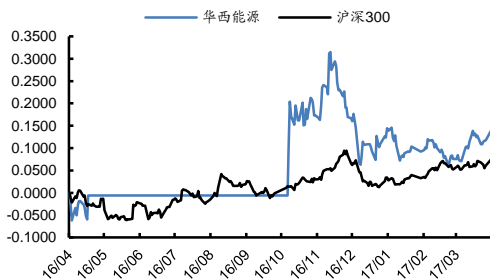


研究所
证券分析师：谭倩
S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
0755-83473923
联系人：赵越
S0350116090018
zhaoy01@ghzq.com.cn
0755-23936132

业绩基本符合预期，工程总包、PPP、石墨烯提 供多极增长动力

——华西能源（002630）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华西能源	6.0	-0.3	14.3
沪深300	1.7	4.7	7.6

市场数据 2017-04-05

当前价格（元）	12.69
52周价格区间（元）	10.27 - 14.94
总市值（百万）	9365.22
流通市值（百万）	7641.43
总股本（万股）	73800.00
流通股（万股）	60216.12
日均成交额（百万）	85.75
近一月换手（%）	32.33

相关报告

- 《华西能源（002630）事件点评：PPP再下一城，石墨烯+工程总包助力业绩提升》——2017-01-19
- 《华西能源（002630）调研简报：石墨烯下游应用广泛，拟收购公司在手订单充裕》——2016-10-30
- 《华西能源（002630）事件点评：三季度业绩基本符合预期，多元化发展值得期待》——2016-10-26
- 《华西能源（002630）深度报告：布局石墨烯

事件：

公司近日发布2016年年报，2016年营业收入34亿元，同比下降8.09%；归母净利润2.06亿元，同比增长3.35%。

投资要点：

- 受传统锅炉制造业务拖累，营业收入同比有所下降，而由此带来的业务结构调整将有利于公司未来业绩增长。由于宏观经济的低迷与电力装备投资需求的不断下降，公司传统业务电站锅炉市场空间受到发展限制，价格有所下降，2016年锅炉及配套产品营业收入14.03亿元，同比下降17.19%，拖累公司营业收入同比下降8.09%；而其在总营收中的占比由2015年的45.80%下降至41.26%，表明公司已经开始进行业务结构的优化与调整。锅炉及配套产品业务毛利率已连续两年下降，2016年降至11.77%，总包项目毛利率则由2015年的21.75%提升至26.29%，营业收入占比同比提升近9个百分点，达到49.26%，带动公司整体毛利率同比提升2.44个百分点，至20.03%。我们认为，公司将业务重心由相对低回报的锅炉及配套设备销售转移至相对高回报的总包项目，可逐渐降低无效低收益资产的投入，有效提升资产的使用效率和效益，进而提升公司整体收益水平。
- 受益于营业成本下降，公司2016年归母净利润同比小幅增长，但因政府补助有所提高，扣非后归母净利润同比略有下降。2016年公司整体营业成本同比大幅下降10.81%，主要是内部市场化机制逐步完善，同时对原材料的采购价格及库存采取优化措施，锅炉制造营业成本同比下降15.34%；而财务费用因增加中期票据及债券利息增长较多，同时应收账款金额增加带来同比例计提资产减值相应增长，抵消了部分营业成本的降幅，整体归母净利润同比小幅增长3.35%。年内公司收到锅炉智能制造、技术改造专项资金、新疆其亚战略性新兴产业项目补贴等多项政府补贴，带来非经常性损益较2015年增加1248万元，扣非后归母净利润同比略降3.78%。
- PPP及海外订单获取稳步增长，有望带来业绩突破。2016年公司新增各类生效订单合同总金额74.52亿元，年内执行比例约35%，至年底公司在手订单余额达到103.42亿元。除常规的锅炉设备制造订单

领域，多元发展战略下蓄势再出发》——
2016-10-25

《华西能源（002630）事件点评：收购石墨烯
公司股权，业务结构转型升级再发力》——
2016-10-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司
已发行股份的 1%。

外，公司在 2016 年还获得了 PPP 订单的突破，获得自贡市东部新城生态示范区一期工程 PPP 项目，总投资额 23.16 亿元，加上 2017 年初新增的 14.27 亿元 PPP 项目，目前公司仅 PPP 订单额就达 37.43 亿元，超过 2016 年总收入。此外，公司借助“一带一路”，还积极拓展了瑞典生物质与生活垃圾热电联产项目 EPC 总承包项目、土耳其超临界电厂总包项目等多个海外项目，预计总投资额 16.05 亿元；若加上之前获取的暂未开工的订单，公司目前在手海外项目订单总额超过 91 亿元，超过目前在手订单总额的 70%。随着收益率较高的 PPP 与海外项目工程总包订单逐步执行，我们认为 2017 年开始公司业绩将有较为明显的增长。

- **收购的量产单层石墨烯公司实现业绩承诺，未来的发展规划将继续为公司贡献可观业绩。** 2016 年公司收购 15% 股权的恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司实现营业收入 7.47 亿元，净利润 5.01 亿元，实现业绩承诺。根据收购协议，其 2017-2018 年的业绩承诺分别为 6 亿元和 7 亿元，按照 15% 股权不变测算，将为公司带来 9000 万元和 1.05 亿元的投资收益，分别占 2016 年净利润的 44% 和 51%。我们认为，后续石墨烯产业园的建设及后端应用产业的开发，将不断支撑公司在石墨烯新材料领域的前瞻性布局，促进公司产业进一步转型升级，有望为公司未来发展提供强劲动力。
- **维持公司“买入”评级：**公司在工程总包、PPP 等领域具有订单获取与执行优势，加之已完成石墨烯公司 15% 股权收购，将为公司提供业务多极增长动力，但考虑到公司正处于业务调整初期、订单多处于执行的初级阶段，对业绩的积极影响将逐步释放，我们较之前略微下调盈利预测水平，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71、0.82、0.94，对应当前股价 PE 为 18.00、15.43、13.52 倍；鉴于公司有望通过业务结构转型升级，借助总包及 PPP 订单优势以及石墨烯业务实现业绩突破，仍然维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**订单获取不达预期风险；项目进度及收益率不达预期风险；石墨烯技术发展及产业化应用不达预期风险；石墨烯产量未达预期风险；海外项目政治与经济风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3401	5795	6157	6545
增长率（%）	-8%	70%	6%	6%
净利润（百万元）	205	520	607	693
增长率（%）	3%	154%	17%	14%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.71	0.82	0.94
ROE（%）	6.53%	15.85%	17.61%	19.07%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 华西能源盈利预测表

证券代码:	002630.SZ				股价:	12.69	投资评级:	买入		日期:	2017-04-05
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	16%	18%	19%	EPS	0.28	0.71	0.82	0.94		
毛利率	20%	21%	21%	21%	BVPS	4.18	4.37	4.60	4.85		
期间费率	13%	13%	13%	13%	估值						
销售净利率	6%	9%	10%	11%	P/E	45.67	18.00	15.43	13.52		
成长能力					P/B	3.04	2.90	2.76	2.61		
收入增长率	-8%	70%	6%	6%	P/S	2.75	1.62	1.52	1.43		
利润增长率	3%	154%	17%	14%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.32	0.45	0.46	0.47	营业收入	3401	5795	6157	6545		
应收账款周转率	1.10	1.29	1.34	1.39	营业成本	2719	4552	4858	5139		
存货周转率	0.77	0.98	1.01	1.04	营业税金及附加	15	26	28	29		
偿债能力					销售费用	45	76	81	86		
资产负债率	70%	74%	74%	74%	管理费用	261	446	473	503		
流动比	1.32	1.24	1.25	1.25	财务费用	112	200	210	221		
速动比	0.70	0.64	0.65	0.66	其他费用 / (-收入)	(46)	40	120	150		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	202	535	626	716		
现金及现金等价物	658	142	362	606	营业外净收支	13	10	10	10		
应收款项	3105	4498	4610	4721	利润总额	215	545	636	726		
存货净额	3516	4666	4845	4984	所得税费用	10	26	31	35		
其他流动资产	258	323	282	234	净利润	204	519	605	691		
流动资产合计	7537	9629	10099	10545	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)		
固定资产	1175	1178	1189	1200	归属于母公司净利润	205	520	607	693		
在建工程	481	489	489	489	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	96	99	102	104	经营活动现金流	(475)	(3945)	147	326		
长期股权投资	1100	1200	1300	1400	净利润	204	519	605	691		
资产总计	10623	12830	13413	13973	少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(2)		
短期借款	675	775	875	975	折旧摊销	57	62	62	63		
应付款项	4095	5765	6018	6225	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	552	798	814	829	营运资金变动	(736)	(4524)	(519)	(425)		
其他流动负债	402	402	402	402	投资活动现金流	(359)	(111)	(111)	(111)		
流动负债合计	5724	7740	8109	8432	资本支出	(87)	(11)	(11)	(11)		
长期借款及应付债券	1680	1730	1780	1830	长期投资	(184)	(100)	(100)	(100)		
其他长期负债	77	77	77	77	其他	(89)	0	0	0		
长期负债合计	1758	1808	1858	1908	筹资活动现金流	758	(228)	(291)	(353)		
负债合计	7482	9548	9967	10340	债务融资	723	150	150	150		
股本	738	738	738	738	权益融资	27	0	0	0		
股东权益	3142	3282	3446	3634	其它	8	(378)	(441)	(503)		
负债和股东权益总计	10623	12830	13413	13973	现金净增加额	(76)	(4284)	(255)	(138)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，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、客观地出具报告。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，三年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。