

化工

2017年04月18日

# 华锦股份 (000059)

## ——炼化弹性标的 有望享受行业高景气

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年04月17日

收盘价(元)	10.79
一年内最高/最低(元)	15.06/7.7
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15106
上证指数/深证成指	3222.17 / 10450.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	6.67
资产负债率%	64.67
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

《美国油品库存如期下降 石化产品价格走向均衡——石油化工行业每周动态跟踪》  
2017/04/17

《上游静待业绩拐点，下游有望维持景气——石油化工行业 2017 年一季度业绩前瞻》  
2017/04/14

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：**公司公布 2016 年年报情况，2016 年公司营业收入为 291.04 亿元，同比上年减少 5.84%；归母净利润为 18.03 亿元，同比上年增加 448.62%；基本每股收益为 1.13 元/股，同比增加 438.1%。
- **16 年产品价格全面复苏助力公司业绩创新高。**公司主要产品柴油、沥青、乙烯、纯苯、丁二烯等产品价格增长显著，较年初最低值相比柴油、沥青、乙烯、纯苯、丁二烯等产品价格分别上涨 20.5%、50%、28.1%、67.4%、223%；同时 2016 年 Brent 期货油价均值为 45 美元/桶，较 15 年下降近 9 美元/桶，公司生产成本大幅下降，全年炼油装置、沥青装置加工原油的采购价格分别下降 5.3%与 3.9%，其中第四季度业绩表现尤为显著，第四季度实现营收 84.7 亿元，归母净利润 6.3 亿元，单季度盈利创历史新高。
- **公司是上市公司中对应炼油、乙烯业绩弹性最大的标的。**公司全年加工原油 802 万吨，同比增加 65 万吨；10 大类重点产品产量 833 万吨，同比增加 45 万吨。2016 年公司加工原油已实现满负荷生产，原油加工损失率维持 0.44%，原油加工毛利率为 29.4%，较 15 年的 15%增长约 100%；乙烯装置满负荷生产，毛利率为 37%，较 15 年底增加约 12%，全年乙烯与石脑油价差最高扩大至 802 美元，远超 437 美元的历史水平。公司未来仍有改扩建预期，产能及业绩有较大的提升空间。
- **经营情况大幅好转，资产质量进一步提升。**2016 年公司实现经济增加值 (EVA) 15 亿元，同比增加 15.2 亿元，扭转了连续 4 年经济增加值为负值的局面；资产负债率同比下降 9.9%，8 年来首次低于 70%；公司转回及转销存货损失约 6.34 亿元，新计提存货损失准备约 4.34 亿元，存货损失准备期末余额较年初下降约 2 亿元。16 年公司化肥业务经营进一步恶化，毛利润为 -1.93 亿元，公司逐渐对内蒙古化工、双兴分公司、辽河化肥计提资产减值与坏账准备，共计约 2.96 亿元。
- **石化产品短期调整，不改行业景气程度持续。**近期公司石化产品价格回落，我们认为与前期市场补库存及大量进口有关。目前很多产品已经出现倒挂的现象，未来海外货物有望转口或换货 SWAP。我们认为随着后期石化装置检修较多，配合油价稳步向上，下游需求有望启动。由于过去五年石油化工行业新增资本开支增速的下降，导致了新增产能供给有限，而同时下游需求的消费属性增强，盈利有望长期向好。
- **估值与投资建议：**公司 16 年业绩符合我们预期，但考虑到近期化工品价格回调带来的影响，我们下调 2017-2019 年的净利润至 21.37 亿、23.78 亿、25.27 亿元（原预测为 17 与 18 年的净利润为 25.27 亿、26.78 亿元）；以目前股本 15.99 亿元，对应 EPS 分别为 1.34、1.49、1.58 元/股；参考可比公司估值，我们给予公司 13X 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	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,909	29,104	32,220	35,003	36,736
同比增长率(%)	-29.66	-5.84	10.71	8.64	4.95
净利润(百万元)	329	1,803	2,137	2,378	2,527
同比增长率(%)	-	448.61	18.51	11.28	6.27
每股收益(元/股)	0.21	1.13	1.34	1.49	1.58
毛利率(%)	15.9	28.2	29.1	27.8	28.5
ROE(%)	3.7	16.9	7.7	7.9	7.7
市盈率	53	10	8	7	7

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

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	43,945	30,909	29,104	32,220	35,003	36,736
营业收入同比增长率 (yoy)	5.74%	-29.66%	-5.84%	10.71%	8.64%	4.95%
减: 营业成本	40,892	25,999	20,901	22,829	25,285	26,267
毛利率 (%)	6.95%	15.89%	28.19%	29.10%	27.80%	28.50%
减: 营业税金及附加	1,642	1,550	2,380	2,900	3,150	3,490
主营业务利润	1,411	3,360	5,823	6,491	6,568	6,979
主营业务利润率 (%)	3.21%	10.87%	20.01%	20.15%	18.76%	19.00%
减: 销售费用	238	292	328	419	385	404
减: 管理费用	1,351	1,514	1,596	2,094	2,275	2,461
减: 财务费用	999	841	750	870	945	992
经营性利润	-1,177	712	3,149	3,108	2,963	3,122
经营性利润同比增长率 (yoy)	1736.00%	-160.53%	342.06%	-1.30%	-4.67%	5.37%
经营性利润率 (%)	-2.68%	2.30%	10.82%	9.65%	8.46%	8.50%
减: 资产减值损失	355	718	1,026	700	200	200
加: 投资收益及其他	0	313	137	200	200	200
营业利润	-1,532	307	2,260	2,608	2,963	3,122
加: 营业外净收入	8	36	-89	-15	-22	-42
利润总额	-1,525	343	2,172	2,593	2,940	3,080
减: 所得税	-38	-19	324	381	436	458
净利润	-1,486	363	1,848	2,213	2,504	2,622
少数股东损益	23	34	45	75	127	95
归属于母公司所有者的净利润	-1,509	329	1,803	2,137	2,378	2,527
净利润同比增长率 (yoy)	872.51%	-121.78%	448.62%	18.52%	11.28%	6.27%
全面摊薄总股本	1,599	1,599	1,599	1,599	1,599	1,599
每股收益 (元)	-1.26	0.21	1.13	1.34	1.49	1.58
归属母公司所有者净利润率 (%)	-3.43%	1.06%	6.20%	6.63%	6.79%	6.88%
ROE	-16.32%	3.72%	16.91%	7.70%	7.90%	7.70%

资料来源: 申万宏源研究

## 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。