

2016年10月28日

公司研究

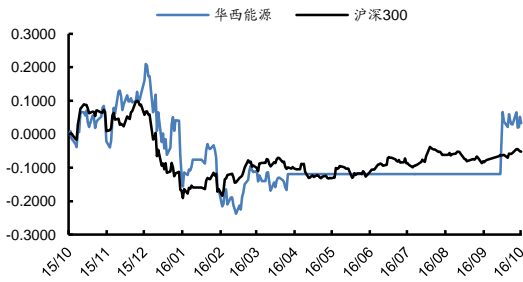
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn  
联系人： 赵越 S0350116090018  
0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

## 石墨烯下游应用广泛，拟收购公司在手订单充裕 ——华西能源（002630）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华西能源	17.2	17.2	7.0
沪深300	3.4	3.7	-5.2

市场数据

2016/10/28

当前价格（元）	12.96
52周价格区间（元）	9.47 - 15.46
总市值（百万）	9564.48
流通市值（百万）	7946.02
总股本（万股）	73800.00
流通股（万股）	61311.89
日均成交额（百万）	111.29
近一月换手（%）	69.43

相关报告

《华西能源（002630）事件点评：三季度业绩基本符合预期，多元化发展值得期待》——2016-10-26

《华西能源（002630）深度报告：布局石墨烯领域，多元发展战略下蓄势再出发》——2016-10-25

《华西能源（002630）事件点评：收购石墨烯公司股权，业务结构转型升级再发力》——2016-10-11

《华西能源(002630)点评：多维度业务构架思路清晰，充裕订单保障业绩（买入）\*环保与公用事业行业\*谭倩》——2016-04-11

近日我们对公司拟收购的标的公司恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司进行调研，现纪要如下：

### 投资要点：

■ 华西能源拟议现金 13.5 亿元收购恒力盛泰 15% 股权，继续打造多元化发展战略。公司 10 月 10 日发布公告称终于原先的重大资产重组事项，转而调整为以 13.5 亿元现金向恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司（以下简称“恒力盛泰”）的大股东和二股东分别收购 10% 和 5% 的股权。

恒力盛泰主要产品是单层石墨烯、单层氧化石墨烯、少数层石墨烯、石墨烯浆料和氧化石墨烯溶液，其大股东蜂巢新能源的实际控制人为张博增。张博增是全球第一个发现石墨烯且最早拥有石墨烯产品专利的石墨烯产品创始人，早在 2004 年就已申报全球第一篇有关石墨烯组成、生产工艺及应用技术的专利。其与合作伙伴 Aruna Zhamu 共同在美国创建 Angstrom Materials, Inc（美国安固强材料有限公司，AMI），是全美首家获得美国能源部、美国国家自然科学基金及美国国家标准总局关于的石墨烯产业化及相关应用的研究基金的企业，目前已获得 200 多项石墨烯相关专利。2015 年，AMI 将成熟的单层石墨烯工业化量产技术在中国国内建立工业化量产基地，在厦门设立恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司，并已取得美国 AMI 公司 25 项石墨烯生产技术专利权在中国大陆地区的排他性、无限期的使用许可。

我们认为，公司未来与张博增在石墨烯领域的合作关系、以及布局新型材料的战略思维坚定，同时公司 9 月 28 日公告终止 2015 年度非公开发行股票事项，亦是考虑为此次石墨烯项目收购让步，显示公司力推业务转型升级、打造多元战略的决心与信心。

■ 恒力盛泰与台湾 AMI 公司将有进一步理顺关系或整合的预期。在张博增投资设立恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司之前，其在台湾已设立台湾安固强材料有限公司（以下简称“台湾 AMI”），年生产能力可达 100 吨，在厦门生产线投产前，其亦为厦门公司提供半成品石墨烯原材料。目前美国 AMI 公司主要作为研发中心，而根据台湾公司与恒力盛泰签署的协议，其不能对外销售石墨烯，未来台湾和厦门两家生产公司有进一步理顺关系或整合的预期。

■ 恒力盛泰石墨烯产品下游应用广泛，有望拓展。石墨烯在橡胶、混凝

《华西能源(002630)点评:实际控制人巨额增持显信心,低估值受益环保政策催化 (买入)\*环保与公用事业行业\*谭倩》——2015-12-03

土等 12 个领域均有良好应用。张博增及其团队拥有超过 80 项石墨烯下游应用专利,恒力盛泰可获得优先使用和开发权,有望实现将石墨烯制备向下游产业应用的延伸,尤其是新能源电池、散热材料、复合材料、功能性涂层等下游领域,可进一步完善公司产业链,提高公司竞争力。

下游领域	具体应用
橡胶	显著提升轮胎、医用手套等的主要功能
混凝土	减少凝固时间、减少水泥用量、增加强度
石化	用于不同塑料基材、管道及 3D 打印耗材,提高防腐、强度、防静电等各种功能
涂料	增强抗腐蚀性、耐磨性及防静电
汽车	车灯、散热、车身轻量化、电池等综合应用
电池	铅酸电池、集流体、不燃电解液
热管理	移动电脑、显示器……
润滑油	显著增强渗透率、耐磨性及散热性
光伏	作为第三代光伏材料性能改善的关键要素
水处理	透膜及海水淡化
纺织	抗静电服装
皮革制鞋	杀菌、除臭、防腐

■ **关联方交易问题有望得到妥善解决。**此前公司公告披露恒力盛泰 2016 年 1-8 月份存在 80% 关联方交易,主要是其中一家客户子公司的总经理为恒力盛泰的前董事,另一家客户建立有严谨的供应商认证体系,公司采取将产品先出售给有资质的分销商、再由分销商销售给客户的方式,完成对该客户的供货行为。资产评估公司对此进行了专项调查,认为产品确实由合格分销商出售给了客户。此外,恒力盛泰 100 吨生产线投产之前,台湾 AMI 向恒力盛泰出售半成品石墨烯,进行委托加工,亦在生产端构成关联交易。随着厦门生产线的投产,台湾公司将不向恒力盛泰提供半成品石墨烯,生产端的关联交易情况将有所改善。同时我们预计,随着公司合同订单量和客户数逐渐增加,销售端的关联交易情况将有明显改善。

■ **在手订单约 60 亿元,执行周期约 3 年,有望完成业绩承诺。**2016 年 1-9 月公司共签署合同订单约 60 亿元,均为三年期合同。除 40 亿元的大单外,其余订单分散在接近 20 家客户中,风险较小。

公司生产石墨烯的原料成本较低,高纯度石墨的价格约为 5000-6000 元/吨,三吨石墨可以生产一吨石墨烯,在目前石墨烯价格尚处较高水平的情况下,产品的毛利率较高,按照目前公司在手订单情况,预计已完成三年分别 5 亿元、6 亿元、7 亿元的业绩承诺,若公司还有后续签订的合同订单,预计可超预期完成。

■ **维持“买入”评级:**我们预计公司 2016-2018 EPS 分别为 0.30、0.44、0.57,对应当前股价 PE 为 43.81、29.15、22.65 倍。若股权收购成

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

功，则 2016-2018 年备考净利润预测为 2.8、4.0、5.0 亿元，对应当前股价 PE 为 34.08、23.38、18.64 倍，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**石墨烯技术发展及产业化应用不达预期风险；石墨烯产量未达预期风险；石墨烯合同执行不达预期风险；股权收购项目未获股东大会批准及厦门自贸区备案风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	3700	4319	5042	6030
增长率(%)	13%	17%	17%	20%
净利润（百万元）	198	218	328	422
增长率(%)	33%	10%	50%	29%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.30	0.44	0.57
ROE(%)	6.76%	7.19%	10.29%	12.48%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 华西能源盈利预测表 (暂未考虑本次股权收购对业绩的影响)

证券代码:	002630.SZ				股价:	12.96	投资评级:	买入		日期:	2016/10/28
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	7%	7%	10%	12%	EPS	0.27	0.30	0.44	0.57		
毛利率	18%	18%	18%	19%	BVPS	3.94	4.07	4.26	4.51		
期间费率	11%	12%	12%	11%	<b>估值</b>						
销售净利率	5%	5%	7%	7%	P/E	48.20	43.81	29.15	22.65		
<b>成长能力</b>					P/B	3.29	3.19	3.04	2.88		
收入增长率	13%	17%	17%	20%	P/S	2.59	2.21	1.90	1.59		
利润增长率	33%	10%	50%	29%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
总资产周转率	0.40	0.45	0.50	0.53	营业收入	3700	4319	5042	6030		
应收账款周转率	1.32	1.48	1.54	1.61	营业成本	3049	3535	4112	4896		
存货周转率	1.03	1.19	1.23	1.28	营业税金及附加	28	32	38	45		
<b>偿债能力</b>					销售费用	50	58	68	81		
资产负债率	68%	68%	69%	70%	管理费用	249	291	339	406		
流动比	1.31	1.26	1.23	1.19	财务费用	77	131	138	142		
速动比	0.70	0.69	0.63	0.60	其他费用 / (-收入)	(25)	(20)	30	30		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>222</b>	<b>252</b>	<b>377</b>	<b>490</b>		
现金及现金等价物	541	612	112	30	营业外净收支	13	6	11	10		
应收款项	2803	2917	3267	3742	<b>利润总额</b>	<b>235</b>	<b>258</b>	<b>388</b>	<b>500</b>		
存货净额	2972	2989	3363	3870	所得税费用	31	34	51	65		
其他流动资产	120	141	164	196	<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>225</b>	<b>337</b>	<b>434</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>6437</b>	<b>6659</b>	<b>6906</b>	<b>7838</b>	少数股东损益	6	6	9	12		
固定资产	1130	1274	1410	1540	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>218</b>	<b>328</b>	<b>422</b>		
在建工程	439	539	639	739	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
无形资产及其他	98	104	107	109	经营活动现金流	(106)	(181)	(619)	(1413)		
长期股权投资	916	916	916	916	净利润	204	225	337	434		
<b>资产总计</b>	<b>9167</b>	<b>9638</b>	<b>10124</b>	<b>11288</b>	少数股东权益	6	6	9	12		
短期借款	440	490	540	590	折旧摊销	52	60	67	74		
应付款项	3703	3941	4130	4918	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	491	574	670	801	营运资金变动	(368)	(471)	(1033)	(1933)		
其他流动负债	295	295	295	295	<b>投资活动现金流</b>	<b>(396)</b>	<b>(243)</b>	<b>(236)</b>	<b>(229)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>4929</b>	<b>5300</b>	<b>5635</b>	<b>6604</b>	资本支出	(471)	(243)	(236)	(229)		
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193	长期投资	(324)	0	0	0		
其他长期负债	109	109	109	109	其他	398	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>1302</b>	<b>1302</b>	<b>1302</b>	<b>1302</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>680</b>	<b>(74)</b>	<b>(136)</b>	<b>(190)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>6231</b>	<b>6601</b>	<b>6936</b>	<b>7906</b>	债务融资	636	50	50	50		
股本	738	738	738	738	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	2936	3037	3188	3383	其它	44	(124)	(186)	(240)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9167</b>	<b>9638</b>	<b>10124</b>	<b>11288</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>178</b>	<b>(498)</b>	<b>(992)</b>	<b>(1832)</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，三年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己



的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。