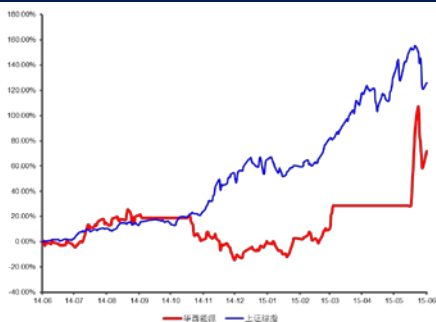


2015年10月12日

华西能源（002630）临时公告点评

评级：强烈推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

2015/6/24 环保平台不断夯实，未来有望持续发力

2015/7/8 深度报告：优秀的清洁能源一体化方案服务商

2015/7/11 海外总包持续发力，迎来订单潮

2015/7/16 海外总包再擒大单，彰显拿单实力

2015/8/4 再获海外大订单，前期逻辑不断兑现

2015/8/24 订单再超预期，确保未来高速增长

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

马宝德

电话：0510-82833217

Email: mabd@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司公告：公司拟出资 2,958 万美元增资巴基斯坦 Grange Power Limited 公司，本次增资完成后，公司将持有 Grange Power Limited 公司 51% 的股权，成为其控股股东，公司将全面负责巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目的投资、建设、运营。前期的投资逻辑不断兑现，公司继续加码海外项目投资，锅炉总包业务有望持续发力，目前估值优势仍然明显，迎来较好的投资时点，继续维持强烈推荐。

主要投资逻辑

- 加码海外项目公司，以大股东身份参与 EPC 工程总包，更好的降低工程建设成本，并持续提升未来运营服务收入的比重。公司前期于 2015 年 3 月 27 日与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司签署了《巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包合同》，合同总金额 19,270 万美元（折合人民币约 11.83 亿元），根据上述 EPC 工程总包合同，公司负责巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包，本次增资完成后，华西能源将持有标的公司 51% 的股权，成为其控股股东，公司将全面负责巴基斯坦 GP 电站项目的投资、建设、运营。该项目本身质量较高，回报率可观。巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目预计总投资 2.34 亿美元，其中项目资本金投入预计 5,865 万美元，其余资金通过融资方式获得，项目工期预计 29 个月。根据巴基斯坦电力政策，火电项目投资年资本金回报率为 24.5%；根据 GP 公司财务模型预测，项目建成投产后，预计前 10 年年均可实现利润约为 2,300 万美元。项目投资回报率较高，具有较好的经济效益。公司通过投资入股以大股东身份参与 EPC 工程总包和电厂运营，可以充分发挥公司在电站 EPC 工程总包、电厂运营方面的技术和管理优势，更好的控制 EPC 工程进度、缩短工程建设周期；通过内部挖潜和精心组织，更好地降低 EPC 工

程建设成本；另外巴基斯坦 GP 电站项目是公司首个海外直接投资并控股的 BOT 电站项目。通过对项目的投资、建设、运营，改变了公司原有海外项目单纯设备供货或 EPC 工程总包的经营模式，有利于提高公司运营服务业务收入比重，形成长期稳定、持续的收入来源以及新的利润增长点，对公司未来的经营业绩将产生积极的影响。

- **示范效应将逐步放大，有利于公司进一步拓展海外市场。**本次巴基斯坦 GP 电站项目是巴基斯坦近二十年第一个获得政府支持函的高效节能清洁燃烧发电项目，是中巴经济走廊第一个由民营企业投资的火电项目。项目的建设和实施有利于公司进一步拓展国际市场，提升公司在“一带一路”重点区域国家电力能源市场的品牌影响力和竞争力，促进公司投资运营业务的快速发展。该项目如果成功建成，将建成良好的示范项目试点，将为公司海外市场开展更加有利和广泛的合作和拓展。
- **市值空间巨大，维持“强烈推荐”评级。**如果考虑到天河环境并表及增发摊薄因素，我们预计15、16、17年EPS分别为0.43元、0.62元、0.87元，我们看好公司未来长期的发展空间，锅炉总包订单频频推动业绩增长，未来的海外业务布局仍将加码，目前仍然具备较大的估值优势，是值得持续跟踪的投资标的，我们继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**项目订单量不达预期的风险，开工进度慢于预期的风险，宏观经济下行的风险，收购进展不达预期的风险。

盈利预测

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,136.97	3,268.59	4,604.31	7,205.17	9,945.95	现金	402.90	363.73	250.00	220.00	200.00
YOY(%)	28.1%	4.2%	40.9%	56.5%	38.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,550.75	2,657.83	3,448.67	5,583.26	7,749.23	应收款项净额	1,709.40	2,410.04	3,394.91	5,312.61	7,333.48
营业税金及附加	13.35	16.15	22.56	35.31	48.74	存货	1,326.71	2,356.73	3,037.75	4,950.10	6,896.65
销售费用	63.73	62.39	90.24	141.94	196.93	其他流动资产	(3,437.44)	(5,127.61)	(7,223.03)	(11,303.14)	(15,602.74)
占营业收入比(%)	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	流动资产总额	1.57	2.89	1,321.93	4,292.80	7,453.14
管理费用	242.01	246.29	349.93	548.31	757.88	固定资产净值	895.79	1,029.40	1,009.67	861.70	652.84
占营业收入比(%)	7.7%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	减:资产减值准备	49.31	72.47	71.08	60.66	45.96
EBIT	265.24	283.25	689.06	892.52	1,189.34	固定资产净额	846.48	956.93	938.59	801.03	606.88
财务费用	84.70	92.32	125.70	129.31	149.06	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.7%	2.8%	2.7%	1.8%	1.5%	在建工程	45.60	141.33	18.20	(0.34)	(2.01)
资产减值损失	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.65)	36.36	50.00	80.00	130.00	固定资产总额	892.08	1,098.26	956.79	800.69	604.87
营业利润	127.47	157.49	515.37	733.21	1,020.28	无形资产	97.65	96.03	92.19	88.35	84.51
营业外净收入	22.06	11.17	11.17	11.17	11.17	长期股权投资	74.71	592.34	592.34	592.34	592.34
利润总额	149.53	168.67	526.54	744.38	1,031.45	其他长期资产	4,157.72	5,374.99	5,374.99	5,374.99	5,374.99
所得税	18.13	19.57	61.08	86.35	119.65	资产总额	5,223.73	7,164.51	8,338.24	11,149.17	14,109.85
所得税率(%)	12.1%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	循环贷款	353.00	435.00	600.00	700.00	900.00
净利润	131.40	149.10	465.46	658.03	911.80	应付款项	1,921.76	2,626.80	3,385.87	5,517.36	7,686.98
占营业收入比(%)	4.2%	4.6%	10.1%	9.1%	9.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.02)	(0.02)	80.00	104.00	132.00	其他流动负债	487.84	649.19	846.12	1,372.81	1,911.13
归属母公司净利润	131.42	149.12	385.46	554.03	779.80	流动负债	2,762.60	3,710.99	4,831.98	7,590.17	10,498.11
YOY(%)	27.0%	13.5%	158.5%	43.7%	40.8%	长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.15	0.17	0.43	0.62	0.87	应付债券	600.31	601.70	601.70	601.70	601.70
						其他长期负债	56.41	109.15	161.89	214.63	267.37
						负债总额	3,459.32	4,421.84	5,595.57	8,406.50	11,367.18
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力						股东权益	1,763.66	2,741.93	2,741.93	2,741.93	2,741.93
营业收入	28.1%	4.2%	40.9%	56.5%	38.0%	负债和股东权益	5,222.98	7,163.77	8,337.50	11,148.43	14,109.11
营业利润	25.8%	23.6%	227.2%	42.3%	39.2%						
净利润	27.0%	13.5%	158.5%	43.7%	40.8%	现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
获利能力						税后利润	131.42	149.12	385.46	554.03	779.80
毛利率(%)	18.7%	18.7%	25.1%	22.5%	22.1%	加:少数股东损益	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
净利率(%)	4.2%	4.6%	10.1%	9.1%	9.2%	公允价值变动	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00
ROE(%)	7.5%	5.4%	14.1%	20.2%	28.4%	折旧和摊销	33.16	42.87	80.20	90.36	94.37
ROA(%)	2.5%	2.1%	4.6%	5.0%	5.5%	营运资金的变动	-746.89	-315.47	1,436.86	2,950.57	3,078.16
偿债能力						经营活动现金流	-533.01	-51.02	2,000.52	3,704.96	4,102.32
流动比率	0.00	0.00	0.27	0.57	0.71	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	-0.48	-0.63	-0.36	-0.09	0.05	长期股权投资	-14.86	-517.63	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	66.2%	61.7%	67.1%	75.4%	80.6%	固定资产投资	0.00	-197.06	-31.50	-30.00	-30.00
营运能力						投资活动现金流	-14.86	-714.69	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	60.1%	45.6%	55.2%	64.6%	70.5%	股权融资	-0.01	847.28	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	198.90	269.13	269.13	269.13	269.13	长期贷款的增加/(减少)	-40.00	-40.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	191.19	326.60	326.60	326.60	326.60	公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						股利分配	-84.64	-90.80	-385.46	-554.03	-779.80
每股收益	0.15	0.17	0.43	0.62	0.87	计入循环贷款前融资活动	-124.65	716.48	-385.46	-554.03	-779.80
每股净资产	1.96	3.05	3.05	3.05	3.05	循环贷款的增加(减少)	31.92	140.86	165.00	100.00	200.00
估值比率						融资活动现金流	-217.37	726.54	-220.46	-454.03	-579.80
P/E	70.6	62.2	24.1	16.7	11.9	现金净变动额	-765.24	-39.17	1,748.56	3,220.93	3,492.52
P/B	5.3	3.4	3.4	3.4	3.4						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。