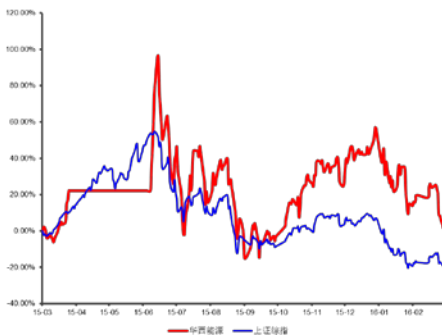


2016年7月19日

华西能源（002630）临时公告点评
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
 2015/8/24 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
 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

报告作者：
分析师：马宝德
执业证书编号：S0590513090001
联系人：
马宝德 张浩佳 冯瑞齐
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：公司与云南惠康再生能源开发有限公司（以下简称“云南惠康”）及其股东方于 2016 年 7 月 14 日签订了《股权转让协议》，公司拟现金出资 1,500 万元收购云南惠康再生能源开发有限公司 65% 的股权，本次股权转让完成后，云南惠康注册资本保持 200 万元不变，公司将成 为云南惠康的控股股东。

主要投资逻辑

- **收购云南惠康，继续加码垃圾焚烧发电业务，打造环保运营平台。**
 公司此次收购云南惠康进一步加码垃圾焚烧发电业务。云南惠康项目处于筹建阶段、尚未开展实质经营，截止 2016 年 6 月 30 日，云南惠康总资产 192.78 万元，净资产 192.78 万元；2015 年 1-12 月，云南惠康实现营业收入 0 万元、净利润-0.36 万元，云南惠康主营垃圾发电可再生能源项目的投资与运营管理，已签订昭通市生活垃圾焚烧发电项目特许经营权协议，项目建成投运后预计将产生较好的社会经济效益。公司收购云南惠康部分股权有利于推动云南惠康在手项目尽快建成投运并产生效益，提升双方在垃圾发电领域的竞争实力，实现资源共享、以充分发挥云南惠康的区位优势，开拓云贵地区垃圾发电市场、获取更多项目资源，有利于提升华西能源在垃圾发电领域的市场占有率，加大在全国的业务布局力度，促进公司新能源板块业务的持续发展，继续打造公司的环保运营平台。
- **市值空间巨大，维持“强烈推荐”评级。**我们维持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，宏观经济放缓的风险。

图表 1 公司拥有的垃圾发电相关项目汇总表

垃圾发电项目	投入资金	项目规模
张掖市生活垃圾焚烧发电项目	估算总投资约 3.3 亿元	拟建日处理 500 吨生活垃圾的发电项目
广安市垃圾发电项目	投资 4.9 亿元	广安市岳池县普安镇建设一座 1200 吨/日的城市生活垃圾焚烧发电厂
自贡市垃圾发电项目	总投资 3.5 亿元	每日处理生活垃圾设计处理规模为 800 吨
四川射洪镇垃圾焚烧发电项目	总投资约 2.8 亿元	垃圾发电日处理能力可达 700 吨
<u>广西玉林垃圾发电项目</u>	项目总投资约 5 亿元	日处理垃圾量 1200 吨采用国内先进的技术对生活垃圾进行资源化、减量化和无害化处理，并实现焚烧发电上网
博海昕能拥有的项目		
四川省广元市城市生活垃圾焚烧发电项目	预计总投资 4.9 亿元	拟建规模为日处理生活垃圾 1050 吨，配套 3 台 350 吨/日的焚烧炉
广东省四会市垃圾焚烧发电项目	总投资额为 4.6 亿元	是博海昕能以 BOT 形式在广东省投资运营的市政环保项目日处理量为 1050 吨
永兴县生活垃圾焚烧发电项目	项目总投资额约 2.6 亿元	按日处理垃圾 600 吨规划，该项目共分两期建设，其中一期工程垃圾处理能力为 300t/d，建设 1 台 300t/d 垃圾焚烧机械炉排炉，配；二期为一台 300t/d 垃圾焚烧机械炉排炉。
黑龙江省佳木斯市垃圾焚烧发电项目	总投资额为 6.3 亿元	是博海昕能以 BOT 形式在黑龙江省投资运营的市政环保项目，日处理量为 1500 吨

盈利预测

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	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
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	负债总额	4,421.84	6,230.60	7,898.30	10,729.81	15,101.63
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	4.2%	13.2%	37.0%	38.5%	40.7%	股东权益	2,741.93	2,906.73	2,906.73	2,906.73	2,906.73
营业利润	23.6%	40.9%	101.9%	47.1%	31.2%	负债和股东权益	7,163.77	9,137.33	10,805.03	13,636.54	18,008.36
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。