

# 华西能源 (002630) \ 电气设备

## ——期待海外总包业务发力、石墨烯持续突破

事件：公司公告三季报，前三季度实现营业收入24.26亿元，同比下降10.34%，实现归属于上市公司股东的净利润为1.76亿元，同比下降6.26%，同时公告全年预计实现归属于上市公司股东的净利润为1.98亿元-2.58亿元，同比增长0-30%。

### 投资要点：

➢ 受国内锅炉市场竞争激烈的影响，前三季度收入利润小幅下滑，期待海外锅炉总包、大环保业务的发力。

前三季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，在国内锅炉市场供给增加、需求下降的共同影响下，行业竞争剧烈，收入和利润受到影响。海外总包业务由于仍然处于前期的规划设计、讨论论证阶段，前三季度尚未执行订单，所以还没有对业绩实现持续的贡献。目前公司累计海外锅炉总包业务订单额为91.3亿元，所在地区符合国家一带一路的政策和方向，对电力的需求非常旺盛，后续的执行值得期待。随着订单的执行，将对17-18年的经营业绩产生积极的影响，可以积极关注后续每个项目的进展。环保类业务目前主要集中在垃圾焚烧发电业务、PPP项目投资建设，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；自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP项目，项目总投资231,623万元，目前合同项目正在执行过程中，我们预计公司未来大环保业务将持续发力。前三季度实现投资收益7079万元，较去年大幅增加，主要来源于自贡市商业银行的收益增加。公司近期出资13.5亿元收购恒力盛泰15%的股权进军石墨烯领域，后期石墨烯的量产将大幅提升公司投资收益，贡献业绩力度加大，未来公司逐步形成锅炉装备制造、大环保、大金融、石墨烯新材料的多元化发展格局，不断打造新的利润增长点。

| 财务数据和估值      | 2015   | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)   | 3699.7 | 3879  | 5388  | 7663  |
| 增长率 (%)      | 13.2   | 7.5   | 35.4  | 42.2  |
| EBITDA (百万元) | 373.3  | 412   | 554   | 762   |
| 净利润 (百万元)    | 198.4  | 235   | 403   | 589   |
| 增长率 (%)      | 33.1   | 18.6  | 71.4  | 46.1  |
| EPS (元/股)    | 0.27   | 0.32  | 0.55  | 0.8   |
| 市盈率 (P/E)    | 41     | 40    | 23    | 16    |
| 市净率 (P/B)    | 3.2    | 3.2   | 3.2   | 3.2   |

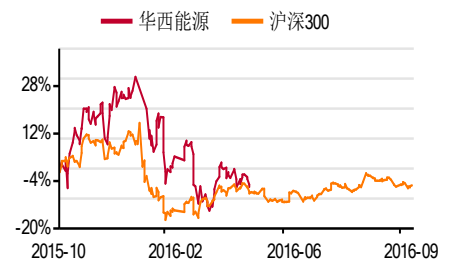
数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**强烈推荐**  
 维持  
 当前价格：12.8元  
 目标价格：元

### 基本数据

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 738/738    |
| 流通A股市值 (百万元)   | 6,696      |
| 每股净资产 (元)      | 4.06       |
| 资产负债率 (%)      | 70.04      |
| 一年内最高/最低 (元)   | 19.08/8.15 |

### 一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

张浩佳

电话：0510-85609581

冯瑞奇

电话：0510-85609581

### 相关报告

- 2015/7/8 深度报告优秀的清洁能源一体化方案服务商
- 2015/8/24 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
- 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
- 2016/4/1 总体符合预期，迈入高速增长期
- 2016/4/30 未来仍看锅炉总包放量及环保业务突破
- 2016/7/6 增资博海昕能，加码垃圾发电业务
- 2016/7/19 垃圾发电业务再度加码
- 2016/7/26 一路向北，开拓新市场
- 2016/10/12 进军石墨烯，开启新的盈利增长点

➤ 从费用的情况来看，管理费用率、财务费用率略有上升，销售费用率下降。前三季度销售费用率为1.33%，同比下降0.34个百分点。管理费用率实现7.34%，同比上升1.25个百分点，财务费用率实现3.28%，同比上升1.21个百分点，财务费用的上升主要是是中期票据利息的支出所致。费用率总体变化不大，显示公司对费用的控制力度较强。

➤ 继续维持强烈推荐的评级。我们调整16、17、18年EPS（包括恒力盛泰的投资收益）分别为0.32元、0.55元、0.8元。我们认为公司的战略布局逐步清晰，锅炉装备制造+大环保+大金融+石墨烯新材料的业务格局逐步形成，仍然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：工程进展不达预期的风险，订单量不达预期的风险。

| 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      | 3,979.05      | 5,388.78      | 7,663.02      | 现金             | 363.73          | 541.48          | 250.00          | 220.00           | 200.00           |
| YOY(%)          | 4.2%          | 13.2%         | 7.5%          | 35.4%         | 42.2%         | 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      | 3,328.06      | 4,510.59      | 6,416.45      | 应收款项净额         | 2,410.04        | 2,802.61        | 3,014.19        | 4,082.09         | 5,804.85         |
| 营业税金及附加         | 16.15         | 27.75         | 29.84         | 40.42         | 57.47         | 存货             | 2,356.73        | 2,972.46        | 3,196.95        | 4,343.81         | 6,225.33         |
| 销售费用            | 62.39         | 49.64         | 51.73         | 64.67         | 84.29         | 其他流动资产         | 181.01          | 120.48          | 129.58          | 175.48           | 249.54           |
| 占营业收入比(%)       | 1.9%          | 1.3%          | 1.3%          | 1.2%          | 1.1%          | <b>流动资产总额</b>  | <b>5,311.51</b> | <b>6,437.03</b> | <b>7,112.48</b> | <b>9,138.05</b>  | <b>12,499.73</b> |
| 管理费用            | 246.29        | 248.95        | 258.64        | 344.88        | 475.11        | 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            |
| <b>EBIT</b>     | <b>283.25</b> | <b>321.17</b> | <b>306.87</b> | <b>424.32</b> | <b>625.78</b> | 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         | 70.53         | 76.77         | 69.57         | 工程物资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 占营业收入比(%)       | 2.8%          | 2.1%          | 1.8%          | 1.4%          | 0.9%          | 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         | 126.00        | 220.00        | 265.00        | <b>固定资产总额</b>  | <b>1,098.26</b> | <b>1,569.08</b> | <b>1,386.90</b> | <b>1,190.83</b>  | <b>955.09</b>    |
| <b>营业利润</b>     | <b>157.49</b> | <b>221.91</b> | <b>264.34</b> | <b>457.55</b> | <b>671.21</b> | 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           |
| <b>利润总额</b>     | <b>168.67</b> | <b>234.83</b> | <b>277.26</b> | <b>470.47</b> | <b>684.13</b> | 其他长期资产         | 66.37           | 147.10          | 147.10          | 147.10           | 147.10           |
| 所得税             | 19.57         | 30.76         | 36.32         | 61.63         | 89.61         | <b>资产总额</b>    | <b>7,164.51</b> | <b>9,166.97</b> | <b>9,656.33</b> | <b>11,481.91</b> | <b>14,603.93</b> |
| 所得税率(%)         | 11.6%         | 13.1%         | 13.1%         | 13.1%         | 13.1%         | 循环贷款           | 435.00          | 446.50          | 600.00          | 700.00           | 993.96           |
| <b>净利润</b>      | <b>149.10</b> | <b>204.07</b> | <b>240.94</b> | <b>408.84</b> | <b>594.52</b> | 应付款项           | 2,626.80        | 3,702.95        | 3,982.61        | 5,411.31         | 7,755.22         |
| 占营业收入比(%)       | 4.6%          | 5.5%          | 6.1%          | 7.6%          | 7.8%          | 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          | 835.97          | 1,133.02         | 1,617.33         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>149.12</b> | <b>198.42</b> | <b>235.28</b> | <b>403.18</b> | <b>588.86</b> | <b>流动负债</b>    | <b>3,710.99</b> | <b>4,929.07</b> | <b>5,418.59</b> | <b>7,244.33</b>  | <b>10,366.51</b> |
| YOY(%)          | 13.5%         | 33.1%         | 18.6%         | 71.4%         | 46.1%         | 长期借款           | 0.00            | 183.50          | 183.50          | 183.50           | 183.50           |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>0.20</b>   | <b>0.27</b>   | <b>0.32</b>   | <b>0.55</b>   | <b>0.80</b>   | 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           |
|                 |               |               |               |               |               | <b>负债总额</b>    | <b>4,421.84</b> | <b>6,230.60</b> | <b>6,719.96</b> | <b>8,545.54</b>  | <b>11,667.56</b> |
|                 |               |               |               |               |               | 少数股东权益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
|                 |               |               |               |               |               | 股东权益           | 2,741.93        | 2,906.73        | 2,906.73        | 2,906.73         | 2,906.73         |
|                 |               |               |               |               |               | <b>负债和股东权益</b> | <b>7,163.77</b> | <b>9,137.33</b> | <b>9,626.69</b> | <b>11,452.27</b> | <b>14,574.29</b> |
|                 |               |               |               |               |               |                |                 |                 |                 |                  |                  |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2014A</b>  | <b>2015A</b>  | <b>2016E</b>  | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>现金流量表</b>   | <b>2014A</b>    | <b>2015A</b>    | <b>2016E</b>    | <b>2017E</b>     | <b>2018E</b>     |
| <b>成长能力</b>     |               |               |               |               |               | 税后利润           | 149.12          | 198.42          | 235.28          | 403.18           | 588.86           |
| 营业收入            | 4.2%          | 13.2%         | 7.5%          | 35.4%         | 42.2%         | 加:少数股东损益       | -0.01           | 2.45            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 营业利润            | 23.6%         | 40.9%         | 19.1%         | 73.1%         | 46.7%         | 公允价值变动         | 72.47           | 83.05           | 98.00           | 110.00           | 150.00           |
| 净利润             | 13.5%         | 33.1%         | 18.6%         | 71.4%         | 46.1%         | 折旧和摊销          | 42.87           | 52.09           | 105.24          | 130.11           | 136.41           |
| <b>获利能力</b>     |               |               |               |               |               | 营运资金的变动        | -315.47         | 188.50          | -94.97          | -545.19          | -867.04          |
| 毛利率(%)          | 18.7%         | 17.6%         | 16.4%         | 16.3%         | 16.3%         | <b>经营活动现金流</b> | <b>-51.02</b>   | <b>524.51</b>   | <b>343.56</b>   | <b>98.10</b>     | <b>8.23</b>      |
| 净利率(%)          | 4.6%          | 5.5%          | 6.1%          | 7.6%          | 7.8%          | 短期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| ROE(%)          | 5.4%          | 6.8%          | 8.1%          | 13.9%         | 20.3%         | 长期股权投资         | -517.63         | -323.58         | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| ROA(%)          | 2.1%          | 2.2%          | 2.4%          | 3.5%          | 4.0%          | 固定资产投资         | 0.00            | -447.23         | -31.50          | -30.00           | -30.00           |
| <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               | <b>投资活动现金流</b> | <b>-517.63</b>  | <b>-770.81</b>  | <b>-31.50</b>   | <b>-30.00</b>    | <b>-30.00</b>    |
| 流动比率            | 1.43          | 1.31          | 1.31          | 1.26          | 1.21          | 股权融资           | -3.57           | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 速动比率            | 0.80          | 0.70          | 0.72          | 0.66          | 0.61          | 长期贷款的增加/(减少)   | -40.00          | 183.50          | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 资产负债率%          | 61.7%         | 68.0%         | 69.6%         | 74.4%         | 79.9%         | 公司债券发行/(偿还)    | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>营运能力</b>     |               |               |               |               |               | 股利分配           | -90.80          | -112.64         | -235.28         | -403.18          | -588.86          |
| 总资产周转率          | 45.6%         | 40.4%         | 41.2%         | 46.9%         | 52.5%         | 计入循环贷款前融资活动    | -134.37         | 70.86           | -235.28         | -403.18          | -588.86          |
| 应收账款周转天数        | 269.13        | 276.49        | 276.49        | 276.49        | 276.49        | 循环贷款的增加(减少)    | 794.65          | 282.33          | 153.50          | 100.00           | 293.96           |
| 存货周转天数          | 326.60        | 358.32        | 358.32        | 358.32        | 358.32        | <b>融资活动现金流</b> | <b>529.48</b>   | <b>424.05</b>   | <b>-81.78</b>   | <b>-303.18</b>   | <b>-294.90</b>   |
| <b>每股指标 (元)</b> |               |               |               |               |               | <b>现金净变动额</b>  | <b>-39.17</b>   | <b>177.75</b>   | <b>230.28</b>   | <b>-235.08</b>   | <b>-316.67</b>   |
| 每股收益            | 0.20          | 0.27          | 0.32          | 0.55          | 0.80          |                |                 |                 |                 |                  |                  |
| 每股净资产           | 3.72          | 3.94          | 3.94          | 3.94          | 3.94          |                |                 |                 |                 |                  |                  |
| <b>估值比率</b>     |               |               |               |               |               |                |                 |                 |                 |                  |                  |
| P/E             | 63.3          | 47.6          | 40.1          | 23.4          | 16.0          |                |                 |                 |                 |                  |                  |
| P/B             | 3.4           | 3.2           | 3.2           | 3.2           | 3.2           |                |                 |                 |                 |                  |                  |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

|            |      |                                |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>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<br>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              |

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 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

## 分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名  | 固定电话              |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 张鸿韵 | 010-68790949-8006 |
| 北京 | 管峰  | 010-68790949-8007 |
| 北京 | 窦红丽 | 010-68790949-8030 |
| 上海 | 刘莉  | 021-38991500-831  |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064     |

