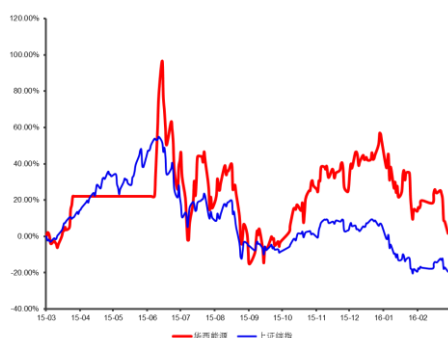


2016年3月30日

华西能源（002630）2015年报点评

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

2015/8/24 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

2015/10/23 香港设立合资公司，海外布局步步为营

2016/1/20 一带一路纯正标的，海外订单再突破

2016/3/17 宣布进军PPP，环保业务再上新台阶

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。

公司公告年度报告，2015年实现营业总收入369973.9万元，同比增长13.19%；归属于上市公司股东的净利润19841.58万元，较上年同期增长33.06%，未来公司将逐步迈入高速增长的快车道，业绩增长基本符合我们的预期。

主要投资逻辑

- 总体基本符合预期，工程总包业务实现快速增长，环保业务实现较大突破，未来将逐步进入快速增长通道。公司致力于提供多元化的能源系统解决方案，努力开发并持续提供更高效节能、更洁净环保的能源动力设备、能源转换技术及系统集成方案等服务，15年度营业收入主要来源于锅炉工程总包锅炉及配套业务、环保业务及部分参股农商行的投资收益，实现了业绩的快速增长，业绩的增长符合我们前期的判断。从分项收入来看，锅炉工程总包业务实现收入14.91亿元，同比增长70.8%，收入占比40.3%，锅炉及配套产品业务实现收入16.95亿元，同比下滑28.95%，收入占比为45.8%，环保类相关业务收入实现46953.87万元，实现较大突破，收入占比达到12.69%。其中工程总包业务的增长幅度较大，从工程业务的订单来看，全年共签订合同订单84.98亿元（不含中标），同比增长288.92%，将集中在未来三年开工建设，对后续公司的业绩增长将起到明显的推动作用。锅炉制造及配套产品受国内电力供应过剩影响较大有一定的下滑，但我们预计随着海外项目的逐步开工，锅炉及配套产品的量将再度回升。环保类业务15年实现较大突破，主要集中在垃圾焚烧发电业务，目前，能投华西已中标自贡、广安、射洪、玉林4个垃圾发电项目，总投资15.5亿元，其中自贡项目已投入试运行和实现并网发电，广安项目正开工建设，射洪、玉林项目正处于前期筹建阶段，未来项目的完工及运营将对公司的经营业绩产生积极的影响，我们预计公司未来将逐步迈入业绩快速增长的通道。

- **管理费用率、销售费用率、财务费用率同比下降，费用控制力度较强。**公司15年销售费用实现4963.53万元，同比减少20.45%，销售费用率为1.34%，同比下降0.57个百分点。管理费用实现24895.23万元，同比略增1.08%，管理费用率实现6.73%，同比下降0.81个百分点，财务费用实现7719.21万元，同比减少16.39%，财务费用率实现2.09%，同比下降0.73个百分点。费用的下降显示公司对费用的控制力度较强，
- **现金流状况大大改善，公司的回款力度较强。**公司15年的经营性现金流量净额为-10583.15万元，同比增加43509.65万元，现金流状况大大改善，显示公司的回款力度较强。从应收账款的情况看，15年公司的应收账款26个亿，较14年底增加4个亿，仍在可控范围内，继续关注公司后续的应收账款变化。
- **市值空间巨大，维持“强烈推荐”评级。**我们给予16、17、18年EPS分别为0.54元、0.78元、1.03元。目前仍然具备较大的估值优势，未来公司逐步进入业绩增长的快速通道，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						资产负债表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,268.59	3,699.74	5,068.40	7,021.67	9,879.94	现金	363.73	541.48	250.00	220.00	200.00
YOY(%)	4.2%	13.2%	37.0%	38.5%	40.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,657.83	3,049.02	4,093.47	5,701.20	8,113.71	应收款项净额	2,410.04	2,802.61	3,839.39	5,319.02	7,484.21
营业税金及附加	16.15	27.75	38.01	52.66	74.10	存货	2,356.73	2,972.46	3,956.37	5,524.65	7,907.85
销售费用	62.39	49.64	65.89	84.26	108.68	其他流动资产	181.01	120.48	165.05	228.66	321.73
占营业收入比(%)	1.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	流动资产总额	5,311.51	6,437.03	8,290.81	11,322.33	15,933.79
管理费用	246.29	248.95	329.45	449.39	612.56	固定资产净值	1,029.40	1,213.28	1,422.85	1,275.06	1,030.21
占营业收入比(%)	7.5%	6.7%	6.5%	6.4%	6.2%	减:资产减值准备	72.47	83.05	97.40	87.28	70.52
EBIT	283.25	321.17	537.67	730.24	966.98	固定资产净额	956.93	1,130.23	1,325.45	1,187.78	959.69
财务费用	92.32	77.19	71.54	90.85	111.85	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.8%	2.1%	1.4%	1.3%	1.1%	在建工程	141.33	438.85	61.45	3.05	(4.61)
资产减值损失	72.47	83.05	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	36.36	57.76	80.00	130.00	160.00	固定资产总额	1,098.26	1,569.08	1,386.90	1,190.83	955.09
营业利润	157.49	221.91	448.13	659.39	865.14	无形资产	96.03	97.84	93.93	90.01	86.10
营业外净收入	11.17	12.92	12.92	12.92	12.92	长期股权投资	592.34	915.92	915.92	915.92	915.92
利润总额	168.67	234.83	461.05	672.31	878.06	其他长期资产	66.37	147.10	147.10	147.10	147.10
所得税	19.57	30.76	60.39	88.06	115.02	资产总额	7,164.51	9,166.97	10,834.67	13,666.18	18,038.00
所得税率(%)	11.6%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	循环贷款	435.00	446.50	631.07	1,102.24	1,892.41
净利润	149.10	204.07	400.66	584.24	763.04	应付款项	2,626.80	3,702.95	4,928.66	6,882.35	9,851.22
占营业收入比(%)	4.6%	5.5%	7.9%	8.3%	7.7%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.02)	5.66	5.66	5.66	5.66	其他流动负债	649.19	779.62	1,037.19	1,444.01	2,056.94
归属母公司净利润	149.12	198.42	395.00	578.58	757.38	流动负债	3,710.99	4,929.07	6,596.93	9,428.60	13,800.58
YOY(%)	13.5%	33.1%	99.1%	46.5%	30.9%	长期借款	0.00	183.50	183.50	183.50	183.50
EPS(元)	0.20	0.27	0.54	0.78	1.03	应付债券	601.70	1,009.04	1,009.04	1,009.04	1,009.04
						其他长期负债	109.15	108.99	108.83	108.67	108.51
						负债总额	4,421.84	6,230.60	7,898.30	10,729.81	15,101.63
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力						股东权益	2,741.93	2,906.73	2,906.73	2,906.73	2,906.73
营业收入	4.2%	13.2%	37.0%	38.5%	40.7%	负债和股东权益	7,163.77	9,137.33	10,805.03	13,636.54	18,008.36
营业利润	23.6%	40.9%	101.9%	47.1%	31.2%						
净利润	13.5%	33.1%	99.1%	46.5%	30.9%						
获利能力						现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	18.7%	17.6%	19.2%	18.8%	17.9%	税后利润	149.12	198.42	395.00	578.58	757.38
净利率(%)	4.6%	5.5%	7.9%	8.3%	7.7%	加:少数股东损益	-0.01	2.45	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	5.4%	6.8%	13.6%	19.9%	26.1%	公允价值变动	72.47	83.05	98.00	110.00	150.00
ROA(%)	2.1%	2.2%	3.6%	4.2%	4.2%	折旧和摊销	42.87	52.09	105.24	130.11	136.41
偿债能力						营运资金的变动	-315.47	188.50	-567.79	-761.28	-1,076.58
流动比率	1.43	1.31	1.26	1.20	1.15	经营活动现金流	-51.02	524.51	30.45	57.41	-32.79
速动比率	0.80	0.70	0.66	0.61	0.58	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	61.7%	68.0%	72.9%	78.5%	83.7%	长期股权投资	-517.63	-323.58	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-447.23	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	45.6%	40.4%	46.8%	51.4%	54.8%	投资活动现金流	-517.63	-770.81	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	269.13	276.49	276.49	276.49	276.49	股权融资	-3.57	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	326.60	358.32	358.32	358.32	358.32	长期贷款的增加/(减少)	-40.00	183.50	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	0.20	0.27	0.54	0.78	1.03	股利分配	-90.80	-112.64	-395.00	-578.58	-757.38
每股净资产	3.72	3.94	3.94	3.94	3.94	计入循环贷款前融资活动	-134.37	70.86	-395.00	-578.58	-757.38
估值比率						循环贷款的增加(减少)	794.65	282.33	184.57	471.17	790.17
P/E	54.6	41.1	20.6	14.1	10.8	融资活动现金流	529.48	424.05	-210.43	-107.41	32.79
P/B	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	现金净变动额	-39.17	177.75	-211.48	-80.00	-30.00

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。