

华锦股份(000059)/石油化工
公司H1业绩符合预期,炼化盈利正当时
评级: 增持(下调)

市场价格: 11.22

目标价格: 13

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师: 孙琦祥

执业证书编号: S0740517020007

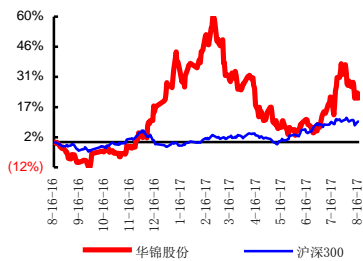
Email: sunqx@r.qlzq.com.cn

联系人: 李扬

Email: liyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,599
流通股本(百万股)	1,400
市价(元)	11.22
市值(百万元)	17,946
流通市值(百万元)	15,708

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 2016年业绩符合预期, 炼油和烯烃景气有望持续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,909.32	29,103.94	32,592.00	35,851.20	39,436.32
增长率 yoy%	-29.66%	-5.84%	11.98%	10.00%	10.00%
净利润	328.69	1,803.24	1,788.07	2,017.15	2,187.93
增长率 yoy%	121.78%	448.62%	-0.84%	12.81%	8.47%
每股收益(元)	0.21	1.13	1.12	1.26	1.37
每股现金流量	2.92	2.64	2.37	2.29	2.27
净资产收益率	3.72%	16.91%	14.78%	14.29%	13.42%
P/E	38.98	10.56	9.65	8.56	7.89
PEG	0.32	0.02	—	0.67	0.93
P/B	1.45	1.78	1.43	1.22	1.06

备注: 中泰证券研究所

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 156.2 亿元, 较上年同期增长 19.4%, 归母净利润 8.29 亿元, 较上年同期微降 8.4%, 基本每股收益 0.52 元, 加权平均净资产收益率 7.48%。
- **上半年业绩符合预期, 公司生产运营保持稳定。** 2017 年上半年, 公司生产尿素 29.7 万吨 (去年同期生产尿素 41.32 万吨, 同比下降 28%), 加工原油 38 3.53 万吨 (去年 374.92 万吨, 同比微增 2.3%), 乙烯装置生产乙烯 22.31 万吨 (去年同期 26.01 万吨, 同比下降 14.2%), 生产油品和液化产品 199.52 万吨 (去年同期 190.17 万吨, 同比增长 4.9%)、聚合物 25.16 万吨 (去年同期 29.55 万吨, 同比下降 14.9%)。实现销售收入 156.2 亿元, 利润总额达到 12.44 亿元, 上半年重大安全环保事故为零, 各项重点工作按计划完成。
- **乙烯蒸汽裂解工艺副产丁二烯具备成本优势。** 公司拥有 10 万吨丁二烯产能, 目前丁二烯来源主要是通过石脑油裂解制乙烯的副产品中抽提, 成本显著低于丁烯氧化法和煤制烯烃法; 另外由于乙烯行业投资门槛高, 加上未来新增乙烯产能主要以煤制烯烃和乙烷裂解为主, 我们认为未来丁二烯中长期来看会出现短缺, 丁二烯价格有望上行, 公司 10 万吨丁二烯产能在 A 股中弹性较大。
- **公司拥有 63 万吨乙烯产能, 乙烯装置盈利能力强劲。** 公司目前拥有 63 万吨乙烯产能, 实际产量在 50 万吨/年左右 (目前 13 万吨小乙烯正在停产改造中), 受下游景气的影响, 2017 年上半年乙烯与石脑油价差维持在 600 美元左右的高位, 乙烯装置盈利能力依旧强劲。
- **受益于国际油价上涨, 炼油毛利稳步, 炼化盈利正当时。** OPEC 延长减产协议叠加 50 美元附近美国页岩油增量放缓, 我们看好中长期国际油价维持在 40-60 美元区间震荡, 40-60 美元是公司炼油板块最佳盈利区间, 另外 80 万吨航煤产能也在逐步贡献业绩。
- **沥青涨价提升北沥业绩。** 沥青用途广泛, 主要应用于交通运输、建筑业、水利工程等领域。由于石油深加工的普及和道路基建行业景气上行带动沥青的需求增长, 沥青价格上涨会明显提升公司控股子公司北方沥青的业绩 (100 万吨沥青, 其余为润滑油等产品, 2017 年上半年实现净利润 1.97 亿元, 同比大增 107%)。
- **盈利预期和投资建议:** 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12 元、1.26 元和 1.37 元, 对应 PE 分别为 9.65 倍、8.56 倍和 7.89 倍, 给予“增持”评级, 目标价 13 元。

风险提示事件: 国际油价大幅下跌、装置运行不稳定

图表 1：华锦股份财务预测摘要

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,394,516	3,090,932	2,910,394	3,259,200	3,585,120	3,943,632
增长率	5.74%	-29.7%	-5.8%	12.0%	10.0%	10.0%
营业成本	-4,089,217	-2,599,902	-2,090,093	-2,599,200	-2,833,128	-3,088,110
% 销售收入	93.1%	84.1%	71.8%	79.7%	79.0%	78.3%
毛利	305,299	491,029	820,301	660,000	751,992	855,522
% 销售收入	6.9%	15.9%	28.2%	20.3%	21.0%	21.7%
营业税金及附加	-164,215	-155,021	-237,980	-171,671	-198,942	-236,703
% 销售收入	3.7%	5.0%	8.2%	5.3%	5.5%	6.0%
营业费用	-23,802	-29,189	-32,766	-28,909	-31,359	-37,779
% 销售收入	0.5%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%
管理费用	-135,072	-151,443	-159,646	-139,685	-159,040	-188,377
% 销售收入	3.1%	4.9%	5.5%	4.3%	4.4%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	-17,790	155,376	389,909	319,734	362,651	392,664
% 销售收入	-0.4%	5.0%	13.4%	9.8%	10.1%	10.0%
财务费用	-99,903	-84,141	-75,003	-78,753	-82,691	-86,825
% 销售收入	2.3%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-35,543	-71,814	-102,551	-71,785	-78,964	-86,860
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	28	31,300	13,686	11,254	14,067	17,577
% 税前利润	0.0%	91.1%	6.3%	6.3%	6.6%	7.5%
营业利润	-153,208	30,722	226,042	180,449	215,063	236,555
营业利润率	-3.5%	1.0%	7.8%	5.5%	6.0%	6.0%
营业外收支	752	3,626	-8,852	-1,286	-1,440	-1,988
税前利润	-152,456	34,348	217,190	179,163	213,624	234,567
利润率	-3.5%	1.1%	7.5%	5.5%	6.0%	5.9%
所得税	3,846	1,905	-32,375	6,103	-4,528	-4,735
所得税率	—	-5.5%	14.9%	-3.4%	2.1%	2.0%
净利润	-148,610	36,253	184,814	185,265	209,096	229,832
少数股东损益	2,303	3,385	4,490	6,458	7,381	11,039
归属于母公司的净利润	-150,912	32,869	180,324	178,807	201,715	218,793
净利率	-3.4%	1.1%	6.2%	5.5%	5.6%	5.5%

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	498,907	319,723	410,280	-349,627	90,772	610,605
应收款项	85,874	32,020	32,920	40,584	46,478	46,621
存货	607,152	329,898	362,314	405,363	447,752	509,384
其他流动资产	93,462	200,599	412,325	312,812	337,988	371,305
流动资产	1,285,396	882,241	1,217,840	409,132	922,991	1,537,916
% 总资产	37.2%	29.5%	38.8%	21.6%	41.3%	58.1%
长期投资	8,536	8,336	9,748	9,748	9,748	9,748
固定资产	1,954,636	1,711,517	1,590,348	1,399,202	1,200,129	965,956
% 总资产	56.5%	57.2%	50.7%	63.9%	46.8%	32.0%
无形资产	175,509	185,008	172,276	160,853	150,814	141,084
非流动资产	2,174,365	2,109,788	1,919,221	1,716,652	1,507,540	1,263,637
% 总资产	62.8%	70.5%	61.2%	78.4%	58.7%	41.9%
资产总计	3,444,415	2,980,849	3,125,913	2,042,851	2,268,634	2,552,796
短期借款	1,523,631	1,321,084	1,503,174	270,829	270,829	270,829
应付款项	497,758	317,777	287,962	309,225	346,987	382,861
其他流动负债	31,468	46,156	105,711	84,294	63,218	81,674
流动负债	2,052,857	1,685,017	1,896,847	664,348	681,034	735,364
长期贷款	163,088	94,599	89,776	89,776	89,776	89,776
其他长期负债	280,450	279,496	30,877	30,877	30,877	30,877
负债	2,496,395	2,059,112	2,017,500	785,001	801,867	856,017
普通股股东权益	924,818	884,690	1,066,643	1,209,623	1,411,338	1,630,130
少数股东权益	23,202	37,047	41,770	48,228	55,609	66,648
负债股东权益合计	3,444,415	2,980,849	3,125,913	2,042,851	2,268,634	2,552,796

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	-0.944	0.206	1.127	1.118	1.261	1.368
每股净资产(元)	5.782	5.531	6.669	7.563	8.824	10.192
每股经营现金净流(元)	0.080	2.924	2.641	2.372	2.295	2.270
每股股利(元)	0.000	0.000	0.224	0.224	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-16.32%	3.72%	16.91%	14.78%	14.29%	13.42%
总资产收益率	-4.38%	1.10%	5.77%	8.75%	8.89%	8.57%
投入资本收益率	-0.72%	7.19%	14.53%	16.87%	20.53%	26.74%
增长率						
营业总收入增长率	5.74%	-29.66%	-5.84%	11.98%	10.00%	10.00%
EBIT增长率	-130.32%	973.41%	150.94%	-18.00%	13.42%	8.28%
净利润增长率	-872.51%	121.78%	448.62%	-0.84%	12.81%	8.47%
总资产增长率	21.75%	-13.46%	4.87%	-32.24%	14.34%	15.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	1.8	1.8	1.3	1.4	1.6
存货周转天数	47.6	65.8	60.4	56.9	57.7	60.2
应付账款周转天数	12.2	25.3	34.0	22.9	23.6	26.4
固定资产周转天数	142.9	192.5	183.8	148.6	114.4	84.7
偿债能力						
净负债/股东权益	153.56%	148.04%	106.70%	56.46%	18.39%	-14.73%
EBIT利息保障倍数	-0.2	1.8	5.2	4.1	4.4	4.5
资产负债率	72.48%	69.08%	64.54%	38.43%	35.34%	33.53%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-148,610	36,253	184,814	185,265	209,096	229,832
少数股东损益	0	0	0	6,458	7,381	11,039
非现金支出	193,771	215,864	238,235	191,065	191,545	189,553
非经营收益	87,133	46,655	69,925	-9,967	-12,627	-15,589
营运资金变动	-119,545	168,924	-70,590	13,023	-20,946	-40,762
经营活动现金净流	12,750	467,696	422,384	385,845	374,449	374,073
资本开支	64,993	77,596	97,334	-82,003	-95,091	-139,223
投资	0	-96,959	-49,871	0	0	0
其他	0	-266,561	-31,332	11,254	14,067	17,577
投资活动现金净流	-64,993	-441,116	-178,537	93,256	109,158	156,800
股权募资	295,410	0	0	0	0	0
债权募资	36,898	-127,968	-94,992	-1,232,345	0	0
其他	-105,647	-76,162	-58,300	-205	-35,828	0
筹资活动现金净流	226,661	-204,131	-153,293	-1,232,550	-35,828	0
现金净流量	174,418	-177,551	90,554	-753,448	447,780	530,872

来源: wind 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。