

2016年11月10日

华西能源 (002630.SZ)

动态分析

投资石墨烯产业，大股东增持信心十足

【事件】2016年11月8日，公司第一大股东黎仁超先生通过深圳证券交易所大宗交易系统受让“鹏华资产鲲鹏9号资产管理计划”所持有的公司股份1515万股，占公司股份总数的2.05%，成交均价12.94元/股，成交金额1.96亿元。黎仁超先生持有公司股份由增持前的21%增加到23.05%，可见其对公司转型石墨烯产业后的发展前景充满信心。

◆ **入股恒力盛泰，外延石墨烯行业促转型升级：**2016年10月10日，公司拟以现金13.5亿元购买恒力盛泰15%的股权，此次对接华西能源的资本平台，有助于张博增团队快速将技术落地，实现石墨烯的产业化，率先建设全球最大的单层石墨烯工业化量产基地，预计2017年全年单层石墨烯粉体的产量在140吨-160吨之间。低成本原料生产加上较高的石墨烯价格，以及石墨烯专利授权费用，使恒力盛泰可以在较长时间内获得较高的毛利率，根据最新的审计报告，2016年1-8月份营业收入达3.32亿元，净利润高达2.28亿元，并承诺2016-2018年其归母净利润分别不低于5亿元、6亿元和7亿元。

◆ **扩展海外订单，工程承包业务和锅炉设备业务将恢复增长：**一带一路、新能源支持政策为公司的发展带来契机，工程承包方面来自国内外订单加速增长，上半年成功签订土耳其370MW超临界高效清洁电厂总包、自贡市东部新城PPP项目等重大订单。公司的重大建设项目也有序推进，华西科技园已投入使用，广安垃圾发电项目、张掖垃圾发电项目、广元项目都在有序进行中，垃圾发电项目由公司提供服务，项目投入使用后每年将为公司带来持续稳定的收入。

◆ **受大宗商品景气度影响，前三季业绩稍显疲软：**公司2016年前三季度营业收入24.26亿元，同比减少10%；归属母公司净利润1.76亿元，同比降低6%，实现每股盈利0.24元。第三季度实现营收7.42亿元，同比降低26.21%；归属母公司净利润5680万元，同比降低24.34%。根据2016半年报的披露，业绩下降主要原因在于公司所处行业市场需求下降、竞争加剧，同时受原钢板、钢管、钢构型材等原材料价格的波动影响，传统业务疲软也促使了公司加速转型新兴行业。

◆ **投资建议：**根据《股权收购协议》，蜂巢新能源、复星国际承诺标的公司2016年、2017年、2018年三个年度合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于5亿元、6亿元、7亿元，这将为华西能源公司带来较快的盈利增长。公司的工程承包业务稳步增长，重大建设项目的完工也将在未来为公司带来稳定的现金流。我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.30、0.53和0.62元。首次覆盖，给予“买入-B”建议，6个月目标价为16元，相当于2017年30倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**石墨烯技术下游应用未形成规模风险；技术尚待突破带来的风险；企业整合不稳定性造成的财务风险；市场竞争加剧风险。

机械 | 锅炉设备 III

投资评级	买入-B(首次)
6个月目标价	16元
股价(2016-11-09)	13.30元

交易数据	
总市值(百万元)	9,815.40
流通市值(百万元)	8,154.48
总股本(百万股)	738.00
流通股本(百万股)	613.12
12个月价格区间	9.50/15.51元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.24	20.72	20.95
绝对收益	20.25	20.25	2.45

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

陈雁冰
 chenyanbing@huajinsec.cn
 021-20655676

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3,268.6	3,699.7	3,400.1	4,018.9	4,963.3
同比增长(%)	4.2%	13.2%	-8.1%	18.2%	23.5%
营业利润(百万元)	157.5	221.9	259.7	472.8	555.7
同比增长(%)	23.6%	40.9%	17.0%	82.1%	17.6%
净利润(百万元)	149.1	198.4	224.0	392.4	459.9
同比增长(%)	13.5%	33.1%	12.9%	75.2%	17.2%
每股收益(元)	0.20	0.27	0.30	0.53	0.62
PE	65.8	49.5	43.8	25.0	21.3
PB	3.6	3.4	3.1	2.5	2.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、外拓石墨烯转型走多元化之路，大股东增持彰显信心	4
二、入股恒力盛泰，外延石墨烯行业促转型升级	5
（一）石墨烯行业进入商业化关键节点	5
（二）现金收购恒力盛泰 15%股权，实现多元化转型	5
（三）对接资本平台扩产能，销售业绩增长迅速	6
三、盈利预测及评级	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1：2013 至 2016 年前三季度营收（亿元）及增长率	4
图 2：2013 至 2016 年前三季度归母净利润（亿元）及增长率	4
图 3：报告期公司新接收订单按分业务占比情况	4
图 4：张博增是蜂巢新能源的实际控制人	6
图 5：交易后恒力盛泰股权结构	6

一、外拓石墨烯转型走多元化之路，大股东增持彰显信心

第一大股东黎仁超增持，是基于对公司内外部环境的综合分析，看好公司转型后的未来发展前景的结果。目前华西尚处于转型升级的关键时点，尚需时间整合新公司业务。公司 2016 年前三季度营业收入 24.26 亿元，同比减少 10%；归属母公司净利润 1.76 亿元，同比降低 6%，实现每股盈利 0.24 元。第三季度实现营收 7.42 亿元，同比降低 26.21%；归属母公司净利润 5680 万元，同比降低 24.34%。根据 2016 半年报的透露，业绩下降主要原因在于公司所处行业市场需求下降、竞争加剧，同时原钢板、钢管、钢构型材等原材料价格的波动，使公司面临利润下降的风险。

图 1：2013 至 2016 年前三季度营收（亿元）及增长率



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

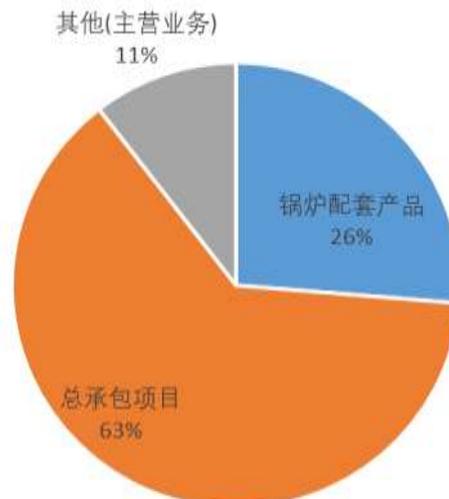
图 2：2013 至 2016 年前三季度归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

根据 2016 年公司半年报数据，公司目前主要业务是承包项目、锅炉配套产品等。上半年总营业收入 16.58 亿元，同比降低 2.46%。其中，工程总承包项目收入 10.48 亿元，比去年同比增加 44.71%；装备制造类（锅炉及锅炉配套产品）营业收入 4.36 亿元，比去年同期降低 49.02%。这一趋势在三季报中继续体现。

图 3：报告期公司新接收订单按分业务占比情况



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

扩展海外订单，外延石墨烯行业促多元化发展。在国内国际经济形势低迷、电力装备投资需求下降、行业产能过剩等宏观经济环境下，公司积极寻求出路。一带一路、新能源支持政策为公司的发展带来契机，工程承包方面来自国内外订单加速增长，上半年成功签订土耳其 370MW 超临界高效清洁电厂总包、自贡市东部新城 PPP 项目等重大订单。公司的重大建设项目也有序推进，华西科技园已投入使用，广安垃圾发电项目、张掖垃圾发电项目、广元项目都在有序进行中，垃圾发电项目由公司提供设备，项目投入使用后每年将为公司带来持续稳定的收入。

以石墨烯为代表的新材料产业正在崛起之中，公司适时启动石墨烯并购重组，以促进公司产业转型升级，并逐渐形成多主业、多元化同步发展的战略格局。2016 年 10 月 9 日，公司董事会审议通过拟购买恒力盛泰石墨烯公司 15% 股权的议案，交易价格 13.5 亿元。恒力盛泰拥有较强的盈利能力，有助于提升公司未来的盈利能力并提供新的利润增长点。

二、入股恒力盛泰，外延石墨烯行业促转型升级

（一）石墨烯行业进入商业化关键节点

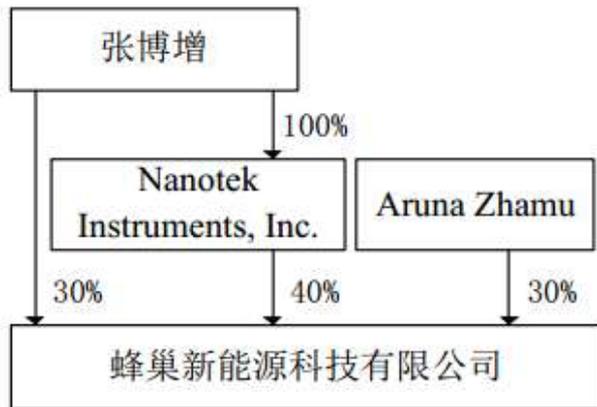
石墨烯材料是 21 世纪的新兴材料，它的发现标志着 21 世纪碳时代的来临，甚至有可能继续谱写计算机时代硅材料的辉煌。它有着极大比表面积、优良的导电和导热性等优良特性，研究表明石墨烯可以运用在生物、环保、能源、医药、化工等诸多领域近 25 个行业，有着广泛的应用前景。

在石墨烯产业化方面，我国领先西方发达国家，目前国内石墨烯生产企业有 100 多家，9 月份在青岛举办的石墨烯国际创新大会展览厅，有 70 多种石墨烯产品展出，表明下游石墨烯应用正在加速。随着新能源政策的推广，动力锂电池的需求也水涨船高，石墨烯超强的导电性使其可以作为锂电池的导电剂，显著提升锂电池的性能。自 2015 年 6 月开始，石墨烯导电剂在比亚迪和国轩高科南京工厂投入使用，预计未来两到三年石墨烯产业化将进入加速期。

（二）现金收购恒力盛泰 15% 股权，实现多元化转型

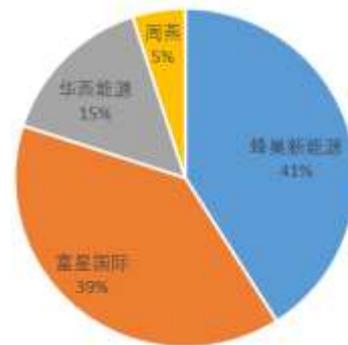
2016 年 10 月 9 日，公司与蜂巢新能源、复星国际签署协议，拟以现金 9 亿元向蜂巢新能源科技有限公司购买其所持恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司 10% 的股权，以现金 4.5 亿元向复星国际商贸有限公司购买其所持恒力盛泰 5% 的股权。合计购买价款 13.5 亿元，收购恒力盛泰 15% 的股份。交易完成后，公司成为恒力盛泰第三大股东，前两大股东分别是蜂巢新能源 41%，复星国际 39%。**蜂巢新能源的实际控制人是张博增，此次交易的目的是，张博增团队能够以最快的速度募集资金、建立生产线，把石墨烯推向市场，形成产业化。**

图 4：张博增是蜂巢新能源的实际控制人



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

图 5：交易后恒力盛泰股权结构



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

（三）对接资本平台扩产能，销售业绩增长迅速

根据英国剑桥专利局发布的统计，张博士是全世界拥有石墨烯专利最多的科学家。其所拥有的 AMI 公司是全美首家，也是唯一一家获得美国国家能源部、美国国家自然科学基金以及美国国家标准总局关于石墨烯产业化及相关应用研究基金支持的公司。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。

恒力盛泰在厦门投产的第一条产线年生产 100 吨石墨烯，今年底至明年年初，还将投产第二条生产线，实现两百吨产能的规模。此次对接华西能源的资本平台，有助于公司建设全球最大的单层石墨烯工业化量产基地，公司官网披露，预计 2017 年其单层石墨烯产能将达到 300 吨，产量在 140~160 吨，预计 2020 年各项石墨烯产品产能达到 5000 吨。

恒力盛泰的业绩也增长迅速 根据最新的审计报告 2016 年 1-8 月份营业收入达 3.32 亿元，净利润高达 2.28 亿元。公司生产石墨烯的原料石墨成本很低，目前高纯度石墨约为 5000-6000 元每吨，而 3 吨石墨烯即可生产 1 吨石墨烯，加上技术许可费用，造就了公司较高的毛利率。

三、盈利预测及评级

根据《股权收购协议》，蜂巢新能源、复星国际承诺标的公司 2016-2018 年归母净利润分别不低于 5 亿元、6 亿元、7 亿元，预计将分别为华西能源公司带来 7500 万、9000 万和 1.05 亿元投资收益。我们预测公司 2016 年至 2018 年的每股收益分别为 0.30、0.53 和 0.62 元。首次覆盖，给予“买入-B”评级，6 个月目标价为 16 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

五、风险提示

石墨烯技术下游应用未形成规模风险；技术尚待突破带来的风险；企业整合不稳定性造成的财务风险；市场竞争加剧风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,268.6	3,699.7	3,400.1	4,018.9	4,963.3	年增长率					
减:营业成本	2,657.8	3,049.0	2,747.2	3,227.2	3,995.5	营业收入增长率	4.2%	13.2%	-8.1%	18.2%	23.5%
营业税费	16.2	27.7	16.3	21.7	29.3	营业利润增长率	23.6%	40.9%	17.0%	82.1%	17.6%
销售费用	62.4	49.6	44.9	53.9	88.3	净利润增长率	13.5%	33.1%	12.9%	75.2%	17.2%
管理费用	246.3	249.0	289.0	305.0	377.5	EBITDA 增长率	19.3%	20.0%	0.3%	56.5%	14.4%
财务费用	92.3	77.2	44.6	30.4	27.0	EBIT 增长率	17.7%	19.7%	1.7%	65.4%	15.8%
资产减值损失	72.5	83.0	79.0	86.0	83.0	NOPLAT 增长率	18.4%	17.7%	-0.5%	65.4%	15.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	84.7%	16.1%	-19.7%	52.4%	-21.3%
投资和汇兑收益	36.4	57.8	80.7	178.0	193.0	净资产增长率	55.4%	7.1%	7.7%	26.8%	12.1%
营业利润	157.5	221.9	259.7	472.8	555.7	盈利能力					
加:营业外净收支	11.2	12.9	15.4	13.2	13.8	毛利率	18.7%	17.6%	19.2%	19.7%	19.5%
利润总额	168.7	234.8	275.0	485.9	569.6	营业利润率	4.8%	6.0%	7.6%	11.8%	11.2%
减:所得税	19.6	30.8	41.3	72.9	85.4	净利润率	4.6%	5.4%	6.6%	9.8%	9.3%
净利润	149.1	198.4	224.0	392.4	459.9	EBITDA/营业收入	9.0%	9.5%	10.4%	13.7%	12.7%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.1%	8.9%	12.5%	11.7%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	61.7%	68.0%	44.5%	63.8%	50.5%
货币资金	363.7	541.5	553.8	333.5	1,422.2	负债权益比	161.2%	212.2%	80.2%	175.9%	101.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.43	1.31	1.70	1.47	1.77
应收帐款	2,369.7	2,722.6	1,213.7	3,802.1	2,455.2	速动比率	0.80	0.70	1.24	0.76	1.20
应收票据	40.4	80.0	97.9	83.1	131.9	利息保障倍数	2.71	3.87	6.82	16.53	21.60
预付帐款	180.3	120.5	257.2	141.6	337.4	营运能力					
存货	2,356.7	2,972.5	788.5	4,055.2	2,094.8	固定资产周转天数	99	102	117	95	74
其他流动资产	0.8	-0.0	0.7	0.5	0.4	流动营业资本周转天数	136	150	111	137	137
可供出售金融资产	2.9	2.7	2.4	2.7	2.6	流动资产周转天数	492	572	495	507	539
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	218	248	208	225	227
长期股权投资	592.3	915.9	2,265.9	2,265.9	2,265.9	存货周转天数	203	259	199	217	223
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	682	795	787	750	730
固定资产	956.9	1,130.2	1,085.4	1,040.6	995.8	投资资本周转天数	284	352	371	353	309
在建工程	141.3	438.9	438.9	438.9	438.9	费用率					
无形资产	96.0	97.8	94.6	91.4	88.1	销售费用率	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.8%
其他非流动资产	63.5	144.3	-1,100.8	-1,197.7	-1,168.1	管理费用率	7.5%	6.7%	8.5%	7.6%	7.6%
资产总额	7,164.5	9,167.0	5,698.1	11,057.6	9,065.0	财务费用率	2.8%	2.1%	1.3%	0.8%	0.5%
短期债务	395.0	440.0	-	-	-	三费/营业收入	12.3%	10.2%	11.1%	9.7%	9.9%
应付帐款	2,037.8	3,154.3	652.7	3,981.4	1,960.9	投资回报率					
应付票据	625.0	783.7	441.3	1,022.5	790.8	ROE	5.4%	6.8%	7.2%	9.9%	10.4%
其他流动负债	653.2	551.1	614.0	728.2	877.9	ROA	2.1%	2.2%	4.1%	3.7%	5.3%
长期借款	-	183.5	-	432.4	-	ROIC	12.2%	7.8%	6.7%	13.7%	10.4%
其他非流动负债	710.9	1,118.0	828.5	885.8	944.1	分红指标					
负债总额	4,421.8	6,230.6	2,536.6	7,050.4	4,573.7	DPS(元)	0.05	0.04	-	-	-
少数股东权益	0.7	29.6	39.5	60.1	84.3	分红比率	24.7%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	369.0	738.0	738.0	738.0	738.0	股息收益率	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,367.9	2,160.4	2,384.0	3,209.1	3,669.0						
股东权益	2,742.7	2,936.4	3,161.5	4,007.3	4,491.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	149.1	204.1	224.0	392.4	459.9	EPS(元)	0.20	0.27	0.30	0.53	0.62
加:折旧和摊销	42.9	52.1	48.1	48.1	48.1	BVPS(元)	3.72	3.94	4.23	5.35	5.97
资产减值准备	72.5	83.0	-	-	-	PE(X)	65.8	49.5	43.8	25.0	21.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.4	3.1	2.5	2.2
财务费用	66.6	76.4	44.6	30.4	27.0	P/FCF	-7.3	37.3	84.9	-12.7	9.0
投资损失	-36.4	-57.8	-80.7	-178.0	-193.0	P/S	3.0	2.7	2.9	2.4	2.0
少数股东损益	-0.0	5.7	9.8	20.7	24.2	EV/EBITDA	18.8	30.7	27.9	19.3	14.5
营运资金的变动	-247.0	-541.9	613.6	-1,588.4	933.2	CAGR(%)	40.4%	33.4%	21.2%	40.4%	33.4%
经营活动产生现金流量	-540.9	-105.8	859.4	-1,274.9	1,299.4	PEG	1.6	1.5	2.1	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-283.5	-396.2	81.0	177.7	193.1	ROIC/WACC	1.1	0.7	0.6	1.3	1.0
融资活动产生现金流量	798.5	679.8	-928.1	876.8	-403.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn