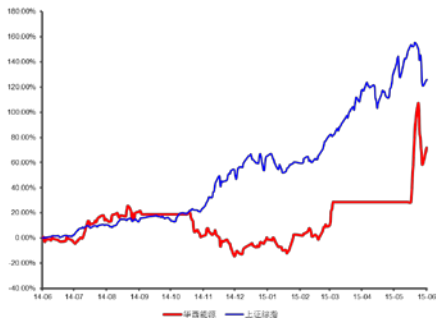


2015年10月23日

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：

2015/7/8 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

2015/10/13 增资海外项目公司，力度再超预期

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 3,000 万美元在香港投资设立全资子公司—华西能源（香港）国际投资股份有限公司，专业承接和负责公司海外电站项目、清洁能源项目等重大项目的投融资、咨询、管理，海外项目的投资、兼并和收购业务。前期的投资逻辑不断兑现，公司继续加码海外项目投融资，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

- **加码海外项目公司投融资力度，锅炉总包业务的海外布局步步为营。**公司拟出资3000万美元在香港投资设立全资子公司—华西能源（香港）国际投资股份有限公司，通过投资设立香港全资子公司，可以充分利用香港金融市场资金成本优势和税收优惠政策，建立华西能源海外投融资平台，降低公司海外 EPC、BOT项目的投融资成本。本次拟设立的华西能源（香港）国际投资股份有限公司其未来业务重点将作为公司海外 BOT 项目的投资融资平台，满足公司海外 BOT 项目投融资需要；原已注册成立的华西能源（香港）国际控股有限公司将作为公司海外 BOT 项目的工程总承包方，以符合项目所在地国家对同一公司在同一项目中既做总包商，同时又做投资方的相关限制要求。今年以来公司不断加码海外锅炉总包业务的布局，步步为营，加快海外的投融资力度，推动总包业务快速增长。
- **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，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 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 资产负债表 | 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 | 减: 资产减值准备 | 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% | 固定资产净额 | 846.48 | 956.93 | 938.59 | 801.03 | 606.88 |
| EBIT | 265.24 | 283.25 | 689.06 | 892.52 | 1,189.34 | 工程物资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 84.70 | 92.32 | 125.70 | 129.31 | 149.06 | 在建工程 | 45.60 | 141.33 | 18.20 | (0.34) | (2.01) |
| 占营业收入比(%) | 2.7% | 2.8% | 2.7% | 1.8% | 1.5% | 固定资产清理 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 49.31 | 72.47 | 98.00 | 110.00 | 150.00 | 固定资产总额 | 892.08 | 1,098.26 | 956.79 | 800.69 | 604.87 |
| 投资净收益 | (5.65) | 36.36 | 50.00 | 80.00 | 130.00 | 无形资产 | 97.65 | 96.03 | 92.19 | 88.35 | 84.51 |
| 营业利润 | 127.47 | 157.49 | 515.37 | 733.21 | 1,020.28 | 长期股权投资 | 74.71 | 592.34 | 592.34 | 592.34 | 592.34 |
| 营业外净收入 | 22.06 | 11.17 | 11.17 | 11.17 | 11.17 | 其他长期资产 | 4,157.72 | 5,374.99 | 5,374.99 | 5,374.99 | 5,374.99 |
| 利润总额 | 149.53 | 168.67 | 526.54 | 744.38 | 1,031.45 | 资产总额 | 5,223.73 | 7,164.51 | 8,338.24 | 11,149.17 | 14,109.85 |
| 所得税 | 18.13 | 19.57 | 61.08 | 86.35 | 119.65 | 循环贷款 | 353.00 | 435.00 | 600.00 | 700.00 | 900.00 |
| 所得税率(%) | 12.1% | 11.6% | 11.6% | 11.6% | 11.6% | 应付款项 | 1,921.76 | 2,626.80 | 3,385.87 | 5,517.36 | 7,686.98 |
| 净利润 | 131.40 | 149.10 | 465.46 | 658.03 | 911.80 | 预提费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 占营业收入比(%) | 4.2% | 4.6% | 10.1% | 9.1% | 9.2% | 其他流动负债 | 487.84 | 649.19 | 846.12 | 1,372.81 | 1,911.13 |
| 少数股东损益 | (0.02) | (0.02) | 80.00 | 104.00 | 132.00 | 流动负债 | 2,762.60 | 3,710.99 | 4,831.98 | 7,590.17 | 10,498.11 |
| 归属母公司净利润 | 131.42 | 149.12 | 385.46 | 554.03 | 779.80 | 长期借款 | 40.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| YOY(%) | 27.0% | 13.5% | 158.5% | 43.7% | 40.8% | 应付债券 | 600.31 | 601.70 | 601.70 | 601.70 | 601.70 |
| EPS (元) | 0.15 | 0.17 | 0.43 | 0.62 | 0.87 | 其他长期负债 | 56.41 | 109.15 | 161.89 | 214.63 | 267.37 |
| 主要财务比率 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 负债总额 | 3,459.32 | 4,421.84 | 5,595.57 | 8,406.50 | 11,367.18 |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业收入 | 28.1% | 4.2% | 40.9% | 56.5% | 38.0% | 股东权益 | 1,763.66 | 2,741.93 | 2,741.93 | 2,741.93 | 2,741.93 |
| 营业利润 | 25.8% | 23.6% | 227.2% | 42.3% | 39.2% | 负债和股东权益 | 5,222.98 | 7,163.77 | 8,337.50 | 11,148.43 | 14,109.11 |
| 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 | -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 | 75.1 | 66.2 | 25.6 | 17.8 | 12.7 | 现金净变动额 | -765.24 | -39.17 | 1,748.56 | 3,220.93 | 3,492.52 |
| P/B | 5.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | | | | | | |

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。