安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 03 月 12 日

华西股份（000936.SZ）

公司快报

证券研究报告

涤纶

一村资本已盈利，拟增持稠州银行

■**事件：**2017 年 3 月 10 日晚华西股份发布 2016 年年报，根据年报数据，2016 年公司共实现营业收入 21 亿元（同比+5.6%），实现归属于上市公司股东的净利润 6 亿元（同比+604.46%），公司 2016 年净利润大幅提升的主要原因为 2016 年 8 月减持东海证券，共计贡献净利润 4.64 亿元，在净利润中的占比达到 76.77%。

■**并购基金业务持续推进。**华西股份的并购投资业务主要通过子公司一村资本开展，2016 年一村资本实现营业收入 8107 万元（在华西股份营业收入中占比 3.8%），实现净利润 6872 万元（在华西股份净利润中占比 11%），其中一村资本控股的前海同威实现 74.6 万元，一村资本专注投资于 TMT、集成电路和医疗大健康等行业。同时，公司的资产管理业务主要通过一村资产持股 85%的上海毅扬开展，2016 年上海毅杨实现营业收入 1552 万元，实现净利润 426 万元。

（1）一村资本目前已贡献投资收益。2015 年 9 月一村资本通过管理上海华聪投资中心和上海华毓投资中心认缴 1.35 亿元的基金份额，收购了 DianDian Interactive Holding 和点点互动 28%的股权，2016 年 9 月，一村资本转让所持有得 8800 万元份额，为华西股份贡献投资收益达到 6800 万元。

（2）涉足集成电路与 TMT，多元化布局。集成电路方面，公司设立专项投资平台华伊投资中心（其中一村资本出资 2.2 亿元，上海毅扬出资 3881 万元），出资 2.6 亿元取得澜起科技 2.11%股权，未来将借助澜起科技行业龙头地位为公司带来盈利；此外，一村资本出资 5000 万元投资宁德时代，股权比例为 0.238%，搭乘新能源汽车发展新趋势。**TMT 方面，**一村资产控股的上海毅扬持有英雄互娱 1.62%股权，一村资本控股的上海毓厚持有 Holdco 2.08%股权，公司通过子公司涉足电子竞技。

（3）收购医疗项目带来收入。2016 年 7 月苏州工业园区德信义利投资中心与黑龙江龙煤矿业控股集团下属的公司签订《产权交易合同》，受让其持有的 6 家医院公司 85%股权，2016 年 8 月一村资本完成认缴苏州工业园区德信义利投资中心 1 亿元份额（在总规模中占比 8.07%），2016 年华西股份该项投资带来的投资年化收益率达到 13%，实现收入 307 万元。

■**定增布局“投资+融资+资产管理”金控平台。**公司拟通过定增认购稠州银行增发的 3.26 亿股股份，交易完成后，华西资本将持有稠州银行 9.62%股份并成为稠州银行的第一大股东。稠州银行作为公司搭建金控平台的重要战略资产，在公司资产管理、财富管理等业务方面具有高度的协同性，同时对稠州银行的投资，也有利于公司盈利能力的提升，目前定增正处在审核阶段。

■**盘活存量资产，提升资本实力。**为进一步盘活存量资产、拓宽融资渠道、改善债务结构、降低资金成本，2016 年公司公告称拟非公开发行 12 亿元可交换为公司所持有的江苏银行股份有限公司 A 股股票的公司债券。目前公司可交换债券申请材料尚在上海证券交易所审核过程中。

■**传统主业经营稳健。**2016 年华西股份在纺织化纤和仓储等传统业务实现营业收入 18.6 亿元，在营业收入中的占比达到 87.7%（比上年同期减少 4.9 个百分点）。传统化纤产业稳健运营，2016 年公司化纤取得营业收入 17.72 亿元（同比-0.37%）；华西码头依托区位优势，继续保持稳定的经营规模和盈利水平，2016 年华西码头取得营业收入 9317 万元（同比+5.1%），净利润 3567.8 万元（同比-0.32%），纺织化纤和仓储等传统主业维持稳健经营态势。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 12.9 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.67 元、0.71 元。

■**风险提示：宏观风险、运营风险、政策风险**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,013.0	2,125.3	2,263.5	2,461.5	2,707.7
净利润	85.8	604.5	646.3	687.7	728.3
每股收益(元)	0.10	0.68	0.63	0.67	0.71
每股净资产(元)	3.11	5.50	2.42	3.36	4.45

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	101.8	14.5	15.7	14.8	13.9
市净率(倍)	3.2	1.8	4.1	2.9	2.2
净利润率	4.3%	28.4%	28.6%	27.9%	26.9%
净资产收益率	3.1%	12.4%	26.0%	19.9%	15.9%
股息收益率	0.3%	0.0%	1.2%	1.1%	0.9%
ROIC	11.5%	50.0%	108.7%	83.9%	69.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价： 12.9 元

股价（2017-03-10） 9.86 元

交易数据

总市值（百万元）	8,736.09
流通市值(百万元)	7,373.66
总股本（百万股）	886.01
流通股本(百万股)	747.84
12 个月价格区间	7.74/11.58 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.63	-0.61	5.99
绝对收益	0.61	-3.33	25.47

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦 报告联系人
maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

华西股份：处置资产获益丰厚，发展并购基金业务	2016-11-03
华西股份：并购基金稳发展，收购银行促盈利	2016-08-22
华西股份：转型并购基金，实施股权激励	2016-03-31

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,013.0	2,125.3	2,263.5	2,461.5	2,707.7
减:营业成本	1,837.5	1,856.6	2,071.1	2,259.7	2,485.6
营业税费	3.8	7.0	5.1	6.1	7.2
销售费用	26.7	33.0	30.5	34.7	38.9
管理费用	48.7	139.5	76.2	101.4	126.8
财务费用	16.4	65.1	77.4	54.1	8.4
资产减值损失	18.5	7.5	17.0	14.3	12.9
加:公允价值变动收益	0.3	3.2	-132.1	24.0	28.1
投资和汇兑收益	49.7	787.2	950.0	850.0	850.0
营业利润	111.4	807.0	804.1	865.2	905.8
加:营业外净收支	1.9	3.8	2.3	2.7	2.9
利润总额	113.3	810.8	806.4	867.9	908.8
减:所得税	18.0	197.6	96.8	130.2	136.3
净利润	85.8	604.5	646.3	687.7	728.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	435.1	1,220.5	181.1	196.9	965.0
交易性金融资产	19.0	211.3	79.2	103.2	131.3
应收帐款	164.3	321.8	68.6	399.0	134.6
应收票据	253.4	299.7	372.0	320.2	436.4
预付帐款	99.9	115.6	85.9	150.7	112.9
存货	413.4	146.0	651.6	230.2	661.9
其他流动资产	396.0	1,071.2	501.8	656.3	743.1
可供出售金融资产	1,668.1	4,923.5	2,697.6	3,096.4	3,572.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	59.5	59.0	59.0	59.0	59.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	356.5	327.2	282.1	237.0	191.9
在建工程	3.0	23.7	23.7	23.7	23.7
无形资产	21.0	20.6	20.1	19.6	19.0
其他非流动资产	9.0	18.6	16.7	17.1	17.2
资产总额	3,898.2	8,758.8	5,039.4	5,509.2	7,068.3
短期债务	510.0	895.0	831.1	305.7	-
应付帐款	162.6	109.7	265.0	113.8	280.9
应付票据	100.0	140.0	260.8	113.5	291.1
其他流动负债	51.8	353.0	152.5	196.0	238.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	139.3	2,270.1	860.7	1,090.0	1,406.9
负债总额	963.7	3,767.8	2,369.9	1,819.1	2,217.7
少数股东权益	177.6	122.1	182.2	231.4	274.5
股本	886.0	886.0	1,028.8	1,028.8	1,028.8
留存收益	1,433.5	2,013.9	1,458.5	2,430.0	3,547.3
股东权益	2,934.5	4,991.0	2,669.5	3,690.2	4,850.6

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-2.6%	5.6%	6.5%	8.7%	10.0%
营业利润增长率	51.8%	624.5%	-0.4%	7.6%	4.7%
净利润增长率	52.4%	604.5%	6.9%	6.4%	5.9%
EBITDA 增长率	11.0%	357.6%	1.2%	4.1%	-0.5%
EBIT 增长率	20.5%	582.5%	1.1%	4.3%	-0.6%
NOPLAT 增长率	13.6%	513.5%	17.6%	0.7%	-0.6%
投资资本增长率	41.8%	-45.9%	30.5%	20.3%	-21.5%
净资产增长率	24.2%	70.1%	-46.5%	38.2%	31.4%
利润率					
毛利率	8.7%	12.6%	8.5%	8.2%	8.2%
营业利润率	5.5%	38.0%	35.5%	35.1%	33.5%
净利润率	4.3%	28.4%	28.6%	27.9%	26.9%
EBITDA/营业收入	9.9%	43.1%	41.0%	39.2%	35.4%
EBIT/营业收入	6.3%	41.0%	38.9%	37.3%	33.8%
运营效率					
固定资产周转天数	69	58	48	38	29
流动营业资本周转天数	147	200	187	171	174
流动资产周转天数	294	438	424	292	348
应收帐款周转天数	30	41	31	34	35
存货周转天数	80	47	63	64	59
总资产周转天数	660	1,072	1,097	771	836
投资资本周转天数	201	172	131	150	133
投资回报率					
ROE	3.1%	12.4%	26.0%	19.9%	15.9%
ROA	2.4%	7.0%	14.1%	13.4%	10.9%
ROIC	11.5%	50.0%	108.7%	83.9%	69.4%
费用率					
销售费用率	1.3%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用率	2.4%	6.6%	3.4%	4.1%	4.7%
财务费用率	0.8%	3.1%	3.4%	2.2%	0.3%
三费/营业收入	4.6%	11.2%	8.1%	7.7%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	24.7%	43.0%	47.0%	33.0%	31.4%
负债权益比	32.8%	75.5%	88.8%	49.3%	45.7%
流动比率	2.16	2.26	1.29	2.82	3.93
速动比率	1.66	2.16	0.85	2.50	3.11
利息保障倍数	7.79	13.39	11.39	16.98	109.29
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	0.12	0.11	0.08
分红比率	31.0%	0.0%	19.2%	16.7%	12.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	1.2%	1.1%	0.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	95.3	613.2	646.3	687.7	728.3
加:折旧和摊销	72.4	43.9	45.7	45.7	45.7
资产减值准备	18.5	-9.3	-	-	-
公允价值变动损失	-0.3	-3.2	-132.1	24.0	28.1
财务费用	19.2	75.8	77.4	54.1	8.4
投资损失	-49.7	-787.2	-950.0	-850.0	-850.0
少数股东损益	9.5	8.8	63.3	50.0	44.1
营运资金的变动	-436.9	850.9	-261.3	-235.2	194.9
经营活动产生现金流量	99.0	232.7	-510.7	-223.7	199.5
投资活动产生现金流量	-656.8	-1,417.5	3,440.0	403.3	317.8
融资活动产生现金流量	582.1	1,962.8	-3,968.7	-163.8	250.8

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.10	0.68	0.63	0.67	0.71
BVPS(元)	3.11	5.50	2.42	3.36	4.45
PE(X)	101.8	14.5	15.7	14.8	13.9
PB(X)	3.2	1.8	4.1	2.9	2.2
P/FCF	-31.9	3.1	-23.5	95.6	12.1
P/S	4.3	4.1	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	54.4	4.9	9.3	8.1	6.7
CAGR(%)	97.8%	8.0%	120.1%	97.8%	8.0%
PEG	1.0	1.8	0.1	0.2	1.7
ROIC/WACC	1.1	4.9	10.6	8.2	6.7
REP	7.3	1.3	0.9	0.9	1.1

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。