

**华西股份 (000936)**
**首次覆盖**

# 一村傍金融，转型再启程

**评级:** 增持  
**目标价格:** 19.80

## ——华西股份首次覆盖报告

**当前价格:** 14.24  
 2015.12.22

	刘欣琦 (分析师)	孔祥 (分析师)	耿艳艳 (研究助理)
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880515080006	S0880115060008

**交易数据**

52 周内股价区间 (元)	5.56-22.89
总市值 (百万元)	12,617
总股本/流通 A 股 (百万股)	886/748
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	2229.22
日均成交值 (百万元)	257.20

**本报告导读:**

背靠华西集团，在传统产业处于周期底部时期，华西股份转型综合金融平台意愿坚决。借助上市公司平台和市场化激励机制，华西股份未来有望实现向金控业务战略转型。

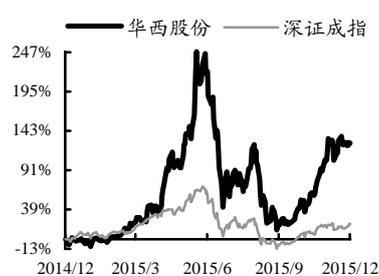
**投资要点:**

- **公司主业正逐步由传统化纤和仓储转型为以资产管理/产业投资为特色的综合金融业务，力度超过市场预期。首次覆盖给予“增持”评级。** 预计 2015-17 年 EPS0.10/0.19/0.33 元，同比增长 61%/85%/73%。基于分部估值法和相对估值法，目标价 19.8 元，对应 2016 年 PE104 倍，考虑到成长性，相对于可比上市金控平台，给予一定溢价。
- **传统产业发展正处于周期底部，转型需求迫切。** (1) 公司以化纺为传统主业，正处景气低谷期，毛利率长期低位。(2) 依托码头区位优势，仓储业务毛利率较高，但收入持续下滑，2015 年以来通过定增补充资本，有望构建物流平台，但囿于地域属性，扩张能力有限。
- **背靠华西集团，大股东和管理层转型意愿坚决，综合金融业务将成为后续转型方向。** (1) 公司新任管理层拥有丰富的资本市场投行和并购运作经验，指出“上市公司的彻底转型，也是华西集团层面全面转型的重要信号”。公司认识到中国居民资本配置变迁和直接融资比例提升带来的发展机遇，有意打造为“投资+互联网金融+资产管理”的综合金融平台。华西集团之前也涉猎小贷、典当、担保等业务，产融结合已有试水。(2) 公司积极构建包括并购直投和二级市场私募资管平台，后续有望争取多类金融牌照。1、通过设立“一村资本”（一级市场并购）和“一村资产”（二级市场投资）两大平台，对外积极参与 TMT 行业并购重组，资本投入后续持续提升，对内筑巢引凤，利用市场化激励机制引入人才；2、通过发债（不超过 9 亿元发债 2015 年 11 月已获批）等多元手段募集资本，实现外延渐进扩张，2015 年已收购毅扬资产和前海同威（2015 年增资 1 亿元）等资管平台。
- **核心风险:** 金控转型不及预期。

**资产负债表摘要**

股东权益 (百万元)	2,606
每股净资产	2.94
市净率	4.8
净负债率	-9.77%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.00	0.01
Q2	0.02	0.06
Q3	0.01	-
Q4	0.03	0.03
全年	0.06	0.10

**52 周内股价走势图**


升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	92%	133%
相对指数	6%	62%	112%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,214	2,066	1,955	2,054	2,255
(+/-)%	-16%	-7%	-5%	5%	10%
经营利润 (EBIT)	48	81	104	200	349
(+/-)%	-44%	69%	27%	93%	75%
净利润	45	56	91	168	289
(+/-)%	-68%	26%	61%	85%	73%
每股净收益 (元)	0.05	0.06	0.10	0.19	0.33
每股股利 (元)	0.01	0.01	0.02	0.04	0.07

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	2.2%	3.9%	5.3%	9.7%	15.5%
净资产收益率 (%)	2.5%	3.4%	5.2%	8.9%	13.7%
投入资本回报率 (%)	5.5%	13.6%	150.0%	76.2%	77.8%
EV/EBITDA	78.8	69.2	62.4	41.3	25.0
市盈率	282.5	224.9	139.5	75.6	43.8
股息率 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.12.21

股票研究

金融  
综合金融

华西股份 (000936)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 19.80

当前价格: 14.24

2015.12.21

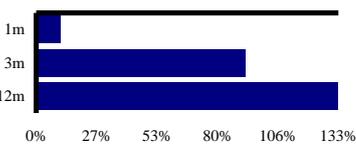
公司网址

www.jshuaxicun.com

公司简介

公司是化纤行业的龙头企业之一, 汇集了集团在纺织化纤领域的核心优质资产。主营业务为纺织化纤, 主营产品涤纶短纤维。

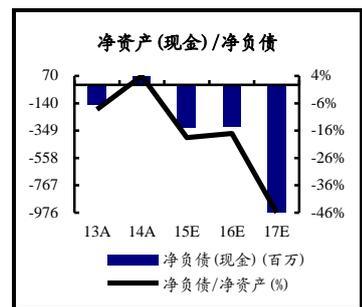
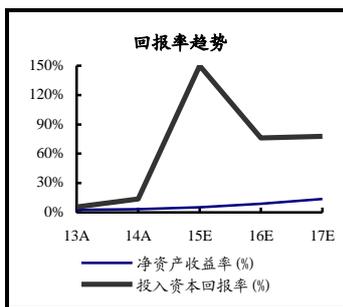
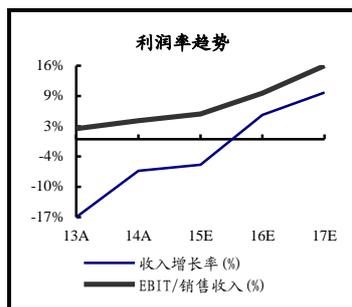
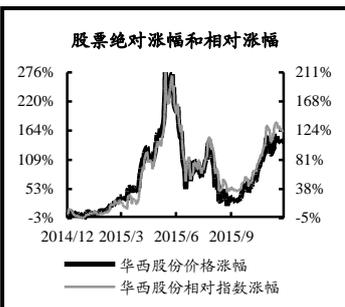
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 5.56-22.89  
市值 (百万) 12,617

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,214	2,066	1,955	2,054	2,255
营业成本	2,119	1,934	1,783	1,783	1,828
税金及附加	3	3	3	3	4
销售费用	21	24	26	27	30
管理费用	23	23	39	41	45
EBIT	48	81	104	200	349
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	50	29	51	62	74
财务费用	39	33	36	41	41
营业利润	60	73	119	221	382
所得税	4	8	13	24	41
少数股东损益	13	10	16	30	52
净利润	45	56	91	168	289
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	525	410	1,221	1,221	1,883
其他流动资产	7	38	0	0	0
长期投资	1,052	1,526	1,526	1,526	1,526
固定资产合计	489	420	288	167	57
无形及其他资产	24	24	23	22	22
资产合计	2,855	3,478	3,685	4,000	4,204
流动负债	830	943	329	472	380
非流动负债	54	173	901	903	906
股东权益	1,823	1,658	1,733	1,873	2,113
投入资本(IC)	823	533	62	234	400
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	45	73	93	178	311
折旧与摊销	86	74	63	52	40
流动资金增量	-50	-295	285	-307	235
资本支出	-23	-6	71	71	71
自由现金流	58	-154	512	-6	658
经营现金流	114	-183	304	-79	583
投资现金流	-14	25	122	133	145
融资现金流	-68	49	385	-54	-66
现金流净增加额	31	-109	811	-1	662
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-16.5%	-6.7%	-5.4%	5.1%	9.8%
EBIT 增长率	-44.2%	69.3%	27.4%	92.5%	74.7%
净利润增长率	-67.6%	25.6%	61.2%	84.6%	72.7%
利润率					
毛利率	4.3%	6.4%	8.8%	13.2%	18.9%
EBIT 率	2.2%	3.9%	5.3%	9.7%	15.5%
净利润率	2.0%	2.7%	4.6%	8.2%	12.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	2.5%	3.4%	5.2%	8.9%	13.7%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.6%	2.5%	4.2%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	5.5%	13.6%	150.0%	76.2%	77.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	43	67	67	67	67
应收账款周转天数	13	22	22	22	22
总资产周转天数	481	559	669	683	664
净利润现金含量	2.54	-3.25	3.35	-0.47	2.01
资本支出/收入	1%	0%	-4%	-3%	-3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.0%	32.1%	33.4%	34.4%	30.6%
净负债率	-8.2%	4.2%	-18.5%	-17.0%	-46.2%
<b>估值比率</b>					
PE	282.5	224.9	139.5	75.6	43.8
PB	5.9	6.4	6.2	5.7	5.1
EV/EBITDA	78.8	69.2	62.4	41.3	25.0
P/S	4.8	5.2	5.5	5.2	4.7
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%



## 目 录

1. 华西股份：依傍中华第一村.....	4
2. 传统业务：化纤主业遇瓶颈，加码仓储谋发展.....	5
2.1. 化纤主业：周期寻底中.....	6
2.2. 仓储辅业：高毛利维系，产业转型布局.....	7
3. 转型下一站：综合金融控股平台.....	8
3.1. 创投并购（一村资本）：布局新兴，聪毓疾行.....	9
3.2. 资产管理（一村资产）：聚才入村，能人掌舵.....	11
4. 盈利预测与估值.....	13
4.1. 财务分析：投资收益贡献利润，资产结构趋好转.....	13
4.2. 估值：基于分部法和相对估值法的分析结果.....	15
5. 核心风险.....	18

## 1. 华西股份：依傍中华第一村

华西股份 (000936) 是于 1999 年由江阴市华西实业有限公司变更设立的股份有限公司。截至 2015 年 9 月 30 日，公司注册资本增至 8.86 亿元。公司一直是化纤行业的佼佼者之一，经营范围包括危险化学品的销售。化工原料、化学纤维品的制造；国内贸易，自营和代理各类商品和技术的进出口业务；创业投资基金管理、并购基金管理、证券投资及私募证券投资基金管理以及互联网金融及主管部门许可的其他金融业务。

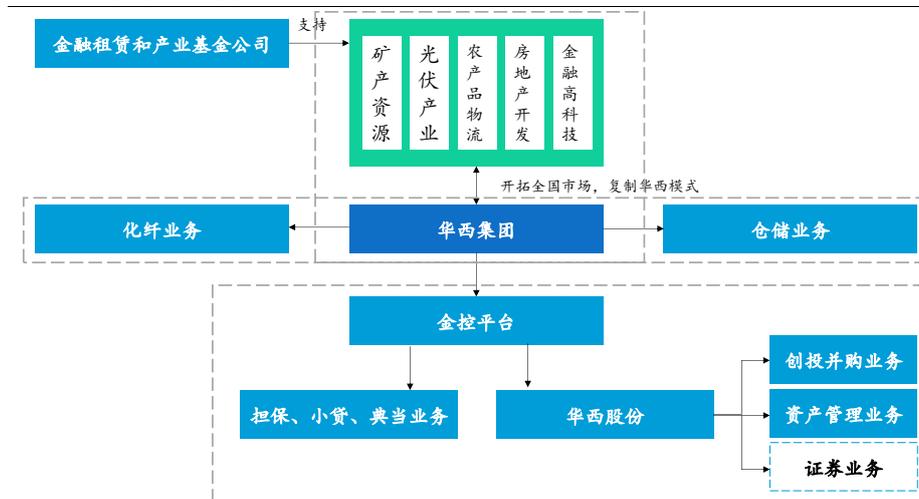
公司是我国著名的乡镇企业华西集团控股的子公司。公司控股股东实力雄厚。目前华西集团持有上市公司 44.2% 的股份,其实际控制人为江阴市华士镇华西新市村村民委员会。

图 1: 华西集团是华西股份的控股股东



资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 2: 丰富金融资源助力集团转型



资料来源：国泰君安证券研究。

2015 年以来，公司目前管理层多有更换，新一届公司领导渐浮水面。

纵观管理层组成，特点有二：1.管理层既有来自市场的职业人士，主要担任公司董事长、董秘、副总经理层级，也有在公司深耕近 10 载的元老级人士，主要担任公司总经理、财务总监等职务；2.外部市场人士有较深厚的金融背景，特别是董事长汤总在招商证券、博时基金、中信产业基金都担任核心职务，谙熟证券、直投和 PE 业务和资本运作。

**表 1: 华西股份核心管理层兼具原公司元老和新引进从业人士**

管理人员	职务	经历
汤维清	董事长	职业经理人。1963 年 11 月出生,毕业于成都理工大学,研究生学历,中欧国际工商学院 EMBA.1988 年至 1993 年先后在地矿部成都探矿工艺研究所,深圳天极光电技术股份有限公司,深圳中大投资管理有限责任公司,中信基金管理有限责任公司工作.曾任招商证券股份有限公司副总裁,招商资本管理有限公司董事长,中信基金副总经理,博时基金管理有限公司董事.2014 年 10 月起任江苏华西集团公司副总经理职务,2015 年 9 月担任公司董事长。
李满良	总经理	公司元老,1965 年 8 月出生,大学文化,曾任江苏华西集团公司副经理,江阴市华西精毛纺有限责任公司总经理,江苏华西村股份有限公司特种化纤厂厂长,2005 年 5 月至今任本公司副董事长兼总经理。
王宏宇	董秘, 副总经理	职业董秘,.1998 年 7 月至 2002 年 7 月,就职于南通开发区管理委员会任项目经理;2002 年 8 月至 2004 年 8 月,就职于上海耀华皮尔金顿任企业发展部经理;2004 年 8 月至 2012 年 3 月,就职于南通富士通微电子有限公司历任证券投资部部长,审计部部长,财务部部长,董事会秘书,财务负责人;2013 年 5 月至 2015 年 5 月,就职于上海由由(集团)股份有限公司任总裁助理。
于彤	副总经理	资产管理从业者.2002 年 9 月至 2003 年 9 月,就职于渣打银行北京分行任客户关系经理;2003 年 9 月至 2006 年 2 月,就职于中信基金管理有限公司,先后担任市场部副总裁,华东区域总监;2006 年 2 月至 2011 年 7 月,就职于海富通基金管理有限公司,先后担任市场部北方区总经理,机构总监,首席机构官,香港公司董事总经理;2014 年 5 月至 2014 年 11 月,就职于富国基金管理有限公司,任总经理助理,富国资产管理(香港)有限公司董事;2015 年 1 月-2015 年 6 月,就职于江苏华西集团公司总经理助理。
吴文通	财务总监	公司元老,大专文化,注册会计师,注册税务师,曾在无锡江南磁带有限公司,重庆东源钢铁股份有限公司无锡分公司负责财务工作,在无锡大众会计师事务所担任审计工作,2005 年 5 月至今任本公司董事兼财务总监。

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。

## 2. 传统业务：化纤主业遇瓶颈，加码仓储谋发展

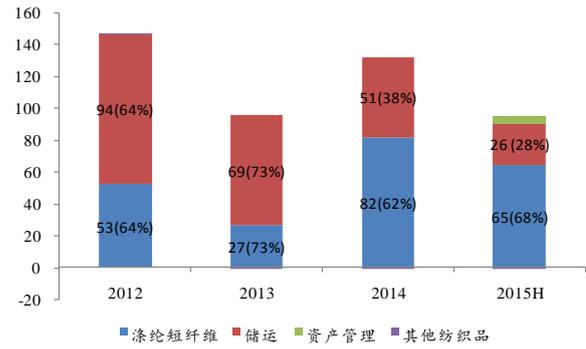
华西股份目前的主要收入和利润来自涤纶短纤维和仓储业务等传统业务。资产管理业务自 2015 年中期已经开始贡献收入。

图 3: 华西股份收入构成

图 4: 华西股份毛利润构成



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。



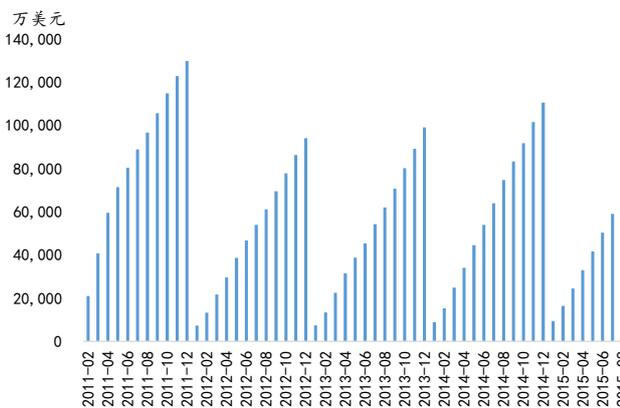
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

## 2.1. 化纤主业：周期寻底中

我国是全球第一大化纤生产国。化纤行业作为一项基础性行业，在国民经济中占据重要地位。化纤行业上游为石油化工类产品，下游为纱线、面料等纺织类产品。近年来，由于上下游行业出现产能过剩、需求疲软等情况，化纤行业整体发展呈波动态势。行业在经历了2008年金融危机及2009年“四万亿”刺激的大起大落后，增速明显放缓。考虑到产能过剩及需求不足的影响，化纤行业短期内依然会处于周期底部。

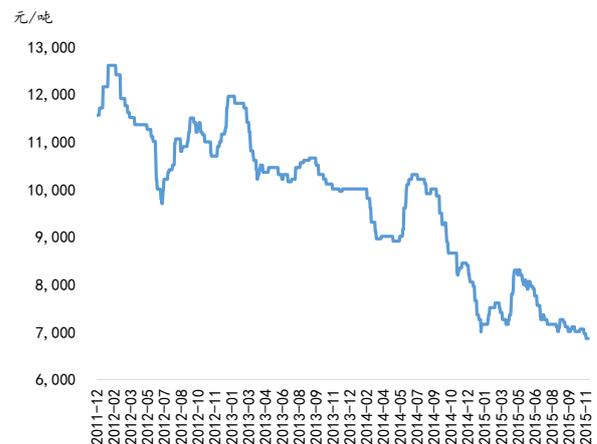
2012年以来化纤市场下游纺织服装等行业需求持续不振，行业整体走势依然偏弱，复苏缓慢。2015年前三季度我国涤纶短纤出口金额76013亿元，同比下降17.21%，华西村涤纶短纤价格持续下降，6860元/吨，同比下降18.82%。公司收入受纺织业影响严重，近年来持续下滑。

图 5: 涤纶短纤出口量持续减少



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 6: 华西村涤纶短纤出厂价格

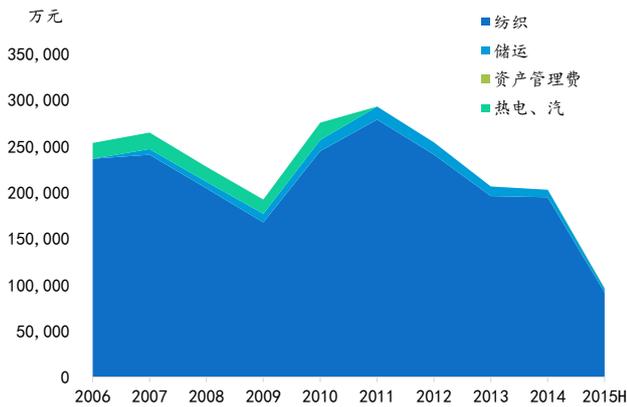


数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

目前化纤业占公司收入82%，仍是公司业务重心，预计短期公司将以防御外部环境恶化为主:1) 2015年上半年，公司主营产品涤纶短纤维本期毛利率为6.57%，较上年度增加了2.64个百分点，主要受国际石油价格

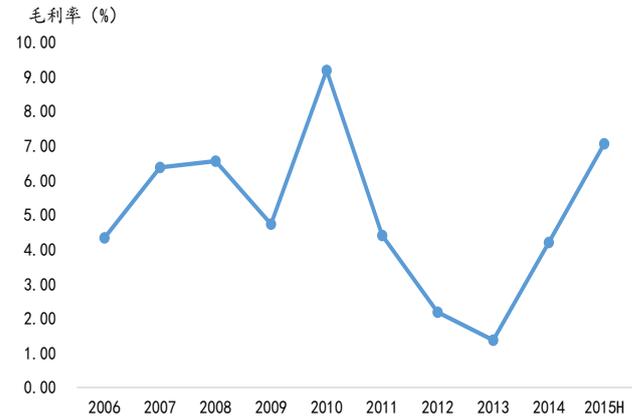
下跌的影响，公司主要原材料价格下降幅度较大，而销售单价的降幅较成本降幅小。2) 公司大力拓展国外市场，增加海外订单的比重，2014 年国外销售的占比本期为 23.34%，较上年提升了 3.20 个百分点。同时公司积极研发水刺、荧光增白等新产品，提高化纤产品的差异化率。通过上述举措，化纤产品经营好转，为公司业绩的提升起到了关键作用。

图 7: 涤纶短纤出口量持续减少



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

图 8: 化纤业毛利率有提升迹象



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

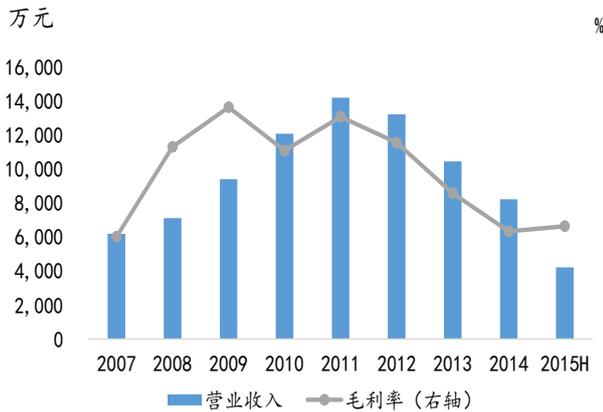
## 2.2. 仓储辅业: 高毛利维系, 产业转型布局

仓储业务主要由控股子公司华西码头开展。华西码头下属码头位于苏、锡、常化工企业中心区, 紧邻长江、连京杭大运河, 顺长江而上可直达长江中上游主要城市, 地理位置优越, 是长三角石化物流基地的重要国际港口口岸, 未来发展前景广阔。

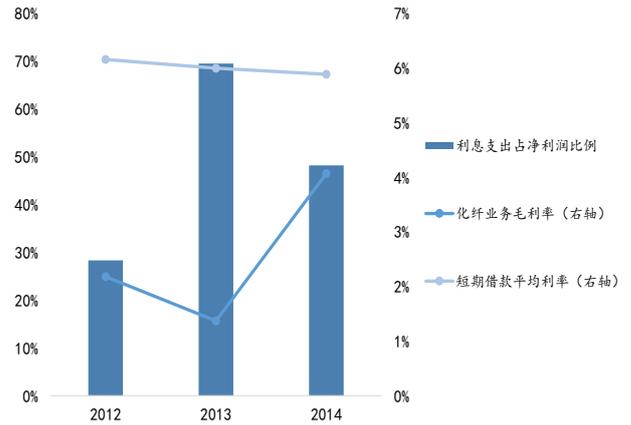
公司通过控股子公司华西码头开展仓储业务, 经过多年的稳健发展和客户积累, 目前已经成为长江中下游拥有存储液态化学品相关资质最为齐全、精细化管理水平最高、客户信誉和口碑最为优良的物流仓储企业之一。仓储业务是公司发展的关键业务: 1) 相较于化工业务, 仓储盈利能力强、发展前景好, 毛利率达到 62.42%, 在公司的短期借款的加权平均利率 (5.89%) 远高于公司化纤业务的毛利率水平, 利息支出占净利润较高比重 (48.22%) 的情况下, 仓储业务能优化公司的资产结构, 提高资产运营效率。2) 利用仓储这一平台, 有效降低公司的化纤原料进口成本, 形成化纤原料从进口、储运到生产销售的一体化生产优势, 增强公司化纤产品的竞争实力, 为公司的稳健发展提供有利条件。

图 9: 仓储业务毛利率在 60%左右

图 10: 利息支出使化纤业承压



数据来源：中国证券业协会，国泰君安证券研究。



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

公司已定增加码仓储业务，后续仓储业务模式将体现典型的金融属性。2015年8月，华西股份非公开发行募集资金总额近6亿元，除偿还银行债务和补充流动性外，也为仓储业加码：**1) 业务信息化**，在仓储行业未来将朝着提供信息化、物流化以及他配套增值综合服务方向不断拓展的情况下，公司通过加码对仓储业务的资本投入，增强综合服务能力，从而与公司不断增长的业务规模匹配，以形成特色的仓储物流体系。**2) 盈利金融化**，公司已开始初步探索以仓储物流平台的供应链金融以对接金融服务，一方面可自行向信用良好的采购商提供信用，另一方面也可与银行合作承担抵押产品存储平台的作用。仓储业务毛利率高，但属地要求限制了大规模发展可能性(码头资产难以大规模扩张)，我们认为仓储是公司主业转型的第一步，而后续进一步大幕正徐徐拉开。

### 3. 转型下一站：综合金融控股平台

根据证券时报 2015 年 9 月报道 (参见《华西股份新掌门：集团层面彻底授权二次转型》)，汤维清董事长指出：“上市公司的彻底转型，也是华西集团层面全面转型的重要信号。这不仅是华西村由当年的农业到工业，由工业到第三产业过渡的样板，甚至可以看成是中国经济转型的一个缩影”。集团对上市公司转型的期望是“未来发展成一个综合金融控股平台。”

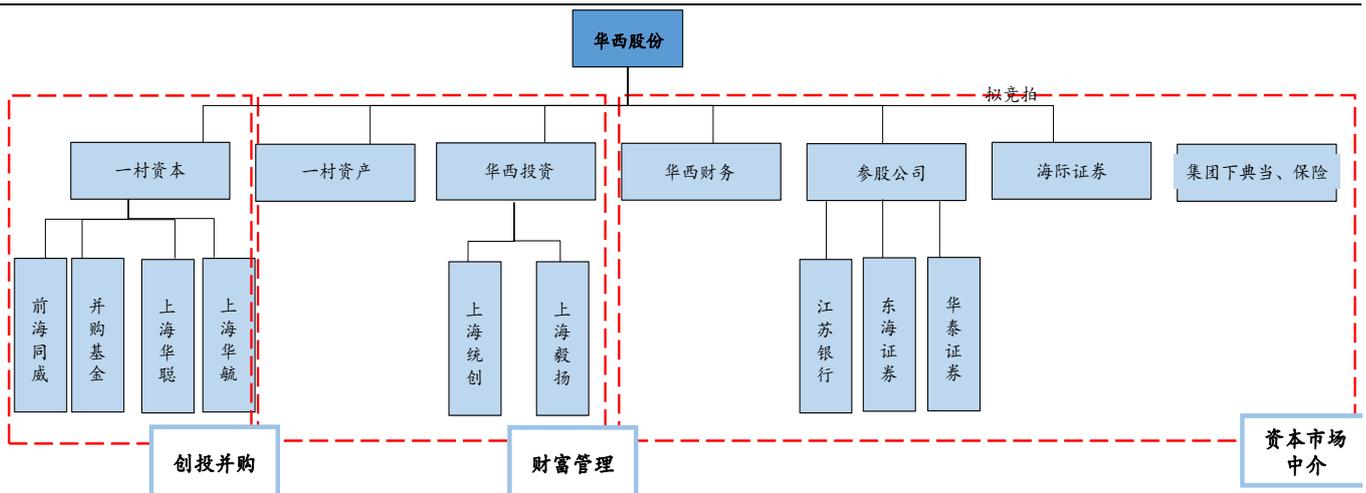
2015 年以来华西股份公告频出，金融业务按步进展。公司 2015 年 7 月设立以创投和并购为主营业务的“一村资本” (截止 2015 年底注册资本 5 亿元，拟 2016 年增资到 10 亿元)，以二级市场投资管理为主营业务的“一村资产”，并由“一村资本”受让前海同威。8 月“一村资本”设立华西并购基金。9 月一村资本设立华聪和华毓投资中心。10 月，华聪和华毓投资收购 DIANDIAN INTERACTIVE HOLDING 和点点互动 (北京) 科技有限公司部分股权。目前华西股份的金融业务正逐步探索中，已经形成一村资本 (创投产业基金等一级市场) 和一村资产 (二级市场投资) 两大版图。

表 2: 2015 年华西股份逐步加大金融布局

时间	事项
2015 年 2 月	集团旗下众筹影娱宝正在筹备
2015 年 4 月	收购上海毅扬 52% 的股份
2015 年 7 月	参股公司东海证券挂牌新三板
2015 年 7 月	设立主营创投并购基金的一村资本和财富管理的一村资管
2015 年 7 月	一村资本受让并增资前海同威
2015 年 8 月	一村资本设立华西并购基金
2015 年 9 月	一村资本设立华聪和华毓并购基金
2015 年 9 月	招商证券前副总裁汤维清出任新董事长
2015 年 10 月	与世纪华通签署框架协议, 完成点点互动 20.9% 股权收购
2015 年 10 月	拟参与海际证券 66.67% 的股权竞拍
2015 年 10 月	投资方创资本
2015 年 11 月	参股公司江苏银行 IPO 过发审会
2015 年 11 月	参股公司江苏银行获得私募牌照
2015 年 12 月	拟参与竞拍海际证券近 66.67% 股权

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

图 11: 华西股份金融业务版图的预设构想



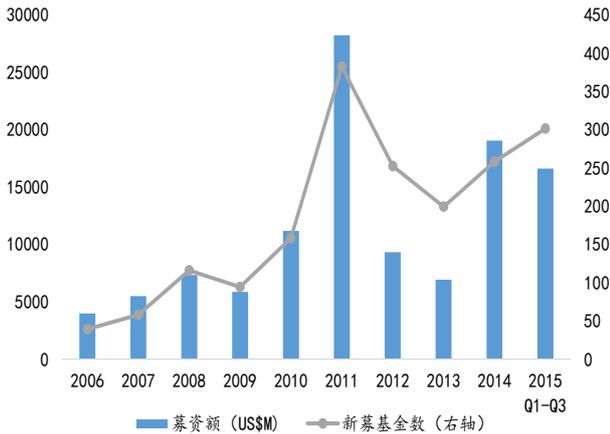
资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

### 3.1. 创投并购 (一村资本): 布局新兴, 聪毓疾行

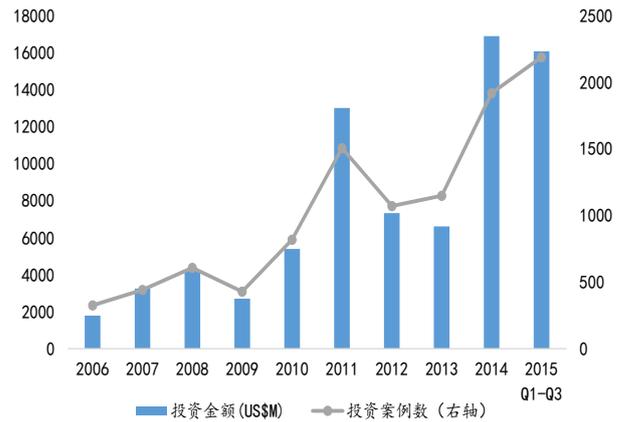
预计创投基金在政策和经济转型催化下迎来快速发展期: 1) 从投资对象看, 十三五提出的大众创业, 万众创业以及多种融资服务方式为创新企业服务为创投基金提供了海量投资对象; 2) 从退出方式看, IPO 注册制, 新三板分层以及并购重组是创投基金流动性加强的重要推动力。根据私募通统计, 2015 年前三季度中外创投机构共新募集 301 支基金; 总募集量 165.87 亿美元。创投市场共发生 2,188 起投资, 共计涉及金额 160.60 亿美元。

图 12: 2015 前三季度创投总募集资金 160 亿美元

图 13: 前三季度创投总投资资金 160 亿美元



数据来源: 私募通, 国泰君安证券研究。

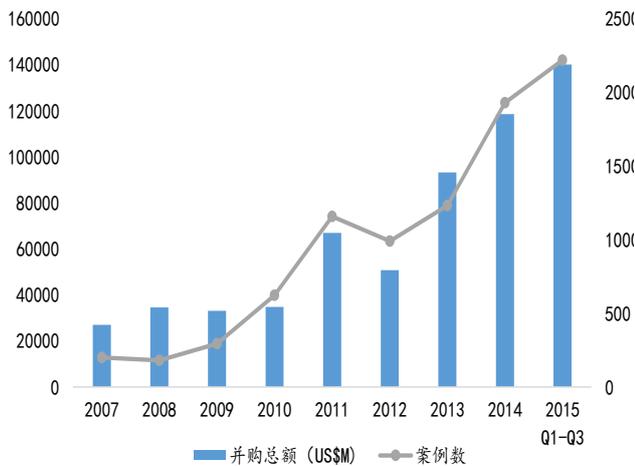


数据来源: 私募通, 国泰君安证券研究。

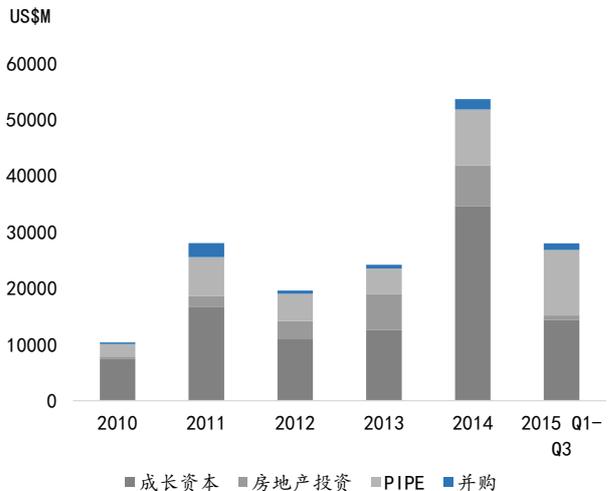
同时由于我国当前行业分散度高, 恶性竞争及价格战严重制约发展, 因此并购是产业整合的必经之路。并购是有效的转移、整合手段, 发达国家并购发展经验也表明结构调整期与并购浪潮期重叠, 两者相互推动。2015 年前三季度共完成并购案例数 2218 起, 较 2014 年同期增长 80.0%; 共涉及交易金额 1401.35 亿美元, 同比上涨 50.4%。

图 14: 前三季度并购交易基金 1401 亿美元

图 15: 私募股权投资策略分类多样



数据来源: 私募通, 国泰君安证券研究。



数据来源: 私募通, 国泰君安证券研究。

上海华聪投资中心 (有限合伙) 和上海华毓投资中心 (有限合伙) 分别是公司全资子公司一村资本有限公司参与投资设立并管理的合伙企业 (按照期初公告, 准备投资 3.45 亿元, 截止 2015 年 12 月已投资 1.35 亿元), 同时对深圳前海同威资本有限公司增资约 1 亿元。目前华聪和华毓已在 TMT 新兴行业做出第一笔并购。标的公司为 FunPlus (趣加控股) 控制的点点互动控股、点点互动 (北京) 是国际领先的集研发、发行及运营为一体的游戏公司, 主要业务是模拟经营和社交类游戏的开发、发行和运营, 游戏产品面对全球用户。针对项目的产业基金规模有望达到 20 亿元, 公司已参与投资 1.35 亿元, 有望共享投资收益。

图 16: 点点互动有望成为国内最大的游戏并购案例之一



数据来源：公司网站。

通过寻找海内外优质成长资产的并购基金模式已有成效。2015 年底，世纪华通（002602）发布一份股权+现金收购总值 135 亿的收购中手游移动科技、点点开曼以及点点北京的重大资产重组方案，其中华聪投资和华毓投资累计分别持有点点开曼 28.03% 的股份和点点北京 28.03% 的股份，项目退出后华西股份将通过子公司获得 3493.5 万股（股权价值 4 亿元）世纪华通以及现金 15.45 亿元，考虑到相关手游类优质标的在 A 股一级二级市场存在显著估值差，后续股权重估空间仍大。

**表 3：一村资本通过把控优质资产获得二级市场重估机会**

交易对手	持有标的公司	持标的公司比例	交易对价(百万)	股份对价(百万)	现金对价(百万)
华聪投资	点点开曼	7.10%	485.9	394.2	91.7
华毓投资	点点开曼	20.92%	1,431.0	0.0	1,431.0
<b>小计</b>	<b>点点开曼</b>	<b>28.03%</b>	<b>1,916.9</b>	<b>394.2</b>	<b>1,522.6</b>
华聪投资	点点北京	7.10%	7.1	5.8	1.3
华毓投资	点点北京	20.92%	20.9	0.0	20.9
<b>小计</b>	<b>点点北京</b>	<b>28.03%</b>	<b>28.0</b>	<b>5.8</b>	<b>22.3</b>
<b>合计</b>			<b>1,944.9</b>	<b>400.0</b>	<b>1,544.9</b>

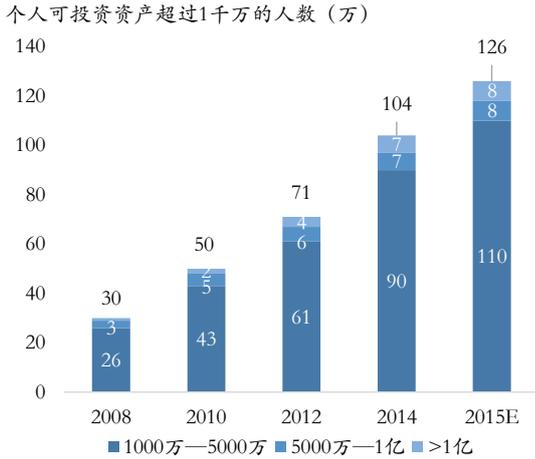
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

此次重大资产重组的实施意味着华西股份在并购重组类业务布局已有成效，业务已经步入正轨，业务持续性值得期待。

### 3.2. 资产管理（一村资产）：聚才入村，能人掌舵

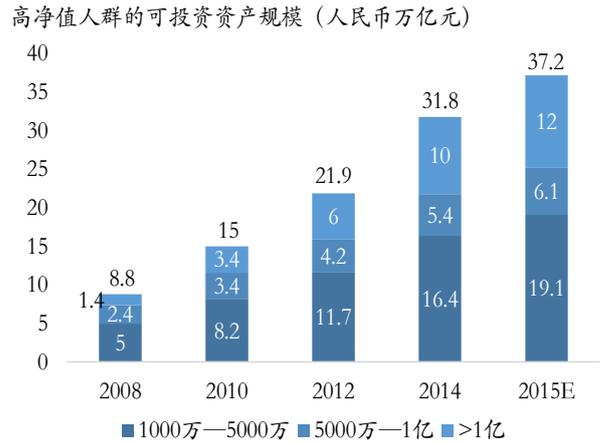
受益于近二十年来经济增长和居民财富积累，中国私人财富市场持续释放着可观增长潜力和巨大市场价值。根据贝恩公司和招商银行联合发布的《2015 中国私人财富报告》，2014 年我国高净值人群（人均资产规模 1 亿元以上）总数达到了 104 万，较 2012 年增长了 46.4%；高净值人群的可投资资产规模达到了 31.8 万亿人民币，较 2012 年增长了 45.2%。而 2015 年中国高净值人群预计将达到 126 万人左右，较 2014 年增长 22%；高净值人群持有财富将达 37 万亿人民币。

图 17: 中国高净值人群人数突破 100 万人



数据来源: 贝恩咨询, 国泰君安证券研究。

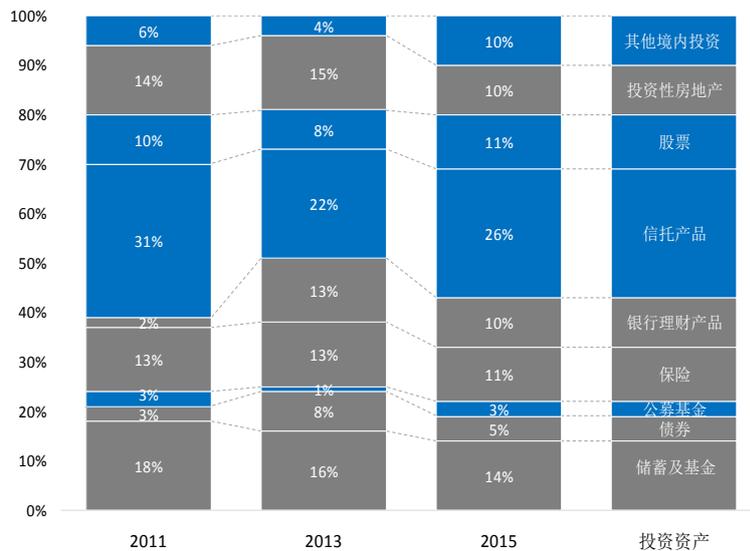
图 18: 高净值人群可投资资产达近 40 万亿人民币



数据来源: 贝恩咨询, 国泰君安证券研究。

图 19: 高净值客户资产配置多样化更强

2011至2015中国高净值人群境内可投资资产配置



数据来源: 贝恩咨询, 国泰君安证券研究。

高净值人群多样化的投资为资产管理带来了契机, 而人才问题是行业资产端待解决的问题。目前公司旗下负责资产管理的公司有上海毅扬和一村资产。上海毅扬成立于 2010 年, 旗下有毅扬稳富(2015 年上半年收购 52% 股权, 作价约 0.114 亿元)、毅扬一村等产品。一村资产尚处于初始发展期, 但华西股份通过较灵活的薪酬机制, 已为其资管业务已配置了投研实力强, 投资经验充足的队伍。

表 4: 一村资产招揽了专业化的投研团队

投资经理	任职	履历
李志磊	合伙人	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 就读于清华大学经济管理学院硕士</li> <li>✓ 曾任职平安养老保险权益投资部负责人、泰康资管权益投资部高级投资经理、中银基金中银行业优选基金经理</li> </ul>

于彤	合伙人	✓	就读于清华大学 IMBA
	集团总经理助理	✓	曾任富国基金管理公司总经理助理、海
	华西股份董事总经理		富通基金管理有限公司首席机构官
郭楷泽	投资总监	✓	就读于复旦大学管理学硕士
		✓	曾任友邦华泰基金基金经理
李振	基金经理	✓	就读于墨尔本大学金融硕士
		✓	曾任光大证券投资总部投资经理
温小俊	市场总监	✓	就读于中南财经政法大学
		✓	曾任广发基金管理有限公司市场部经理

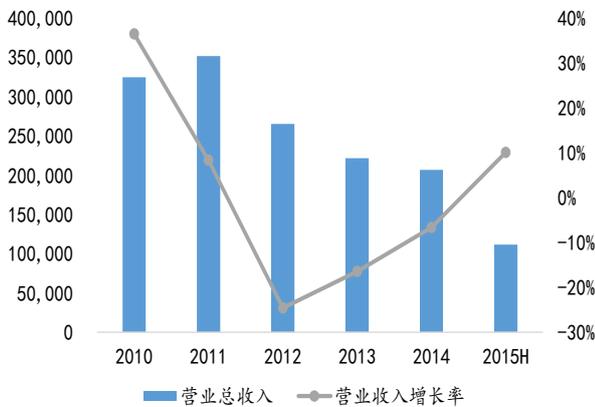
数据来源：一村资本微信号，国泰君安证券研究。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 财务分析：投资收益贡献利润，资产结构趋好转

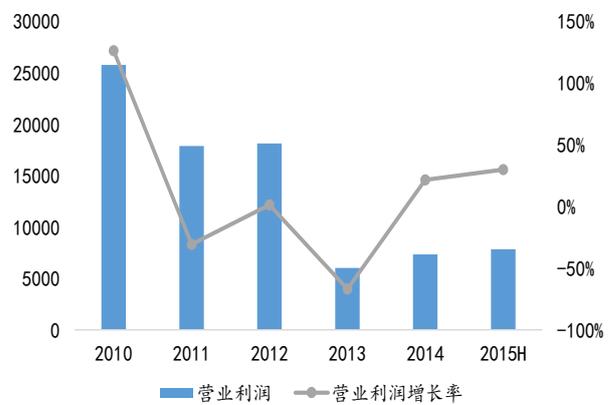
2015年上半年公司 11.13 亿元，同比增长 10.08%，营业利润 0.78 亿元，同比增长 29.96%。营业利润的上升主要得益于化纤业务的逐步回暖和投资收益的提高。

图 20: 2015 年上半年公司营业收入 11.13 亿元



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 21: 2015 年上半年公司营业利润 0.78 亿元

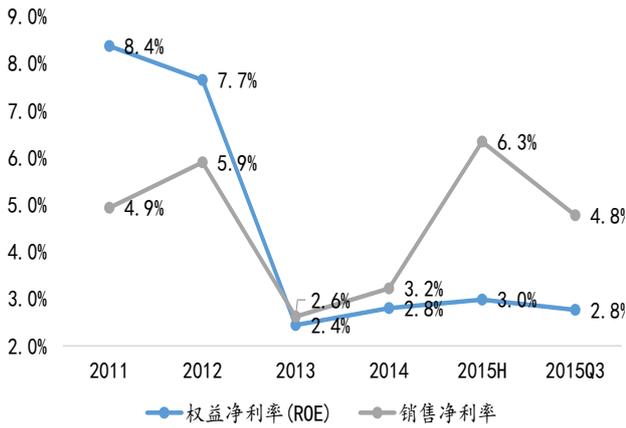


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

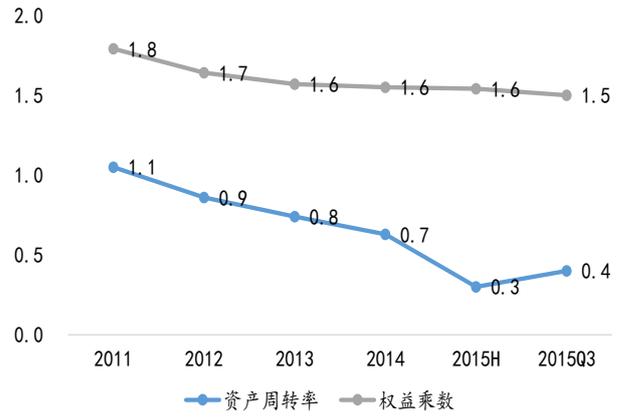
2013 年以来华西股份权益报酬率开始稳步提升，其主要推动力是销售净利率的提升。2015 年上半年公司利润率从 3.2% 大幅跃进至 6.3%，主要原因是：1) 化纤行业在行业缓慢复苏以及公司积极创新中利润率上升；2) 利润率较高的财富管理业在收入结构中的占比提高；3) 财务费用和税负大幅下降。

图 22: 公司 ROE 和销售净利率走出低谷

图 23: 公司资产周转率和权益乘数平稳



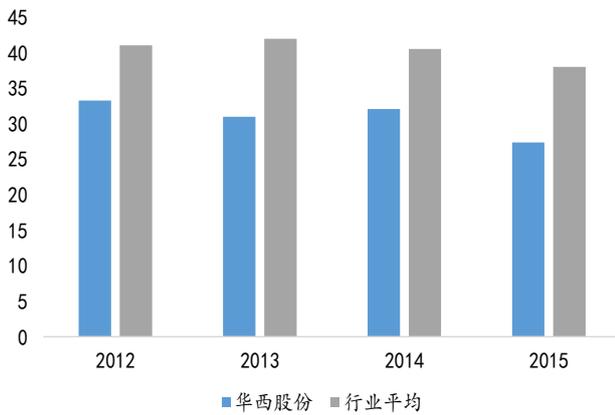
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

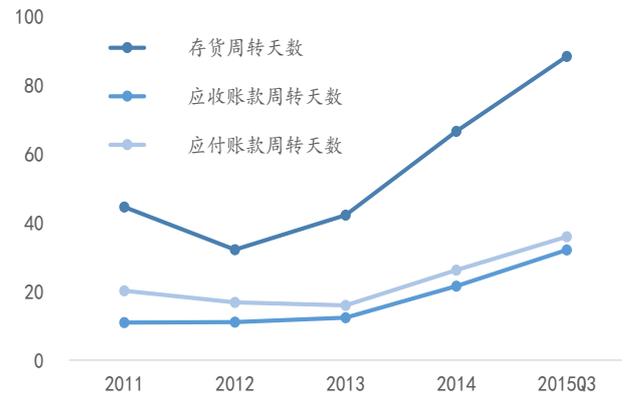
盈利能力的回升以及公司定增的获批带来资产结构的改善，公司权益乘数逐年下降，2015年第三季度仅为1.5，资产负债率为27.36%，远低于化工行业平均38%的水平。但与此同时公司资产周转率承压，运营周期较长，存货周转天数和应收账款周转天数的上涨水平较大。

图 24：公司资产结构逐步优化



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 25：公司运营周转周期上升

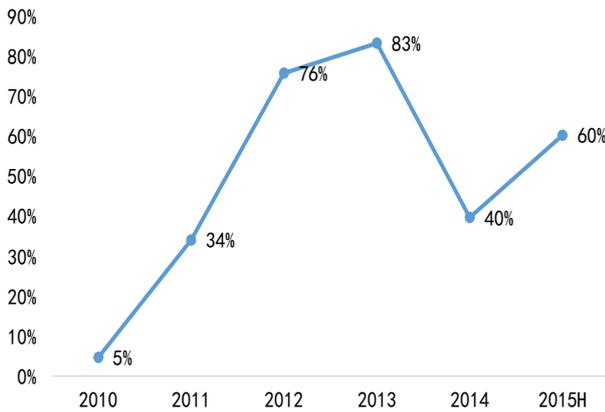


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

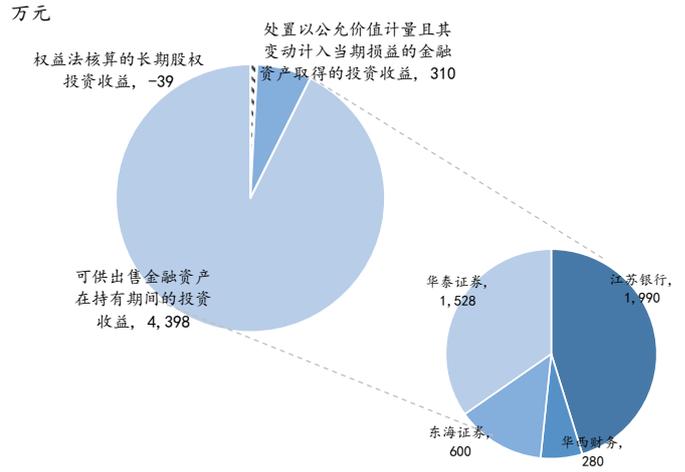
公司金融板块布局多元，其中参股江苏银行（2.4%）和东海证券（6%）带来了可观的分红收益。公司 2015 年半年报显示，期间公司实现营业利润 7835.25 万元，增长 251.90%；来自江苏银行、华泰证券、东海证券、华西财务的现金分红达 4397.97 万元，占利润总额的 55.33%，超过半壁江山。

图 26：上半年投资收益占利润比重达 60%

图 27：分红是公司投资收益的重要组成部分



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

## 4.2. 估值：基于分部法和相对估值法的分析结果

我们根据下表测算了主业盈利情况，我们假定公司化纤行业可以持平，而仓储物流业受益于 2015 年定增可以扭转之前 3 年下滑颓势，保持稳步增长。投资收益来源于持有金融股权分红，我们认为后续银行股权可以保持 5% 左右稳定增速，而证券股权分红可以保持 30% 以上增长。预计未来三年保持 15% 以上增速。同时我们认为公司 2016-18 年将处于综合金控业务的布局落地期，我们基于自有资金投资收益和设立产业/二级市场基金分成两部分进行测算，根据我们假设，公司 2017 年来自于金控的业务毛利与传统主业可以实现持平。按照我们假设，公司 2015-17 年营业收入约 19.55/20.54/22.55 亿元，同比增 -5%/5%/9% (考虑可比性，资产管理业务收入未统计到主营业务量纲)，净利润 0.91/1.68/2.89 亿元，同比增 61%/85%/73%，对应 EPS 0.10/0.19/0.33 元。

表 5：公司传统主业发展盈利预测 (单位：亿元)

	行业	2011	2012	2013	2014	2015H	2016E	2017E	2018E
收入	纺织化纤业	28.66	24.12	19.61	19.69	9.35	18.70	18.70	19.08
	储运	1.42	1.32	1.04	0.82	0.42	0.85	0.91	1.02
毛利率	纺织化纤业	4.54%	2.18%	1.49%	4.07%	6.67%	6.5%	6.5%	6.5%
	储运	74.46%	71.61%	66.07%	61.85%	62.42%	62%	62%	62%
收入增速	纺织化纤业		-15.9%	-18.7%	0.4%	-5.0%	-5%	0%	2%
	储运		-6.9%	-20.9%	-21.3%	2.7%	3%	8%	12%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

表 6：综合金融板块业绩贡献展望 (单位：百万元)

资产管理	2016E	2017E	2018E
投入本金规模	60000	80000	150000
IRR	5%	15%	20%
资产管理规模	250000	500000	800000
管理费率	2.5%	2.5%	2.5%

投资收益		3000	12000	30000
管理费收入		6250	12500	20000
总收入		9250	24500	50000
预计毛利率		100%	100%	100%
预计毛利		9250.0	24500.0	50000.0
资产管理收入占比		34.7%	57.9%	72.7%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

### 法 1: 分部估值法

#### 金融股权（安全边际的重要支撑）

2015 年 10 月以来，证券板块表现活跃，而随着东海证券、江苏银行进入新三板挂牌或 IPO 上市进程中，华西股份的金融资产存在可观的重估空间。我们基于 PB 作为较稳健的方法，测算公司上市或待上市金融资产约 38 亿元，叠加参股 10% 的华西财务公司股权（账面价值 0.57 亿元），我们测算公司整体金融资产约 38.6 亿元。

表 7: 公司上市或待上市的金融资产约 38.0 亿元

净资产	单位: 亿元				持股比例	PB 估值倍数	对应市值
	2012	2013	2014	2015H			
江苏银行	341.43	477.46	559.19	600.00	2.39%	1.2	17.2
东海证券	50.66	52.21	61.65	88.28	5.99%	2.8	14.8
华泰证券	346.38	363.25	419.44	777.51	0.43%	1.8	6.0
							38.0

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

#### 产业部分：基于净资产分开测算

我们根据仓储运输板块和化纤板块可比上市公司估值水平分别进行估值。考虑到相关业务属于周期性板块，我们基于 PB 法进行估值，对于仓储板块，基于 2015 年半年报，仓储子公司净资产约 6.48 亿元，我们根据总权益水平剔除仓储子公司资产和金融资产得到化纤板块净资产 5.4 亿元；根据下表可比公司估值结果，公司仓储物流板块约 30 亿元（6.48\*4.6PB），化纤板块约 17.4 亿元（5.40\*3.2PB），合计约 47.4 亿元。

表 8: 公司产业部分可比上市公司估值水平

板块	证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)
运输板块	600153.SH	建发股份	19.3	2.7
	600270.SH	外运发展	24.5	3.3
	600676.SH	交运股份	33.0	3.1
	002245.SZ	澳洋顺昌	34.1	5.1
	600787.SH	中储股份	39.2	3.1
	600057.SH	象屿股份	52.0	3.2
	600180.SH	瑞茂通	56.8	6.9

	600119.SH	长江投资	68.5	7.4
	603128.SH	华贸物流	68.8	6.6
	002769.SZ	普路通	78.5	13.3
		<b>平均水平</b>	<b>47.5</b>	<b>4.6</b>
<b>化纤板块</b>	002064.SZ	华峰氨纶	31.1	3.4
	002206.SZ	海利得	38.5	3.2
	000949.SZ	新乡化纤	39.5	2.1
	600094.SH	大名城	40.8	4.0
	002427.SZ	尤夫股份	54.7	3.2
	601233.SH	桐昆股份	70.0	2.0
	600063.SH	皖维高新	76.8	3.0
	002254.SZ	泰和新材	90.7	5.0
		<b>平均水平</b>	<b>55.3</b>	<b>3.2</b>

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

### 资产管理板块: 参考可比创投公司进行估值

公司资产管理板块正处于起步期。目前一村资本注册资本约 5 亿元, 一村资产注册资本 1 亿元, 按照公司公告的规划, 2016 年一村资本注册资本将增至 11 亿元。考虑到公司主要基于自有资金投资, 与 A 股鲁信创投 (600783) 有相似之处 (2014 年以来估值中枢约 5.5PB)。我们基于 2015 年底 6 亿元板块投资, 资产管理板块价值约 33 亿元。考虑到我们主要基于 2015 年底的估值中枢 (近期注册制推进政策不断, 受政策预期驱动鲁信创投 (600783) 估值约 9PB) 和 2016 年增量水平 (考虑 2016 年增资计划, 公司一村资本和一村资产净资本扩充到 10 亿元), 我们的估值方法较好的反映了公司创投板块的成长性。

三板块加总, 公司合理市值约 176 亿元, 折合每股股价 19.8 元。

表 9: 2015 年底鲁信创投 PB 平均估值水平约 9 倍

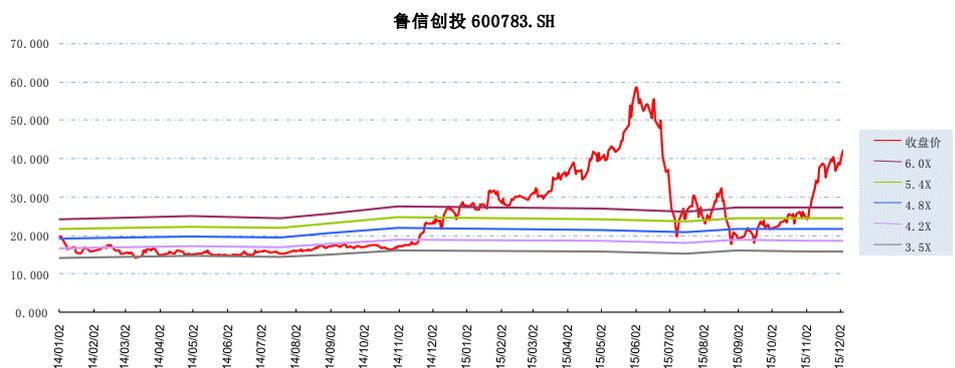


表 10: 公司产业部分与金融股权之和约为 86 亿元

板块		规模	估值乘数	对应市值
仓储物流部分	预计 2015 年底净资产	6.48	4.6	29.8
化纤部分	预计 2015 年底净资产	5.4	3.2	17.4
<b>产业部分加总</b>				<b>47.2</b>

金融股权价值					38.6
资产管理板块					90
总价值					<b>176</b>
每股价值					<b>19.8 (元)</b>

单位：除每股价值外均为亿元，数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

## 法 2: 相对估值法

我们基于 A 股可比金控平台为公司估值定价。我们选择中航资本(租赁/创投/信托/财务)、海航投资(信托/产险)、锦龙股份、爱建集团作为可比上市公司标的。目前 A 股金控平台属性的公司 PE 约 71.4 倍、PB 约 4.8 倍，平均总市值约 324 亿元。考虑到公司目前金控业务刚起步，市值小且后续成长预期更强，我们给予 30% 溢价 (100PE)，基于 2016 年业绩 0.19 元 (金控板块业绩初步兑现)，估计公司合理价值 19.0 元 (0.19\*100PE)，对应市值 168 亿元。

表 11: A 股上市金控平台估值水平

证券简称	股价	2013EPS	2014EPS	2015EPS 预测	2016EPS 预测	2016BPS	2016 预计 市盈率 PE	2016 预计 市净率 PB
中航资本	16.21	0.19	0.40	0.60	0.81	4.29	32.4	4.5
海航投资	8.02	0.15	0.13	0.06	0.28	2.97	181.5	2.7
锦龙股份	28.18	0.06	0.43	0.92	1.34	3.66	30	7.7
爱建集团	14.59	0.33	0.36	0.43	0.59	5.23	41.8	4.3
							<b>71.4</b>	<b>4.8</b>

数据来源：国泰君安证券研究。

我们比较了两张估值方法，我们认为分部业务估值法较好体现了公司资产管理和实业板块的成长价值。综上所述，我们认为公司合理市值约 176 亿元，折合每股股价 19.8 元，对应 2016 年 PE104 倍。

## 5. 核心风险

### 行业周期性波动风险

公司所处化纤行业为基础性行业在国民经济中占据重要地位。它是石化产业链的中端行业，其上游为石油化工类产品，下游为纱线、面料等纺织类产品。由于化纤行业的上下游——石化和纺织分属周期性行业和出口导向型行业，因此 化纤行业整体发展存在明显的周期性波动。受整体行业影响及上下游产品价格影响，公司主要产品涤纶短纤维的价格也呈波动态势，产品价格波动对公司经营业绩的影响非常显著，公司未来的经营业绩同样将面临产品市场价格周期性波动的风险。

### 金控业务转型不及预期

由于公司目前资产管理服务正处于起步状态中，缺乏实际运营经验，争取相关牌照不确定性较强。相关业务的管理、人员、技术上经验缺乏而对公司业务转型产生潜在负面影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		