

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  
 0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

## 实际控制人巨额增持显信心，低估值受益环保政策催化

### ——华西能源（002630）点评

#### 事件：

公司公告，实际控制人黎仁超先生12月1日、12月2日通过鲲鹏9号资管计划增持公司股份806.84万股，增持金额10,128.79万元，占公司总股本1.0933%。

#### 评论：

##### 1、实际控制人大幅增持彰显对公司信心

公司曾于今年7月10日披露增持计划，公司实际控制人与高管拟在2015年7月11日至2016年1月10日间增持公司股份不低于20,500万元。此次增持后，相应人员增持金额总计已达13,125.79万元，未来仍具有进一步增持需求，以完成计划。我们认为，公司实际控制人与高管巨额增持计划落实，以及此次实际控制人增持金额高达10,128.79万元，反映对公司未来发展信心。

表1、公司股东、高管增持情况

增持日期	股东名称	股东类型	增持数量 (万股)	变动数量占 总股本比例	交易平均价 (元/股)	增持金额 (万元)
2015-7-7	黄有全	董事/高管	94.00	0.13%	10.58	999.00
2015-7-7	毛继红	董事/高管	188.04	0.25%	10.58	1,998.00
2015-12-1	黎仁超	实际控制人	50.30	0.068%	12.36	621.82
2015-12-2	黎仁超	实际控制人	756.54	1.0251%	12.57	9,506.97
总计			1088.88	1.4731%		13,125.79

数据来源：公司公告、国海证券研究所

##### 2、在手订单丰富奠定明年业绩基础，具低估值优势

公司今年新签订合同金额已达85.4亿元，其中海外的大额订单（西非、巴基斯坦、泰国）总金额已达到75.24亿人民币，占2014年营业收入230.17%，远超去年全年订单，另外公司与巴基斯坦旁遮普省签订合作备忘录，涉电站总投资约92亿，一带一路布局充分，未来有望进一步获得海外订单。另一方面，公司在手海外订多为生效合同，且以美元计价，我们预计，海外订单净利率一般高于国内，可达到7%-8%水平，而考虑到近期人民币贬值幅度约5%，公司海外合同净利润率预计将进一步提升，可达12%-13%水平，仅公司本年签订海外订单将给公司带来9-10亿净利润，海外订单执行周期为2-3年，我们预计，公司仅本年新签订海外订单，未来三年内，预计每年将贡献超过3亿元净利润。

表 2、公司今年以来公告的重大合同

合同签订日期	性质	合同内容	项目建设周期	合同金额(亿人民币)
2015. 8. 18	国内	新疆其亚铝电 6×360MW 超临界燃煤机组锅炉设备供货	一期 2016. 11. 30 日前交货完毕	10. 2 (一期 3. 4 亿元)
2015. 8. 1	海外	西非塞内加尔 AESA 3x120MW 洁净高效电厂 EPC 工程总包	开工之日起 30 个月	34. 96
2015. 7. 11	海外	泰国 SPS1999 公司 Janseanchai、pangku、pha-inhaeng 9.5MW 生活垃圾焚烧发电总包	开工之日起的 20 个月	10. 51
2015. 7. 9	海外	泰国 SPS1999 公司孔敬府、乌东塔尼府 9.5MW 生活垃圾焚烧发电总包	开工之日起的 18 个月	6. 67
2015. 3. 27	海外	巴基斯坦 Grange Power 150MW 燃煤电站项目 EPC 工程总包	合同生效后的 29 个月	11. 83
2015. 1. 26	海外	西非 1000t/h 热力供汽 EPC 工程总包	两年	11. 27
总计				85. 44

数据来源：公司公告、国海证券研究所

同时，公司此前与安能集团合作生物质发电项目，承诺 2015-2017 净利润不低于 4,800 万、5,000 万、5,700 万元人民币。另外，公司持有自贡市商业银行 16.6% 的股份，今年 1-3 季度已为公司贡献投资收益 4820.55 万元，同比增速 110.27%，我们预计，明年自贡商业银行也将为公司贡献接近 1 亿元净利润。我们预计，仅考虑现有业务，未考虑非公开发行影响，公司明年将实现 4.5-5 亿元，对应公司目前 100 亿左右市值，预计明年对应估值为 22.2-25 倍 PE。我们认为，公司估值较低，具有较高安全边际。

另外，公司前期公告非公开发行方案，拟收购天河环境 60% 股权，进入汽车尾气脱硝领域，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。天河环境承诺，2015-2017 公司扣非后净利润不低于 20,047 万元、25,916 万元和 33,930 万元，有利于进一步增厚公司业绩，此次非公开发行价格为 9.14 元/股，锁定期长达三年，为公司股价奠定安全边际。假设考虑非公开发行，明年公司净利润预计将达到约 6 亿元，非公开发行完成后公司总股本将达到 10.61 万股，对应当前股价市值为 145 亿元，预计明年对应估值约为 24 倍 PE，公司当前股价仍具有估值优势。

### 3、环保行业明年有望迎来多重政策催化

今年入冬以来，北方多地出现严重雾霾天气，环保行业关注度提升，同时，明年一季度预计将为环保政策出台高峰期，我们看好环保行业今年四季度到明年一季度间表现。另外，从中长期来看，环保行业“十二五”期间总投资预计为 5 万亿，而环保部官员表示，“十三五”期间总投资预计为 17 万亿，我们认为环保行业有望承担国家稳增长重任，未来将具备较高行业增速。公司布局包括生物质发电、垃圾发电等领域，并拟通过收购天河环境进入脱硝催化剂还原再生与汽车尾气脱硝领域，都有望迎来政策催化。

生物质领域，根据《可再生能源中长期发展规划》，2020 年全国生物质发电装机容量将达到 3000 万千瓦，而“十二五”规划 2015 年政策目标为总装机 1300 万千瓦，按政策目标计，生物质发电对应未来五年复合增长率约 18.2%。另外，生物质发电布局有望于碳排放交易市场建立，根据我们测算，公司垃圾发电在建、储备项目约 1.2 万吨/日，对应潜在 CCER 收入约 2400 万元/年，生物质发电及储备项目装机 234MW，对应潜在收入约 2343-3120 万元/年。另外，中国雾霾问题严重，“十二五”规划目标为地级以上城市空气质量达二级标准以上比例 ≥ 80%，而环

保部部长陈吉宁表示，达标比例目前不足 20%，预计空气质量改善将成为“十三五”重点，公司拟收购天河环境进入脱硝催化剂再生、汽车脱硝领域有望受益。

#### 4、盈利预测与评级

受证监会今年非公开发行暂缓审核影响，天河环境收购审核与未来并表进度低于预期，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，我们维持公司“买入”评级。

(1) 暂不考虑非公开发行影响：我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.30 元、0.64 元、0.86 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 分别为 45.21、21.32、15.89 倍。

(2) 假设非公开发行于明年完成并于年上半年并表，我们预计公司 EPS 分别为 0.30 元、0.57 元、0.79 元，对应当前股价 PE 分别为 45.3、23.84、17.27 倍。

**5、风险提示** 海外项目开发进度低于预期；人民币升值；传统锅炉业务受宏观经济影响收入下滑；并购进度低于预期。

#### 重要财务指标预测（暂未考虑非公开发行利润贡献与摊薄）

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3269	3868	6809	9285
增长率(%)	4%	18%	76%	36%
净利润（百万元）	149	222	470	631
增长率(%)	13%	49%	112%	34%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.30	0.64	0.86
ROE(%)	5.44%	7.65%	14.58%	17.20%

资料来源：国海证券研究所

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: 13.59 投资评级: 买入 日期: 2015/12/3

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	5%	8%	15%	17%	EPS	0.40	0.30	0.64	0.86
毛利率	19%	17%	18%	17%	BVPS	7.43	3.93	4.37	4.97
期间费率	13%	11%	11%	11%	<b>估值</b>				
销售净利率	5%	6%	7%	7%	P/E	33.63	45.21	21.32	15.89
<b>成长能力</b>					P/B	1.83	3.46	3.11	2.73
收入增长率	4%	18%	76%	36%	P/S	1.53	2.59	1.47	1.08
利润增长率	13%	49%	112%	34%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.46	0.45	0.55	0.60	营业收入	3269	3868	6809	9285
应收账款周转率	1.36	1.40	1.59	1.62	营业成本	2658	3226	5572	7675
存货周转率	1.13	1.49	1.55	1.59	营业税金及附加	16	12	20	28
<b>偿债能力</b>					销售费用	62	66	136	176
资产负债率	62%	66%	74%	76%	管理费用	246	244	422	594
流动比	1.43	1.30	1.25	1.24	财务费用	92	99	144	177
速动比	0.80	0.80	0.74	0.73	其他费用/(-收入)	(36)	20	10	72
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	157	242	525	707
现金及现金等价物	364	509	544	571	营业外净收支	11	10	10	10
应收款项	2410	2756	4291	5723	利润总额	169	252	535	717
存货净额	2357	2174	3600	4854	所得税费用	20	30	64	86
其他流动资产	181	214	377	514	净利润	149	222	470	631
<b>流动资产合计</b>	<b>5312</b>	<b>5652</b>	<b>8812</b>	<b>11662</b>	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	222	470	631
在建工程	141	341	321	401	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	96	96	86	77	经营活动现金流	(541)	761	256	395
长期股权投资	592	592	592	592	净利润	149	222	470	631
<b>资产总计</b>	<b>7165</b>	<b>8649</b>	<b>12290</b>	<b>15569</b>	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	3156	5374	7296	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	548	649	1142	1557	营运资金变动	(733)	434	(414)	(485)
其他流动负债	141	141	141	141	投资活动现金流	(283)	(1144)	(490)	(439)
<b>流动负债合计</b>	<b>3711</b>	<b>4341</b>	<b>7052</b>	<b>9389</b>	资本支出	(206)	(1144)	(490)	(439)
长期借款及应付债券	602	1302	1902	2402	长期投资	(518)	0	0	0
其他长期负债	109	109	109	109	其他	440	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>711</b>	<b>1411</b>	<b>2011</b>	<b>2511</b>	筹资活动现金流	969	633	459	311
<b>负债合计</b>	<b>4422</b>	<b>5752</b>	<b>9062</b>	<b>11900</b>	债务融资	43	700	600	500
股本	369	738	738	738	权益融资	847	0	0	0
股东权益	2743	2898	3227	3669	其它	79	(67)	(141)	(189)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7165</b>	<b>8649</b>	<b>12290</b>	<b>15569</b>	现金净增加额	145	250	225	267

资料来源: 国海证券研究所

## 【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。

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。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

## 【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%。