



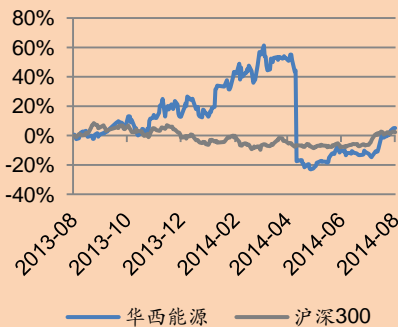
## 华西能源 (002630)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-08-21

当前价格(元) 21.82  
目标价格(元)  
目标期限(月) 6

### 股价走势:



### 主要数据

总股本(百万股) 369  
A股股本(百万股) 369  
B/H股股本(百万股) -/  
总市值(亿元) 80.5  
A股流通比例(%) 56.4  
第一大股东 黎仁超  
第一大股东持股比例 22.63%  
12个月最高/最低(元) 33.77/15.99

### 节能环保研究组

朱程辉

021-60956109

zhuxdong@163.com

S0010514050001

联系人: 李梦雪

021-60956108

lmxhazq@163.com

S0010114010028

## 传统业务乏力, 新业务待成长

——华西能源点评报告

**事件:** 公司发布中期报告, 上半年实现营收 16.18 亿元, 增 7.58%; 实现归母净利润 9176 万元, 增 40.69%; 经营性净现金流-3.53 亿元, 降 376.86%。总体业绩低于市场预期。

### 主要观点:

#### ❑ 锅炉制造弥补总包下降, 费用压缩、投资收益增加带动业绩增长

由于海外工程进入合同执行尾期, 且无新大项目执行, 上半年总包收入较同期减少 3.56 亿元; 但受到广安、张掖、玉林垃圾发电项目建设的推进, 特种锅炉收入较同期增加 2.87 亿, 部分弥补总包收入的下滑。此外, 煤粉锅炉与配件收入较同期增加 1.9 亿元, 带动营收小幅增长。本期毛利率为 19.03%, 较去年同期略降 0.24 个百分点, 较为稳定。

本期利润高增长缘自三项费用的缩减及投资收益的增加。本期三项费用同比减少 4266 万元, 主要来自维护费、三包费、职工薪酬与研发费用的下降及汇兑损益的增加。投资收益增加 1749 万元, 来自自贡商业银行贡献。

#### ❑ 订单不足, 或会影响全年业绩

受国内、国际宏观经济低迷, 电力投资需求下降的影响, 公司上半年未取得大订单的突破, 本期新增订单金额 9.57 亿元, 同比下降 24.53%, 目前公司在手订单下降至 28 亿左右, 传统业务未来存在收入增长压力。

#### ❑ 新业务陆续启动, 发展仍需观察

在传统锅炉制造业务增长前景堪忧的背景下, 公司正在培育垃圾发电、余热利用、煤制气及海外市场等新的业务增长点。目前垃圾发电业务省内进展良好, 力拓股权收购正在推进, 其他业务正积极进行技术储备。由于新业务正处拓展阶段, 未来发展进度、成效及与公司协同效应尚需观察。

#### ❑ 盈利预测与评级

根据公司在手订单及项目情况, 不考虑力拓并表, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.56/0.67/0.8 元, 对应 PE 为 39/33/27 倍, 给予“增持”评级。

#### ❑ 风险提示

订单结算不及预期

#### 盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3137	3388	3896	4597
收入同比 (%)	28%	8%	15%	18%
归属母公司净利润	131	207	245	297
净利润同比 (%)	27%	57%	19%	21%
毛利率 (%)	18.7%	19.1%	19.0%	19.0%
ROE (%)	7.4%	7.0%	7.7%	8.6%
每股收益	0.36	0.56	0.67	0.80
P/E	61.26	38.91	32.80	27.13
P/B	4.57	2.72	2.54	2.34
EV/EBITDA	18	22	19	16

资料来源: wind、华安证券研究所

## 附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3,618	4,857	5,273	5,611	<b>营业收入</b>	3,137	3,388	3,896	4,597
现金	403	1,237	1,249	974	营业成本	2,551	2,741	3,155	3,723
应收账款	1,586	1,746	1,882	2,226	营业税金及附加	13	17	19	23
其他应收款	60	75	85	97	销售费用	64	58	70	87
预付账款	178	221	230	204	管理费用	242	254	288	336
存货	1,327	1,522	1,752	2,024	财务费用	85	66	79	91
其他流动资产	66	55	75	86	资产减值损失	49	54	45	43
<b>非流动资产</b>	1,606	1,646	1,757	2,000	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	75	58	64	66	投资净收益	(6)	30	35	40
固定资产	846	793	739	686	<b>营业利润</b>	127	228	274	334
无形资产	98	91	85	79	营业外收入	25	18	18	18
其他非流动资产	587	704	869	1,169	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	5,224	6,503	7,030	7,610	<b>利润总额</b>	150	243	289	349
<b>流动负债</b>	2,763	3,042	3,211	3,531	所得税	18	37	43	52
短期借款	313	310	307	307	<b>净利润</b>	131	207	245	297
应付账款	1,343	1,496	1,722	2,008	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	1,106	1,237	1,182	1,216	<b>归属母公司净利润</b>	131	207	245	297
<b>非流动负债</b>	697	502	646	644	<b>EBITDA</b>	245	354	413	484
长期借款	40	40	40	40	<b>EPS (元)</b>	0.36	0.56	0.67	0.80
其他非流动负	657	462	606	604					
<b>负债合计</b>	3,459	3,544	3,857	4,175					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	167	369	369	369					
资本公积	980	1,787	1,787	1,787					
留存收益	615	802	1,016	1,278					
归属母公司股东权	1,764	2,958	3,172	3,434					
<b>负债和股东权益</b>	5,224	6,503	7,030	7,610					

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.08%	8.00%	15.00%	18.00%
营业利润	25.77%	79.15%	19.86%	22.06%
归属于母公司净利润	27.03%	57.43%	18.65%	20.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.69%	19.09%	19.01%	19.01%
净利率(%)	4.19%	6.11%	6.30%	6.46%
ROE(%)	7.45%	6.99%	7.73%	8.64%
ROIC(%)	13.72%	14.13%	11.94%	12.95%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	66.22%	54.50%	54.87%	54.86%
净负债比率(%)	103.93%	41.52%	47.97%	57.71%
流动比率	1.31	1.60	1.64	1.59
速动比率	0.83	1.10	1.10	1.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.58	0.58	0.63
应收账款周转率	2.36	2.08	2.15	2.21
应付账款周转率	2.56	2.39	2.42	2.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.56	0.67	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.00)	0.42	(0.10)	(0.47)
每股净资产(最新摊薄)	4.78	8.02	8.60	9.31
<b>估值比率</b>				
P/E	61.3	38.9	32.8	27.1
P/B	4.6	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	17.97	21.77	18.83	16.24

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	(1)	153	(35)	(173)
净利润	131	207	245	297
折旧摊销	33	60	60	59
财务费用	63	66	79	91
投资损失	13	(30)	(35)	(40)
营运资金变动	(765)	(203)	(429)	(623)
其他经营现金	523	54	45	43
<b>投资活动现金流</b>	(555)	48	29	39
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(15)	16	(6)	(1)
其他投资现金	(540)	32	35	40
<b>筹资活动现金流</b>	(193)	704	18	(141)
短期借款	(107)	(3)	(3)	(0)
长期借款	(40)	0	0	0
普通股增加	0	202	0	0
资本公积增加	1	808	0	0
其他筹资现金	(46)	(303)	20	(141)
<b>现金净增加额</b>	(749)	905	12	(275)

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。