

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 华西能源（002630.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持 2015.10.23

**范海波** CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 63081252  
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师  
执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 63081085  
邮箱: wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 行业分析师  
执业编号: S1500514080001  
联系电话: +86 10 63080936  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

**王伟** 行业分析师  
执业编号: S1500515070001  
联系电话: +86 10 63081273  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

**相关研究**  
《多领域拓业务，“一带一路”促业绩》  
2015.10.23

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心  
邮编: 100031

## 海内外大单铺路，业绩增长可期

2015年10月28日

**事件:** 2015年10月28日,华西能源发布2015年三季报。2015年1-9月,公司完成营业收入27.06亿元,同比增长20.03%。实现归属于母公司所有者净利润1.88亿元,同比增长48.85%。完成基本每股收益0.255元。

### 点评:

- **受益一带一路，EPC总包业务超预期频现。**公司2015年海外新增订单取得大幅突破，1-8月，公司先后签订德国、巴基斯坦、泰国、塞内加尔和新疆等地的EPC总包项目，合同累计85.44亿元，是公司2014年全年营业收入的2.6倍，全年总包业务收入的近10倍。公司受益一带一路政策，已签订的重大经营业务合同为公司提前锁定16-17年业绩，业务收入增长可期。
- **在港设全资子公司，协助执行海外EPC项目。**日前，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。在港设立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，降低海外EPC、BOT项目的投融资成本；并且可以满足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，有助于公司海外EPC项目的顺利执行。
- **携手天河，进军脱硝催化剂领域。**2015年6月8日公司发布非公开发行股预案，部分资金用于收购天河环境60%股权（16.8亿元），目前已获得证监会的受理，正在审批中。天河环境是目前国内仅有的几家能同时制造蜂窝式及平板式脱硝催化剂的供应商之一，在我国大气治理趋严的政策环境下，我们看好其在脱硝催化剂市场具有重大增长机遇。华西能源和天河环境的产品，锅炉和脱硝催化剂分属能源产业链条的能源转换和烟气治理环节，两公司主要下游行业均为电力及其他工业领域，客户具有较高的一致性，有助于发挥协同效应，提升核心竞争力。天河环境15-17年承诺净利润为2亿元、2.59亿元和3.39亿元。华西能源14年净利润为1.49亿元，如本次收购成功，将大幅提高公司净利润。
- **盈利预测及评级:**按照公司最新股本，我们预测公司15-17年实现EPS为0.33、0.38、0.43元。按照2015年10月27日收盘价，对应PE分别为37、32、28倍。继续维持“增持”评级。
- **风险因素:**政策风险；项目风险；财务风险；定向增发和收购整合风险；市场竞争风险。

### 公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3136.97	3268.59	3547.30	4195.77	4548.52
增长率 YoY %	28.08	4.20	8.53	18.28	8.41
归属母公司净利润(百万元)	131.40	149.10	243.23	282.64	315.37
增长率 YoY%	27.03	13.47	63.11	16.20	11.58
毛利率%	18.69	18.69	19.30	18.81	18.90
净资产收益率 ROE%	7.71	6.62	8.61	9.27	9.42
每股收益 EPS(元)	0.18	0.20	0.33	0.38	0.43
市盈率 P/E(倍)	68	60	37	32	28
市净率 P/B(倍)	2.5	1.6	3.1	2.8	2.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 10 月 27 日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3,618.00	5,311.51	5,682.02	6,588.48	7,364.06
货币资金	402.90	363.73	1,043.38	1,323.18	1,673.28
应收票据	123.79	40.38	42.57	50.35	54.58
应收账款	1,525.95	2,209.61	1,951.01	2,097.89	2,274.26
预付账款	177.62	180.25	194.14	231.03	250.16
存货	1,326.71	2,356.73	2,290.11	2,725.23	2,950.97
其他	61.02	160.81	160.81	160.81	160.81
非流动资产	1,605.73	1,853.00	1,855.53	1,826.55	1,759.70
长期投资	74.71	592.34	592.34	592.34	592.34
固定资产	846.48	956.93	817.60	853.57	781.72
无形资产	97.65	96.03	95.25	93.10	89.59
其他	586.90	207.70	350.34	287.53	296.05
资产总计	5,223.73	7,164.51	7,537.55	8,415.03	9,123.76
流动负债	2,762.60	3,710.99	3,917.94	4,512.77	4,906.13
短期借款	313.00	395.00	395.00	395.00	395.00
应付账款	1,343.29	2,001.79	2,156.04	2,565.68	2,778.21
其他	1,106.30	1,314.20	1,366.90	1,552.09	1,732.92
非流动负债	696.72	710.85	710.85	710.85	710.85
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	656.72	710.85	710.85	710.85	710.85
负债合计	3,459.32	4,421.84	4,628.79	5,223.63	5,616.99
少数股东权益	0.75	0.73	0.73	0.73	0.73
归属母公司股东权益	1,763.66	2,741.93	2,908.03	3,190.67	3,506.04
负债和股东权益	5223.73	7164.51	7537.55	8415.03	9123.76

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,136.97	3,268.59	3,547.30	4,195.77	4,548.52
同比	28.08%	4.20%	8.53%	18.28%	8.41%
归属母公司净利润	131.42	149.12	243.23	282.64	315.37
同比	27.03%	13.47%	63.11%	16.20%	11.58%
毛利率	18.69%	18.69%	19.30%	18.81%	18.90%
ROE	7.71%	6.62%	8.61%	9.27%	9.42%
每股收益(元)	0.36	0.20	0.33	0.38	0.43
P/E	68	60	37	32	28
P/B	2.5	1.6	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	12.30	19.84	17.35	15.08	13.31

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,136.97	3,268.59	3,547.30	4,195.77	4,548.52
营业成本	2,550.75	2,657.83	2,862.64	3,406.53	3,688.71
营业税金及附加	13.35	16.15	17.53	20.74	22.48
营业费用	63.73	62.39	63.85	75.52	81.87
管理费用	242.01	246.29	241.22	285.31	309.30
财务费用	84.70	92.32	71.58	67.95	63.72
资产减值损失	49.31	72.47	63.02	67.76	73.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-5.65	36.36	36.50	36.60	36.60
营业利润	127.47	157.49	263.97	308.56	345.58
营业外收入	24.62	11.50	11.50	11.50	11.50
营业外支出	2.56	0.33	0.33	0.33	0.33
利润总额	149.53	168.67	275.15	319.73	356.76
所得税	18.13	19.57	31.92	37.09	41.39
净利润	131.40	149.10	243.23	282.64	315.37
少数股东损益	-0.02	-0.02	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	131.42	149.12	243.23	282.64	315.37
EBITDA	245.70	278.17	576.53	663.29	751.57
EPS (摊薄)	0.18	0.20	0.33	0.38	0.43

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-1.35	-540.93	1,016.81	549.84	632.86
净利润	131.40	149.10	243.23	282.64	315.37
折旧摊销	33.16	42.87	238.54	277.44	330.88
财务费用	63.01	66.63	62.84	66.12	63.93
投资损失	5.65	-36.36	-36.50	-36.60	-36.60
营运资金变动	-282.64	-817.98	453.07	-99.58	-105.58
其它	41.02	54.81	55.63	59.82	64.86
投资活动现金流	-555.26	-283.50	-204.04	-203.91	-218.83
资本支出	-62.00	-305.68	-240.55	-240.51	-255.43
长期投资	0.00	0.00	36.50	36.60	36.60
其他	-493.26	22.18	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-192.54	798.48	-133.05	-59.25	-59.25
吸收投资	0.00	847.28	0.00	0.00	0.00
借款	-107.00	42.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	84.64	90.80	133.05	59.25	59.25
现金净增加额	-749.16	-29.51	676.12	279.80	350.10

## 分析师简介

**范海波**，CFA，行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪** 行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券。

**丁士涛**，行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

**王伟** 行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，现从事钢铁、有色金属行业研究工作。

## 环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华西能源	002630	东江环保	002672	桑德环境	000826	瀚蓝环境	600323	盛运股份	300090
凯美特气	002549	迪森股份	300335	三维丝	300056	雪迪龙	002658	先河环保	300137
国中水务	600187	中科健	000035	龙净环保	600388	格林美	002340		

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。