

研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：杨雪 S0350515040001
0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

多维度业务构架思路清晰，充裕订单保障业绩

——华西能源（002630）年报点评

事件：

近日，华西能源发布2015年年度报告，报告期内，公司实现营业收入37.00亿元，同比增长13.19%；实现归属上市公司股东的净利润1.98亿元，同比增长33.06%，公司每10股派发现金0.35元。

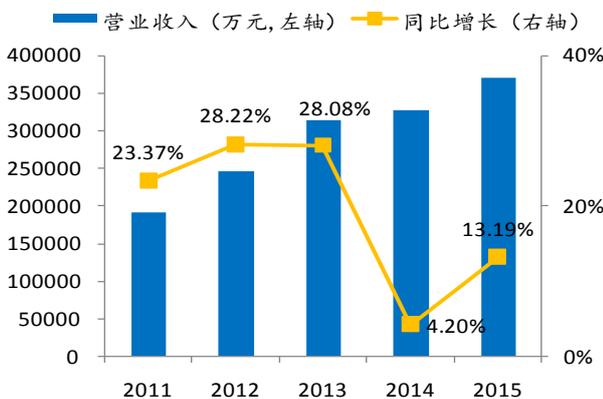
评论：

1、投资收益增加，受益海外总包未来毛利有望提升

公司2015年净利润增长高于收入增长，主要受益于报告期内投资收益提升。公司2015年实现投资收益5776.34万元，占利润总额比重为24.60%。其中公司投资自贡商业银行实现净利润4.45亿元，确认投资收益7147.99万元，同比增长61.09%。

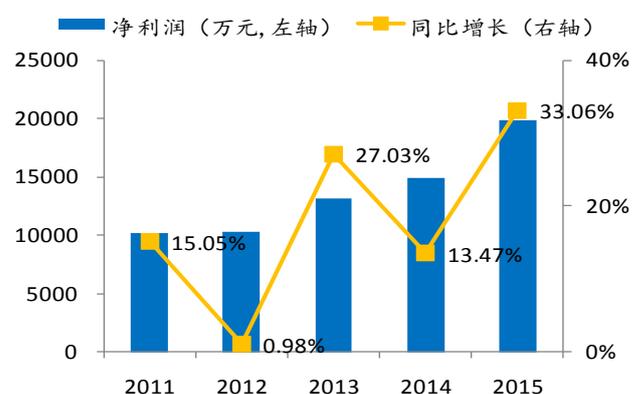
2015年，公司毛利率为18.69%，较上年下降1.1%。公司毛利率下降主要由于在2015年内，公司锅炉配套产品毛利率从2014年18.73%下滑到13.70%，而锅炉配套业务占收入比重较大，达45.80%。另一方面，公司总包项目毛利率和占比上升一定程度上抵消了锅炉配套产品毛利率下滑对总毛利率产生的影响，其占营业收入比例由2014年的26.71%上升到2015年的40.30%，对应毛利率由2014年的14.81%上升到2015年的21.75%。我们认为公司总包毛利率和占比上升主要源于公司大量海外订单逐步执行，海外业务总包利润率高于国内，且受益于人民币贬值，公司合同以美元结算受益。随着一带一路布局带动总包业务海外扩张加速，公司未来毛利率有望进一步提升。

图1、公司营业收入及同比增速



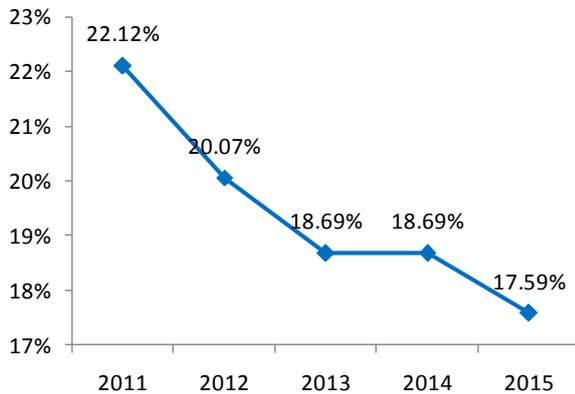
资料来源：WIND、国海证券研究所

图2、公司净利润及同比增速



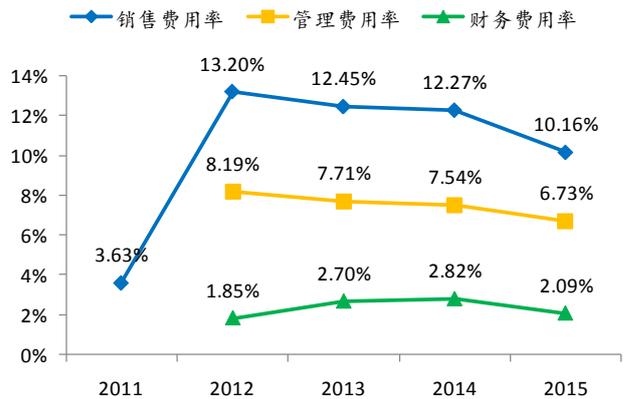
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司毛利率



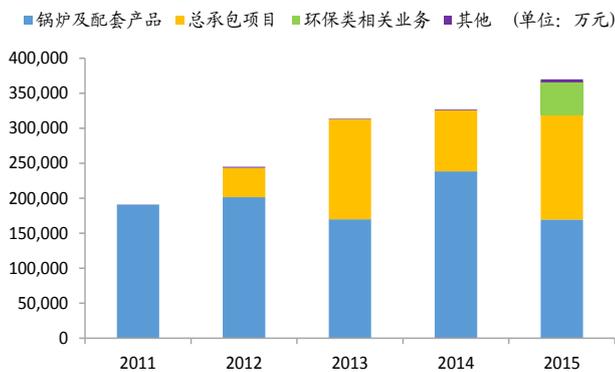
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、公司期间费用率



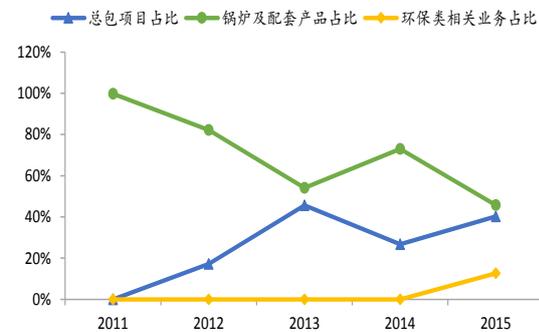
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、历年主营业务构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、分支业务占主营业务收入变化



2、在手订单充裕奠定安全边际

相比于公司传统的装备制造业务，工程总包业务具有更加广阔的发展空间和丰厚的利润边际。公司 2015 年签订合同总金额为 84.98 亿元人民币（不含中标），较 2014 年同期增长 288.92%，2016 年年初再次签订瑞典 EPC 订单价值折合人民币 5.17 亿。从 2015 年年初至今，公司已签订合同金额累计达到约 90.15 亿人民币，公司海外订单多以美元计价，受益于近期人民币贬值，预计平均订单净利率将达到 12% 左右水平。假设订单分三年执行，预计每年净利润贡献将超过 3 亿元。未来，国家“一带一路”政策将给公司带来更多海外扩张机遇，之前优秀的经营记录也会帮助公司获得更多的政策扶持和优惠条件。

表 1、公司 2015 年以来中标与重大合同（其中自贡 PPP、西非 EPC 项目中标但尚未签订合同）

合同签订日期	性质	类型	合同内容	项目建设周期	金额(亿元)
2016.3.24	国内	PPP	自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目 (中标尚未签订协议)	建设期约 26 个月	17.04
2016.1.18	海外	EPC	瑞典 23.5MW 生物质热电联产项目 EPC 总承包、 500T/D 城市生活垃圾焚烧发电项目 EPC 工程总承包	开工之日起的 24 个月	5.17

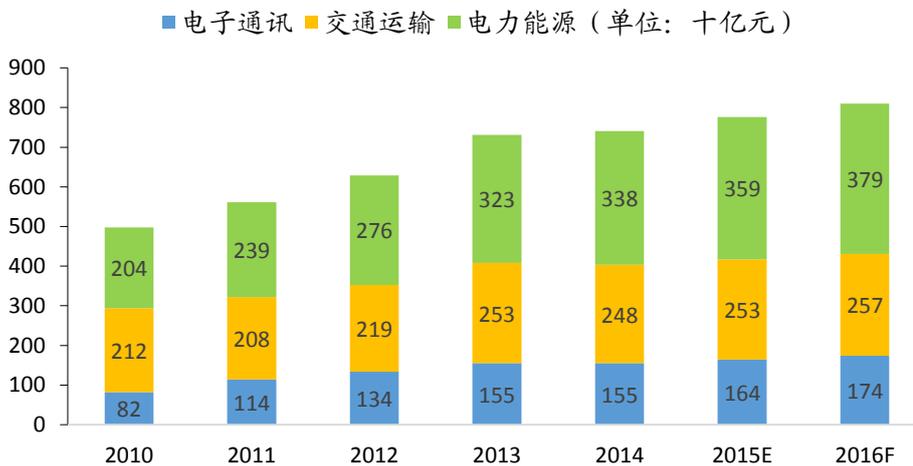
2015.8.18	国内	设备销售	新疆其亚铝电 6 × 360MW 超临界燃煤机组锅炉设备供货	一期 2016.11.30 日前交货完毕	10.2
2015.8.1	海外	EPC	西非塞内加尔 AESA 3x120MW 洁净高效电厂 EPC 工程总包 (中标尚未签订协议)	开工之日起 30 个月	34.96
2015.7.11	海外	EPC	泰国 SPS1999 公司 Janseanchai、pangku、pha-inhaeng 9.5MW 生活垃圾焚烧发电总包	开工之日起的 20 个月	10.51
2015.7.9	海外	EPC	泰国 SPS1999 公司 孔敬府、乌东塔尼府 9.5MW 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	EPC	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	EPC	西非 1000t/h 热力供汽 EPC 工程总包	两年	11.27
总计					107.66

数据来源：公司公告、国海证券研究所

3、完善一带一路布局，海外市场基础设施建设需求大

国际工程承包行业容量将持续放大。根据中国机械工程(1829.HK)2015年年报显示,2015年,全球市场的基础设施建设工程项目新合同总金额为9927亿美元,其中发展中国家新合同总金额为9225亿美元,占全球市场的92.9%。电力能源、交通运输及电子通讯分布的新合同金额分别占发展中国家基础设施建设合同总金额的38.9%、27.4%及17.8%。在三个主要细分领域中,电力能源的增长速度在三者中为最快,其2006-2015年复合增长率为21.2%。在海外基建市场发展的趋势下,公司锅炉与总包业务具有较大市场空间。

图7、按基础设施建设类别分类的发展中国家基础设施建设工程项目新合同金额



资料来源：中国机械工程(1829.HK)年报、国海证券研究所

国开行和海外投资公司助力公司持续获取海外订单。近年来,公司一直致力于推进集团化改革和专业化分工管理,在这个过程中公司于2015年设立了全资子公司——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、清洁能源等项目的投融资、咨询、管理,海外项目的投资、兼并和收购业务。通过专业化运营的海外投融资平台,公司有望建立成熟的海外投融资项目运作模式,并能充分利用香港金融市场资本运作优势有效降低海外项目融资、税收成本,进一步增强海外持续获得订单的能力。而之前已成立的华西能源(香港)国际控股有限公司将作为公司海外BOT项目的工程总承包方,与新设立投资公司在海外业务上相互配合,来满足项目所在

地国家对同一公司在同一项目中既做总包商，同时又做投资方的限制要求。

除了设立境外投资子公司为公司海外业务保驾护航，另一方面，2015年6月，公司公布定增计划，拟向国开行下属的投资基金-国开金泰及其他7位投资者发行股份，随着一带一路政策不断深化，国家支持政策和配套激励基金进一步到位。

4、中标自贡市PPP项目涉足海绵城市

中标自贡PPP试水市政工程承接，海绵城市建设有望成为新业务方向。3月24日，公司新公告中标东部新城生态示范区一期工程PPP项目，项目建设投资金额17.05亿元，该项目为自贡新城起步项目，涵盖海绵工程、配套市政公用设施拆迁安置工程。公司除传统锅炉、总包业务外，新进入包括海绵城市在内的市政公用设施建设，中标大额PPP项目，有利于增厚公司业绩，并有望进入海绵城市市场。

5、完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”构架打造，业务维度不断拓展

从上市之初单一经营电站装备制造，到2012年开始工程总包业务，再到近两年通过投资经营构建环保大平台，至今，公司已顺利完成“装备制造+工程总包+投资运营+金融平台”的构架打造。

(1) 制造端转型清洁能源综合利用锅炉提供商，完善一带一路布局

公司以煤粉锅炉、特种锅炉等电站锅炉的制造为主营业务，逐步转型清洁能源综合利用锅炉提供商。公司是我国二梯队锅炉龙头企业。近年来，受国内经济下行，各地电站建设速度放缓导致对锅炉需求降低的影响，我国锅炉行业市场景气度下行。公司积极转型，布局生物质、垃圾发电锅炉，并借“一带一路”政策获得海外订单，未来有望高速发展。

(2) 大环保平台初具规模，布局垃圾发电运营

近年来，在装备制造和工程总包业务的基础上，公司开始从事垃圾发电、生物质发电等环保项目的股权投资和直接建设运营业务，项目网络不断壮大，各项目间协同效应明显。

垃圾焚烧发电方面，2012年垃圾焚烧排炉研发制造基地的建成标志着公司大规模进入垃圾焚烧领域，该项目也为公司后来直接进行垃圾发电项目建设和运营提供了宝贵的经验和技术支持。至2015年底，公司的垃圾发电项目储备规模已跃居全国前列。目前公司在手垃圾发电项目数量达到11个，合计产能达到1.2万吨/日。其中，2014年收购的博海昕能旗下有6个发电项目，合计日垃圾处理量达7150吨/天，且大部分位于经济发达的沿海地区，公司总体项目质量高。

表 2、公司垃圾发电项目概况

年份	项目概要	参与形式	所在地	产能(吨/天)	运行状态
2011	组建四川能投华西生物质能开发公司，持股42%	参股	广西玉林	1200	2016开工
			四川射洪	700	未开工
			广安	1200	投运
			自贡	1200	投运
2013	中标张掖垃圾发电	BOT	张掖	600	在建
2014	收购博海昕能50%股权	参股	佳木斯	1500	在建
			肇庆四会	1200	2016开工

		广元市	1050	在建
		肇庆高要	1500	未开工
		湖南永兴	600	未开工
		无公开信息	1300	未开工

数据来源：公司公告、公司官网、国海证券研究所

(3) 金融平台盈利可观，为建设投资提供资本支持

公司于 2013 年增资自贡商业银行 16.6% 股权，成为其第一大股东，自贡商业银行的并表为公司带来可观盈利。2015 年，公司确认自贡商行投资收益 7147.99 万元，占利润总额的 30%。另一方面，商业银行业务为公司发展产融结合提供了便利。公司从事大规模项目建设对营运资金有巨大诉求，通过自贡商行平台，公司的融资需求能得到更快的解决。

6、实际控制人大幅增持彰显对公司信心

公司实际控制人与高管自 2015 年 7 月以来，合计增持公司股份金额已达 2266.49 万股，金额已达 2.32 亿元。公司当前股价，目前已出现倒挂。实际控制人与高管大比例增持彰显信心。

表 3、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	94.02	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	50.3	0.07%	12.36	621.82
2015/12/2	黎仁超	实际控制人	756.54	1.03%	12.57	9,506.97
2015/12/24	黎仁超	实际控制人	806.84	0.48%	13.76	4,902.54
2016/1/6	黎仁超	实际控制人	309.56	0.42%	13.88	4,298.05
2016/1/7	黎仁超	实际控制人	16.69	0.02%	13.73	229.07
2016/1/8	罗灿	监事	44.5	0.06%	13.47	599.62
总计			2266.49	2.45%		23,155.07

数据来源：公司公告、国海证券研究所

7、盈利预测与评级

公司从 2015 年开始已签订合同金额累计达到约 90.15 亿人民币，随着在手订单执行，每年有望贡献净利润超过 3 亿元，另外，公司持有自贡市商业银行 16.6% 的股份，自贡市商业银行 2015 年净利润为 4.45 亿元，我们预计，明年自贡商业银行有望为公司贡献接近 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，公司明年将实现超过 4 亿元净利润，对应公司目前 80 亿左右市值，预计对应估值不足 20 倍 PE。我们认为，公司估值较低，具有较高安全边际。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56 元、0.71 元、0.85 元（暂未考虑非公开发行，公司拟非公开发行收购天河环境，由于需更新材料暂时中止，待材料更新后有望继续），对应当前股价 PE 为 18.56、14.84 与 12.32 倍，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，维持“买入”评级。

8、风险提示：海外项目开发进度低于预期；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。

表 4、主要财务数据预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	3700	4972	5759	6579
增长率(%)	13%	34%	16%	14%
净利润（百万元）	198	416	521	627
增长率(%)	33%	110%	25%	20%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.56	0.71	0.85
ROE(%)	6.76%	13.31%	15.46%	17.15%

数据来源：国海证券研究所

业绩预测 (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:	10.47	投资评级:	增持	日期:	2016/4/11		
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	13%	15%	17%	EPS	0.27	0.56	0.71	0.85
毛利率	18%	21%	22%	22%	BVPS	3.94	4.18	4.49	4.85
期间费率	11%	11%	11%	11%	估值				
销售净利率	5%	8%	9%	10%	P/E	38.94	18.56	14.84	12.32
成长能力					P/B	2.66	2.50	2.33	2.16
收入增长率	13%	34%	16%	14%	P/S	2.09	1.55	1.34	1.17
利润增长率	33%	110%	25%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.40	0.47	0.49	0.51	营业收入	3700	4972	5759	6579
应收账款周转率	1.32	1.61	1.61	1.61	营业成本	3049	3918	4512	5135
存货周转率	1.03	1.03	1.03	1.03	营业税金及附加	28	37	43	49
偿债能力					销售费用	50	67	77	88
资产负债率	68%	71%	71%	72%	管理费用	249	335	388	443
流动比	1.31	1.28	1.29	1.31	财务费用	77	123	123	122
速动比	0.70	0.66	0.66	0.67	其他费用/(-收入)	(25)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	222	493	616	742
现金及现金等价物	541	828	894	991	营业外净收支	13	0	0	0
应收款项	2803	3085	3574	4082	利润总额	235	493	616	742
存货净额	2972	3856	4441	5054	所得税费用	31	65	81	97
其他流动资产	120	162	188	214	净利润	204	428	536	645
流动资产合计	6437	7931	9097	10342	少数股东损益	6	12	15	18
固定资产	1130	1017	945	871	归属于母公司净利润	198	416	521	627
在建工程	439	519	509	509	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	98	98	88	78	经营活动现金流	(106)	625	396	490
长期股权投资	916	916	916	916	净利润	204	428	536	645
资产总计	9167	10628	11702	12863	少数股东权益	6	12	15	18
短期借款	440	440	440	440	折旧摊销	52	123	112	103
应付款项	3703	4803	5532	6296	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	491	660	765	874	营运资金变动	(368)	62	(266)	(276)
其他流动负债	295	295	295	295	投资活动现金流	(396)	33	82	75
流动负债合计	4929	6198	7032	7904	资本支出	(471)	33	82	75
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193	长期投资	(324)	0	0	0
其他长期负债	109	109	109	109	其他	398	0	0	0
长期负债合计	1302	1302	1302	1302	筹资活动现金流	789	(236)	(296)	(356)
负债合计	6231	7500	8334	9206	债务融资	636	0	0	0
股本	738	738	738	738	权益融资	0	0	0	0
股东权益	2936	3128	3368	3657	其它	153	(236)	(296)	(356)
负债和股东权益总计	9167	10628	11702	12863	现金净增加额	287	421	183	209

资料来源: 国海证券研究所

感谢实习生邓怡秋对本报告的贡献。

【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%。