

2015年7月10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
证券分析师：杨雪 S0350515040001
0755-83700205yangx@ghzq.com.cn

新获泰国垃圾发电订单，底部价值区间凸显

——华西能源（002630）事件点评

事件：

7月9日，公司公告签署了《泰国SPS1999公司9.5MW生活垃圾焚烧发电项目EPC总包合同》，合同总金额约6.67亿人民币，占公司2014年营业收入的20.41%，公司股票于7月10日复牌。

评论：

1、“一带一路”战略继续推进，未来海外订单有望继续增长

公司海外订单充裕，此次公司新获泰国垃圾发电焚烧项目EPC订单，合同金额为6.67亿元，公司今年大额海外订单还包括2015年1月27日公告中标西非约11.27亿元热力供气EPC总包项目，以及2015年3月27日公告与巴基斯坦 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，金额约11.83亿元。仅此三项海外订单金额总和为29.77亿元，为公司2014营业收入的91.07%，大幅超过公司2014年全年订单。此外，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。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。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。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，公司“一带一路”布局充分，未来海外订单有望继续增长。

2、低估值具安全边际，当前价格接近非公开发行价

我们预计公司2015年归属于母公司净利润为3.33亿元（未考虑非公开发行收购天河环保影响），公司拟非公开发行收购天河环保60%股权，考虑其2015年业绩承诺2.005亿元，以此为基础，并计算增发对总股本、利润影响，公司2015净利润对应当前股价PE约为25倍，安全边际显著。公司非公开发行收购天河环保股权并募集配套资金方案中，发行价格9.14元/股（权益分配后），锁定三年，目前公司股价为10.47元/股，已接近非公开发行价格。我们认为目前公司估值合理，具备较高安全边际。

3、非公开发行增厚业绩，收购天河环境

公司前期公告非公开发行方案，拟收购天河环境60%股权，作价16.8亿元，并募集配套资金，天河环境承诺，2015-2017公司扣非后净利润分别为20,047万元、25,916万元和33,930万元。对应收购价格PE分别为13.97倍、10.80倍以及8.25倍，考虑到非公开发行价格与目前股价接近，我们认为，此次收购估值合理，有利于增厚公司业绩，并且未来协同效用将有望进一步巩固二者业绩。天河环境是国内少数具有催化剂再生技术公司之一，随着近零排政策逐步实施，达到新脱硝标准需加大催化剂用量，利好回收再利用市场并扩大整体市场规模。另外，天河环境重型柴油车SCR脱硝催化剂主体配方已完成研发，将投资年产30万吨重型柴油车位器净化SCR脱硝催化剂生产项目，随机动车柴油标准推出，柴油尾气脱硝市场有望开启。

4、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。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，垃圾发电项目储备规模已跃居前列，同时公司投资自贡商业银行形成金融配套平台。

5、盈利预测与评级

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元、0.71 元（暂未考虑非公开发行收购天河环保业绩增厚及摊薄），对应当前股价 PE 为 23.22、18.13、14.81 倍，我们看好公司海外扩张前景，公司在四川省内的垃圾发电项目具备资源优势，并与安能集团合作强势进军生物质能领域，完成“设备制造+工程总包+电厂运营”的商业模式，维持“买入”评级。

6、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。

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	0.45	0.58	0.71
ROE(%)	5.44%	11.18%	13.02%	14.34%

2015-2017年盈利预测（暂未考虑非公开发行收购天河环保业绩增厚及摊薄）

证券代码:	002630.sz				股票价格:	10.47	投资评级:	买入	日期:	2015/7/10
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	0.45	0.58	0.71	
毛利率	19%	20%	20%	19%	BVPS	7.43	4.03	4.44	4.93	
期间费率	13%	12%	12%	11%	估值					
销售净利率	5%	7%	7%	8%	P/E	25.91	23.22	18.13	14.81	
成长能力					P/B	1.41	2.60	2.36	2.12	
收入增长率	4%	44%	24%	10%	P/S	1.18	1.64	1.33	1.20	
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	738	738	738	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，杨雪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%。