

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

再获省外项目，垃圾发电业务进展顺利

——华西能源（002630）点评报告

事件：

6月25日，公司公告签署了《张掖市生活垃圾焚烧发电项目特许经营权协议》。张掖市人民政府同意华西能源为张掖市生活垃圾焚烧发电厂投资、建设、运营、维护的承担人，授予华西能源在张掖市成立的项目公司具体从事生活垃圾焚烧发电相关特许经营许可业务。

主要观点：

- 1、再获省外项目，垃圾发电业务进展顺利** 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。在过去一年内，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。目前公司已经获得自贡、广安、射洪、广西玉林、甘肃张掖5个BOT合同，还有10余个项目处于签订框架协议或在谈状态。其中，自贡项目第一台机组即将在6月30日发电投运，9月30日第二台机组发电，预计自贡项目的主要EPC利润将计入二、三季度。广安项目已开始前期建设工作，计划于2014年上半年完工，预计将有部分EPC利润在2013年确认。此次张掖市的垃圾发电BOT合同是公司拿下的四川省外的第二个项目，充分证实了公司有实力走出四川，在西部跨区域扩张。预计下半年射洪、玉林、张掖3个项目中还将有1-2个项目开工建设，而目前在谈的多个项目也有望在下半年正式签订BOT商务合同。公司垃圾发电项目进展迅猛。
- 2、华西富顺一期项目有望在年底前完工，增厚2013年工程总承包利润** 公司合资成立华西能源富顺生物质能有限公司，注册资本6,000万元，其中华西能源出资3,300万元，占注册资本的55%。合资公司将建设自贡晨光科技园区生产基地配套供热、供电工程。项目分两期建设，一期工程拟建1台75t/h次高温次高压循环硫化床锅炉，主要解决中昊晨光化工研究院、富源化工等园区企业生产基地的用汽需要。二期工程扩建2台75t/次高温次高压的循环硫化床生物质锅炉，主要用于发电和满足园区供热需求。合资公司商业模式类似合同能源，保守预计年运营利润在1000-2000万元，华西能源将持续分得55%的年收益。与此同时，华西能源将有较大可能为合资公司提供工程总承包（EPC）。华西富顺一期供暖项目预计在年底前完工，预计将增厚公司2013年EPC利润1000-1500万。
- 3、煤制气、余热利用业务开始起步。** 华西能源与浙江铂瑞能源环境工程有限公司共同出资3,000万元组建浙江华西能源铂瑞重工有限公司，分别持有50%股权。合资公司将充分利用铂瑞能源的余热利用和煤制气两大技术优势，以及华西能源在重装产能、资金、销售渠道等方面的实力，开展煤化工煤制气设备、煤化工尾气利用、燃气发电设备和工程总包、有色、建材、化工等领域的余热利用等业务。成立华西铂瑞有助于华西能源深化节能、环保、新能源领域的业务布局，有望提升2013年后的业绩增长。
- 4、2013年印度大合同进入执行高峰，2014年后煤粉锅炉业务占比逐步缩小。** 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。预计 2013 年是印度 T 项目的交货高峰,2013 年公司煤粉锅炉业务将有所增长。但 2014 年以后一方面在环保和经济下滑形势下,煤电机组投资将有所下降,另一方面公司垃圾发电和煤制气、余热利用等环保、新能源业务快速发展,预计煤粉锅炉的业务占比将逐步缩小。

5、盈利预测与评级 由于暂不能确定公司再融资的增发股本数,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(摊薄前),对应 PE 分别为 18.8 倍、14.0 倍、10.9 倍,维持“买入”评级。

6、风险提示 晨光、富顺园区内企业经营状况恶化、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:	19.40	投资评级:	买入		日期:	2013/6/26
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	31.31	18.82	13.96	10.91		
成长能力					P/B	1.97	1.83	1.68	1.52		
收入增长率	28%	25%	26%	25%	P/S	1.32	1.05	0.84	0.67		
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