

2019 年 03 月 29 日

华西股份 (000936.SZ)

资产处置大幅获利，投资业务享政策红利

■事件：据 2018 年年报显示，公司实现营业总收入 29.3 亿元，同比上升 3.2%；归母净利润 3.2 亿元，同比上升 64%。我们认为公司投资亮点包括：(1) 新准则下二级市场股价提升放大投资收益，资产减值有望冲回，可退出项目较多；(2) 并购投资团队专业能力强，具有较丰富的项目储备，科创板落地有望丰富退出手段；(3) 化纤、仓储业务盈利稳步提升。

■资产处置大幅获利，分红票息收益稳健。

(1) 资产处置带来可观收益。2018 年公司归母净利润的大幅增长主要来自于可供出售金融资产的转让，其中处置 1500 万股华泰证券股票获利 2.14 亿元，转让上海微盟 17.50% 股权获利 2869 万元（含分红），转让上海网鱼、上海安畅实现投资收益合计 2421 万元。此外，公司处置上海华伊确认投资收益 7400 万元，处置通灏信息确认投资收益 809 万元。

(2) 分红和票息带来稳定收入。2018 年公司部分资产贡献稳定的分红、票息收入，如江苏银行分红 4478 万元（2017：4429 万元），稠州银行分红 960 万元（2017 年同）；另有，华新利息 1477 万元（2017：1425 万元）、龙煤项目利息 1300 万元（2017：1324 万元）等。

(3) 投资管理业务增长快速。2018 年公司以一村资本为主要平台开展并购投资业务，投资管理业务实现营业收入 1582 万元，同比增长 65%。

■投资受益股市回暖，部分减值有望冲回。2019 年公司将按照 IFRS9 会计准则披露信息，二级市场股价波动将导致公司部分资产的浮盈浮亏直接于利润表中体现。在 2019 年股市逐步回暖的背景下，预计公司投资收益和公允价值变动损益将保持增长态势。此外，2018 年公司对合力泰计提 1.21 亿减值，随着其股东出让控股权等一系列救市措施，合力泰业务重回正轨且股价有所回升，该部分资产减值有冲回的可能。

■项目退出有望释放业绩，科创板落地丰富退出手段。一方面，2019 年公司江苏银行、宁德时代等项目已进入可退期；另一方面科创板轻盈利、重技术的要求为相当一部分华西股份的创投项目降低了上市门槛，例如中信证券披露已完成对澜起科技（华西股份子公司上海华伊持股 2.11%）科创板上市的辅导备案工作。公司并购投资团队分为 TMT、大健康、智能制造和新能源、半导体、夹层业务五大事业部，坚持以价值投资为中心挖掘成长性公司，聚焦高科技领域投资布局，已有较为丰富的项目储备，科创板落地后将丰富项目退出手段。

■化纤、仓储业务经营稳健。2018 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 28 亿元与 1.3 亿元，同比分别上升 24% 和 21%。通过不断开发新产品、提升产品的科技含量和附加值等方式，公司主营产品涤纶短纤销售收入同比增加 21%。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 28%。

■战略打造领先的资产管理公司。短期至 2020 年，公司目标借助战略股东的资本实力和产业资源，将一村资本打造成为一家具有垂直整合能力的前五十强资产管理公司。为此，公司通过一村资本股权多元化（增资扩股方式引入安徽交控产业发展基金）、明确事业部制（激励到位、引入专业人才）和强调产融结合等方式逐步实现公司战略目标。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 13 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.57 元、0.6 元。

■风险提示：主要投资股价下跌风险/项目退出不及预期风险/政策风险

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,842.4	2,932.2	3,020.2	3,171.2	3,289.1
净利润	195.4	321.0	441.3	509.2	535.4
每股收益(元)	0.22	0.36	0.50	0.57	0.60
每股净资产(元)	5.10	5.19	5.64	7.03	8.53

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	48.3	29.4	21.4	18.5	17.6
市净率(倍)	2.1	2.1	1.9	1.5	1.2
净利润率	6.9%	10.9%	14.6%	16.1%	16.3%
净资产收益率	4.3%	7.0%	8.8%	8.2%	7.1%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%
ROIC	50.1%	52.8%	207.2%	208.8%	251.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

涤纶

投资评级 买入-A

首次评级

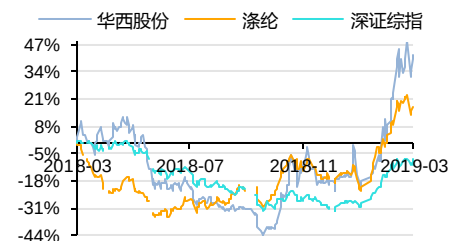
6 个月目标价：13 元

股价 (2019-03-29) 10.66 元

交易数据

总市值(百万元)	9,444.90
流通市值(百万元)	9,438.09
总股本(百万股)	886.01
流通股本(百万股)	885.37
12 个月价格区间	4.20/11.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.12	40.48	49.81
绝对收益	28.13	74.18	45.58

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn

021-35082609

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,842.4	2,932.2	3,020.2	3,171.2	3,289.1	成长性					
减:营业成本	2,542.7	2,640.6	2,748.3	2,854.1	2,971.8	营业收入增长率	33.7%	3.2%	3.0%	5.0%	3.7%
营业税费	10.6	9.6	10.4	11.0	11.2	营业利润增长率	-71.4%	83.2%	35.7%	15.5%	5.7%
销售费用	35.6	35.4	40.4	40.2	41.8	净利润增长率	-67.7%	64.3%	37.5%	15.4%	5.2%
管理费用	115.0	134.7	153.1	144.9	156.0	EBITDA 增长率	-50.4%	88.8%	30.3%	9.7%	1.8%
财务费用	203.9	394.2	450.7	470.5	455.1	EBIT 增长率	-52.3%	94.6%	26.4%	10.6%	2.0%
资产减值损失	7.9	193.7	100.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-45.8%	83.2%	25.1%	10.6%	2.0%
加:公允价值变动收益	2.8	178.8	200.5	120.3	108.3	投资资本增长率	73.9%	-68.1%	9.7%	-15.5%	17.9%
投资和汇兑收益	282.8	713.2	855.8	941.4	988.4	净资产增长率	-6.0%	6.5%	8.6%	23.2%	20.3%
营业利润	230.6	422.5	573.5	662.2	700.0						
加:营业外净收支	19.2	-0.2	7.6	8.9	5.4	利润率					
利润总额	249.8	422.3	581.1	671.1	705.4	毛利率	10.5%	9.9%	9.0%	10.0%	9.6%
减:所得税	44.3	83.6	116.2	134.2	141.1	营业利润率	8.1%	14.4%	19.0%	20.9%	21.3%
净利润	195.4	321.0	441.3	509.2	535.4	净利润率	6.9%	10.9%	14.6%	16.1%	16.3%
						EBITDA/营业收入	16.0%	29.2%	37.0%	38.7%	38.0%
						EBIT/营业收入	14.6%	27.6%	33.9%	35.7%	35.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	41	20	-5	-16	-25
货币资金	878.5	1,142.2	1,208.1	1,268.5	1,315.7	流动营业资本周转天数	168	135	106	106	114
交易性金融资产	208.6	401.0	601.5	721.8	830.1	流动资产周转天数	405	383	421	436	440
应收帐款	384.7	367.9	371.0	421.7	402.0	应收帐款周转天数	45	46	44	45	45
应收票据	253.2	324.9	331.4	312.4	364.6	存货周转天数	18	24	31	24	26
预付帐款	133.4	139.8	151.1	141.3	167.5	总资产周转天数	1,260	1,422	1,529	1,593	1,639
存货	144.4	239.7	274.2	150.7	326.1	投资资本周转天数	124	100	49	45	44
其他流动资产	999.6	616.2	895.7	837.2	783.0						
可供出售金融资产	6,280.2	6,595.4	7,914.4	8,705.9	9,576.5	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.3%	7.0%	8.8%	8.2%	7.1%
长期股权投资	1,403.8	1,604.9	1,604.9	1,604.9	1,604.9	ROA	1.8%	2.8%	3.4%	3.7%	3.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	50.1%	52.8%	207.2%	208.8%	251.9%
固定资产	326.3	-	-91.9	-183.8	-275.7	费用率					
在建工程	25.0	-	-	-	-	销售费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
无形资产	21.5	22.5	21.1	19.8	18.5	管理费用率	4.0%	4.6%	5.1%	4.6%	4.7%
其他非流动资产	70.7	585.1	325.4	452.6	386.4	财务费用率	7.2%	13.4%	14.9%	14.8%	13.8%
资产总额	11,130.1	12,039.5	13,606.9	14,452.8	15,499.6	三费/营业收入	12.5%	19.2%	21.3%	20.7%	19.9%
短期债务	1,022.0	1,455.5	2,120.9	1,941.3	1,545.1	偿债能力					
应付帐款	397.4	-	455.0	178.8	304.5	资产负债率	57.8%	58.5%	60.1%	53.8%	48.1%
应付票据	-	-	168.9	55.4	43.9	负债权益比	137.2%	141.0%	150.8%	116.3%	92.8%
其他流动负债	220.7	949.9	571.8	718.9	685.9	流动比率	1.83	1.34	1.16	1.33	1.62
长期借款	627.0	470.3	694.5	707.0	710.1	速动比率	1.74	1.24	1.07	1.28	1.50
其他非流动负债	4,171.3	4,168.1	4,169.7	4,168.9	4,169.3	利息保障倍数	2.04	2.05	2.27	2.41	2.54
负债总额	6,438.5	7,043.8	8,180.7	7,770.4	7,458.8	分红指标					
少数股东权益	171.5	401.6	425.2	452.9	481.8	DPS(元)	0.03	-	0.07	0.08	0.09
股本	886.0	886.0	886.0	886.0	886.0	分红比率	13.6%	0.0%	15.0%	14.1%	14.3%
留存收益	2,106.7	2,420.7	4,114.9	5,343.6	6,673.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%
股东权益	4,691.6	4,995.7	5,426.1	6,682.5	8,040.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	205.5	338.7	441.3	509.2	535.4	EPS(元)	0.22	0.36	0.50	0.57	0.60
加:折旧和摊销	39.7	49.2	93.2	93.2	93.2	BVPS(元)	5.10	5.19	5.64	7.03	8.53
资产减值准备	7.9	193.7	-	-	-	PE(X)	48.3	29.4	21.4	18.5	17.6
公允价值变动损失	-2.8	-178.8	200.5	120.3	108.3	PB(X)	2.1	2.1	1.9	1.5	1.2
财务费用	212.7	399.2	450.7	470.5	455.1	P/FCF	6.1	7.3	7.1	26.8	69.0
投资损失	-282.8	-713.0	-855.8	-941.4	-988.4	P/S	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9
少数股东损益	10.1	17.7	23.6	27.7	28.9	EV/EBITDA	5.9	1.4	4.4	2.9	1.9
营运资金的变动	504.0	466.7	128.1	-153.4	-92.8	CAGR(%)	37.7%	18.6%	-8.8%	37.7%	18.6%
经营活动产生现金流量	9.5	-196.5	481.7	126.1	139.7	PEG	1.3	1.6	-2.4	0.5	1.0
投资活动产生现金流量	-3,022.4	251.7	-864.3	-90.7	-98.7	ROIC/WACC	5.7	6.1	23.8	24.0	28.9
融资活动产生现金流量	2,659.6	13.2	448.4	25.0	6.2	REP	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

张经纬声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
北京联系人	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@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