

2013年8月28日

公司研究

评级: 买入

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

环保业务进展迅速, 股价回调造就买入良机

——华西能源 (002630) 跟踪报告

主要观点:

- 1、资产减值计提影响上半年业绩, 剔除后, 当期经营利润大幅增长** 2013年上半年公司收入约15亿, 同比增长24.12%; 归属母公司净利润约6522万, 去年同期为5901万, 同比增长10.53%。上半年公司综合毛利率19.27%, 与去年同期基本持平。净利润增长幅度较小, 主要原因是财务费用和资产减值计提大幅提升。其中财务费用提升乃2012年所发的6个亿票面利息率为6%的公司债导致。上半年公司资产减值计提为3866万, 去年同期为786万, 大幅上升超3080万。公司按照保守原则计提应收账款, 进入2013年后部分账款帐龄上升, 导致计提比例大幅提升, 影响净利润。剔除资产减值计提的影响, 公司当期经营利润实际约在9000万左右, 增长40%-50%。预计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。
- 2、垃圾发电项目省内外进展迅速, 环保业务占比快速提升** 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, 预计下半年将有多个项目转为 BOT 正式合同。已签项目中, 自贡项目第一台机组已在 6 月 30 日点火, 预计在 8 月 30 日正式发电, 预计自贡项目的主要 EPC 利润将计入下半年; 广安项目已开始前期建设工作, 计划于 2014 年 8 月 20 日前点火; 张掖、玉林项目也有望在年内开工。预计广安、张掖、玉林项目大部分 EPC 利润将计入 2014 年。明年 EPC 利润在公司净利润中占比有望超过 50%, 公司环保业务占比将快速增长, 估值有望进一步提升。
- 3、煤气化、余热利用业务在上环保新台阶** 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。该公司拥有煤气炉和余热锅炉两大核心技术。煤气炉方面, 公司定位为煤化工企业和需要可燃性气体的工业企业销售煤气炉装备; 余热锅炉方面, 公司定位为大型 IGCC 燃气发电机组提供余热锅炉设备, 或为工业企业提供余热利用的合同能源 (BOT)。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, 有望成提升 2013 年后的业绩增长幅度。
- 4、上半年传统煤粉锅炉新增订单小幅下滑, 全年仍有望接近 40 亿新增订单目标** 1-6 月, 公司正式签订及中标合同总金额 12.68 亿元, 同比下降 17.39%。新增订单下滑, 主要是海外印度市场受卢比贬值影响, 业主资金链紧张, 投资放缓。上半年公司国内新增订单保持小幅增长, 需求来自高能耗企业的自备电厂投资。下半年仅四川境内就有多家企业将招标自备电厂项目, 预计公司全年仍有望接近 40 亿新增锅炉订单目标。
- 5、股价回调造就买入良机** 2013 年公司启动再融资, 拟非公开发行不超过 4276 万股, 发行底价为 20.36 元。由于暂不能确定公司再融资的增发股本数, 暂不考虑增发对股本的摊薄。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 20.13 倍、14.93 倍、11.67 倍。公司股价已回落至增发底价附近, 市盈率回到约 20 倍, 远低于环保行业 30-40 倍平均估值水平。目前该股票具有明显安全边际和较大收益空间, 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:	20.75	投资评级:	买入		日期:	2013/8/27
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	33.49	20.13	14.93	11.67		
成长能力					P/B	2.11	1.96	1.80	1.62		
收入增长率	28%	25%	26%	25%	P/S	1.41	1.13	0.90	0.72		
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