销售收入 30 亿元。
- 着力推广黑液碱回收炉、垃圾发电炉、生物质炉等新能源、节能环保型设备。**公司与安德里茨合作进一步加深，碱炉产品在国际工程分包市场得到认可。公司承接制造的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，并受到用户的肯定和赞赏。公司在新能源市场的开发及拓展能力进一步提高，公司承接制造目前已建成的国内最大规模等级（4x750T/D）的城市垃圾焚烧发电清洁能源项目在深圳宝安成功运营，进一步增强了公司在固废处理领域的竞争实力。在生物质发电市场，公司拥有多年的生物质发电设计制造经验，从国内第一台出口马来西亚的 35t/h 烧棕榈壳的锅炉，到出口到巴西 260t/h 蔗渣锅炉和泰国 300t/h 的生物质燃料锅炉，以及中电洪泽生物质发电。
- 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。

- 6、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。
- 7、盈利预测与评级** 预计公司2013-2015年EPS分别为1.03元、1.39元、1.78元,对应PE分别为21倍、16倍、12倍。看好垃圾发电和其他新能源、节能环保业务对公司业绩和估值的双重提升,维持“买入”评级。
- 8、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 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 2449 | 3071 | 3857 | 4812 |
| 增长率(%) | 28% | 25% | 26% | 25% |
| 净利润(百万元) | 103 | 172 | 232 | 297 |
| 增长率(%) | 1% | 66% | 35% | 28% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.62 | 1.03 | 1.39 | 1.78 |
| ROE(%) | 6.28% | 9.74% | 12.03% | 13.89% |

盈利预测表

| 证券代码: | | 002630.sz | | 股票价格: | | 22.09 | | 投资评级: | | 买入 | | 日期: | | 2013/3/12 | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----|--|-----|--|-----------|--|
| 财务指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 每股指标与估值 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | | | |
| ROE | 6% | 10% | 12% | 14% | EPS | 0.62 | 1.03 | 1.39 | 1.78 | | | | | | |
| 毛利率 | 20% | 21% | 21% | 21% | BVPS | 9.86 | 10.58 | 11.55 | 12.80 | | | | | | |
| 期间费率 | 14% | 14% | 14% | 14% | 估值 | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 4% | 6% | 6% | 6% | P/E | 35.66 | 21.43 | 15.89 | 12.43 | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 2.24 | 2.09 | 1.91 | 1.73 | | | | | | |
| 收入增长率 | 28% | 25% | 26% | 25% | P/S | 1.51 | 1.20 | 0.96 | 0.77 | | | | | | |
| 利润增长率 | 1% | 66% | 35% | 28% | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.52 | 0.58 | 0.64 | 营业收入 | 2449 | 3071 | 3857 | 4812 | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.88 | 1.98 | 2.09 | 2.09 | 营业成本 | 1958 | 2430 | 3050 | 3825 | | | | | | |
| 存货周转率 | 1.69 | 1.82 | 1.92 | 2.02 | 营业税金及附加 | 20 | 25 | 32 | 40 | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 77 | 92 | 116 | 144 | | | | | | |
| 资产负债率 | 67% | 70% | 71% | 72% | 管理费用 | 201 | 246 | 309 | 385 | | | | | | |
| 流动比 | 1.49 | 1.63 | 1.39 | 1.35 | 财务费用 | 45 | 81 | 85 | 85 | | | | | | |
| 速动比 | 1.05 | 1.14 | 0.92 | 0.88 | 其他费用/(-收入) | (47) | 1 | 1 | 8 | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 营业利润 | 101 | 198 | 267 | 341 | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 1168 | 1349 | 951 | 907 | 营业外净收支 | 18 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 应收款项 | 1305 | 1552 | 1843 | 2300 | 利润总额 | 119 | 198 | 267 | 341 | | | | | | |
| 存货净额 | 1156 | 1349 | 1608 | 1911 | 所得税费用 | 16 | 26 | 35 | 44 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 280 | 289 | 325 | 405 | 净利润 | 103 | 172 | 232 | 297 | | | | | | |
| 流动资产合计 | 3908 | 4539 | 4728 | 5524 | 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 固定资产 | 491 | 652 | 966 | 1170 | 归属于母公司净利润 | 103 | 172 | 232 | 297 | | | | | | |
| 在建工程 | 423 | 474 | 614 | 494 | 现金流量表 (百万元) | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 64 | 64 | 58 | 51 | 经营活动现金流 | (126) | 200 | 321 | 266 | | | | | | |
| 长期股权投资 | 60 | 99 | 228 | 270 | 净利润 | 103 | 172 | 232 | 297 | | | | | | |
| 资产总计 | 4982 | 5864 | 6630 | 7545 | 少数股东权益 | (0) | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 短期借款 | 420 | 160 | 160 | 160 | 折旧摊销 | 25 | 55 | 72 | 102 | | | | | | |
| 应付款项 | 1606 | 2047 | 2612 | 3170 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 预收帐款 | 584 | 564 | 603 | 752 | 营运资金变动 | (255) | (28) | 17 | (133) | | | | | | |
| 其他流动负债 | 18 | 18 | 18 | 18 | 投资活动现金流 | (295) | (251) | (584) | (125) | | | | | | |
| 流动负债合计 | 2628 | 2789 | 3393 | 4100 | 资本支出 | (301) | (212) | (454) | (83) | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 679 | 1279 | 1279 | 1279 | 长期投资 | (19) | (39) | (129) | (42) | | | | | | |
| 其他长期负债 | 29 | 29 | 29 | 29 | 其他 | 25 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 708 | 1308 | 1308 | 1308 | 筹资活动现金流 | 602 | 288 | (70) | (89) | | | | | | |
| 负债合计 | 3336 | 4097 | 4701 | 5408 | 债务融资 | 715 | 340 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股本 | 167 | 167 | 167 | 167 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股东权益 | 1647 | 1767 | 1930 | 2138 | 其它 | (112) | (52) | (70) | (89) | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4982 | 5865 | 6631 | 7546 | 现金净增加额 | 181 | 237 | (333) | 52 | | | | | | |

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 |