

# 华西能源 (002630) \ 电气设备

## ——石墨烯终止将降低投资风险，更加聚焦主业

事件：公司公告，董事会审议通过了《关于股权转让方回购公司所持恒力盛泰（厦门）石墨烯科技有限公司 15%股权的议案》。

### 投资要点：

➢ **恒力盛泰半年度业绩不达预期，股权转让方回购公司所持恒力盛泰 15% 的股权，有利于缓解公司资金压力，降低投资风险，更加聚焦主业。** 2016年10月，公司以现金人民币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，其中包括蜂巢新能源持有恒力盛泰的10%股权和富兴国际持有恒力盛泰的5%股权。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。根据公告数据，恒力盛泰2017年半年度实现收入**5,311.11**万元、净利润**2,119.68**万元，前期恒力盛泰股权转让方承诺2017全年实现6亿元净利润，从半年度的数据看，和承诺的净利润差距较大。半年度业绩不达预期的主要原因是生产厂房搬迁以及产品生产涉及的部分电化学工艺升级改造为微波工艺，导致产能大幅下降乃至停产，另外下游客户及市场拓展不达预期，造成订单延期执行，拖累了业绩。公司本着为上市公司股东利益考虑，选择了股权转让方提出的回购方案。鉴于公司之前已累计支付了**8.76**亿元，股权转让方同意豁免公司余款支付义务，经协商，本次股权回购对价为**8.76**亿元加计按照同期银行贷款基准利率及资金实际使用天数计算的资金占用成本。公司此次通过股权转让方回购获得的资金将用于补充公司流动资金和偿还银行借款，有利于公司降低对外投资并购风险，避免承担石墨烯下游客户需求短期难以放量的风险，进一步提高资金使用效率，能够及时收回投资及资金占用成本，将有限的资源更加聚焦主业，对未来的主业拓展起到良好的推动作用。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,699.74	3,400.52	4,139.86	5,183.66	6,813.58
增长率（%）	13.2%	-8.1%	21.7%	25.2%	31.4%
EBIT（百万元）	321.17	356.11	428.69	663.49	893.23
净利润（百万元）	198.42	205.07	268.67	488.95	678.67
增长率（%）	33.1%	3.4%	31.0%	82.0%	38.8%
EPS（元/股）	0.27	0.28	0.36	0.66	0.92
市盈率（P/E）	40.8	39.5	30.2	16.6	11.9
市净率（P/B）	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6

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：**10.98**元  
 目标价格：

### 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）	4.27
资产负债率（%）	75.99
一年内最高/最低（元）	14.9/10.5

### 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

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

2016/10/12 进军石墨烯，开启新的盈利增长点

2016/12/27 增资垃圾发电项目，业务再度加码

➤ **未来公司仍将聚焦锅炉工程总包、装备制造、PPP、大环保新材料等领域的业务拓展。**公司目前的发展定位仍将以锅炉工程总包、装备制造、PPP、大环保新材料的业务拓展为主要方向。**分项业务来看，锅炉总包业务订单增长迅速，目前在手未执行订单金额共计136.37亿元，近期更是海外连连中标总包大单，目前正在塞内加尔、泰国、巴基斯坦、西非、瑞典等多个国家和地区开展了锅炉总包业务，未来海外订单的执行将对业绩有较大的贡献，收入占比将进一步提升。PPP业务，目前已经签订了自贡市东部新城生态示范区一期工程PPP项目合同，合同金额23.16亿元，自贡综合保税区PPP项目18.43亿元，宜宾市滨水文化特色街区两个PPP订单，金额分别为76,738万元、65,964万元，对拉动工程总包业绩，推动公司产业转型具有重要的促进作用。大环保业务，主要集中在垃圾焚烧发电业务，通过全资子公司能投华西投资自贡、广安、射洪、玉林4个垃圾发电项目，总规模15.5亿元，其中，自贡项目已投入试运行和实现并网发电，广安项目正开工建设，射洪、玉林项目正处于前期筹建阶段，我们预计公司未来大环保业务将持续发力。后续公司将逐步形成工程总包、装备制造、PPP、大环保、大金融的多元化发展格局，不断打造新的利润增长点。**

➤ **继续维持强烈推荐评级。**我们调整17、18、19年EPS（扣除恒力盛泰的投资收益）分别为0.36元、0.66元、0.92元。我们认为公司的战略布局逐步清晰，恒力盛泰的退出有利于公司降低投资风险，更加聚焦主业，仍然是值得持续跟踪的投资标的。公司前期公告控股股东、董事长黎仁超先生在2017年8月30日至2018年3月1日拟增持股份的比例不低于本公司股份总数的1%（即738万股）且不超过本公司股份总数的5%（即3,690万股），员工持股计划草案拟以1.2亿元购买公司股票，显示控股股东及管理层、核心员工对公司未来的发展充满信心。我们认为目前公司的锅炉工程总包业务订单饱满，PPP项目订单量正在逐步增多，大环保的垃圾发电项目稳步推进，对公司未来的业绩将产生持续的推动，我们继续维持“强烈推荐”评级。

➤ **风险提示：**工程进展不达预期的风险，订单量不达预期的风险。

利润表						资产负债表					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3,699.74</b>	<b>3,400.52</b>	<b>4,139.86</b>	<b>5,183.66</b>	<b>6,813.58</b>	现金	541.48	657.57	250.00	220.00	200.00
YOY(%)	13.2%	-8.1%	21.7%	25.2%	31.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	3,049.02	2,719.49	3,353.38	4,083.50	5,368.02	应收款项净额	2,802.61	3,105.12	3,780.23	4,733.36	6,221.69
营业税金及附加	27.75	15.26	31.05	38.88	51.10	存货	2,972.46	3,516.47	4,318.94	5,277.42	6,969.68
销售费用	49.64	44.79	53.82	62.20	74.95	其他流动资产	120.48	257.66	313.68	392.77	516.27
占营业收入比(%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	<b>流动资产总额</b>	<b>6,437.03</b>	<b>7,536.82</b>	<b>8,742.86</b>	<b>10,653.55</b>	<b>13,927.64</b>
管理费用	248.95	261.43	269.09	331.75	422.44	固定资产净值	1,213.28	1,318.88	1,156.34	963.11	754.42
占营业收入比(%)	6.7%	7.7%	6.5%	6.4%	6.2%	减:资产减值准备	83.05	144.19	126.42	105.29	82.48
<b>EBIT</b>	<b>321.17</b>	<b>356.11</b>	<b>428.69</b>	<b>663.49</b>	<b>893.23</b>	固定资产净额	1,130.23	1,174.69	1,029.92	857.81	671.94
财务费用	77.19	111.68	113.16	116.47	146.85	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.1%	3.3%	2.7%	2.2%	2.2%	在建工程	438.85	481.24	433.39	397.46	360.34
资产减值损失	83.05	144.19	150.00	160.00	170.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.76	98.44	110.00	120.00	130.00	<b>固定资产总额</b>	<b>1,569.08</b>	<b>1,655.93</b>	<b>1,463.31</b>	<b>1,255.28</b>	<b>1,032.28</b>
<b>营业利润</b>	<b>221.91</b>	<b>202.13</b>	<b>275.53</b>	<b>507.02</b>	<b>706.39</b>	无形资产	97.84	95.87	92.04	88.20	84.37
营业外净收入	12.92	12.75	12.75	12.75	12.75	长期股权投资	915.92	1,099.58	1,099.58	1,099.58	1,099.58
<b>利润总额</b>	<b>234.83</b>	<b>214.87</b>	<b>288.28</b>	<b>519.77</b>	<b>719.14</b>	其他长期资产	147.10	235.22	235.22	235.22	235.22
所得税	30.76	10.40	13.95	25.16	34.81	<b>资产总额</b>	<b>9,166.97</b>	<b>10,623.42</b>	<b>11,633.00</b>	<b>13,331.83</b>	<b>16,379.09</b>
所得税率(%)	13.1%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	循环贷款	446.50	850.50	793.30	1,198.51	1,943.40
<b>净利润</b>	<b>204.07</b>	<b>204.47</b>	<b>274.33</b>	<b>494.61</b>	<b>684.33</b>	应付款项	3,702.95	4,095.02	5,029.52	6,145.69	8,116.37
占营业收入比(%)	5.5%	6.0%	6.6%	9.5%	10.0%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	5.66	(0.60)	5.66	5.66	5.66	其他流动负债	779.62	778.57	942.38	1,151.35	1,514.58
<b>归属母公司净利润</b>	<b>198.42</b>	<b>205.07</b>	<b>268.67</b>	<b>488.95</b>	<b>678.67</b>	<b>流动负债</b>	<b>4,929.07</b>	<b>5,724.09</b>	<b>6,765.20</b>	<b>8,495.56</b>	<b>11,574.35</b>
YOY(%)	33.1%	3.4%	31.0%	82.0%	38.8%	长期借款	183.50	188.00	188.00	188.00	188.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.28</b>	<b>0.36</b>	<b>0.66</b>	<b>0.92</b>	应付债券	1,009.04	1,492.35	1,492.35	1,492.35	1,492.35
						其他长期负债	108.99	77.46	45.93	14.40	(17.13)
						<b>负债总额</b>	<b>6,230.60</b>	<b>7,481.90</b>	<b>8,491.48</b>	<b>10,190.31</b>	<b>13,237.57</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>成长能力</b>						股东权益	2,906.73	3,085.37	3,085.37	3,085.37	3,085.37
营业收入	13.2%	-8.1%	21.7%	25.2%	31.4%	<b>负债和股东权益</b>	<b>9,137.33</b>	<b>10,567.27</b>	<b>11,576.85</b>	<b>13,275.68</b>	<b>16,322.94</b>
营业利润	40.9%	-8.9%	36.3%	84.0%	39.3%						
净利润	33.1%	3.4%	31.0%	82.0%	38.8%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
毛利率(%)	17.6%	20.0%	19.0%	21.2%	21.2%	税后利润	198.42	205.07	268.67	488.95	678.67
净利率(%)	5.5%	6.0%	6.6%	9.5%	10.0%	加:少数股东损益	2.45	-0.16	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	6.8%	6.6%	8.7%	15.8%	22.0%	公允价值变动	83.05	144.19	150.00	160.00	170.00
ROA(%)	2.2%	1.9%	2.3%	3.7%	4.1%	折旧和摊销	52.09	57.42	95.73	102.99	109.64
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	188.50	-651.19	-484.60	-718.20	-1,024.53
流动比率	1.31	1.32	1.29	1.25	1.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>524.51</b>	<b>-244.67</b>	<b>29.80</b>	<b>33.74</b>	<b>-66.22</b>
速动比率	0.70	0.70	0.65	0.63	0.60	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	68.0%	70.4%	73.0%	76.4%	80.8%	长期股权投资	-323.58	-183.66	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	0.00	-57.78	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	40.4%	32.0%	35.6%	38.9%	41.6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>-323.58</b>	<b>-241.44</b>	<b>-31.50</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
应收账款周转天数	276.49	333.29	333.29	333.29	333.29	股权融资	-0.07	27.49	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	358.32	478.78	478.78	478.78	478.78	长期贷款的增加/(减少)	183.50	4.50	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.27	0.28	0.36	0.66	0.92	股利分配	-112.64	-149.04	-268.67	-488.95	-678.67
每股净资产	3.94	4.18	4.18	4.18	4.18	计入循环贷款前融资活动	70.79	-117.05	-268.67	-488.95	-678.67
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	-164.83	863.79	-57.20	405.21	744.89
P/E	40.8	39.5	30.2	16.6	11.9	<b>融资活动现金流</b>	<b>-23.18</b>	<b>602.20</b>	<b>-325.87</b>	<b>-83.74</b>	<b>66.22</b>
P/B	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	<b>现金净变动额</b>	<b>177.75</b>	<b>116.09</b>	<b>-327.57</b>	<b>-80.00</b>	<b>-30.00</b>

### 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	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064