

# 华西股份 (000936)

证券研究报告

2020年06月28日

## 加码收购索尔思股权，布局光芯片-光模块全产业链

### 事件

公司发布公告，拟增加收购索尔思光电 5.68%股份，叠加已有持股以及前期公告的收购计划，若收购完成，公司将合计持有索尔思光电 60.36%股权。本次交易的先决条件为前次收购交易完成。

### 我们点评如下：

**公司计划合计收购光芯片/模块重点企业索尔思光电 60.36%股权，产业转型升级迈出实质步伐。索尔思掌握自主高端光芯片自产能力，已经进入电信和数通市场主要客户，有望进入业务发展快车道。**

公司拟追加以 2403 万美元（约合人民币 1.72 亿元）对价收购索尔思光电 5.68%股权，收购完成后上市公司将合计持有索尔思光电 60.36%股份，索尔思光电将被纳入合并范围。索尔思拥有自主研发和生产的光芯片，目前全球前五的大型数据中心及电信设备客户均是索尔思主要客户，2019 年索尔思在江苏金坛建成投产光芯片及 TO 封装工厂，中国台湾芯片厂产能也在持续扩张。2019 年索尔思光电实现营业收入 1.63 亿美元，约合人民币 11.4 亿元，2020 年一季度索尔思光电实现营业收入 4360 万美元，约合人民币 3.10 亿元，收入体量可观。

**5G+云计算驱动长期成长，索尔思光电有望凭借自主高端光芯片，强化核心竞争力。**

2020 年国内 5G 大规模建设正式启动，5G 独立组网建设将带动接入-传输-核心网各个环节光模块需求高速增长。数据中心市场受益云计算持续快速发展带来的流量持续增长，叠加产品迭代升级，对高速率数通光模块需求持续增长，400G 等新一代产品开始起量，带来产品价值量的进一步提升。索尔思光电在电信和数通市场主要客户渠道完善，随着公司核心高端光芯片产能持续爬坡、产品导入逐步完成，公司有望掌握光模块产业链核心环节，盈利能力持续优化，受益 5G 和云计算带动的电信及数通光模块行业持续旺盛需求，进入收入和利润持续高速增长阶段。

### 盈利预测及投资建议

针对索尔思光电，我们选取可比的光模块企业，参考 PS 指标进行横向比较。光模块/器件行业可比公司 2020 年 PS 9.8 倍，2021 年 PS 7.1 倍。按照我们对索尔思的收入测算（报告盈利预测仅针对原有业务，索尔思备考测算见正文），按 2020 年计算标的资产合理估值 174 亿元，按 2021 年计算合理估值 160 亿元。由于公司拟收购 60.36%股权，则对应部分合理市值约 101 亿元。

针对华西股份原有业务，由于化纤行业属性以及公司未来收入利润增长相对平稳，参考同行业平均 11.3 倍市盈率，按 2020 年 5.87 亿元归母净利润计算，合理市值约 66 亿元。则若公司收购事项完成，我们预计并表后整体目标市值 167 亿元，重申“买入”评级。

**风险提示：**收购进度慢于预期、标的资产成本和费用优化进度慢于预期、行业需求低于预期、技术研发风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,932.19	3,186.87	3,520.26	3,863.99	4,225.32
增长率(%)	3.16	8.69	10.46	9.76	9.35
EBITDA(百万元)	857.34	1,168.04	1,226.11	1,349.88	1,442.91
净利润(百万元)	320.98	561.84	587.33	654.38	704.02
增长率(%)	64.27	75.04	4.54	11.42	7.59
EPS(元/股)	0.36	0.63	0.66	0.74	0.79
市盈率(P/E)	35.86	20.48	19.60	17.59	16.35
市净率(P/B)	2.51	2.25	2.05	1.86	1.69
市销率(P/S)	3.93	3.61	3.27	2.98	2.72
EV/EBITDA	2.00	0.73	4.71	3.33	3.27

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.99 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	886.01
流通 A 股股本(百万股)	885.37
A 股总市值(百万元)	11,509.31
流通 A 股市值(百万元)	11,501.02
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	56.13
一年内最高/最低(元)	13.82/5.98

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《华西股份-首次覆盖报告:拟收购索尔思光电，科技助力转型升级迈出实质步伐》 2020-06-12

## 索尔思光电业绩预测及公司整体估值分析

由于公司原有业务与未来拟收购并表的索尔思光电成长逻辑有较大差异，我们认为可采用分部估值方法对公司整体价值进行测算：

针对索尔思，我们选取可比的光模块企业，由于目前索尔思正处于产能爬坡和规模效应摊薄费用的成长阶段，我们参考 PS 指标进行横向比较，A 股上市的光模块企业平均 2020 年收入对应 PS 估值 8.5 倍，2021 年 PS 估值 6.1 倍，但其中剑桥科技收入中还包括较多网络设备 JDM 等，剔除剑桥科技后行业平均 2020 年 PS 9.8 倍，2021 年 PS 7.1 倍。按照我们对索尔思的收入测算，按 2020 年计算标的资产合理估值 174 亿元，按 2021 年计算合理估值 160 亿元。由于公司拟收购 60.36% 股权，则对应部分合理市值约 101 亿元。

针对华西股份原有业务，由于化纤行业属性以及公司未来收入利润增长相对平稳，参考同行业平均 11.3 倍市盈率，按 2020 年 5.87 亿元归母净利润计算，合理市值约 66 亿元。则若公司收购事项完成，我们预计并表后整体目标市值 167 亿元，维持“买入”评级。

表 1：光模块可比公司相对估值比较

	总收入（亿元）			总市值 （亿元）	PS	
	2019A	2020E	2021E		2020	2021
中际旭创	47.58	66.63	86.93	443	6.6	5.1
新易盛	11.65	17.19	23.25	199	11.6	8.5
光迅科技	53.38	60.78	72.13	220	3.6	3.1
剑桥科技	29.74	39.31	51.05	75	1.9	1.5
博创科技	4.07	7.04	11.76	85	12.0	7.2
天孚通信	5.23	7.28	9.64	110	15.1	11.4
<b>平均值</b>					<b>8.5</b>	<b>6.1</b>
<b>平均值剔除剑桥科技</b>					<b>9.8</b>	<b>7.1</b>
<b>索尔思</b>		<b>17.75</b>	<b>22.72</b>			

资料来源：wind，天风证券研究所

备注：数据截止 2020 年 6 月 24 日

表 2：化纤行业可比公司估值比较

	2020 净利润预测 （亿元）	总市值 （亿元）	PE
东方盛虹	15.68	220	14.03
恒逸石化	42.07	329	7.81
新乡化纤	2.26	43	19.07
华峰氨纶	18.36	239	13.00
海利得	3.63	41	11.23
荣盛石化	51.92	754	14.52
恒力石化	119.71	969	8.09
神马股份	5.39	41	7.60
桐昆股份	30.51	241	7.89
新凤鸣	15.09	142	9.42
<b>平均值</b>			<b>11.3</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

备注：数据截止 2020 年 6 月 24 日

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,142.17	972.02	1,056.08	1,159.20	1,267.60
应收票据及应收账款	692.80	184.42	793.43	279.90	893.80
预付账款	139.82	53.75	160.68	72.45	179.09
存货	239.69	140.12	252.99	154.98	264.24
其他	1,017.22	6,492.96	7,157.16	7,673.55	8,392.83
<b>流动资产合计</b>	<b>3,231.70</b>	<b>7,843.27</b>	<b>9,420.33</b>	<b>9,340.07</b>	<b>10,997.55</b>
长期股权投资	1,604.87	1,698.32	1,698.32	1,698.32	1,698.32
固定资产	490.76	447.56	457.70	482.55	503.21
在建工程	4.12	31.25	54.75	80.85	78.51
无形资产	22.47	22.04	20.58	19.12	17.67
其他	6,685.62	3,128.34	3,126.85	3,125.37	3,124.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,807.84</b>	<b>5,327.51</b>	<b>5,358.21</b>	<b>5,406.21</b>	<b>5,422.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,039.55</b>	<b>13,170.78</b>	<b>14,778.54</b>	<b>14,746.29</b>	<b>16,419.81</b>
短期借款	1,455.47	1,355.03	2,164.63	1,532.61	2,312.79
应付票据及应付账款	245.83	304.35	303.18	376.77	377.84
其他	704.11	657.45	798.56	704.23	842.42
<b>流动负债合计</b>	<b>2,405.41</b>	<b>2,316.84</b>	<b>3,266.37</b>	<b>2,613.60</b>	<b>3,533.05</b>
长期借款	470.25	313.50	409.36	400.00	475.58
应付债券	2,033.89	1,401.15	1,401.15	1,401.15	1,401.15
其他	2,134.26	3,256.02	3,256.02	3,256.02	3,256.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,638.40</b>	<b>4,970.67</b>	<b>5,066.53</b>	<b>5,057.17</b>	<b>5,132.75</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,043.81</b>	<b>7,287.51</b>	<b>8,332.90</b>	<b>7,670.77</b>	<b>8,665.79</b>
少数股东权益	401.59	761.06	820.57	887.67	960.71
股本	886.01	886.01	886.01	886.01	886.01
资本公积	527.51	527.19	527.19	527.19	527.19
留存收益	2,420.72	4,233.95	4,739.06	5,301.83	5,907.29
其他	759.90	(524.94)	(527.19)	(527.19)	(527.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,995.73</b>	<b>5,883.28</b>	<b>6,445.64</b>	<b>7,075.51</b>	<b>7,754.02</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>12,039.55</b>	<b>13,170.78</b>	<b>14,778.54</b>	<b>14,746.29</b>	<b>16,419.81</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	338.69	618.40	587.33	654.38	704.02
折旧摊销	49.25	52.46	27.82	30.51	33.13
财务费用	399.23	300.03	341.66	362.62	379.32
投资损失	(712.98)	(583.91)	(623.06)	(654.21)	(686.92)
营运资金变动	600.46	(1,319.56)	(804.65)	764.12	(809.00)
其它	(871.10)	1,431.41	606.44	667.10	673.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>(196.46)</b>	<b>498.84</b>	<b>135.55</b>	<b>1,824.52</b>	<b>293.60</b>
资本支出	98.52	(994.19)	60.00	80.00	50.00
长期投资	201.10	93.46	0.00	0.00	0.00
其他	(47.96)	1,141.54	(590.80)	(705.79)	(613.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>251.66</b>	<b>240.80</b>	<b>(530.80)</b>	<b>(625.79)</b>	<b>(563.08)</b>
债权融资	4,116.36	3,312.64	4,218.09	3,576.71	4,432.47
股权融资	(614.57)	(1,577.86)	(343.91)	(362.62)	(379.32)
其他	(3,488.56)	(2,674.17)	(3,394.86)	(4,309.70)	(3,675.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13.23</b>	<b>(939.40)</b>	<b>479.31</b>	<b>(1,095.61)</b>	<b>377.88</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>68.43</b>	<b>(199.76)</b>	<b>84.05</b>	<b>103.12</b>	<b>108.40</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,932.19</b>	<b>3,186.87</b>	<b>3,520.26</b>	<b>3,863.99</b>	<b>4,225.32</b>
营业成本	2,640.61	2,965.99	3,216.35	3,496.87	3,773.02
营业税金及附加	9.64	6.27	10.53	10.62	10.86
营业费用	35.39	46.26	51.04	56.41	61.69
管理费用	134.71	191.41	211.22	231.84	253.52
研发费用	1.86	2.49	2.82	3.09	3.38
财务费用	394.22	292.39	341.66	362.62	379.32
资产减值损失	193.68	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	178.77	547.08	546.93	600.00	600.00
投资净收益	713.16	593.39	623.06	654.21	686.92
其他	(1,792.35)	(2,276.30)	(2,339.97)	(2,508.42)	(2,573.84)
<b>营业利润</b>	<b>422.49</b>	<b>817.90</b>	<b>856.63</b>	<b>956.75</b>	<b>1,030.46</b>
营业外收入	0.07	0.31	0.34	0.38	0.41
营业外支出	0.26	0.21	0.23	0.25	0.28
<b>利润总额</b>	<b>422.31</b>	<b>818.00</b>	<b>856.74</b>	<b>956.87</b>	<b>1,030.59</b>
所得税	83.61	199.60	209.90	235.39	253.53
<b>净利润</b>	<b>338.69</b>	<b>618.40</b>	<b>646.84</b>	<b>721.48</b>	<b>777.07</b>
少数股东损益	17.72	56.56	59.51	67.10	73.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>320.98</b>	<b>561.84</b>	<b>587.33</b>	<b>654.38</b>	<b>704.02</b>
每股收益(元)	0.36	0.63	0.66	0.74	0.79

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.16%	8.69%	10.46%	9.76%	9.35%
营业利润	83.18%	93.59%	4.74%	11.69%	7.70%
归属于母公司净利润	64.27%	75.04%	4.54%	11.42%	7.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.94%	6.93%	8.63%	9.50%	10.70%
净利率	10.95%	17.63%	16.68%	16.94%	16.66%
ROE	6.99%	10.97%	10.44%	10.58%	10.36%
ROIC	52.79%	94.28%	-95.18%	-886.59%	-128.79%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.51%	55.33%	56.39%	52.02%	52.78%
净负债率	59.53%	39.78%	49.06%	34.17%	40.82%
流动比率	1.34	3.39	2.88	3.57	3.11
速动比率	1.24	3.32	2.81	3.51	3.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.67	7.27	7.20	7.20	7.20
存货周转率	15.27	16.78	17.91	18.94	20.16
总资产周转率	0.25	0.25	0.25	0.26	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.63	0.66	0.74	0.79
每股经营现金流	-0.22	0.56	0.15	2.06	0.33
每股净资产	5.19	5.78	6.35	6.98	7.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.86	20.48	19.60	17.59	16.35
市净率	2.51	2.25	2.05	1.86	1.69
EV/EBITDA	2.00	0.73	4.71	3.33	3.27
EV/EBIT	2.12	0.76	4.82	3.41	3.35

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com