

2013年3月15日

公司研究

评级：买入

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

垃圾发电项目进展超预期，锅炉业务盈利能力有望回升

——华西能源（002630）调研简报

事件：

3月14日，我们前往自贡与公司董秘就公司业务发展情况进行交流，并参观了公司自贡垃圾电厂的建设基地。总体来看，公司基本面良好，垃圾发电项目进展超预期，锅炉毛利润率、新签订单量均有望提升，2013年公司业绩高速增长有保障。

主要观点：

- 1、垃圾发电项目进展超预期，工程总承包业务大幅增长** 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。公司已经获得自贡、广安、射洪，3个BOT合同。其他省内外项目也相继拿下框架协议，目前框架协议数量达到十余个，预计年内将有多个项目从框架协议转为BOT。在建设进度方面，自贡项目已完成大部分建设工程，力保6月30日第一台机组发电投运，EPC收入将全部计入2013年。广安项目近期已开工，预计2014年上半年完工，2013年将计入部分EPC收入。此外，年内还有望再开工两三个项目。保守估计13-15年公司至少分别确认1.5个、2.5个、4个垃圾发电项目的EPC收入。除此之外，公司也在积极争取其他类电厂（如生物质发电等）等项目的EPC业务，预计全年工程总成本收入将大幅增长，达到6-7亿。
- 2、锅炉业务差异化定位，国内自备电厂需求旺盛，海外印度市场有望回暖** 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，主要应用于热电联产企业和自备电厂。顺应国家的高能耗企业西部转移政策，新疆等地区正迎来电解铝、煤化工、化工等高能耗企业进驻，自备电厂需求旺盛。2011年公司新签订单约35亿，其中印度两个大合同约占20亿，国内订单约15亿，2012年公司新增订单23.6亿，均为国内订单。公司锅炉业务差异化定位，订单保持增长，预计2013年仍将新签二十多亿国内订单。海外方面，公司有多个印度项目在紧密洽谈之中，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，印度新增订单有望在2013年实现突破。公司计划全年新增锅炉业务订单达到40亿以上，全年锅炉业务收入预计达到30亿元左右。
- 3、锅炉毛利润率有望回升，传统业务盈利能力提升** 2012年公司锅炉毛利润率下滑，主要原因是公司个别特种锅炉产品改造费用增加。2011年底、2012年中、2012年底，公司特种锅炉毛利润率分别为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。与此同时，2013年公司将执行大量已签的印度订单，因出口退税，出口业务利润率相对较高，预计公司2013年锅炉业务盈利

能力将有所提升。

- 4、**企业高速增长，营运资本增加，短期经营性现金流为负是正常现象** 锅炉行业一般的生产周期在 1-3 年。一般国内业务的付款规则为，在公司生产完成产品验收合格后付款 50%，产品送到客户后需安装调试，并与其他设备一起达到可运行状态，即电厂建设完成后，再付款至 90%，剩余 10%为质保金。而锅炉生产企业一般在生产完成，产品验收合格后就确认收入，因此将产生大量的应收账款。此外，公司出口业务均采用全额信用证，预付款比例低，一般为 10%，低于国内业务，对资金占用量更大。但发货后，公司凭发货凭证即可向银行申请付款，信用风险小。在企业高速增长，同时出口业务量大幅提升情况下，公司营运资本增加，短期经营性现金流为负是正常现象。2012 年三季度公司经营性现金流为-2.55 亿，主要是执行印度项目垫资造成。2012 年年报显示公司经营性现金流为-1.26 亿，证明公司已收回部分应收账款。
- 5、**盈利预测与评级** 总体来看，公司基本面情况良好，垃圾发电项目进展超预期，锅炉毛利率、新签订单量均有望提升，2013 年公司业绩高速增长有保障。基于保守原则，暂不调整盈利预测，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 19.88 倍、14.74 倍、11.53 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。
- 6、**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:	20.49	投资评级:	买入		日期:	2013/3/15
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	33.07	19.88	14.74	11.53		
成长能力					P/B	2.08	1.94	1.77	1.60		
收入增长率	28%	25%	26%	25%	P/S	1.40	1.11	0.89	0.71		
利润增长率	1%	66%	35%	28%							
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E		
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)	2012	2013E	2014E	2015E	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)	2012	2013E	2014E	2015E		
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