

华西能源 (002630) \ 电气设备

——增资垃圾发电项目，业务再度加码

事件：公司公告，能投华西放弃按玉林川能华西章程约定认缴的 5,100 万元出资权，其放弃的认缴出资权由华西能源认缴。华西能源以现金方式增资 5,100 万元，本次增资完成后，玉林川能华西注册资本保持不变，玉林川能华西成为华西能源的全资子公司。

投资要点：

➤ **玉林川能华西是玉林垃圾发电的项目公司，此次增资有利于该项目对公司的利润贡献。**玉林川能华西是公司与四川省能投华西生物质能开发有限公司为执行玉林垃圾发电 BOT 项目合资设立的项目公司，根据玉林川能华西环保发电有限公司章程，玉林川能华西注册资本 1 亿元，其中华西能源认缴出资 4,900 万元、能投华西认缴出资 5,100 万元。鉴于四川省能投华西生物质能开发有限公司已决定放弃对玉林川能华西 51% 的出资权，为推动玉林垃圾发电 BOT 项目投资建设的顺利进行，经相关各方友好协商，能投华西放弃认缴出资的 5,100 万元由华西能源认缴。本次增资完成后，玉林川能华西将成为华西能源的全资子公司，玉林垃圾焚烧 BOT 发电项目规划建设规模日处理垃圾 1,200 吨，项目建成运营后，预计可产生较好的收益和稳定的现金流。公司目前本身拥有的垃圾发电项目 4400 吨/日，加上博海昕能的项目，共拥有 11550 吨/日的处理能力，在国内的垃圾焚烧发电规模处于前列。此次增资有利于推动项目建设的继续进行，推动项目尽快建成投运，有利于加强对项目投资、建设、运营的集中管控，提升整体效率；未来在该项目进入工程建设及运营期后，将增大对公司的利润贡献度，对公司的业绩增长呈正面作用。

➤ **继续维持强烈推荐的评级。**我们预计公司 16、17、18 年 EPS（包括恒力盛泰投资收益）分别为 0.32 元、0.55 元、0.8 元。未来公司逐步进入业绩增长的快速通道，是值得持续跟踪的标的，我们继续维持“强烈推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进展不达预期的风险，订单量不达预期的风险。

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	38	22	15
市净率（P/B）	3.1	3.1	3.1	3.1

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：12.15 元

目标价格：15 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：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

虞栋

电话：0510-85611779

张浩佳

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

2016/11/10 控股股东的增持彰显投资信心，成长在路上

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%	流动资产总额	5,311.51	6,437.03	7,112.48	9,138.05	12,499.73
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
EBIT	283.25	321.17	306.87	424.32	625.78	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	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	264.34	457.55	671.21	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	277.26	470.47	684.13	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	资产总额	7,164.51	9,166.97	9,656.33	11,481.91	14,603.93
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
净利润	149.10	204.07	240.94	408.84	594.52	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
归属母公司净利润	149.12	198.42	235.28	403.18	588.86	流动负债	3,710.99	4,929.07	5,418.59	7,244.33	10,366.51
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
EPS (元)	0.20	0.27	0.32	0.55	0.80	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	6,719.96	8,545.54	11,667.56
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%	7.5%	35.4%	42.2%	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%	19.1%	73.1%	46.7%	负债和股东权益	7,163.77	9,137.33	9,626.69	11,452.27	14,574.29
净利润	13.5%	33.1%	18.6%	71.4%	46.1%						
获利能力						现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	18.7%	17.6%	16.4%	16.3%	16.3%	税后利润	149.12	198.42	235.28	403.18	588.86
净利率(%)	4.6%	5.5%	6.1%	7.6%	7.8%	加:少数股东损益	-0.01	2.45	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	5.4%	6.8%	8.1%	13.9%	20.3%	公允价值变动	72.47	83.05	98.00	110.00	150.00
ROA(%)	2.1%	2.2%	2.4%	3.5%	4.0%	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	-94.97	-545.19	-867.04
流动比率	1.43	1.31	1.31	1.26	1.21	经营活动现金流	-51.02	524.51	343.56	98.10	8.23
速动比率	0.80	0.70	0.72	0.66	0.61	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	61.7%	68.0%	69.6%	74.4%	79.9%	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%	41.2%	46.9%	52.5%	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	0.32	0.55	0.80	股利分配	-90.80	-112.64	-235.28	-403.18	-588.86
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	-235.28	-403.18	-588.86
估值比率						循环贷款的增加(减少)	794.65	282.33	153.50	100.00	293.96
P/E	60.1	45.2	38.1	22.2	15.2	融资活动现金流	529.48	424.05	-81.78	-303.18	-294.90
P/B	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	现金净变动额	-39.17	177.75	230.28	-235.08	-316.67

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 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

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	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

