安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 24 日

华西股份（000936.SZ）

公司快报

证券研究报告

涤纶

资管多元布局，主业增长稳健

■**事件：**2017 年 8 月 24 日，公司发布 2017 年中报。据中报显示，2017 年上半年公司实现营业总收入 16 亿元，同比上升 70%；实现归母净利润 8252 万元，同比上升 39%；截至 2017 年 6 月末公司总资产达到 91 亿元，较年初增长 4%。营收大幅增长主要受主业和原材料贸易板块驱动。

■**投资广泛分散风险。**华西股份的投资业务主要通过子公司一村资本开展，2017 年上半年公司投资管理实现营业收入 808 万元，同比下跌 44%，主要原因由基金清算，管理费减少所致。公司积极布局投资业务。**（1）并购投资业务：**中报期内，一村股权与红豆投资共同出资设立的华熙投资是江苏省内上市公司产业升级并购基金及管理平台，注册资本 1 亿元万元，其中一村股权认缴出资 800 万元，持股比例 80%。**（2）资产管理业务：**公司的资产管理业务主要通过一村投资开展。一村投资通过非公开方式向出资人募集资金，同时公司投入部分自有资金，共同发起设立基金。2015 年以来，一村投资在原有的资产管理业务和规模基础上，通过引入新的投资团队建立了主动管理型权益产品、量化类权益产品、以及“金牛”系列的契约型产品的产品体系。**（3）创业投资业务：**公司将一村资本控股的前海同威作为创业投资平台，专注投资 TMT、金融服务业和现代服务业。**（4）战略投资业务：**公司积极投资稠州银行和联储证券，为公司转型多元金融打下基础。

■**增持券商银行，布局多元金融。（1）联储证券：**中报期内，公司发布公告称拟增资联储证券。公司拟以现金 12.54 亿元认购联储证券有限责任公司 3.8 亿元注册资本，从而获得本次增资后联储证券 14.85%的股权。我们认为，公司将继续其“投资+融资+资产管理”的发展模式，打造金控平台。**（2）稠州银行：**中报期内，公司通过关联公司华西资本和华西热电分别认购稠州银行新增的 9600 万股（3.7 亿元）和 5550 万股（2.1 亿元）。稠州银行 2016 年末贷款总额达 672 亿元，2016 年实现利息收入 47 亿元，与公司资产管理、财富管理等业务方面具有高度的协同性。

■**传统主业经营稳健。**2017 年上半年华西股份在纺织化纤和仓储这两项传统业务上实现营业收入 11 亿元与 5438 万元，同比分别上升 34%和 26%。在开拓海外市场、技术改造等措施支持下，公司主营产品涤纶短纤维销售量与销售收入同比分别增加 12%和 34%。华西码头依托区位优势，提升优质客户粘性，继续保持稳定的经营规模和盈利水平（净利润同比增加近 30%）。

■**债券发行落地，盘活存量资产。**公司此前通过非公开发行可交换公司债券的议案。截至中报披露日，非公开发行可交换公司债券已完成发行，公司共募集资金 11.4 亿元。我们认为，债券发行的成功落地将盘活存量资产、降低资金成本、促进公司各业务发展。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 11.20 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.77 元、0.82 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	644.8	682.3	723.6
每股收益(元)	0.10	0.68	0.73	0.77	0.82
每股净资产(元)	3.11	5.50	5.28	5.86	6.49

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	72.8	10.3	9.7	9.2	8.6
市净率(倍)	2.3	1.3	1.3	1.2	1.1
净利润率	4.3%	28.4%	28.5%	27.7%	26.7%
净资产收益率	3.1%	12.4%	13.8%	13.1%	12.6%
股息收益率	0.4%	1.7%	2.6%	2.7%	2.6%
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

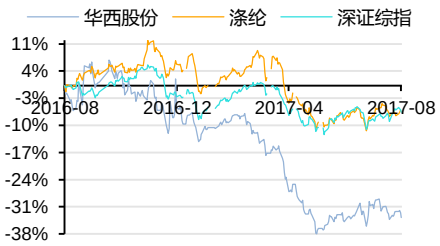
6 个月目标价： **11.20 元**

股价（2017-08-24） **7.05 元**

交易数据

总市值（百万元）	6,246.39
流通市值(百万元)	5,272.24
总股本（百万股）	886.01
流通股本(百万股)	747.84
12 个月价格区间	6.60/11.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.84	1.17	-27.46
绝对收益	-3.42	6.82	-34.06

赵湘怀 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

相关报告

华西股份：一村资本已盈利，拟增持稠州银行/赵湘怀	2017-03-13
华西股份：处置资产获益丰厚，发展并购基金业务/赵湘怀	2016-11-03
华西股份：并购基金稳发展，收购银行促盈利/赵湘怀	2016-08-22

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	79.3	60.9	14.2
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	802.1	858.4	900.0
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	804.4	861.1	902.9
减:所得税	18.0	197.6	96.5	129.2	135.4
净利润	85.8	604.5	644.8	682.3	723.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	435.1	1,220.5	181.1	196.9	787.7
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	4,923.5	4,923.5	4,923.5
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	7,265.3	7,336.3	8,242.0
短期债务	510.0	895.0	870.3	403.1	-
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	2,409.1	1,916.5	2,217.7
少数股东权益	177.6	122.1	182.1	230.9	273.7
股本	886.0	886.0	886.0	886.0	886.0
留存收益	1,433.5	2,013.9	3,788.1	4,303.0	4,864.6
股东权益	2,934.5	4,991.0	4,856.2	5,419.9	6,024.3

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%	-0.6%	7.0%	4.8%
净利润增长率	52.4%	604.5%	6.7%	5.8%	6.1%
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%	-2.7%	11.6%	11.2%
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%	35.4%	34.9%	33.2%
净利润率	4.3%	28.4%	28.5%	27.7%	26.7%
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	337
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	1,274	1,068	1,036
投资资本周转天数	201	172	131	150	133
投资回报率					
ROE	3.1%	12.4%	13.8%	13.1%	12.6%
ROA	2.4%	7.0%	9.7%	10.0%	9.3%
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%	3.5%	2.5%	0.5%
三费/营业收入	4.6%	11.2%	8.2%	8.0%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	24.7%	43.0%	33.2%	26.1%	26.9%
负债权益比	32.8%	75.5%	49.6%	35.4%	36.8%
流动比率	2.16	2.26	1.25	2.49	3.71
速动比率	1.66	2.16	0.83	2.21	2.89
利息保障倍数	7.79	13.39	11.11	15.09	64.25
分红指标					
DPS(元)	0.03	0.12	0.18	0.19	0.18
分红比率	31.0%	17.6%	25.0%	24.5%	22.4%
股息收益率	0.4%	1.7%	2.6%	2.7%	2.6%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	95.3	613.2	644.8	682.3	723.6
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	79.3	60.9	14.2
投资损失	-49.7	-787.2	-950.0	-850.0	-850.0
少数股东损益	9.5	8.8	63.1	49.6	43.8
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	-510.5	-222.7	200.3
投资活动产生现金流量	-656.8	-1,417.5	1,214.2	802.1	793.9
融资活动产生现金流量	582.1	1,962.8	-1,743.1	-563.6	-403.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.10	0.68	0.73	0.77	0.82
BVPS(元)	3.11	5.50	5.28	5.86	6.49
PE(X)	72.8	10.3	9.7	9.2	8.6
PB(X)	2.3	1.3	1.3	1.2	1.1
P/FCF	-22.8	2.2	-15.9	39.3	8.5
P/S	3.1	2.9	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	54.4	4.9	2.7	2.3	1.4
CAGR(%)	97.3%	7.8%	120.0%	97.3%	7.8%
PEG	0.7	1.3	0.1	0.1	1.1
ROIC/WACC	1.1	4.9	10.7	8.2	6.8
REP	7.3	1.3	0.3	0.2	0.2

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
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@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
	巢莫雯		

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。