



中以博胜 小求精当

业绩超预期，新业务闪亮点

——华西能源（002630）点评报告

2014年08月21日

强烈推荐/维持

华西能源

点评报告

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年半年报，上半年公司共实现营业收入16.18亿元，较去年同期增长7.58%；营业利润为0.98亿元，同比增长87.35%；实现归属母公司所有者净利润为0.92亿元，同比增长40.69%。同时，公司发布公告称计划出资500万元设立全资子公司四川易迪泰网络有限公司。

公司亮点：

公司未来亮点：1) 2014年半年净利润同比增长40.69%，下半年随着公司垃圾电站等业务的竣工，全年利润仍有望挑战更高增速；2) 传统电站业务亮点在海外，随着新兴经济体用电需求量的增长，公司海外业务再下一成可期；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2014-2016年EPS为0.66元、1.00元和1.33元，对应PE为33、21倍和16倍，我们维持公司的“强烈推荐”评级。

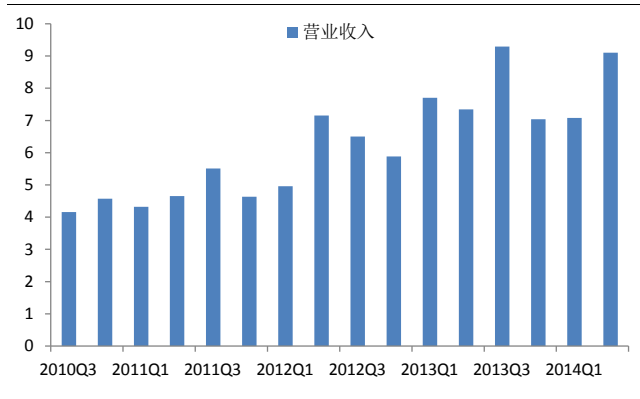
点评：

1. 受益于自贡商业银行投资收益，半年度利润快速增长

2014年1-6月公司实现归属母公司所有者净利润约为0.92亿元，较去年同期增长40.69%，增速远高于同期营业收入增速。主要原因在于，1) 报告期内公司持股16.6%的自贡商业银行实现净利润1.03亿元，按权益法核算，公司投资收益约为1,716.06万元，同比增长691.49%。2) 公司销售费用和财务费用减少3,000万元左右，销售费用的回落主要受益于报告期内公司三包费用、产品维护费用减少所致；而财务费用的回落主要受益于汇兑损失的减少。

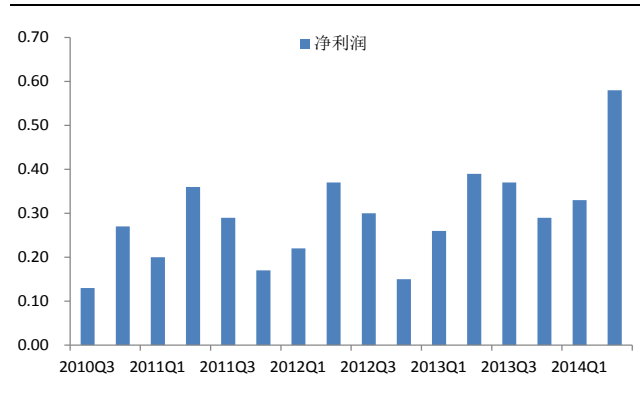
从单季度来看，公司收入和利润的增长主要来自于第二季度，2014年Q2公司收入和净利润增幅分别为23.96%和48.77%。从历史经营情况来看，公司所处行业存在一定的季节性因素，历年收入和利润增长主要集中在三、四季度，公司全年净利润保持高速增长可期。

图 1: 公司历史单季度收入情况



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 2: 公司历史单季度净利润情况



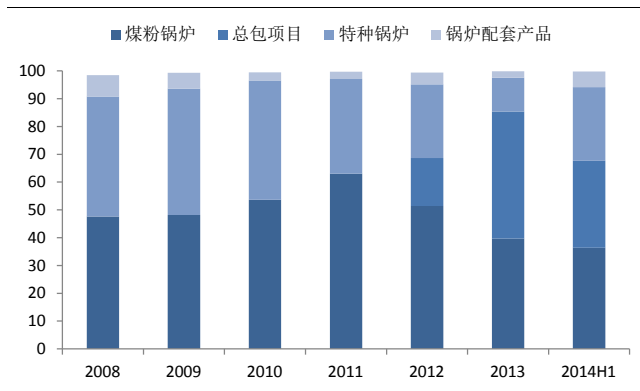
资料来源: WIND、东兴证券研究所

2. 收入结构变化, 毛利率水平基本稳定

分地区来看, 报告期内随着公司印度项目工程接近尾声, 海外业务收入仅为 2.02 亿元, 回落近 70%; 而国内市场实现收入 14.12 亿元, 同比增长 105.65%。从主营业务收入结构上来看, 公司特种锅炉收入占比大幅提升 17.08 个百分点。煤粉锅炉、总包项目、特种锅炉、锅炉配套产品四项业务收入分别为 5.89 亿元、5.05 亿元、4.28 亿元和 0.91 亿元, 占总收入比重分别为 36.40%、31.27%、26.46%和 5.65%。

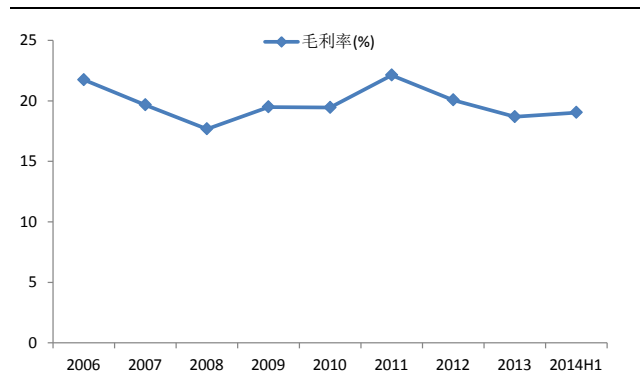
同时, 公司综合毛利率为 19.03%, 同比小幅回落 0.24 个百分点。

图 3: 公司主营业务收入结构占比



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 4: 公司综合毛利率水平



资料来源: WIND、东兴证券研究所

3. 传统业务订单回落, 新业务实现突破

2014 年 1-6 月, 公司正式签订及中标合同总金额 9.57 亿元, 同比下降 24.53%。在国内经济持续低迷的宏观环境下, 电力装备制造投资需求下降; 行业内, 各主要企业产能提升, 竞争日益加剧; 国际市场上, 印度等新兴经济体增速持续放缓、电力投资增长乏力; 公司海外市场开拓进展缓慢, 未取得原预期重大订单的突破。受上述因素的影响, 1-6 月, 公司完成市场订单未能达到公司中期预订目标。

上半年, 公司中小机组产品市场开拓取得进展, 成功签订了多台煤气锅炉、大型燃气轮机余热利用锅炉供货合同; 公司承接制造的安德利茨 GP 大型碱回收锅炉项目成为中国同类型产品首次进入美国本土市场, 公司

特种锅炉产品市场得到巩固和发展。

4. 推进业务构架调整, 实施专业化分工

作为一家从传统及特种锅炉制造向垃圾焚烧、工程总包、余热余压利用及煤制气多领域快速延伸的公司, 近年来公司先后成立了包括华西能源工程有限公司、自贡华西能源工业有限公司、四川定慧商贸有限公司在内的多家子公司; 同时, 完成了收购了北京力拓及自贡商业银行部分股权等重要布局; 后续公司仍计划出资 500 万元设立全资子公司四川易迪泰网络有限公司。

新组建的四川易迪泰将在公司现有 IT 网络、通信装备、人员和技术的基础上, 对通信、网络、IT 相关的资源进行整合, 充分利用公司平台, 在做好公司网络通信、办公自动化、软件开发等服务的同时, 对外承接工程施工与设计、软件硬件产品销售、网络通信、办公自动化、软件开发等服务。

通过业务构架调整, 公司各项业务的市场开拓及内部管理能力明显增强, 并通过收购自贡商业银行部分股权有望实现“产投融”一体化的业务拓展能力。

5. 传统业务保持稳定, 新业务即将发力

与公司新业务相比, 未来在公司国内市场中公司的传统火电业务收入占比将缓慢下降, 这主要是受到国内节能环保因素的影响, 大型及企业自备火电站建设增速的回落。然而, 在国际市场中, 包括印度、东南亚国家在内的, 众多新兴经济体对于火电站的建设需求依然旺盛。而这些海外项目存在项目跟踪周期长、单个项目规模大等特点, 公司仍在积极扩展自身的海外市场布局, 一旦签订大单, 公司传统火电业务收入仍有增长的可能。

在新业务领域, 进入 2014 年后, 公司垃圾电站建设及运营项目开始进入收获期, 预计年内有不少于 3 个垃圾电站将建成并投入运营, 从公司前期自贡项目经验来看, 公司在垃圾电站方面的技术水平已经达到国内领先, 预计全年有望公司垃圾电站工程承包收入有望达到 8-10 亿元。

公司收购北京力拓后顺利进入天然气管道驱压气站的余压余热利用业务, 与钢铁、水泥等行业的余热余压利用业务发展情况不同, 在天然气管网领域内该业务正处于加速阶段, 且与美国、俄罗斯相比我国天然气管网的建设仍有很大的发展空间, 行业自身也处于快速发展的阶段。

我国已经明确表示了要大力发展清洁煤燃烧技术, 公司所生产的煤制气炉在制气成本、气体热值方面均具备良好的市场推广前景, 这将成为公司未来重点开拓的业务之一。

自贡商业银行的投资收益已经在 2014 年上半年部分体现, 预计全年可为公司贡献不低于 3,000 万元的投资收益。而公司收购自贡商业银行的初衷更多的是考虑增强自身投融资能力, 协助公司主营业务的快速发展, 形成资金链上的闭环。

盈利预测:

预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.66 元、1.00 和 1.37 元, 对应 PE 为 33、21 倍和 16, 我们维持公司“强烈推荐”的评级。

投资风险:

1. 海外新项目订单获取低于预期
2. 公司垃圾电站建设投运速度低于预期

表 1: 盈利预测和估值

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2,449.24	3,136.97	3,513.41	4,567.43	6,166.04
主营收入增长率	28.22%	28.08%	12.00%	30.00%	35.00%
EBITDA (百万元)	172.02	245.32	376.39	517.61	662.02
EBITDA 增长率	9.72%	42.61%	53.43%	37.52%	27.90%
净利润 (百万元)	103.46	131.42	244.17	369.79	504.67
净利润增长率	0.98%	27.03%	85.79%	51.45%	36.47%
ROE	0.06	0.07	0.12	0.16	0.19
EPS (元)	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
P/E	35.22	27.73	32.98	21.77	15.95
P/B	2.21	2.07	3.79	3.41	2.99
EV/EBITDA	20.78	17.26	19.77	14.75	12.09

资料来源: 东兴证券, 按照新股本摊薄

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	3908	3618	5954	5583	8367	营业收入	2449	3137	3513	4567	6166
货币资金	1168	403	2635	1142	2158	营业成本	1958	2551	2828	3608	4834
应收账款	1136	1526	1261	1689	2365	营业税金及附加	20	13	35	55	92
其他应收款	60	60	67	87	117	营业费用	77	64	98	132	191
预付款项	279	178	319	499	741	管理费用	201	242	267	352	487
存货	1156	1327	1550	2007	2781	财务费用	45	85	57	64	70
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	46.11	49.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1074	1606	952	903	832	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	60	75	0	0	0	投资净收益	-0.71	-5.65	25.00	28.00	30.00
固定资产	490.64	846.48	822.24	788.99	731.04	营业利润	101	127	253	384	522
无形资产	64	98	88	78	68	营业外收入	17.93	24.62	35.00	50.00	70.00
其他非流动资产	0	494	8	8	8	营业外支出	0.27	2.56	3.00	5.00	9.00
资产总计	4982	5224	6906	6485	9199	利润总额	119	150	285	429	583
流动负债合计	2628	2763	4683	3995	6373	所得税	16	18	34	51	70
短期借款	420	313	1956	635	2022	净利润	103	131	251	377	513
应付账款	1105	1343	1550	1977	2649	少数股东损益	0	0	7	8	8
预收款项	584	437	446	458	473	归属母公司净利润	103	131	244	370	505
一年内到期的非流动	0	40	0	0	0	EBITDA	172	245	376	518	662
非流动负债合计	708	697	91	111	111	EPS (元)	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
长期借款	80	40	70	90	90	主要财务比率					
应付债券	599	600	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	3336	3459	4774	4106	6484	成长能力					
少数股东权益	1	1	7	15	23	营业收入增长	-21.9%	28.1%	12.00%	30.00%	35.00%
实收资本(或股本)	167	167	369	369	369	营业利润增长	-20.4%	385.7%	98.37%	51.77%	35.92%
资本公积	979	980	980	980	980	归属于母公司净利润增	85.8%	244.7%	85.79%	51.45%	36.47%
未分配利润	442	543	678	881	1159	获利能力					
归属母公司股东权益	1646	1764	2122	2363	2691	毛利率(%)	20.07%	18.69%	19.06%	16.25%	16.17%
负债和所有者权益	4982	5224	6904	6483	9197	净利率(%)	4.22%	4.19%	7.13%	8.26%	8.31%
现金流量表						单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	总资产净	2.08%	2.52%	3.54%	5.70%
						ROE(%)	6.29%	7.45%	11.50%	15.65%	18.76%
经营活动现金流	-126	-1	610	-7	-155	偿债能力					
净利润	103	131	251	377	513	资产负债率(%)	66.95%	66.22%	69.15%	63.33%	70.50%
折旧摊销	25.42	33.16	0.00	69.41	70.91	流动比率		1.27	1.40	1.31	
财务费用	45	85	57	64	70	速动比率		0.94	0.90	0.88	
应付帐款的变化	0	0	206	427	672	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	9	11	15	总资产周转率	0.54	0.61	0.58	0.68	0.79
投资活动现金流	-295	-555	568	8	30	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	2.56	2.43	2.59	2.67
长期投资	60	75	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	-6	25	28	30	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.79	0.66	1.00	1.37
筹资活动现金流	631	-193	1053	-1495	1141	每股净现金流(最新摊)	1.25	-4.49	6.05	-4.05	2.75
短期借款	420	313	1956	635	2022	每股净资产(最新摊薄)	9.86	10.56	5.75	6.40	7.29
长期借款	80	40	70	90	90	估值比率					
普通股增加	0	0	202	0	0	P/E	35.22	27.73	32.98	21.77	15.95
资本公积增加	2	1	0	0	0	P/B	2.21	2.07	3.79	3.41	2.99
现金净增加额	209	-749	2232	-1493	1016	EV/EBITDA	20.78	17.26	19.77	14.75	12.09

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

弓永峰

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。