

强烈推荐-A (维持)

华西股份 000936.SZ

目标估值: - 元
当前股价: 10.92 元

2016 年 10 月 27 日

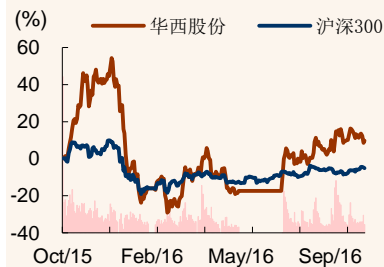
定增稳步推进，投资有条不紊

基础数据

上证综指	3112
总股本(万股)	88601
已上市流通股(万股)	74784
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	82
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	45.3%
主要股东	江苏华西集团有限公司
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	20	20
相对表现	-8	14	26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华西股份(000936)一金控平台战略起始之年,可供出售资产浮盈巨大》2016-08-22
- 2、《华西股份(000936)一资本运作频繁,加快资产周转》2016-08-02
- 3、《华西股份(000936)一创投遇上银行,如虎添翼》2016-07-13

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

马鲲鹏

makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

华西股份公布 2016 年三季报,前三季度实现营业收入 15 亿,同比下降 2.3% 实现净利润 5.36 亿,同比增长 709%,业绩贴近三季报预告 5.11-5.44 亿的区间上沿。2016 年是华西股份确立金融控股平台战略目标之后的起始之年,公司朝着“投资+融资+资产管理”金控平台的战略目标稳步前进,维持“强烈推荐-A”评级。

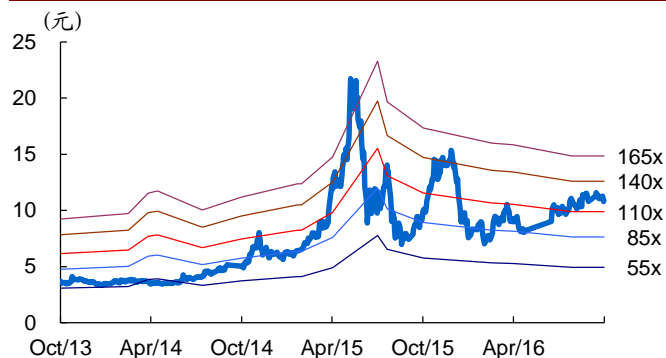
- **定增方案已获证监会受理,目前处于反馈阶段。**公司拟定增募集 12.6 亿,收购稠州银行 3.26 亿股(占比 9.62%,成为第一大股东),完善金控布局。稠州银行作为布局长三角的城商行,受益于长三角地区的资产质量改善。收购稠州银行作为公司搭建金控平台的重要战略资产,资产管理、财富管理等业务方面具有高度的协同性,公司将借助银行的募资能力以及牌照价值,从单纯的资产管理端构建向资金资产协同发展阶段的跨越。
- **领投金斧子 C 轮融资,对外投资集中在 TMT、金融服务业、现代服务业领域。**公司 9 月领投金斧子 C 轮融资,金斧子是专注私募领域的互联网财富管理平台,目前已实现 200 多亿元的私募资产管理规模,未来有望成为国内最大的私募机构服务平台之一。公司对外投资集中在 TMT、金融服务业、现代服务业领域:上半年共出资 4.4 亿投资芯片行业、TMT 产业和电竞行业,同时出资 3.26 亿设立集成电路产业并购基金对外投资;3 季度出资 1 亿认缴苏州德信义利投资 8% 的份额,收购黑龙江龙煤矿业旗下 6 家医院 85% 的股权。
- **资产仍有较大盘活空间。**公司 8 月份前后两次分别转让东海证券 4000 万股和 6000 万股,税后投资收益共 4.55 亿,是 2015 年公司净利润的 5.3 倍。此外,公司还持有江苏银行 2.39% 股权,目前市值 28 亿(初始投资成本仅 3 亿);持有华泰证券 0.43% 股权,目前市值 6 亿(初始投资成本 1800 万),未来若减持退出可获得巨大的投资收益。
- **风险提示:业务转型不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2066	2013	2771	2458	2753
同比增长	-7%	-3%	38%	-8%	12%
营业利润(百万元)	73	111	823	306	353
同比增长	22%	52%	641%	-63%	15%
净利润(百万元)	56	86	586	254	293
同比增长	26%	52%	581%	-57%	15%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.55	0.24	0.28
PE	136.5	109.2	19.9	45.5	39.0
PB	3.8	3.6	2.5	2.4	2.2

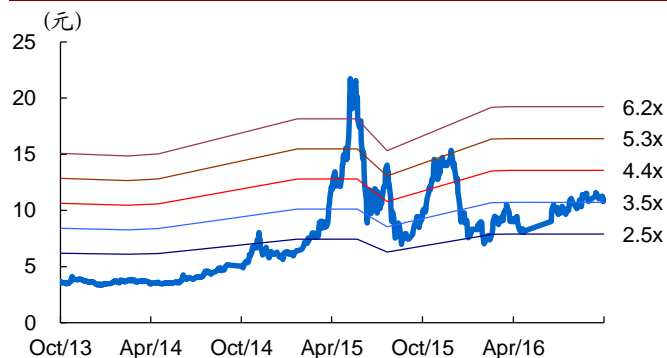
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 华西股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 华西股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《华西股份(000936)—金控平台战略起始之年,可供出售资产浮赢巨大》2016/08/22
- 2、《华西股份(000936)—资本运作频繁,加快资产周转》2016/08/02
- 3、《华西股份(000936)—创投遇上银行,如虎添翼》2016/07/13

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,509	1,781	3,275	3,646	4,059
现金	403	435	1824	2038	2260
交易性投资	7	19	19	19	19
应收票据	324	253	279	309	347
应收款项	175	163	159	177	198
其它应收款	1	2	2	2	2
存货	477	413	446	495	555
其他	123	496	546	606	678
非流动资产	1,969	2,117	2,055	2,003	1,959
长期股权投资	24	60	60	60	60
固定资产	420	357	301	256	218
无形资产	22	21	14	7	1
其他	1,504	1,680	1,680	1,680	1,680
资产总计	3,478	3,898	5,330	5,649	6,018
流动负债	943	824	344	380	424
短期借款	480	510	0	0	0
应付账款	194	162	178	198	222
预收账款	40	30	33	36	41
其他	229	122	133	146	161
长期负债	173	139	139	139	139
长期借款	0	0	0	0	0
其他	173	139	139	139	139
负债合计	1,115	964	483	519	563
股本	748	886	1051	1051	1051
资本公积金	596	939	2073	2073	2073
留存收益	861	932	1519	1774	2067
少数股东权益	158	178	202	230	263
归属于母公司所有者权益	2,205	2,756	4,644	4,898	5,191
负债及权益合计	3,478	3,898	5,330	5,649	6,018

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(183)	99	71	23	(1)
净利润	56	86	221	254	293
折旧摊销	74	72	73	63	54
财务费用	27	19	20	20	20
投资收益	(29)	(50)	(190)	(219)	(252)
营运资金变动	(322)	(39)	(75)	(125)	(151)
其它	10	11	22	29	34
投资活动现金流	25	(657)	(8)	(8)	(8)
资本支出	(6)	(13)	(8)	(8)	(8)
其他投资	32	(644)	0	0	0
筹资活动现金流	49	582	872	199	232
借款变动	(169)	143	(510)	0	0
普通股增加	0	138	165	0	0
资本公积增加	355	343	1,135	0	0
股利分配	(135)	(75)	(89)	0	0
其他	(2)	34	170	199	232
现金净增加额	(109)	24	934	213	222

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,066	2,013	2,771	2,458	2,753
营业成本	1,934	1,837	2,022	2,244	2,513
营业税金及附加	3	4	4	5	5
营业费用	24	27	29	33	36
管理费用	23	49	54	60	67
财务费用	33	16	20	20	20
资产减值损失	6	18	10	10	10
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	29	50	747	219	251
营业利润	73	111	823	306	353
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	75	113	825	308	355
所得税	8	18	174	25	29
净利润	67	95	651	283	325
少数股东损益	10	10	65	28	32
归属于母公司净利润	56	86	586	254	293
EPS (元)	0.08	0.1	0.55	0.24	0.28

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-7%	-3%	38%	-11%	12%
营业利润	22%	52%	641%	-63%	15%
净利润	26%	52%	581%	-57%	15%
获利能力					
毛利率	6.4%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净利率	2.7%	4.3%	10.0%	10.3%	10.6%
ROE	2.6%	3.1%	5.3%	5.7%	6.2%
ROIC	3.1%	2.7%	4.7%	5.0%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	24.7%	9.9%	10.0%	10.1%
净负债比率	13.8%	13.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	2.2	8.2	8.4	8.5
速动比率	1.1	1.7	6.9	7.1	7.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	5.4	4.1	4.7	4.8	4.8
应收帐款周转率	16.7	11.9	13.8	14.6	14.7
应付帐款周转率	13.8	10.3	11.9	11.9	12.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.10	0.55	0.24	0.28
每股经营现金	-0.24	0.11	0.07	0.02	0.00
每股净资产	2.95	3.11	4.42	4.66	4.94
每股股利	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	136.5	109.2	19.9	45.5	39.0
PB	3.8	3.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	24.0	21.6	12.0	11.1	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，对银行业具有深刻的理解。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，2011 年度新财富银行业最佳分析师第五名团队成员。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。