

审慎推荐-B (首次)

华锦股份 000059.SZ

目标估值: 12-13 元
当前股价: 11.54 元
2017 年 08 月 15 日

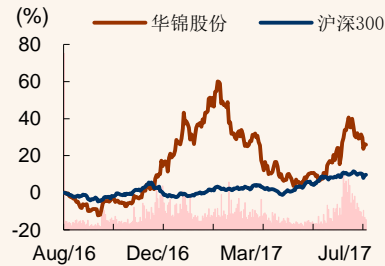
炼油库存扰动收窄, 业绩回归常态符合预期

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	159944
已上市流通股(万股)	139997
总市值(亿元)	185
流通市值(亿元)	162
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	15.5
资产负债率	61.9%
主要股东	北方华锦化学工业集
主要股东持股比例	32.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-16	31
相对表现	2	-24	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

顾正阳

S1090513030001

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年半年报, 报告期内实现营业收入 156.17 亿元, 同比增长 19.39%, 实现归母净利润为 8.29 亿元, 较上年同期减 8.40%, 实现扣非后归股东的净利润 8.38 亿元, 同比减少 7.45%, 实现 EPS 0.52 元; 其中 Q2 实现净利润 3.8 亿元, 环比下降 15%, 符合我们预期。

公司同时发布债务重组公告, 与全资子公司内蒙华锦化工有限公司签订资产抵债协议, 内蒙化工拟以机械设备和工程材料共折合人民币 2.14 亿抵偿其所欠公司的 6.5 亿元债务, 剩余部分公司放弃追索。

评论:

1、Q2 业绩环比下降符合预期, 炼化景气回落

2017 年上半年, 公司生产尿素 29.7 万吨, 加工原油 383.53 万吨, 乙烯装置生产乙烯 22.31 万吨, 生产油品和液化产品 199.52 万吨、聚合物 25.16 万吨。2017Q1 公司实现归属于上市公司股东的净利润为 4.48 亿元, 主要受益于一季度乙烯、丙烯、丁二烯产品价格相对较高和受益去年底油价上涨带来的库存收益; 受 Q2 炼油和炼化盈利环比下降, 一是没有了炼油库存收益、二是烯烃景气回落。

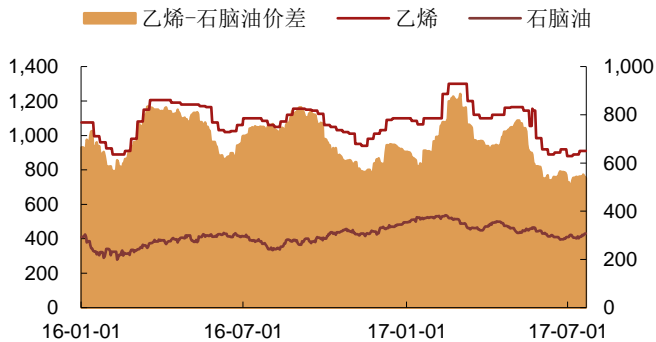
报告期内化肥板块、石化板块、精细化工板块毛利率分别为 14.66%、22.70% 和 11.70%, 同比增长分别为 178%、-34% 和 192%, 主要是尿素、掺混肥、丁二烯等产品均价上行, 同时芳烃、烯烃价格回落所致。公司费用率下降明显, 其中销售费用、财务费用、管理费用同比分别下降 12.17%、16.93% 和 41.89%。本期所得税费用为 3.7 亿, 同比增长 201%, 较上年同期增长 2.5 亿, 是本期业绩下滑的重要原因。

2、弹性较大的炼化一体化综合性企业

公司是炼油化工一体化的综合性石化企业, 目前年原油加工能力 800 万吨, 年产乙烯 70 万吨, 合成树脂 100 万吨, 气头尿素 100 万吨, 炼化规模与市值比的弹性相比可比公司上海石化和中国石化要大得多。

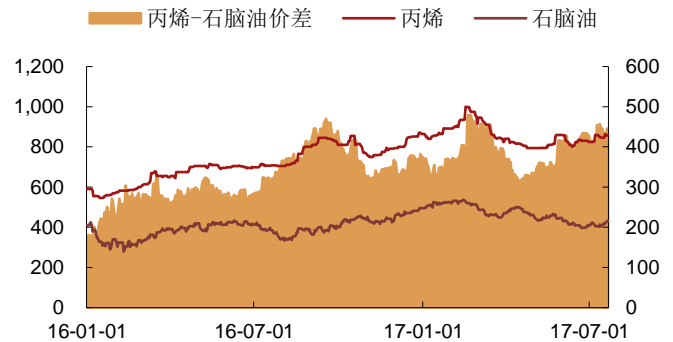
公司在石化板块积极推进现有炼化一体化装置的优化升级, 陆续停运亏损严重的辽河化肥、终止内蒙煤化工项目。立足现有装置的资源, 完善航煤项目、小乙烯燃料油项目等, 以市场为导向推进新产品研发, 包括新牌号的聚烯烃、板材级高抗冲 ABS 树脂, 通过创新不断优化产品结构, 2016 年新产品贡献率达到 30.9%。

图 1: 乙烯价格及价差情况



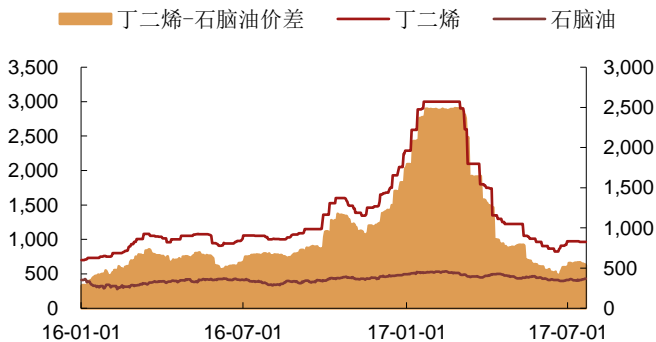
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 丙烯价格及价差情况



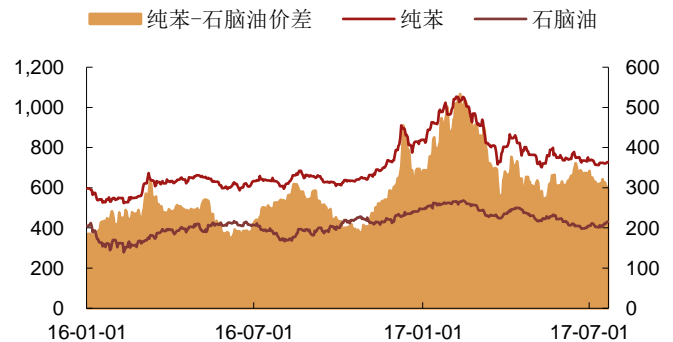
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 丁二烯价格及价差情况



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 苯的价格及价差情况



资料来源: Wind、招商证券

表 1: 公司主营结构

产品类别/占比	2016 年, %	2015 年, %	2014 年, %
石化产品	90.18	88.54	71.62
原油加工及石油制品	62.13	66.30	44.09
聚烯烃产品	21.13	18.09	21.53
芳烃类产品	6.92	4.15	6.00
精细化工产品	4.80	2.95	4.03
丁二烯	2.98	2.15	2.76
ABS 工程塑料制品	1.83	0.80	1.26
化肥类产品	3.24	6.26	4.79
塑料制品	0.28	0.21	0.18
其他主营业务	0.32	0.37	0.21
其他业务	1.18	1.67	19.17

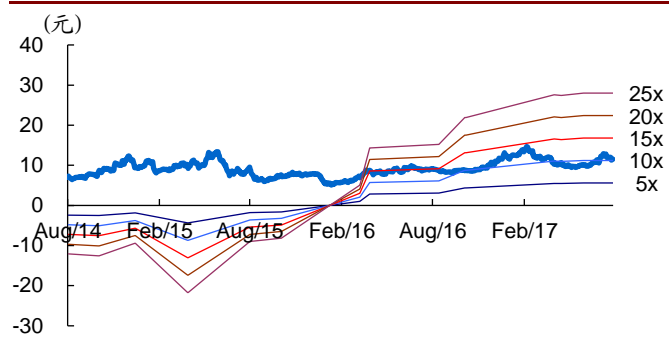
资料来源: 公司公告、招商证券

3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 18.5 亿元、19.2 亿元和 22.1 亿元; 对应目前的股价 11.54 元, PE 分别为 10、9.6 和 8.3 倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐-B”评级。

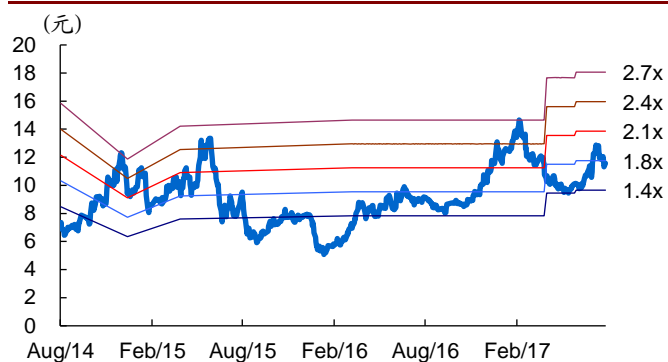
风险提示: 国际原油及产品价格大幅波动。

图 5: 华锦股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 华锦股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8822	12178	11798	12745	13764
现金	3197	4103	2498	2690	3334
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	196	151	167	179	186
应收款项	117	173	172	184	192
其它应收款	8	5	6	6	7
存货	3299	3623	4261	4622	4786
其他	2006	4123	4694	5064	5259
非流动资产	21098	19192	18416	17710	17066
长期股权投资	83	89	89	89	89
固定资产	14962	14345	13754	13212	12714
无形资产	1684	1594	1434	1291	1162
其他	4368	3164	3138	3118	3101
资产总计	29920	31371	30214	30455	30830
流动负债	16850	18968	16715	15544	14229
短期借款	12506	12323	12324	10900	9469
应付账款	1827	2062	2430	2636	2729
预收账款	723	454	536	581	602
其他	1794	4129	1425	1428	1429
长期负债	3853	1318	1318	1318	1318
长期借款	946	898	898	898	898
其他	2907	420	420	420	420
负债合计	20703	20286	18033	16862	15547
股本	1599	1599	1599	1599	1599
资本公积金	6202	6202	6202	6202	6202
留存收益	1045	2865	3915	5279	6914
少数股东权益	370	418	464	512	567
归属于母公司所有者权益	8847	10666	11717	13081	14716
负债及权益合计	29920	31371	30214	30455	30830

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4677	4224	3204	3354	3745
净利润	329	1803	1850	1919	2211
折旧摊销	1440	1357	1367	1297	1234
财务费用	836	797	848	730	641
投资收益	(313)	(137)	(137)	(137)	(137)
营运资金变动	2410	416	(771)	(505)	(260)
其它	(25)	(12)	47	49	56
投资活动现金流	(4411)	(1785)	(453)	(453)	(453)
资本支出	(776)	(973)	(590)	(590)	(590)
其他投资	(3635)	(812)	137	137	137
筹资活动现金流	(2087)	(1510)	(4355)	(2709)	(2647)
借款变动	358	2522	(2708)	(1424)	(1431)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(754)	0	0	0	0
股利分配	(800)	(800)	(800)	(555)	(576)
其他	(892)	(3232)	(848)	(730)	(641)
现金净增加额	(1821)	929	(1605)	191	644

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30909	29104	32160	34540	35956
营业成本	25999	20901	24638	26720	27672
营业税金及附加	1550	2380	2367	2542	2646
营业费用	292	328	362	389	405
管理费用	1514	1596	1764	1895	1972
财务费用	841	750	848	730	641
资产减值损失	718	1026	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	313	137	137	137	137
营业利润	307	2260	2317	2401	2757
营业外收入	44	12	12	12	12
营业外支出	8	100	100	100	100
利润总额	343	2172	2229	2313	2669
所得税	(19)	324	333	346	403
净利润	363	1848	1896	1967	2266
少数股东损益	34	45	46	48	55
归属于母公司净利润	329	1803	1850	1919	2211
EPS (元)	0.21	1.13	1.16	1.20	1.38

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	-6%	11%	7%	4%
营业利润	-120%	636%	3%	4%	15%
净利润	-122%	449%	3%	4%	15%
获利能力					
毛利率	15.9%	28.2%	23.4%	22.6%	23.0%
净利率	1.1%	6.2%	5.8%	5.6%	6.1%
ROE	3.7%	16.9%	15.8%	14.7%	15.0%
ROIC	8.0%	9.4%	10.5%	10.4%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	69.2%	64.7%	59.7%	55.4%	50.4%
净负债比率	47.3%	50.8%	43.8%	38.7%	33.6%
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	5.5	6.0	6.2	6.0	5.9
应收帐款周转率	205.9	200.7	186.6	194.1	191.2
应付帐款周转率	14.4	10.7	11.0	10.5	10.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.21	1.13	1.16	1.20	1.38
每股经营现金	2.92	2.64	2.00	2.10	2.34
每股净资产	5.53	6.67	7.33	8.18	9.20
每股股利	0.50	0.50	0.35	0.36	0.41
估值比率					
PE	56.2	10.2	10.0	9.6	8.3
PB	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.0	8.1	7.5	7.7	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王 强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。

所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

石 亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李 舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。