国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

一带一路纯正标的，海外订单再突破

环保节能

2016 年 1 月 20 日

评级：强烈推荐

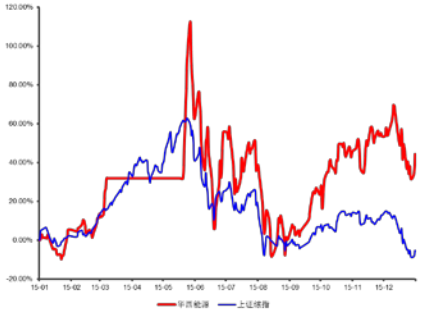
华西能源（002630）临时公告点评

公司公告：公司与瑞典 EcoEnergy Scandinavia Holding AB 公司双方于 2016 年 1 月 18 日 签署了《23.5MW 生物质热电联产项目 EPC 总承包合同》 和《500TPD 城市生活垃圾热电联产项目 EPC 总承包合同》，合同总金额 7,890 万美元（折合人民币约 51,750 万元）。

主要投资逻辑

- **海外大单再度获得突破，正式宣布进军欧洲市场。**和公司进行合作的是斯堪的纳维亚生态能源控股公司（ EcoEnergy Scandinavia Holding AB），一家在可再生能源领域有着较高专业水平和丰富经验的瑞典公司。该公司在东欧和俄罗斯等地区市场已开发了多个可再生能源和生物质发电项目，并已有项目成功运营，具有一定的市场知名度。两个项目均由供货合同和服务合同组成，本次合同为公司首次与欧盟成员国正式签订的清洁和可再生能源 EPC 工 程总包合同，合同的签订和执行表明公司的产品和服务已为世界发达地区市场接受和认可。前期在亚非国家的锅炉总包业务订单也收获满满，已签订塞内加尔工程总包项目34.96亿元、泰国总包合同17.18 亿元、巴基斯坦总包合同11.83 亿元，西非工程总包项目11. 27 亿元，合计海外锅炉总包业务订单额为80.42亿元，在一带一路不断推进的大背景下，公司的业务快速放量，未来仍将加码，合同的签订和执行有利于提高公司海外市场的品牌知名度，并将形成新的利润增长点。
- **市值空间巨大，维持“强烈推荐”评级。**我们预计15、16、17年EPS（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，我们认为公司作为一带一路的纯正标的，未来的发展空间巨大，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”的评级。
- **风险提示：**项目订单量不达预期，开工进度慢于预期

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，确保未来高速成长

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

2016/1/11 控股股东持续增持，坚定未来发展信心

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。

盈利预测

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**3,136.97**	**3,268.59**	**4,604.31**	**7,205.17**	**9,945.95**
YOY(%)	*28.1%*	*4.2%*	*40.9%*	*56.5%*	*38.0%*
营业成本	2,550.75	2,657.83	3,448.67	5,583.26	7,749.23
营业税金及附加	13.35	16.15	22.56	35.31	48.74
销售费用	63.73	62.39	90.24	141.94	196.93
占营业收入比(%)	*2.0%*	*1.9%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
管理费用	242.01	246.29	349.93	548.31	757.88
占营业收入比(%)	*7.7%*	*7.5%*	*7.6%*	*7.6%*	*7.6%*
EBIT	**265.24**	**283.25**	**689.06**	**892.52**	**1,189.34**
财务费用	84.70	92.32	125.70	129.31	149.06
占营业收入比(%)	*2.7%*	*2.8%*	*2.7%*	*1.8%*	*1.5%*
资产减值损失	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00
投资净收益	(5.65)	36.36	50.00	80.00	130.00
营业利润	**127.47**	**157.49**	**515.37**	**733.21**	**1,020.28**
营业外净收入	22.06	11.17	11.17	11.17	11.17
利润总额	**149.53**	**168.67**	**526.54**	**744.38**	**1,031.45**
所得税	18.13	19.57	61.08	86.35	119.65
所得税率(%)	*12.1%*	*11.6%*	*11.6%*	*11.6%*	*11.6%*
净利润	**131.40**	**149.10**	**465.46**	**658.03**	**911.80**
占营业收入比(%)	*4.2%*	*4.6%*	*10.1%*	*9.1%*	*9.2%*
少数股东损益	(0.02)	(0.02)	80.00	104.00	132.00
归属母公司净利润	**131.42**	**149.12**	**385.46**	**554.03**	**779.80**
YOY(%)	*27.0%*	*13.5%*	*158.5%*	*43.7%*	*40.8%*
EPS（元）	**0.15**	**0.17**	**0.43**	**0.62**	**0.87**

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	28.1%	4.2%	40.9%	56.5%	38.0%
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%
获利能力					
毛利率(%)	18.7%	18.7%	25.1%	22.5%	22.1%
净利率(%)	4.2%	4.6%	10.1%	9.1%	9.2%
ROE(%)	7.5%	5.4%	14.1%	20.2%	28.4%
ROA(%)	2.5%	2.1%	4.6%	5.0%	5.5%
偿债能力					
流动比率	0.00	0.00	0.27	0.57	0.71
速动比率	-0.48	-0.63	-0.36	-0.09	0.05
资产负债率%	66.2%	61.7%	67.1%	75.4%	80.6%
营运能力					
总资产周转率	60.1%	45.6%	55.2%	64.6%	70.5%
应收账款周转天数	198.90	269.13	269.13	269.13	269.13
存货周转天数	191.19	326.60	326.60	326.60	326.60
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.17	0.43	0.62	0.87
每股净资产	1.96	3.05	3.05	3.05	3.05
估值比率					
P/E	**88.7**	**78.1**	**31.7**	**22.0**	**15.7**
P/B	6.6	4.3	4.5	4.5	4.5

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	402.90	363.73	250.00	220.00	200.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	1,709.40	2,410.04	3,394.91	5,312.61	7,333.48
存货	1,326.71	2,356.73	3,037.75	4,950.10	6,896.65
其他流动资产	(3,437.44)	(5,127.61)	(7,223.03)	(11,303.14)	(15,602.74)
流动资产总额	**1.57**	**2.89**	**1,321.93**	**4,292.80**	**7,453.14**
固定资产净值	895.79	1,029.40	1,009.67	861.70	652.84
减:资产减值准备	49.31	72.47	71.08	60.66	45.96
固定资产净额	846.48	956.93	938.59	801.03	606.88
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	45.60	141.33	18.20	(0.34)	(2.01)
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**892.08**	**1,098.26**	**956.79**	**800.69**	**604.87**
无形资产	97.65	96.03	92.19	88.35	84.51
长期股权投资	74.71	592.34	592.34	592.34	592.34
其他长期资产	4,157.72	5,374.99	5,374.99	5,374.99	5,374.99
资产总额	**5,223.73**	**7,164.51**	**8,338.24**	**11,149.17**	**14,109.85**
循环贷款	353.00	435.00	600.00	700.00	900.00
应付款项	1,921.76	2,626.80	3,385.87	5,517.36	7,686.98
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	487.84	649.19	846.12	1,372.81	1,911.13
流动负债	**2,762.60**	**3,710.99**	**4,831.98**	**7,590.17**	**10,498.11**
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	1,763.66	2,741.93	2,741.93	2,741.93	2,741.93
负债和股东权益	**5,222.98**	**7,163.77**	**8,337.50**	**11,148.43**	**14,109.11**

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	131.42	149.12	385.46	554.03	779.80
加:少数股东损益	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	49.31	72.47	98.00	110.00	150.00
折旧和摊销	33.16	42.87	80.20	90.36	94.37
营运资金的变动	-746.89	-315.47	1,436.86	2,950.57	3,078.16
经营活动现金流	**-533.01**	**-51.02**	**2,000.52**	**3,704.96**	**4,102.32**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	-14.86	-517.63	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-197.06	-31.50	-30.00	-30.00
投资活动现金流	**-14.86**	**-714.69**	**-31.50**	**-30.00**	**-30.00**
股权融资	-0.01	847.28	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/(减少)	-40.00	-40.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-84.64	-90.80	-385.46	-554.03	-779.80
计入循环贷款前融资活动	-124.65	716.48	-385.46	-554.03	-779.80
循环贷款的增加(减少)	31.92	140.86	165.00	100.00	200.00
融资活动现金流	**-217.37**	**726.54**	**-220.46**	**-454.03**	**-579.80**
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

免责条款：

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。