

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939 (转 808) tanq@ghzq.com.cn

联系人：

何魏伟 0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

## 业绩符合预期，地震未造成影响

## ——华西能源（002630）一季报点评

## 事件：

华西能源公布 2013 年一季报，营业收入和净利润分别达 7.69 亿元、2601 万元，同比分别增长 55.2%和 19.8%；扣非后净利润 2306 万元，同比增长 22.9%；基本每股收益 0.155 元，同比增长 19.9%。

## 主要观点：

- 1、印度大合同进入执行高峰，营业收入实现快速增长。** 公司 2011 年与 TRN ENERGY PVT.LTD 公司签订了《2×300MW 燃煤发电站 BTG 供货合同》，合同总金额：1.861 亿美元，折合人民币约 11.65 亿元。2012 年度，项目完工进度小于 20%，尚未确认收入。截至 2013 年 3 月，该项目累计完工进度 38%，已确认销售收入 4.47 亿元，带来一季度收入的大幅增长。预计 2013 年-2014 年都是印度 T 项目的交货高峰，锅炉业务收入将保持增长。
- 2、毛利润率维稳，财务费用和资产减值计提上升导致净利润增长小于收入增长。** 一季度公司毛利率为 19.9%，基本持平，同比微降 0.41 个百分点，但净利率为 3.6%，同比降 1.8 个百分点。净利润增长小于收入增长的主要原因是一季度公司计入 1841 万财务费用和 1683 万资产减值，去年同期分别为 775 万和 605 万，同比分别增长 137.43%和 178.15%。其中财务费用增长是 2012 年所发的 6 个亿票面利息率为 6%的公司债导致。同时，公司按照保守原则计提应收账款。1 年以内计提 5%，1-2 年 10%，2-3 年 20%，3-4 年 30%，4-5 年 50%，5 年以上 100%。2013 年一季度部分账款账龄上升，导致计提比例提升，影响净利润。但资产减值将在回款时冲回，公司下半年业绩有一定超预期空间。
- 3、执行印度大单造成预付账款上升，经营性现金流为负是正常现象，海外项目信用风险小。** 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。但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，公司前期需要垫资对资金占用量更大，2013 年一季度预付账款比期初增长 87.74%。但发货后，公司凭发货凭证和信用证即可向银行申请付款，不存在应收账款，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。
- 4、享四川省内资源优势，“设备制造+工程总承包+电厂运营”模式力推垃圾发电业绩增长。** 十二五期间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。

- 5、**垃圾发电项目进展迅猛，逐步贡献业绩** 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，力保 6 月 30 日第一台机组发电投运，9 月 30 日第二台机组发电。广安项目于 2012 年 9 月拿下 BOT 特许经营商务合同，目前已开始前期建设工作，其他省内外项目也相继拿下 BOT 商务合同或框架协议。自 2013 年一季度，垃圾发电项目将逐步贡献业绩，公司正迎来垃圾发电业务对业绩和估值的双重提升。
- 6、**四川地震未对公司经营造成影响** 2013 年 4 月 20 日四川省雅安市芦山县境内发生 7.0 级地震，公司自贡、成都所在地生产和办公区域均震感明显。地震灾害发生后，公司立即组织人员对主要生产设施、房屋建筑物进行了逐项检查，未发现人员伤亡和财产损失情况，公司生产经营活动正常。本次地震暂未对公司造成影响。
- 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:	22.27	投资评级:	买入		日期:	2013/4/22
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
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%	<b>估值</b>						
销售净利率	4%	6%	6%	6%	P/E	35.95	21.60	16.02	12.53		
<b>成长能力</b>					P/B	2.26	2.11	1.93	1.74		
收入增长率	28%	25%	26%	25%	P/S	1.52	1.21	0.96	0.77		
利润增长率	1%	66%	35%	28%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
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		
<b>偿债能力</b>					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		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>198</b>	<b>267</b>	<b>341</b>		
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	<b>利润总额</b>	<b>119</b>	<b>198</b>	<b>267</b>	<b>341</b>		
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	<b>净利润</b>	<b>103</b>	<b>172</b>	<b>232</b>	<b>297</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>3908</b>	<b>4539</b>	<b>4728</b>	<b>5524</b>	少数股东损益	(0)	0	0	0		
固定资产	491	652	966	1170	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>172</b>	<b>232</b>	<b>297</b>		
在建工程	423	474	614	494							
无形资产及其他	64	64	58	51	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
长期股权投资	60	99	228	270	<b>经营活动现金流</b>	<b>(126)</b>	<b>200</b>	<b>321</b>	<b>266</b>		
<b>资产总计</b>	<b>4982</b>	<b>5864</b>	<b>6630</b>	<b>7545</b>	净利润	103	172	232	297		
短期借款	420	160	160	160	少数股东权益	(0)	0	0	0		
应付款项	1606	2047	2612	3170	折旧摊销	25	55	72	102		
预收帐款	584	564	603	752	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	18	18	18	18	营运资金变动	(255)	(28)	17	(133)		
<b>流动负债合计</b>	<b>2628</b>	<b>2789</b>	<b>3393</b>	<b>4100</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(295)</b>	<b>(251)</b>	<b>(584)</b>	<b>(125)</b>		
长期借款及应付债券	679	1279	1279	1279	资本支出	(301)	(212)	(454)	(83)		
其他长期负债	29	29	29	29	长期投资	(19)	(39)	(129)	(42)		
<b>长期负债合计</b>	<b>708</b>	<b>1308</b>	<b>1308</b>	<b>1308</b>	其他	25	0	0	0		
<b>负债合计</b>	<b>3336</b>	<b>4097</b>	<b>4701</b>	<b>5408</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>602</b>	<b>288</b>	<b>(70)</b>	<b>(89)</b>		
股本	167	167	167	167	债务融资	715	340	0	0		
股东权益	1647	1767	1930	2138	权益融资	0	0	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4982</b>	<b>5865</b>	<b>6631</b>	<b>7546</b>	其它	(112)	(52)	(70)	(89)		
					<b>现金净增加额</b>	<b>181</b>	<b>237</b>	<b>(333)</b>	<b>52</b>		

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