

化工

2017年02月22日

# 华锦股份 (000059)

## ——受益于石化景气周期的弹性标的

报告原因：强调原有的投资评级

**买入 (维持)**

市场数据： 2017年02月21日

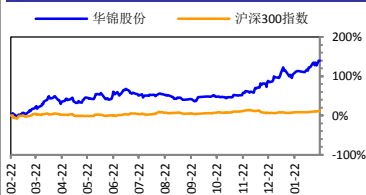
收盘价(元)	14.48
一年内最高/最低(元)	14.57/5.6
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	20272
上证指数/深证成指	3253.33 / 10405.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	6.29
资产负债率%	66.89
总股本/流通A股(百万)	1599/1400
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《乙烯丙烯价差扩大 仍需观察终端需求传导——石油化工行业每周动态跟踪》  
2017/02/20

《预计油价温和上涨 石化利润再创新高——石油化工行业每周动态跟踪》  
2017/02/13

证券分析师

谢建斌 A0230516050003  
xiejb@swsresearch.com

研究支持

江真俊 A0230116080006  
jiangzj@swsresearch.com

联系人

江真俊  
(8621)23297818x转  
jiangzj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**我们认为石油化工仍然处于景气周期，主要是由于过去几年行业资本开支的放缓，同时下游需求稳定增长。我们看好乙烯、丙烯、丁二烯、纯苯等长期盈利改善空间。
- **丁二烯紧缺为长期确定性趋势。**全球97%以上丁二烯通过石脑油裂解工艺副产得到，同时产量受限于乙烯供需。丁二烯常压下呈气态，同时具有副产品的属性，贸易量少且运输困难，产品辐射范围具有区域性。目前亚洲国家普遍使用石脑油为原料生产乙烯，中东及北美多使用乙烷为原料生产乙烯，未来新增产能主要以煤制烯烃和乙烷裂解为主。假设丁二烯年需求3%增长，预计2017年原料轻质化趋势将导致丁二烯供应产生30-50万吨的缺口，同时缺口逐渐扩大，丁二烯价格长期有望持续维持高位。公司目前丁二烯产能10万吨，将持续受益丁二烯供应紧缺。
- **柴油和沥青价格稳步上升增厚公司利润。**16年9月交通部开展为期一年的查处重卡超载的专项活动，带动重卡销量的不断提升。2017年1月重卡产销量分别为8.18万辆和8.3万辆，同比增长87.62%和125.15%，柴油价格同比增长24%。重卡产销两旺将会提振柴油需求，加上新国标对柴油品质要求的提高，能够对柴油价格上涨形成有效支撑；目前沥青期货价为2890元/吨，同比上涨65%，公司具备柴油、沥青产能分别为240万吨、100万吨，弹性分别为产品价格每上涨100元，EPS增厚0.1元和0.04元，产品价格上涨能显著提高公司业绩。
- **公司是上市公司中对应炼油、乙烯业绩弹性最大的标的。**公司已形成800万吨/年炼油（本部600万吨+北方沥青200万吨）、63万吨/年乙烯的炼化一体化规模，是上市公司中炼油和乙烯产能与当前市值比对应弹性最大的标的。未来仍有改扩建预期，产能及业绩有较大的提升空间。
- **公司是中兵集团旗下唯一石化上市平台，或将受益中兵集团混改。**17年年初，中兵集团印发混改意见稿，据测算，截至2015年底兵器工业集团资产证券化率约为21.45%，远低于十大军工集团资产证券化率最高的中航工业集团60.95%，未来资产证券化空间较大。目前公司通过收购振华石油海外部分资产24.5%收益权及北方沥青79.98%股权，逐渐打通石油化工上下游产业链。同时公司剥离亏损化肥资产有效提升资产质量，未来集团资产整合可期。
- **估值与投资建议：**我们上调公司2016-2018年净利润分别为19.41亿、25.27亿、26.78亿元（原预测分别为18.47亿、20.2亿、21.3亿元）；以目前股本15.99亿元，对应EPS分别为1.21元、1.58元、1.67元；参考可比公司估值，我们仍给予公司15X估值，得到目标价18元，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	30,909	20,629	28,623	35,706	45,491
同比增长率(%)	-29.66	-7.91	-7.40	24.75	27.40
净利润(百万元)	329	1,174	1,941	2,527	2,678
同比增长率(%)	-	1623.59	490.53	30.19	5.98
每股收益(元/股)	0.21	0.73	1.21	1.58	1.67
毛利率(%)	15.9	26.6	21.4	20.4	18.7
ROE(%)	3.7	11.7	17.9	18.6	16.9
市盈率	71		12	9	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	43,945	30,909	28,623	35,706	45,491
二、营业总成本	45,478	30,915	26,539	33,009	42,638
其中：营业成本	40,892	25,999	22,500	28,415	36,983
营业税金及附加	1,642	1,550	1,288	1,607	2,047
销售费用	238	292	306	279	292
管理费用	1,351	1,514	2,004	2,142	2,729
财务费用	999	841	441	567	586
资产减值损失	355	718	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	313	200	200	200
三、营业利润	(1,532)	307	2,284	2,897	3,054
加：营业外收入	9	44	0	0	0
减：营业外支出	1	8	0	0	0
四、利润总额	(1,525)	343	2,284	2,897	3,054
减：所得税	(38)	(19)	250	270	228
五、净利润	(1,486)	363	2,034	2,627	2,825
少数股东损益	23	34	94	100	147
归属于母公司所有者的净利润	(1,509)	329	1,941	2,527	2,678
六、全面摊薄每股收益	(0.94)	0.21	1.21	1.58	1.67
发行后总股本（百万）	1599	1,599	1,599	1,599	1,599

资料来源：Wind、申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。