

2015年4月27日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn
联系人：杨雪 S0350515040001
0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

巴基斯坦布局受益于一带一路，海外订单有望爆发

——华西能源（002630）一季报点评

事件：

2015年4月25日，公司发布2015年一季报，营业收入为6.22亿元，较上年同期下降12.21%，净利润为2947.38万元，较上年同期下降11.87%。公司预计2015年上半年净利润变动幅度为0.00%至50.00%，变动区间为9175.84至13763.76万元。

评论：

1、一季度受收入确认影响，二季度利润增长0-50%

一季度，营业收入为6.22亿元，同比下降12.21%，净利润同比下降11.87%，我们认为，公司一季度业绩下滑主要源于公司主营涉及工程总包业务，收入在各个期间内确认具有一定波动性。公司上半年净利润变动为0.00%至50.00%，二季度同比将恢复正增长。公司累积大量在手海外订单，并且随着运营、垃圾发电等收入累积，公司未来2-3年增长可期。

2、布局巴基斯坦市场，受益“一带一路”，海外订单有望迎来爆发增长

“一带一路”为国内制造业走出国门，为经济带来新增长点的重要国家战略。近期，习近平出访巴基斯坦，不断推进“一带一路”战略落实。中国与巴基斯坦两国关系紧密，建交已超过六十年，巴基斯坦位于丝绸之路经济带与21世纪海上丝绸之路交汇处，为一带一路核心地区之一。4月20、21日，习近平访问巴基斯坦，共签署了51项合作协议和谅解备忘录，总投资计划约460亿美元。巴基斯坦基础设施建设较为落后，电力资源短缺。根据商务部资料，2012年7-9月，巴基斯坦首都平均每日停电4小时，而农村地区停电8-10小时，高峰期电力缺口达40%。电力建设因而成为此次中巴合作重心，涉及装机总量约为16400MW，其中10400MW为早期项目，将于2018年前完工。另一方面，巴基斯坦煤炭资源丰富，煤炭储量在1860亿吨左右，居世界第七位，为发展火电提供了良好基础。

公司在海外业务方面前期准备充分，并已布局巴基斯坦市场，2015年3月27日，公司公告与巴基斯坦 Grange Power Limited公司签署了巴基斯坦150MW燃煤电站项目EPC工程总包合同，约11.83亿元。另外，公司还与巴基斯坦旁遮普省签订合作备忘录，涉及电站总投资约92亿人民币。我们认为，公司海外市场经验丰富，通过进入巴基斯坦市场，有助于公司进一步累积当地市场经验及资源。考虑到巴基斯坦在国家“一带一路”战略中的重要地位，及当地电力投资的快速增长，我们认为，公司将充分受益于“一带一路”战略，并有望迎来海外订单爆发增长。

除巴基斯坦外，公司在印度、泰国、韩国、孟加拉等都有多个大型电站总包跟踪项目，并完成了印度市场驻外布点。2015年1月27日，公司公告中标西非约11.27亿元热力供气EPC总包项目，仅西非、巴基斯坦EPC两个订单，

总金额已超过2014年全年订单。海外大项目金额高，一般执行周期2-3年，可有效推动公司未来2-3年传统业务的增长。

3、传统锅炉制造企业顺利转型，完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”构架打造

公司以煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉的制造为主营业务，是我国二梯队锅炉龙头企业。近年来，公司基于传统锅炉制造业务，开始从事火电站、垃圾发电、生物质发电、余热发电站的工程总包和投资运营业务，同时投资自贡商业银行形成金融配套平台，顺利完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”的构架打造。

4、收购加速发展，垃圾发电项目储备规模已跃居前列

华西能源收购增资博海昕能完成后，公司中标垃圾焚烧发电总量达到日处理1.2万吨，项目质量和数量都跻身国内一流企业行列，公司竞争实力得到大大增强。与此同时，借助博海昕能公司地处沿海发达地区的区域优势和资源优势，可以获取更多潜在的项目订单，有利于公司垃圾发电清洁能源业务板块的跨区域发展，并将形成新的利润增长点。看好华西能源在垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总包+电厂运营”的商业模式，垃圾发电业务有望在未来三年力推公司业绩增长。

5、进军生物质能领域，装备制造和投资运营一体，盈利能力较高

2014年11月7日，华西能源与安能集团签订框架协议，拟合资组建生物质新能源公司，公司出资3亿元，占新建公司65%股权，而安能集团整合其所持有的5家生物质发电子公司出资，占比35%。安能集团在生物质发电领域已有多年的从业经验，目前是国内唯一能做到大规模生物质热电联产的企业。5家子公司已建成生物质电厂合计装机容量15万千瓦，安能集团承诺，2015年实现净利润4,800万元人民币、2016年实现净利润5,000万元人民币、2017年实现净利润5,700万元人民币。

6、公司技术储备丰富，余热利用和清洁煤制气前景值得期待

早在2013年，公司与浙江铂瑞成立各50%股权的合资公司华西铂瑞，目标市场定位于燃气轮机余热发电和清洁煤制气。华西铂瑞完全承接浙江铂瑞突出的设计/研发能力，其核心团队悉数进入华西铂瑞。随着国内环保监管的提高，煤炭清洁高效利用的广阔市场已经启动，优势国内企业也开始切入原本由海外巨头掌握的煤制气技术领域。清洁煤制气替代水煤气或热电联产的煤改气是华西铂瑞中长期更大目标市场，华西能源在人才和技术储备方面已取得先发优势，值得持续关注。

7、投资金融平台，自贡市商业银行盈利能力大大增强

华西能源的工程和运营业务均属于高投资业务，公司投资金融平台，可以非常好地解决公司的融资需求，对公司整个系统的发展形成支持。经过多轮融资，公司目前累计持有自贡市商业银行16.6%的股份，成为其单个第一大股东。自公司扩大资本后，自贡市商业银行的盈利能力大幅提升，有效提振公司未来几年业绩增速。

8、盈利预测与评级

预计公司2015-2017年EPS分别为0.9元、1.15元、1.41元，看好公司海外扩张前景，看好华西能源在四川省内的垃圾发电项目资源优势，以及其“设备制造+工程总包+电厂运营”的商业模式，看好公司与安能集团合作强势进军生物质能领域，维持“买入”评级。

9、风险提示 海外项目开发进度低于预期；传统锅炉业务受宏观经济影响收入下滑；并购进程低于预期。

表 1、主要财务指标预测

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	3269	4700	5811	6417
增长率(%)	4%	44%	24%	10%
净利润(百万元)	149	333	426	522
增长率(%)	13%	123%	28%	22%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.90	1.15	1.41
ROE(%)	5.44%	11.18%	13.02%	14.34%

资料来源: 国海证券研究所

表 2、华西能源垃圾发电项目

特许经营项目	投资金额(亿元)	规模(t/d)
自贡垃圾发电项目	3.5	1200
广安垃圾发电项目	4.91	1200
玉林垃圾发电项目	4.3	800
射洪垃圾发电项目	2.8	700
张掖垃圾发电项目	3.3	500

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 3、博海昕能部分垃圾发电项目

项目名称	投资金额(亿元)	规模(t/d)
四川广元城市生活垃圾焚烧发电厂	4.9	1050
广东四会垃圾焚烧发电厂	4.6	1050
黑龙江佳木斯垃圾焚烧发电厂	6.3	1500

资料来源: 公司网站、国海证券研究所

表 4、安能集团生物质发电项目(含储备项目)

项目名称	项目状态	投资金额(亿元)	总装机(MW)
安能(钟祥)生物质发电项目	建成	2.5	2*15
安能(屈家岭)生物质发电项目	建成	2.8	1*30
安能(宜昌)生物质热电项目	建成	3	2*15
安能(枣阳)生物质发电项目	在建	2.7	1*30
安能(大悟)生物质发电项目	建成	3	1*30
安能(仙桃)生物质发电项目	在建	2.6	2*15
安能(老河口)生物质发电项目	建成	3.2	2*15
安能(襄州)生物质发电项目	在建	2.5	2*12
总计		22.3	234

资料来源: 网络资料

表 5、2015-2017 年盈利预测

证券代码:	002630.sz	股票价格:	23.81	投资评级:	买入	日期:	2015/4/26		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	11%	13%	14%	EPS	0.40	0.90	1.15	1.41
毛利率	19%	20%	20%	19%	BVPS	7.43	8.06	8.87	9.86
期间费率	13%	12%	12%	11%	估值				
销售净利率	5%	7%	7%	8%	P/E	58.92	26.40	20.62	16.84
成长能力					P/B	3.20	2.95	2.68	2.41
收入增长率	4%	44%	24%	10%	P/S	2.69	1.87	1.51	1.37
利润增长率	13%	123%	28%	22%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.46	0.49	0.54	0.55	营业收入	3269	4700	5811	6417
应收账款周转率	1.36	1.46	1.55	1.62	营业成本	2658	3774	4668	5176
存货周转率	1.13	1.46	1.52	1.59	营业税金及附加	16	14	17	19
偿债能力					销售费用	62	103	116	122
资产负债率	62%	69%	70%	69%	管理费用	246	348	430	475
流动比	1.43	1.30	1.22	1.19	财务费用	92	113	115	115
速动比	0.80	0.78	0.70	0.69	其他费用/(-收入)	(36)	20	10	72
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	157	368	474	583
现金及现金等价物	364	431	176	192	营业外净收支	11	10	10	10
应收款项	2410	3219	3741	3956	利润总额	169	378	484	593
存货净额	2357	2595	3081	3274	所得税费用	20	45	58	71
其他流动资产	181	260	322	355	净利润	149	333	426	522
流动资产合计	5312	6505	7320	7776	少数股东损益	(0)	0	0	0
固定资产	957	1901	2411	2770	归属于母公司净利润	149	333	426	522
在建工程	141	341	321	401	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	96	96	86	77	经营活动现金流	(541)	617	553	851
长期股权投资	592	592	592	592	净利润	149	333	426	522
资产总计	7165	9502	10797	11683	少数股东权益	(0)	0	0	0
短期借款	395	395	395	395	折旧摊销	43	105	200	250
应付款项	2627	3692	4502	4921	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	548	788	974	1076	营运资金变动	(733)	179	(73)	79
其他流动负债	141	141	141	141	投资活动现金流	(283)	(1144)	(490)	(439)
流动负债合计	3711	5016	6013	6533	资本支出	(206)	(1144)	(490)	(439)
长期借款及应付债券	602	1402	1402	1402	长期投资	(518)	0	0	0
其他长期负债	109	109	109	109	其他	440	0	0	0
长期负债合计	711	1511	1511	1511	筹资活动现金流	891	700	(128)	(157)
负债合计	4422	6527	7524	8044	债务融资	43	800	0	0
股本	369	369	369	369	权益融资	847	0	0	0
股东权益	2743	2976	3274	3639	其它	1	(100)	(128)	(157)
负债和股东权益总计	7165	9503	10798	11683	现金净增加额	67	173	(65)	255

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备新能源及公用事业环保小组介绍】

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，任电力设备与新能源组长，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。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

何魏伟：中山大学金融学硕士、武汉大学工学学士，两年核电工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师，2014年水晶球公用事业及环保行业第五名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

【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%。