

化工

2017年07月27日

# 华锦股份 (000059)

## ——石化景气持续 三季度盈利有望向好

报告原因：强调原有的投资评级

**买入 (维持)**

市场数据： 2017年07月26日

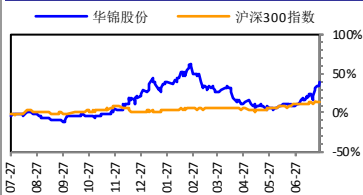
收盘价(元)	12.87
一年内最高/最低(元)	15.06/8.19
市净率	1.9
息率(分红/股价)	1.74
流通A股市值(百万元)	18018
上证指数/深证成指	3247.68 / 10297.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	6.95
资产负债率%	64.73
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

《进口量冲击减少、国内环保升温 石化产业链持续向好 ——石油化工行业每周动态跟踪》 2017/07/24

《油价先扬后抑 石化景气程度有望持续 ——石油化工 2017 年半年报业绩前瞻》 2017/07/20

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)23297818×转  
jiangzj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 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能力，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。其中柴油和乙烯是公司主要的两大产品，价格每上涨 100 元/吨，对应业绩弹性分别为增厚 0.1 和 0.025 元/股。
- 石化景气持续，公司有望受益柴油、乙烯基本面改善。当前油价背景下，炼油和乙烯盈利良好。由于柴油重卡销量增长，以及基建启动，今年上半年国内柴油消费量增长 1.8%，扭转过去负增长的局面。未来新国标对柴油品质要求的提高，能够对柴油价格形成有效支撑。在低油价下，石脑油路线乙烯竞争力凸显，同时我们预计未来美国石化项目大概率延期。在主要下游聚乙烯、苯乙烯等需求带动下，石化景气良好。
- 三季度盈利向好。我们认为三季度国内石化产品大概率反弹。2017 年一季度，国内主要石化产品进口量同比及环比大幅增长，并导致国内部分产品价格低于海外。经过二季度的国内库存消化，以及进口量的冲击减少，三季度产品大概率上涨。我们认为目前油价处于化工品最优盈利区间，短期内油价大幅度上涨概率不高，长期温和上升，商品基本面好转，化工品盈利性有望持续。
- 盈利预测及估值：我们认为目前公司产品价格逐渐合理，16 年四季度的高价不具备持续性，从而我们下调预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.04 元、1.25 元、1.19 元（原预测为 1.34 元、1.49 元、1.58 元），公司当前 PE 为 12X，17-19 年行业 PE 分别为 16X、14X、12X，公司价值被低估，我们给予公司 17 年行业 PE16X，得到目标价为 16 元，对应当前股价 12.87，仍有 24%空间，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29,104	7,782	31,190	34,483	35,936
同比增长率(%)	-5.84	23.08	7.17	10.56	4.21
净利润(百万元)	1,803	448	1,661	1,994	1,899
同比增长率(%)	448.61	-2.63	-7.89	20.05	-4.76
每股收益(元/股)	1.13	0.28	1.04	1.25	1.19
毛利率(%)	28.2	23.8	27.6	26.5	26.5
ROE(%)	16.9	4.0	13.6	14.0	11.8
市盈率	11		12	10	11

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

# 1. 业内炼油与乙烯弹性最大，受益产品价格反弹

公司是国内主要炼化一体化公司之一，从事炼油及化工业务，具备炼油能力800万吨/年，乙烯产能63万吨/年，产能与市值比行业内最大。我们认为16年底国内化工品价格暴涨带来的化工品高额库存量在17年上半年逐渐消耗，三季度产品价格将会止跌反弹，有望增厚公司业绩。

表 1：公司在同类公司中最具弹性

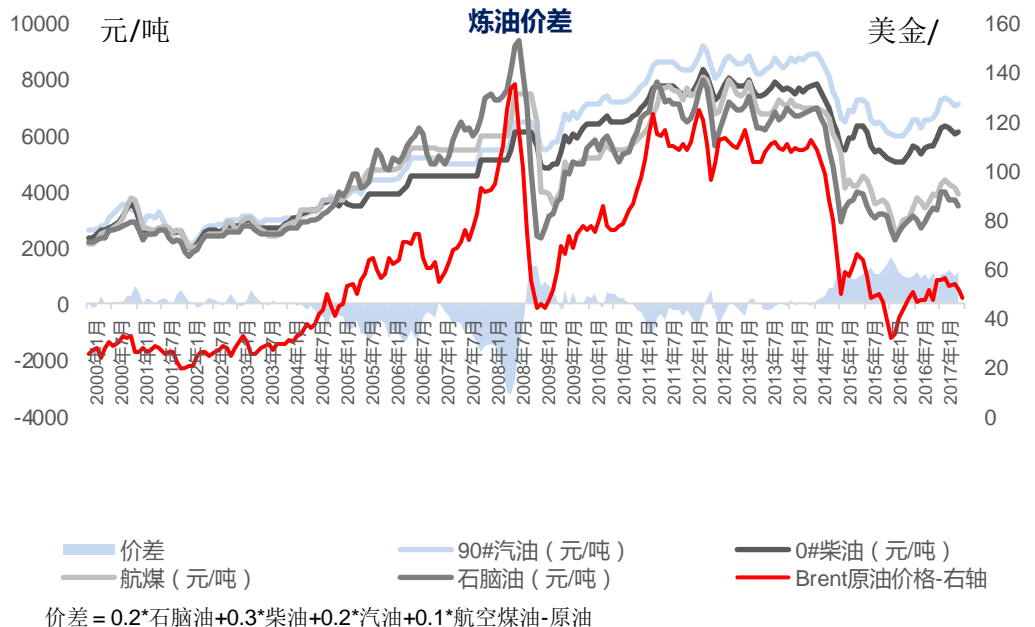
上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	炼化规模 (万吨/年)	乙烯产能 (万吨/年)	炼化规模/市值	乙烯产能/市值
	2017/7/24					
华锦股份	12.26	196	800	63	4.08	0.32
上海石化	6.80	631	1600	108	2.54	0.17
中国石化	6.19	7,236	23600	1112	3.26	0.15

资料来源：公司公告、wind、申万宏源研究

## 1.1 柴油需求有望增长

目前国内原油催化裂化价差处于历史高位，达到1113元/吨，远高于历史均值。炼厂在高油价时处于亏损状态，而低油价时，炼油价差就会扩大，我们预计Brent油价将区间震荡，长期将缓慢上行，确保了国内炼油盈利性；且国内炼厂将柴汽比调至1.2-1.3，加大高价格的汽油比例，预计炼油价差能进一步扩大。

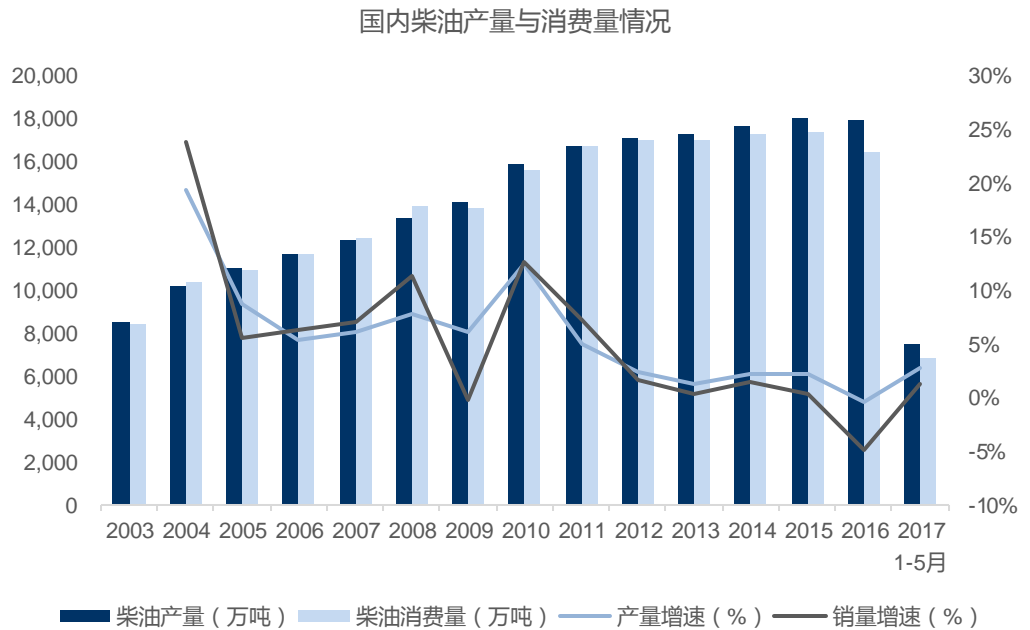
图 1：炼油价差处于高位



资料来源：发改委、隆众石化、申万宏源研究

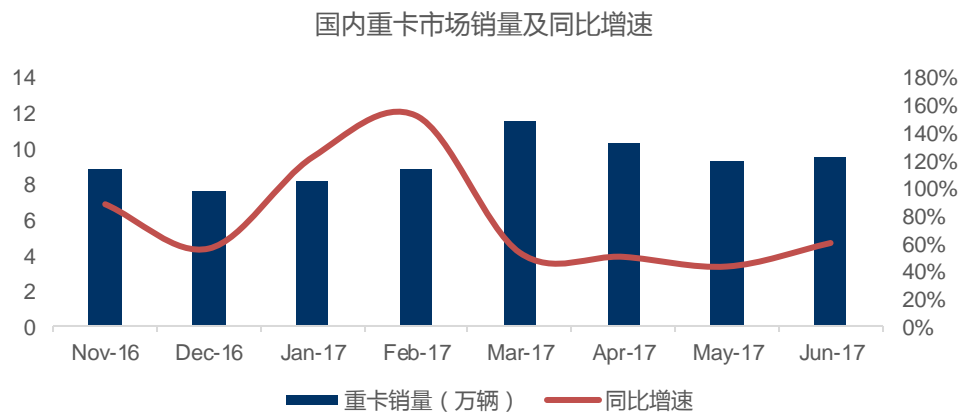
由于公司发展的历史原因，公司炼油业务不生产汽油，主要生产柴油并逐渐生产航煤。17年国内柴油产量与消费量增速转变为正增长，增速分别为3%和1%。受16年9月重卡超限查处影响，国内重卡销量持续提升，目前增速稳定保持50%，我们认为超限查处政策作为政府交通管理的重要手段，长期政策要求将会进一步趋严，带动柴油消费量的提升。

图 2：国内柴油产量与消费量情况



资料来源：wind、申万宏源研究

图 3：国内重卡市场销量及同比增速

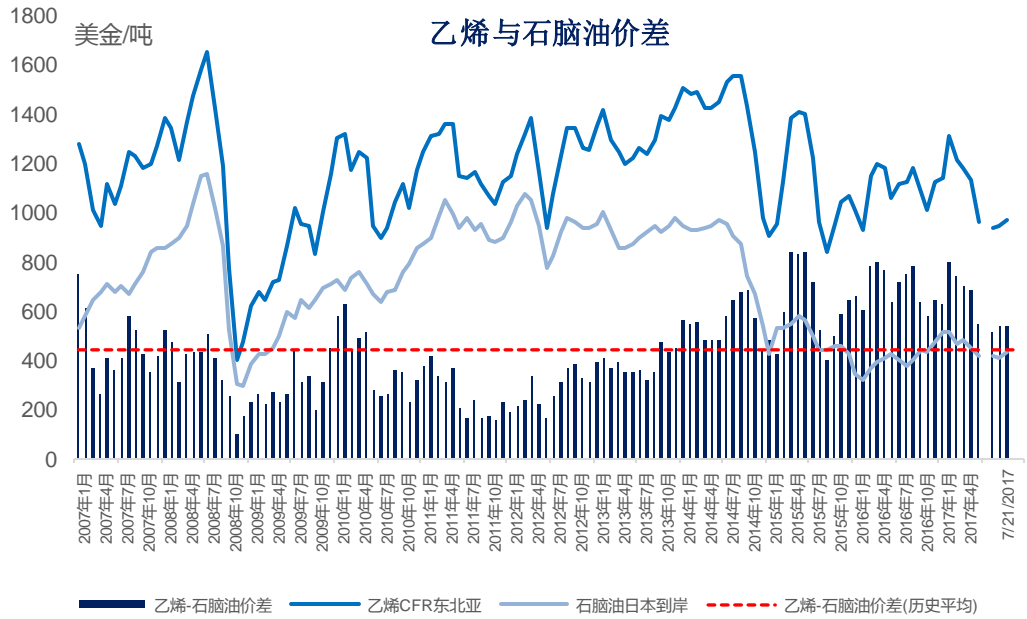


资料来源：中产信息网、申万宏源研究

## 1.2 乙烯下游盈利改善 价差远高于历史均值

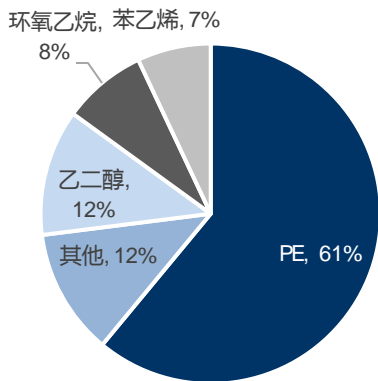
目前乙烯价格 967 美元/吨，与石脑油价差为 537.8 美元/吨，远超 442 的历史平均价差，盈利性保持良好。由于乙烯总体商品量较少，产品主要依赖乙烯制品出售，目前乙烯主要下游苯乙烯与聚乙烯价格反弹带动乙烯价格上涨。

图 4：乙烯与石脑油价差



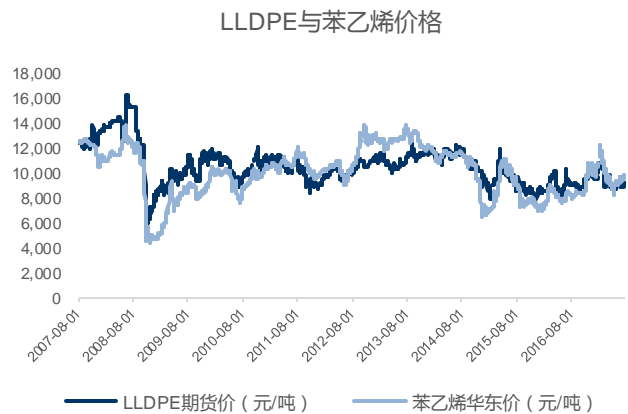
资料来源：隆众石化、申万宏源研究

图 5：乙烯主要下游产品占比



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 6：LLDPE 与苯乙烯价格变化



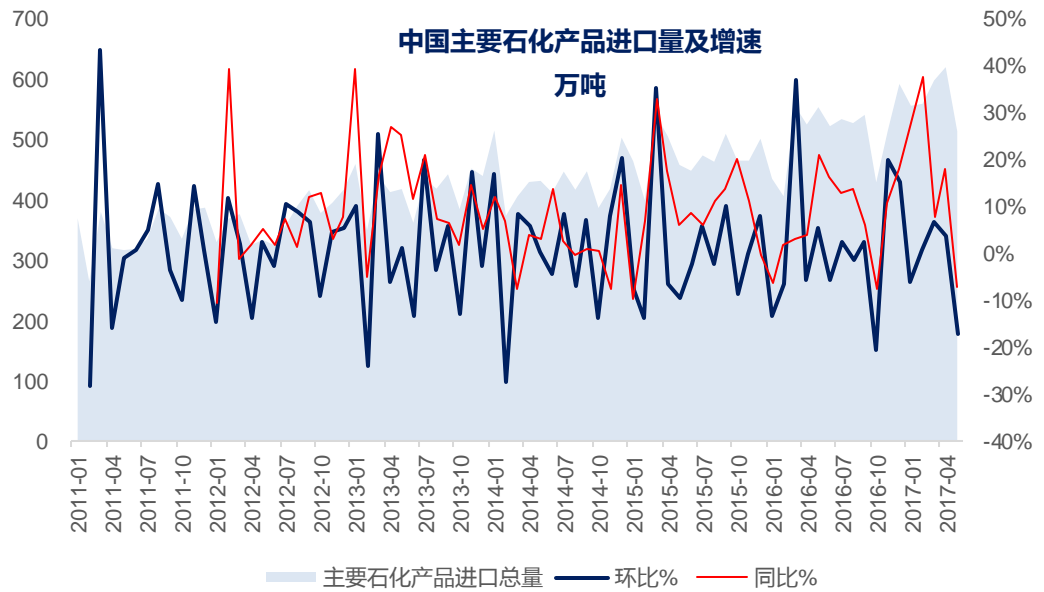
资料来源：wind、申万宏源研究

## 2. 石化产品进口量减少 后期石化景气持续

### 2.1 Q2 起石化产品进口增速出现下滑

受 16 年 Q4 经济数据及油价上涨影响，国内化工品价格上升至全球高位，下游补库存效应明显，17 年 Q1 国内化工品进口量大增，我们跟踪 12 种石化产品进口总量同比增加 12%，环比增加 23%，国内库存压力加大，但从 4 月份起，进口量同比环比均出现下降，5 月份表现更为显著，环比下降 17%，同比下降 7%。加上国内加速去库存，目前以聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、乙二醇、丁辛醇等为主导的石化下游产业持续向好。

图 7：国内主要石化产品进口总量及增速



资料来源：wind、申万宏源研究

## 2.2 公司产品价格得到全面复苏

16 年 Q4 受益行业景气度提升，公司产品价格均获得显著提高，景气周期持续到 17 年 Q1，17 年 Q2 产品价格下跌，但相较于 16Q2，除乙烯外其余产品均有大幅度提升，公司产品盈利性仍保持良好，我们认为目前油价处于化工品最优盈利区间，短期内油价大幅度上涨概率不高，商品基本面好转，化工品盈利性有望持续。

表 2：华锦股份主要产品价格变化

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	16Q3-Q4 变化	16Q4-17Q1 变化	17Q1-Q2 变化	17Q2 同比变化
柴油（元/吨）	5,464	5,699	6,282	5,957	4%	10%	-5%	12%
航煤（元/吨）	3,575	3,749	4,298	3,924	5%	15%	-9%	25%
乙烯（美元/吨）	1,141	1,069	1,222	1,090	-6%	14%	-11%	-5%
聚乙烯期货价（元/吨）	8,941	9,763	9,805	8,944	9%	0%	-9%	7%
聚丙烯期货价（元/吨）	7,737	8,538	8,735	7,787	10%	2%	-11%	13%
丁二烯（美元/吨）	1,078	1,610	2,659	1,117	49%	65%	-58%	11%
ABS（元/吨）	11,132	13,927	15,842	14,652	25%	14%	-8%	40%
甲醇期货价（元/吨）	1,974	2,513	2,807	2,359	27%	12%	-16%	23%
沥青期货价（元/吨）	1,934	2,129	2,735	2,477	10%	28%	-9%	28%

资料来源：隆众石化、wind、申万宏源研究

### 3. 盈利预测与估值

我们认为目前公司产品价格逐渐合理,16 年四季度的高价不具备持续性,从而我们下调预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.04 元、1.25 元、1.19 元(原预测为 1.34 元、1.49 元、1.58 元),公司当前 PE 为 12X, 17-19 年行业 PE 分别为 16X、14X、12X, 公司价值被低估,我们给予公司 17 年行业 PE16X, 得到目标价为 16 元,对应当前股价 12.87, 仍有 24%空间,维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
		2017/7/26	(亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
600028	中国石化	6.14	7,198	0.38	0.49	0.57	0.61	18.44	12.53	10.77	10.07
600688	上海石化	6.84	632	0.55	0.58	0.62	0.66	13.56	11.79	11.03	10.36
002221	东华能源	12.03	195	0.33	0.84	1.10	1.36	31.52	14.32	10.94	8.85
002408	齐翔腾达	10.91	194	0.28	0.40	0.47	0.51	72.34	27.28	23.21	21.39
002493	荣盛石化	10.80	412	0.76	0.67	0.80	0.95	25.73	16.12	13.50	11.37
	行业均值							32.32	16.41	13.89	12.41

资料来源: wind、申万宏源研究

### 4. 风险

- 国际油价出现大幅度下跌
- 煤化工及乙烷脱氢等技术成本下降

## 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。