

华西股份 (000936)

股权激励立长远，产业投资振华西

——华西股份股权激励草案暨 2015 年报点评

	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

本报告导读:

大集团，小公司，公司积极推进向一二级市场联动的产业投资平台转型。本次公司发布了股权激励草案，这将有效绑定核心管理层与公司的利益。

投资要点:

- 公司实现营业收入/归母净利润 20.1/0.86 亿元，同比增-2.6%/+55%，对应 EPS0.10 元，业绩增加因持有金融股权分红提高，业绩符合预期。预计 PPI 环比收窄和石油价格企稳有利于公司化纤、仓储物流等传统主业盈利回升，本次股权激励草案推出促进后续金融业务转型推进。因注册制改革略低预期，调整公司 2016-18 年盈利预测至 0.17/0.27/0.43 元，较上次预测调减 11%/18%，维持目标价 19.8 元，对应 16 年 PB6.6 倍，估值处于金控转型企业平均水平。
- 股权激励绑定双方利益，价格倒挂提供交易机会。本次公司拟向董事长在内的 4 名激励对象授予合计 300 万份股票期权，占总股本的 0.339%，行权价格为 8.09 元/股（现价 7.74 元）。按照业绩考核要求，预计金融板块 2017 年后将逐步成为公司利润的主要来源。
- 立足“投融资+资产管理”金融平台，一二级市场联动提速。公司一级市场板块现正推进手游公司点点控股和点点开曼回归 A 股，投资互联网私募投行“上海方创”0.5 亿元，同时文化娱乐和医疗产业并购团队逐步到位；二级市场板块产品 5 支，规模 8.6 亿元，15 年金融板块基本实现盈亏平衡。新设集成电路并购基金，产业投资推进。全资子公司拟发起设立集成电路产业并购基金，规模 8 亿元（公司认缴不超过 80%）。集成电路产业已上升到国家信息安全战略高度，公司引进中美专家团队，合资平台“瑞村投资”核心员工持股 79%。
- 核心风险：金控转型不顺利。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,066	2,013	2,030	2,151	2,370
(+/-)%	-7%	-3%	1%	6%	10%
经营利润 (EBIT)	81	96	176	293	459
(+/-)%	69%	18%	82%	67%	57%
净利润	56	86	148	242	378
(+/-)%	26%	52%	72%	64%	56%
每股净收益 (元)	0.06	0.10	0.17	0.27	0.43
每股股利 (元)	0.01	0.02	0.03	0.05	0.09

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.9%	4.8%	8.6%	13.6%	19.4%
净资产收益率 (%)	3.4%	3.7%	6.1%	9.2%	12.9%
投入资本回报率 (%)	13.6%	8.4%	32.6%	75.0%	96.5%
EV/EBITDA	37.7	41.1	27.3	17.8	11.5
市盈率	121.8	79.9	46.4	28.3	18.2
股息率 (%)	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.80

上次预测: 19.80

当前价格: 7.74

2016.03.14

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.67-22.89
总市值 (百万元)	6,858
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)	1476.55
日均成交值 (百万元)	155.59

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,757
每股净资产	3.11
市净率	2.5
净负债率	2.03%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.01	0.03
Q2	0.07	0.06
Q3	0.00	0.04
Q4	0.02	0.04
全年	0.10	0.17

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-45%	2%
相对指数	-8%	-23%	21%

相关报告

《财务分红增加，业务转型推进》2016.01.12

《转型推进，渐入佳境》2015.12.30

《一村傍金融，转型再启程》2015.12.22

模型更新时间: 2016.03.14

股票研究

金融

综合金融

华西股份 (000936)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.80

上次预测: 19.80

当前价格: 7.74

公司网址

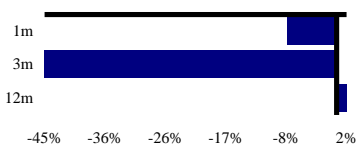
www.jshuaxicun.com

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

6.67-22.89

市值 (百万)

6,858

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

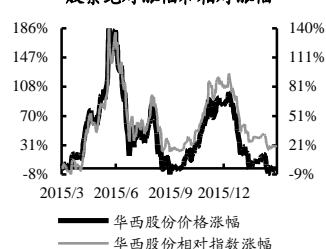
EV/EBITDA

P/S

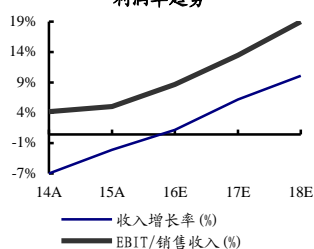
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,066	2,013	2,030	2,151	2,370
营业成本	1,934	1,837	1,783	1,783	1,828
税金及附加	3	4	4	4	4
销售费用	24	27	27	28	31
管理费用	23	49	41	43	47
EBIT	81	96	176	293	459
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	29	50	55	66	79
财务费用	33	16	37	41	41
营业利润	73	111	193	318	497
所得税	8	18	31	51	79
少数股东损益	10	10	16	27	42
净利润	56	86	148	242	378
货币资金、交易性金融资产	410	454	1,352	1,699	2,089
其他流动资产	38	396	0	0	0
长期投资	1,526	1,728	1,728	1,728	1,728
固定资产合计	420	359	239	130	33
无形资产及其他资产	24	28	27	27	26
资产合计	3,478	3,898	4,327	4,550	4,960
流动负债	943	824	357	357	420
非流动负债	173	139	901	903	906
股东权益	1,658	2,319	2,438	2,632	2,934
投入资本(IC)	533	965	453	329	400
NOPLAT	73	81	148	247	386
折旧与摊销	74	72	60	48	37
流动资金增量	-295	-23	-32	-4	-82
资本支出	-6	-13	63	63	63
自由现金流	-154	118	239	354	404
经营现金流	-183	99	426	287	334
投资现金流	25	-657	118	129	142
融资现金流	49	582	354	-68	-86
现金流净增加额	-109	24	898	347	390
收入增长率	-6.7%	-2.6%	0.8%	6.0%	10.1%
EBIT 增长率	69.3%	18.3%	82.4%	66.9%	56.6%
净利润增长率	25.6%	52.4%	72.2%	64.0%	55.9%
利润率					
毛利率	6.4%	8.7%	12.2%	17.1%	22.9%
EBIT 率	3.9%	4.8%	8.6%	13.6%	19.4%
净利率	2.7%	4.3%	7.3%	11.3%	15.9%
净资产收益率(ROE)	3.4%	3.7%	6.1%	9.2%	12.9%
总资产收益率(ROA)	1.6%	2.2%	3.4%	5.3%	7.6%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	8.4%	32.6%	75.0%	96.5%
存货周转天数	67	88	88	88	88
应收账款周转天数	22	31	31	31	31
总资产周转天数	559	669	740	753	732
净利润现金含量	-3.25	1.15	2.89	1.18	0.89
资本支出/收入	0%	1%	-3%	-3%	-3%
资产负债率	32.1%	24.7%	29.1%	27.7%	26.7%
净负债率	4.2%	2.4%	-18.5%	-30.3%	-40.3%
PE	121.8	79.9	46.4	28.3	18.2
PB	3.5	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	37.7	41.1	27.3	17.8	11.5
P/S	2.8	3.4	3.4	3.2	2.9
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%

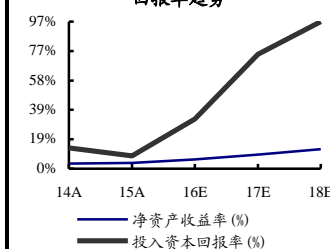
股票绝对涨幅和相对涨幅



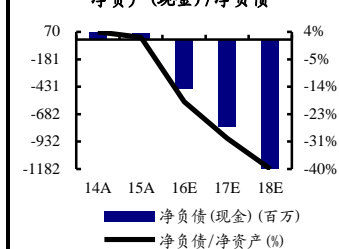
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



华西股份股权激励草案基本情况

公司拟向汤维清、于彤、王宏宇、刘晶等四人授予 300 万份股票期权，涉及标的股票总数 300 万股，占本激励计划签署时公司股本总额 88,601.29 万股的 0.339%。本次股权激励计划的行权价格为 8.09 元，分三期进行绩效考核。

若第一个至第二个行权期内公司业绩考核未达到行权条件的，则当期股票期权可递延至以后年度，以后年度达到行权条件时一并行权。第三个行权期内，若公司业绩考核达不到行权条件，本期股票期权及未能满足前期行权条件而递延至本期的前期股票期权将注销。

表 1：股票期权激励计划的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量（万股）	占授予股票期权总数的比例	占公司总股本的比重
汤维清	董事长	100	33.33%	0.112%
于彤	副总经理	80	26.67%	0.090%
王宏宇	副总经理、董事会秘书	70	23.33%	0.079%
刘晶	一村资本有限公司董事总经理	50	16.67%	0.056%
合计		300	100.00%	0.339%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

表 2：股权激励的绩效考核与行权时间一览

行权期	业绩考核目标	生效数量占获授期权数量的比例	行权时间
第一个行权期	2016 年金融投资业务净利润 3,000 万元	40%	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止
第二个行权期	2017 年金融投资业务净利润 10,000 万元	30%	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止
第三个行权期	2018 年金融投资业务净利润 30,000 万元	30%	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止

注：金融投资业务不包含截至公司持有华泰证券、东海证券、江苏银行和华西财务股权产生的投资收益。数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

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，需在允许的范围内使用，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

1. 投资建议的比较标准

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。

2. 投资建议的评级标准

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 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		