

华西能源 (002630) \ 电气设备

——进军石墨烯，开启新的盈利增长点

事件：公司公告，公司拟以现金人民币13.5亿元收购恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司（以下简称“恒力盛泰”）15%的股权。具体交易方式是拟以现金方式向蜂巢新能源科技有限公司（以下简称“蜂巢新能源”）购买其所持恒力盛泰10%的股权，以现金方式向富星国际商贸有限公司（以下简称“富星国际”）购买其所持恒力盛泰5%的股权。

投资要点：

➤ 恒力盛泰的收购意味着公司进军石墨烯领域，开启新的盈利增长点。

恒力盛泰成立于2015年12月11日，由蜂巢新能源和富星国际共同出资成立，分别占恒力盛泰的股份比例为51%、44%，其中蜂巢新能源的控股股东为科学家张博增。目前恒力盛泰主要产品包括单层氧化石墨烯溶液及干粉、单层及少数层氧化石墨烯干粉、单层及少数层纯净石墨烯微粉、少数层纯净石墨烯微粉等，少数层石墨烯的单层占比较高。标的公司的生产技术具备成本低、质量高、环境友好的特点，在产品种类、制造工艺、技术指标和实际产能等方面均处于领先地位。标的公司部分核心研发团队人员位于美国俄亥俄州，拥有多项和石墨烯相关的专利。根据披露的财务数据，2016年1-8月恒力盛泰实现营业收入3.32亿元，净利润2.28亿元，具备较高的利润水平，目前已签署的合同总金额超过人民币40亿元，下游应用在军工帐篷、润滑油、涂料、经编纺织、镀锌等多个行业，部分石墨烯下游应用产品已进入试生产及检测阶段，具备良好的发展前景。公司此次收购有利于公司打造新的盈利增长极，实现装备制造、工程总包、投资营运、新材料等各大板块共同发力的业务布局，未来公司将继续关注石墨烯行业的发展，并积极配合恒力盛泰利用好自身的专利技术以及在石墨烯研发、生产及市场竞争方面的优势，进一步拓展石墨烯产品的终端应用及其配套领域，与此同时，通过对其相关产业链上下游优质企业进行并购整合，完善相关的业务布局。

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3699.7 | 5068.4 | 7021.67 | 9879.9 |
| 增长率（%） | 13.2 | 37 | 38.5 | 40.7 |
| EBITDA（百万元） | 373.3 | 642.9 | 860.3 | 1103.4 |
| 净利润（百万元） | 198.4 | 434.9 | 656.8 | 848.6 |
| 增长率（%） | 33.1 | 119.2 | 51 | 29.2 |
| EPS（元/股） | 0.27 | 0.59 | 0.89 | 1.15 |
| 市盈率（P/E） | 41 | 19 | 12 | 10 |
| 市净率（P/B） | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |

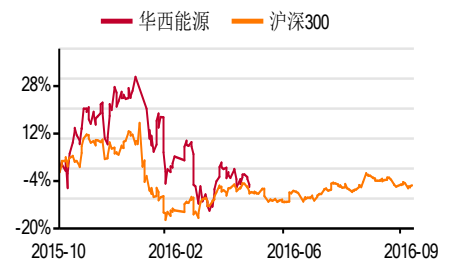
数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**强烈推荐**
 维持
 当前价格：11.06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：85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

张浩佳

电话：0510-85609581

冯瑞奇

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

➤ **石墨烯应用领域广泛，发展前景看好，产业化亟待突破。**石墨烯作为一种颠覆性的材料，对改造提升传统产业，强化创新驱动，促进经济稳增长、调结构增效益具有极为重要的战略意义。石墨烯拥有优异的性能，如导电导热强、耐腐蚀耐高温、重量轻韧性好等，应用领域宽广，市场前景广阔，在电子、新能源、高端制造、医疗等领域可以展开多种应用。据赛瑞产业研究院预测，2018年全球石墨烯市场规模可能高达1.95亿美元，之后将加速发展，于2023年超过13亿美元。但石墨烯的产业化、工业化仍然存在发展瓶颈，未来石墨烯行业的发展突破将取决于下游应用产业的技术开发和市场开拓进展，石墨烯应用的关键在于怎么把石墨烯和现有材料体系融合在一起更大限度地发挥石墨烯的性质，取得较高的性价比。未来石墨烯的应用会被用来改变很多产业的产品表现，但产业化进程不是一蹴而就，而是润物细无声般逐步进行的，是一个长期的、缓慢的过程。

➤ **继续维持强烈推荐的评级。**根据恒力盛泰承诺的净利润，假设股权交割顺利完成，16年、17年、18年恒力盛泰承诺的净利润分别为5亿元、6亿元、7亿元，公司可获取的投资收益分别为7500万元、9000万元、1.05亿元，我们调整16、17、18年EPS分别为0.59元、0.89元、1.15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：**收购不达预期的风险，订单量不达预期的风险。

| 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 | 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 | 494.13 | 749.39 | 970.14 | 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 | 507.05 | 762.31 | 983.06 | 其他长期资产 | 66.37 | 147.10 | 147.10 | 147.10 | 147.10 |
| 所得税 | 19.57 | 30.76 | 66.42 | 99.85 | 128.77 | 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 | 440.63 | 662.45 | 854.29 | 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% | 8.7% | 9.4% | 8.6% | 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 | 434.97 | 656.79 | 848.63 | 流动负债 | 3,710.99 | 4,929.07 | 6,596.93 | 9,428.60 | 13,800.58 |
| YOY(%) | 13.5% | 33.1% | 119.2% | 51.0% | 29.2% | 长期借款 | 0.00 | 183.50 | 183.50 | 183.50 | 183.50 |
| EPS (元) | 0.20 | 0.27 | 0.59 | 0.89 | 1.15 | 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% | 122.7% | 51.7% | 29.5% | 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% | 119.2% | 51.0% | 29.2% | | | | | | |
| 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 | 434.97 | 656.79 | 848.63 |
| 净利率(%) | 4.6% | 5.5% | 8.7% | 9.4% | 8.6% | 加:少数股东损益 | -0.01 | 2.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| ROE(%) | 5.4% | 6.8% | 15.0% | 22.6% | 29.2% | 公允价值变动 | 72.47 | 83.05 | 98.00 | 110.00 | 150.00 |
| ROA(%) | 2.1% | 2.2% | 4.0% | 4.8% | 4.7% | 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 | 70.42 | 135.62 | 58.46 |
| 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 | 0.59 | 0.89 | 1.15 | 股利分配 | -90.80 | -112.64 | -434.97 | -656.79 | -848.63 |
| 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 | -434.97 | -656.79 | -848.63 |
| 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 | 54.7 | 41.1 | 18.8 | 12.4 | 9.6 | 融资活动现金流 | 529.48 | 424.05 | -250.40 | -185.62 | -58.46 |
| 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 |

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 | 张鸿韵 | 010-68790949-8006 |
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 北京 | 窦红丽 | 010-68790949-8030 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |