



中以博胜 小求精当

自贡商行贡献业绩，“三位一体” 保增长确定

——华西能源（002630）财报点评

2014年04月25日

强烈推荐/维持

华西能源	财报点评
------	------

分析师：弓永峰 何昕

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件：

公司发布 2014 年一季报，1-3 月公司累计实现营业收入 7.08 亿元，同比增幅-8.04%；实现营业利润 0.35 亿元，同比增长 26.71%；归属于母公司所有者净利润为 0.33 亿元，同比增长 28.53%，每股盈利为 0.17 元。报告期内公司综合毛利率为 19.84%，与去年同期基本持平；在三项期间费用方面，一季度公司销售费用率、管理费用和财务费用率分别下降 1.02 个百分点、0.58 个百分点和 0.11 个百分点。我们认为，一季度公司在营收规模基本持平的前提下，净利润出现较大幅度增长是依靠 1) 加大内部费用控制，导致期间费用率同比回落 1.72 个百分点；2) 计入自贡商业银行投资收益 0.06 亿元。同时，公司发布 2014 年半年度业绩预告，预计归属母公司所有者净利润较 2013 年 H1 同比增幅在 30%-50%之间，对应金额为 0.85-0.98 亿元。

公司亮点：

公司未来亮点：1) 装备总包业务持续发力，为公司不断贡献业绩；2) 海外电站总包业务不断取得突破，为公司传统业务增长打下基础；3) 积极打造以清洁燃烧技术为基础的清洁能源产业链，投资布局垃圾发电、余热发电、清洁燃煤等项目，打造公司新的增长极；4) 积极涉足融资租赁业务，为清洁能源投资业务打造支撑点，使公司尽快形成装备制造、工程总包、投融资三位一体的完整清洁能源产业链，大力提升公司综合竞争实力和盈利能力。5) 自贡垃圾电站建成投运标志公司清洁能源利用之垃圾电站业务正式盈利，垃圾电站业务成未来新的增长点。随着公司装备制造-工程总包-投融资三位一体的业务模式得到不断拓展，海外 EPG 装备总包业务的迅速扩展，预计公司 14-15 年 EPS 为 1.19 元和 1.84 元，对应 PE 为 27 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

点评：

1. 严控费用、投资收益成就公司一季度利润高速增长

2014 年一季度公司分别实现营业收入 7.08 亿元、净利润 0.33 亿元，分别同比增长-8.04%和 28.53%。报告期内公司综合毛利率为 19.84%，与去年同期基本持平；在三项期间费用方面，一季度公司销售费用率、管理费用和财务费用率分别下降 1.02 个百分点、0.58 个百分点和 0.11 个百分点。我们认为，一季度公司在营收规模基本持平的前提下，净利润出现较大幅度增长主要是基于两个原因。首先，公司在加强传统与新业务拓展的同时，严控内部费用使 1-3 月公司三项期间费用率同比回落 1.72 个百分点至 12.02%；其次，公司持有的自贡商业银行股权，开始为公司贡献投资收益，一季度累计为公司新增投资收益 0.06 亿元。同时，公司发布 2014 年半年度业绩预告，预计归属母公司所有者净利润较 2013 年 H1 同比增幅在 30%-50%之间，对应金额为 0.85-0.98 亿元。

2. 公司传统火电设备相关业务的发展潜力仍不可小视

不可否认我国大型火电站投资建设速度已经放缓, 但与之形成鲜明对比的是国内中小型火电站建设及相关设备的需求情况依然良好。中小型锅炉需求量的稳定主要是因为 1) 为了降低成本, 海外锅炉产业向国内转移; 2) 随着高能耗产业向“三北”地区的转移, 其自备电厂建设带来的火电装备需求仍将持续, 特别是中等规模的火电机组; 3) 在广大发展中国家人均用电量比我国大陆低很多, 如印度人均用电量仅为我国的 8-15%, 未来随着经济进入快速发展期, 对煤粉机组的需求量还会持续向好。

近年来公司在海外市场的拓展也已经取得了初步的成果, 其承接的印度 T 项目已经陆续发货并交付客户。对于在海外市场的拓展公司与主要竞争对手不同, 采用的是装备总包的模式, 在严控风险、并保持良好盈利能力的前提下, 做大收入规模, 并得到客户的认可。

3. 垃圾电站项目效益显现, 后续新增项目多

公司与四川省能源投资集团有限责任公司(四川能投公司)合资成立四川省能投华西生物质能开发有限公司(能投华西), 已经通过“四川能投”平台积极涉入川内垃圾发电建设、运营和总包领域, 成为公司从装备中走出来的新的领域。公司自贡 800 吨垃圾电站项目于 2013 年下半年建成投运, 其发电量远超预期, 垃圾焚烧发电的运营给公司带来一个稳定的利润来源, 反过来有利于公司积极向垃圾电站总包扩张, 维持较好的投资收益。预计 2014 年内公司仍有数个垃圾电站项目可建成并投入运营, 新项目的建成对公司业绩有较大的提升力度。

在新增项目方面, 由于四川省在垃圾清洁发电领域的发展启动较晚, 就目前省内情况来看四川省有 3 个自治州和 32 个设市城市, 包括 18 个地级市和 14 个县级市。一般人均垃圾产出量为 1-1.2Kg/d, 而 400t/d 以上规模的垃圾发电厂才具有一定的经济效益, 也就是说 50 万人口以上地区就具有一定建设垃圾发电项目的条件。如按这一比例计算, 预计十二五期间四川省内将有 20 个左右的城市将逐步启动垃圾发电项目, 同时部分大型城市也可能建设多个垃圾焚烧厂, 省内垃圾发电潜在项目多, 市场规模大。

4. 控股自贡商业银行是公司成就其新业务发展的重大战略

公司的发展已经逐步摆脱了传统制造企业的固化思维模式, 正在向产、投、融一体化的新型企业发展模式转变。控股自贡商业银行后, 进一步完善了公司的投融资能力, 为其在新业务领域的发展提供充足的资金支持, 未来公司将在做好传统业务的基础上, 积极开拓与节能环保、清洁能源有关的新业务。

盈利预测:

考虑到公司传统煤电锅炉及装备总包业务的平稳发展, 以及垃圾发电等新业务的拓展进度, 预计公司 14-15 年 EPS 为 1.19 元和 1.84 元, 对应 PE 为 27 和 17 倍, 维持“强烈推荐”评级。

投资风险:

1. 海外新增项目低于预期;
2. 公司垃圾电站项目建设低于预期

2. 表 1: 盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	1,910.23	2,449.24	2,852.71	3,755.48	4,790.03
主营收入增长率	23.37%	28.22%	16.47%	31.65%	27.55%
EBITDA (百万元)	156.78	172.02	335.58	521.02	697.64
EBITDA 增长率	40.46%	9.72%	95.08%	55.26%	33.90%
净利润 (百万元)	102.46	103.46	135.16	243.25	377.09
净利润增长率	15.05%	0.98%	30.64%	79.98%	55.02%
ROE	6.58%	6.29%	16.34%	23.26%	27.22%
EPS (元)	0.797	0.620	0.66*/0.79	1.187	1.839
P/E	42.01	54.08	50.81	27.41	17.60
P/B	3.59	3.40	8.30	6.57	4.96
EV/EBITDA	31.89	32.12	21.82	13.94	9.88

资料来源: 东兴证券 *按照新股本摊薄

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济

学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014年2月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。