

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

## 海外锅炉业务储备丰富，环保业务进展迅速

## ——华西能源（002630）跟踪报告

## 事件：

近日媒体报道称：巴基斯坦媒体报道，华西能源与巴基斯坦旁遮普省政府周日签署三项能源产业合作备忘录，涉及两座660MW发电厂、三座150MW煤电站工程和一座20MW固废发电厂的建设，总投资为15亿美元（92亿元人民币）。

## 主要观点

**1、与巴基斯坦签订合作备忘录，海外锅炉业务储备丰富** 巴基斯坦面临严重的能源危机，不仅影响到了普通民众，同时也放缓了巴基斯坦的经济发展。旁遮普省为巴基斯坦经济发展强省，其GDP占全国的60%，其对能源需求持续增加，政府希望在未来加大对电源的建设。此次华西能源与旁遮普政府签订的仅仅是合作备忘录，并非具有法律效益的合同。华西能源主要负责提供前期技术顾问，并协助寻找投资资金。如果未来业主进入实际投资，预计华西能源获得设备总包的概率较大。但目前电厂的建设时间尚未确定，对公司短期业绩没有影响，但仍可以从侧面看出，公司在印度、巴基斯坦等海外项目上多年的耕耘，有众多深度储备跟踪的项目。

**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2014年省内、省外各有望有3-4个垃圾发电项目转化为正式BOT合同。已签项目中，自贡项目已全面建成，EPC收入正逐步计入2013年三、四季度；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45%，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、余热利用业务再上环保新台阶** 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，有望提升2013年后的业绩增长幅度。

**4、三季度垃圾发电业务开始贡献业绩，全年业绩有超预期可能** 公司前三季度营业收入和净利润分别达24.33亿元和1.03亿元，同比分别增加30.68%和15.25%；基本每股收益0.61元，销售毛利率为18.89%，同比微降0.76个百分点；期间费用率为12.36%，同比增加0.61个百分点；销售净利率为4.2%，同比下降0.56个百分点。但第三季度单季度收入9.3亿，增长42.91%，净利润3694万元，增长24.66%，扣非后净利润3468万元，增长高达73.06%，三季度盈利能力大幅提升。公司2013年上半年业绩增长相对较慢主要是受传统主业锅炉业务竞争激烈，利润率下滑影响，而第三季度收入和利润出现大幅增长，预计主要是因为公司垃圾发电业务开始贡献，公司并入了自贡市垃圾发电EPC项目的部分收入所致。公司此前预计2013年全年净利润增长0-30%，略低于分析师预期，主要原因是资产减值计提增加。由于账龄上升，根据会计准则，公司计提较多坏账，同时基于

保守原则，公司对已进入法律诉讼中的应收账款进行了计提，但未来已计提部分仍有冲回的可能。此外，公司收购的自贡市商业银行由于手续尚未办完，暂未计入盈利预测中，如年内自贡市商业银行的利润按照权益法计入上市公司投资收益，则公司全年业绩有超预期的可能。

**5、估值仍相对较低，维持买入评级** 2013年公司启动再融资，按照2013年分红调整后，拟非公开发行不超过4298万股，发行底价为20.26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。根据最新情况，调整公司2013-2015年盈利预测，预计EPS分别为0.87元、1.39元、1.78元（摊薄前），对应PE分别为29倍、18倍、14倍，远低于环保行业平均估值水平，公司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  | 2876  | 3429   | 4023   |
| 增长率(%)    | 28%   | 17%   | 19%    | 17%    |
| 净利润（百万元）  | 103   | 144   | 232    | 297    |
| 增长率(%)    | 1%    | 40%   | 61%    | 28%    |
| 摊薄每股收益（元） | 0.62  | 0.87  | 1.39   | 1.78   |
| ROE(%)    | 6.28% | 8.27% | 12.16% | 14.04% |

盈利预测表

| 证券代码:              | 002630.sz   |              |              |              | 股票价格:              | 25.00       | 投资评级:        | 买入           |              | 日期: | 2013/11/26 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----|------------|
| <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%          | 8%           | 12%          | 14%          | EPS                | 0.62        | 0.87         | 1.39         | 1.78         |     |            |
| 毛利率                | 20%         | 20%          | 21%          | 21%          | BVPS               | 9.86        | 10.46        | 11.44        | 12.68        |     |            |
| 期间费率               | 14%         | 15%          | 14%          | 14%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |     |            |
| 销售净利率              | 4%          | 5%           | 7%           | 7%           | P/E                | 40.35       | 28.90        | 17.97        | 14.03        |     |            |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 2.54        | 2.39         | 2.19         | 1.97         |     |            |
| 收入增长率              | 28%         | 17%          | 19%          | 17%          | P/S                | 1.70        | 1.45         | 1.22         | 1.04         |     |            |
| 利润增长率              | 1%          | 40%          | 61%          | 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        | 0.50         | 0.55         | 0.59         | 营业收入               | 2449        | 2876         | 3429         | 4023         |     |            |
| 应收账款周转率            | 1.88        | 1.98         | 2.09         | 2.09         | 营业成本               | 1958        | 2315         | 2698         | 3175         |     |            |
| 存货周转率              | 1.69        | 1.82         | 1.92         | 2.02         | 营业税金及附加            | 20          | 24           | 28           | 33           |     |            |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 77          | 86           | 103          | 121          |     |            |
| 资产负债率              | 67%         | 69%          | 69%          | 69%          | 管理费用               | 201         | 230          | 274          | 322          |     |            |
| 流动比                | 1.49        | 1.65         | 1.44         | 1.41         | 财务费用               | 45          | 81           | 85           | 85           |     |            |
| 速动比                | 1.05        | 1.17         | 0.96         | 0.95         | 其他费用/(-收入)         | (47)        | 16           | 16           | 44           |     |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2012</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | 营业利润               | 101         | 156          | 257          | 332          |     |            |
| 现金及现金等价物           | 1168        | 1378         | 990          | 995          | 营业外净收支             | 18          | 10           | 10           | 10           |     |            |
| 应收款项               | 1305        | 1454         | 1639         | 1923         | 利润总额               | 119         | 166          | 267          | 342          |     |            |
| 存货净额               | 1156        | 1284         | 1423         | 1586         | 所得税费用              | 16          | 22           | 35           | 44           |     |            |
| 其他流动资产             | 280         | 271          | 289          | 339          | 净利润                | 103         | 144          | 232          | 297          |     |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>3908</b> | <b>4387</b>  | <b>4341</b>  | <b>4843</b>  | 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         | 144          | 232          | 297          |     |            |
| 在建工程               | 423         | 474          | 614          | 494          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2012</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> |     |            |
| 无形资产及其他            | 64          | 64           | 58           | 51           | 经营活动现金流            | (126)       | 220          | 331          | 316          |     |            |
| 长期股权投资             | 60          | 99           | 228          | 270          | 净利润                | 103         | 144          | 232          | 297          |     |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>4982</b> | <b>5713</b>  | <b>6244</b>  | <b>6865</b>  | 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        | 1950         | 2311         | 2631         | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |     |            |
| 预收帐款               | 584         | 529          | 536          | 629          | 营运资金变动             | (255)       | 20           | 27           | (84)         |     |            |
| 其他流动负债             | 18          | 18           | 18           | 18           | 投资活动现金流            | (295)       | (251)        | (584)        | (125)        |     |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>2628</b> | <b>2656</b>  | <b>3025</b>  | <b>3438</b>  | 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            |     |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>708</b>  | <b>1308</b>  | <b>1308</b>  | <b>1308</b>  | 筹资活动现金流            | 631         | 297          | (70)         | (89)         |     |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>3336</b> | <b>3964</b>  | <b>4333</b>  | <b>4746</b>  | 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        | 1748         | 1911         | 2119         | 其它                 | (83)        | (43)         | (70)         | (89)         |     |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>4982</b> | <b>5712</b>  | <b>6243</b>  | <b>6865</b>  | 现金净增加额             | 210         | 265          | (323)        | 101          |     |            |

资料来源: 国海证券研究所

## 【电力设备与新能源小组介绍】

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，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

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。

许硕：中山大学金融硕士、武汉大学工学学士，五年电力和机械行业工作经历，2013年进入国海证券，任电力设备与新能源行业研究员。

## 【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 |