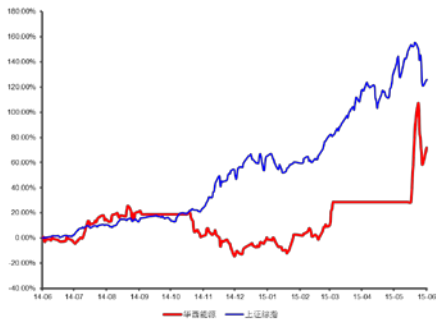


2015年12月23日

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
2015/8/24 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
2015/10/29 业绩步入高增长快车道
2015/12/3 控股股东增持彰显信心，看好未来发展空间

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：0510-85605730

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：公司于2015年12月21日与黑龙江龙冶新能源投资管理有限公司（以下简称“龙冶新能源公司”）及其股东签订了《关于华西能源工业股份有限公司与黑龙江龙冶新能源投资管理有限公司的合资协议》。公司拟现金出资2,551万元增资入股龙冶新能源公司。本次增资完成后，龙冶新能源公司注册资本由5,000万元增加至10,204万元，公司将持有龙冶新能源公司25%的股权。

主要投资逻辑

- ▶ **参股生物质电厂领域，奠定未来新的长期利润增长点。**公司此次参股的龙冶新能源公司主营生物质新能源热电联产项目的投资建设与管理，在生物质发电领域拥有较为优质的项目资源、具有较强的发展潜力，而且地处东北，拥有丰富的林产资源，运输半径小，可以为生物质电厂提供充足的燃料。龙冶新能源公司目前已开发了黑龙江五常、嫩江、胜利等生物质能源项目，总装机容量合计约100MW。根据已开发项目进展情况，龙冶新能源公司计划优先投资建设黑龙江五常项目。龙冶新能源公司现有股东承诺：自五常项目机组试运行结束、并经验收合格后的第20个工作日起至未来连续三年，五常项目公司扣除政府补助后的净利润合计不低于6600万元，其中，第一年1700万元、第二年2200万元、第三年2700万元。五常项目机组全部完工（通过试运行）时间最迟不超过2017年1月31日。如果后续项目正常推进，对公司的利润将有一定的贡献。本次增资完成后，可以充分发挥龙冶新能源公司的区位和资源优势，开拓东北地区优质的生物质发电市场、获取更多优质项目订单，有利于提升公司在生物质热电联产领域的市场占有率，促进公司新能源板块业务的长足发展。
- ▶ **进军新能源，工程总包业务亦有望受益。**本次增资完成后，龙冶新能源公司现有及未来开发的生物质新能源项目EPC工程总包，将优先由公司负责承接和组织实施，有利于公司“装备制造、工

程总包”业务板块的发展，进一步提高公司收入和利润水平。公司在国内的电厂工程总包业务将再上台阶，形成海外订单持续放量，国内总包迎头猛进的局面，将持续推进公司的锅炉总包业务快速发展。

- **市值空间巨大, 继续维持“强烈推荐”评级。**我们预计15、16、17年EPS（龙冶新能源项目投资收益并入，同时考虑天河环境并表及增发摊薄因素）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，生物质新能源投资逐步有所起色，锅炉总包、大环保平台战略持续推进，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，开工进度慢于预期

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	54.25	85.50	136.75	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	519.62	738.71	1,027.03	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	530.79	749.88	1,038.20	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	61.57	86.99	120.43	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	469.22	662.89	917.77	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%	10.2%	9.2%	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	389.22	558.89	785.77	流动负债	2,762.60	3,710.99	4,831.98	7,590.17	10,498.11
YOY(%)	27.0%	13.5%	161.0%	43.6%	40.6%	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
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%	229.9%	42.2%	39.0%	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%	161.0%	43.6%	40.6%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	18.7%	18.7%	25.1%	22.5%	22.1%	税后利润	131.42	149.12	389.22	558.89	785.77
净利率(%)	4.2%	4.6%	10.2%	9.2%	9.2%	加: 少数股东损益	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	7.5%	5.4%	14.2%	20.4%	28.7%	公允价值变动	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00
ROA(%)	2.5%	2.1%	4.7%	5.0%	5.6%	折旧和摊销	33.16	42.87	80.20	90.36	94.37
偿债能力						营运资金的变动	-746.89	-315.47	1,436.86	2,950.57	3,078.16
流动比率	0.00	0.00	0.27	0.57	0.71	经营活动现金流	-533.01	-51.02	2,004.28	3,709.82	4,108.29
速动比率	-0.48	-0.63	-0.36	-0.09	0.05	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	66.2%	61.7%	67.1%	75.4%	80.6%	长期股权投资	-14.86	-517.63	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-197.06	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	60.1%	45.6%	55.2%	64.6%	70.5%	投资活动现金流	-14.86	-714.69	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	198.90	269.13	269.13	269.13	269.13	股权融资	-0.01	847.28	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	191.19	326.60	326.60	326.60	326.60	长期贷款的增加/(减少)	-40.00	-40.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.15	0.17	0.43	0.62	0.87	股利分配	-84.64	-90.80	-389.22	-558.89	-785.77
每股净资产	1.96	3.05	3.05	3.05	3.05	计入循环贷款前融资活动	-124.65	716.48	-389.22	-558.89	-785.77
估值比率						循环贷款的增加(减少)	31.92	140.86	165.00	100.00	200.00
P/E	97.0	85.5	32.8	22.8	16.2	融资活动现金流	-217.37	726.54	-224.22	-458.89	-585.77
P/B	7.2	4.6	4.6	4.6	4.6	现金净变动额	-765.24	-39.17	1,748.56	3,220.93	3,492.52

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。