

炼化业绩兑现，丁二烯有望成为新亮点

——2016年报业绩预告点评

投资要点：

1. 事件

华锦股份 12 月 27 日晚公告，预计 2016 年全年归属公司股东的净利润 180000 万元-200000 万元，同比增长 467.6%-508.48%。每股收益约 1.13 元-1.25 元。去年同期盈利为 32868.55 万元，每股收益为 0.21 元。

2. 我们的观点

我们认为，华锦股份的业绩不是问题，重点需要解决的是公司的动力问题和估值问题。

第一、目前公司的环评现场检查已经结束，等待环评批文到手就可以启动炼油和乙烯的扩建问题（需要融资）。

第二、丁二烯解决公司的估值问题，明年炼化的业绩相对于今年会有所下滑，但丁二烯的崛起解决了这个问题。丁二烯是一个供给收缩，并且能够享受长周期景气的产品，丁二烯是石脑油裂解过程中的副产品。乙烷裂解制乙烯，甲醇制烯烃都不副产丁二烯。未来全球新投的乙烯产能当中以乙烷裂解制乙烯（美国为主，欧洲也在改造）和甲醇制烯烃（中国为主）为主，副产的丁二烯产量急剧下降。继续强烈推荐华锦股份。

- (一) 炼化行业景气，业绩贡献略超预期
- (二) 炼化产品产能丰富，业绩弹性大
- (三) 橡胶价格中枢上行，充分享受丁二烯行情红利
- (四) 投资建议

公司受益于炼化行业高景气度和丁二烯回暖行情趋势，业绩有望持续兑现，我们预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 1.2 元/股和 1.4 元/股，给予“推荐”评级。

(五) 主要风险因素

原油市场价格波动，丁二烯价格波动。

华锦股份 (000059.SZ)

推荐 维持评级

分析师

裘孝峰

✉: (8621) 20252676

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

赵乃迪

✉: (8610) 66568641

✉: zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516070001

市场数据	时间	2016.12.28
A股收盘价(元)		11.27
A股一年内最高价(元)		11.38
A股一年内最低价(元)		5.15
上证指数		3114.66
市净率		1.79
总股本(亿股)		15.99
实际流通 A 股(亿股)		14.00
流通 A 股市值(亿元)		158

(一) 炼化行业景气，业绩贡献略超预期

根据公司公告，预计 2016 年全年归属公司股东的净利润 180000 万元-200000 万元，同比增长 467.6%-508.48%。主要是由于报告期内国际原油市场仍然于低位徘徊，比上年同期生产成本大幅度下降，公司石化板块受此影响，聚烯烃产品、沥青产品、成品油等同比去年利润都大幅度提高；转销存货减值准备，增加本期利润。本期化肥产品价格仍然低迷，导致亏损进一步增加。

图 1：2014 年至今国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(二) 炼化产品产能丰富，业绩弹性大

公司石化板块已形成 800 万吨/年原油加工、63 万吨/年乙烯的炼化一体化规模。原油加工主要包括 240 万吨/年柴油、80 万吨/年航空煤油及 210 万吨/年的石脑油产能（对外出售，主要用于公司下游裂解制乙烯）。其中老基地产能 600 万吨/年，北方沥青 200 万吨/年。老基地还有望计划增加汽油约 200 万吨/年，进入附加值更高的汽油领域。

北方沥青主要生产道路石油沥青和高端润滑油，拥有 100 万吨/年重交沥青产能，40 万吨/年加氢尾油异构脱蜡产能，20 万吨/年环烷基馏分油加氢产能。目前公司正在进行“30 万吨环烷基”的项目，截至 2016 年 6 月底，该项目完成进度为 70%，建成后的产能将用于生产润滑油。

公司拥有乙烯产能 63 万吨，聚乙烯 43 万吨、聚丙烯 30 万吨。但目前公司的老乙烯装置正在进行乙烯联合装置节能优化改造项目，截至 2016 年 6 月底改造进度已经达到 66%，预计 2017 年乙烯装置完成改造全面投产，这一部分将帮助产能提升至 71 万吨/年。公司目前拥有芳烃类产

能 25 万吨。

图 2 公司三大业务板块及主要产品产能情况 (万吨/年)

业务板块	主要产品类别	现有产能 (万吨)
石油化工	原油加工及石油制品	690
	聚烯烃产品	136
	芳烃类产品	25
精细化工	丁二烯	12
	ABS	20
化肥	尿素	100
	合成氨	60

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究部

图 3 石化板块主要产品产能情况 (万吨/年)

产品类别	主要产品	现有产能 (万吨)
原油加工及石 油制品	柴油	240
	航空煤油	80
	石脑油	210
	沥青	100
	加氢尾油异构脱蜡	40
聚烯烃产品	环烷基馏分油加氢	20
	乙烯	63
	聚乙烯	43
	聚丙烯	30
芳烃类产品	苯乙烯、聚苯乙烯、甲苯、 对二甲苯	25

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究部

(三) 橡胶价格中枢上行，充分享受丁二烯行情红利

今年年初以来，受合成橡胶紧缺影响，橡胶行业价格中枢上行，导致丁二烯价格持续走高，目前已到达三年以来价格高位。经历了 2015 年下半年以来价格持续走低的低迷行情之后，我国丁二烯市场价从今年年初开始一路走高。以丁二烯华东地区市场价为例，2016 年 1 月 3 日为 6125 元/吨，2016 年 12 月 4 日已经达到 16425 元/吨，年内价格涨幅达到 168%。目前国内丁二烯的市场价格已经是 2013 年 5 月份以来丁二烯市场价格的历史高点。

图 4: 013 年 5 月以来丁二烯华北地区、华东地区市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

丁二烯主要来源于乙烯裂解的 C4 馏分副产物。目前丁二烯的生产方法主要有两种: 一是乙烯裂解装置副产抽提 C4 馏分的方法, 二是从炼油厂 C4 馏分 (正丁烷、正丁烯) 氧化脱氢制得。据统计, 目前全球约 97% 的丁二烯是生产乙烯的副产品, 通过 C4 馏分抽提得到。产能角度上, 全球裂解副产丁二烯约占全球丁二烯总生产能力的 98%, 其余很少一部分来自正丁烷和正丁烯的脱氢工艺。

石脑油裂解制乙烯是主要的副产丁二烯的来源。目前工业生产乙烯有多种路径, 如原油 (实际中为石脑油) 催化裂解、乙烷裂解制乙烯、煤制烯烃 (CTO)、甲醇制烯烃 (MTO) 等, 但是只有石脑油裂解制取乙烯副产丁二烯, 而乙烷裂解制乙烯, 甲醇制烯烃基本都不副产丁二烯。煤制烯烃方面, 世界首套煤制烯烃示范工厂投入运营, 由煤化工得到的碳四馏分特点如下: 1-丁烯、2-丁烯含量分别为 22%、63.5%, 异丁烯含量仅有 5% 左右, 基本不含丁二烯。因此, 石脑油裂解乙烯的产能和产量将直接决定丁二烯的产能和产量。

图 5: 乙烷裂解制乙烯、甲醇制烯烃和石脑油裂解产物组分对比

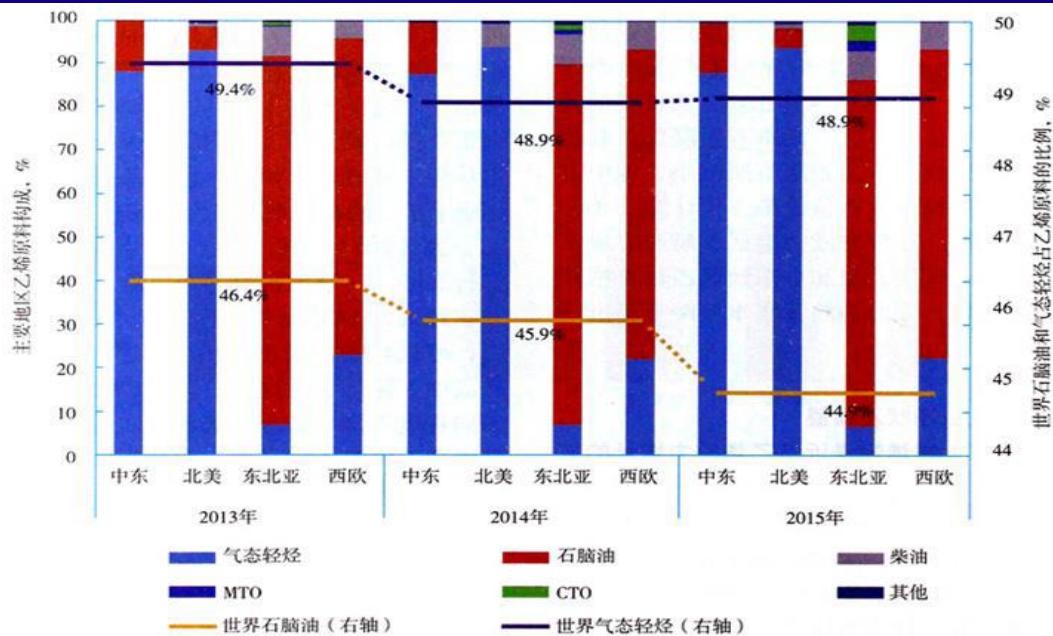
	乙烷裂解制乙烯	甲醇制烯烃 (MTO)	石脑油裂解
乙烯	80%	40%	29%
丙烯	2%	40%	17%
C4 馏分	2%	5%	9%
燃料气	14%	6%	20%
裂解汽油	2%	9%	20%
合计	100%	100%	100%

资料来源: 中国银河证券研究部整理

东北亚和西欧是石脑油裂解制乙烯的主要大本营, 全球乙烯原料结构变化对丁二烯副产愈发不利。目前, 全球各地区工业制取乙烯的方式出现相当明显的分化: 中东和北美地区使用气态轻烃作为乙烯原料的比重近年来均超过 80% 以上, 而东北亚和西欧地区多产用石脑油裂

解的方式生产乙烯。从全球来看，使用石脑油作为制取乙烯原料的比例由 2013 年的 46.4% 逐年下降到 2015 年的 44.9%，且世界乙烯原料结构有将继续向轻质化的方向继续发展的趋势，对丁二烯副产不利，全球的丁二烯产能有可能会进一步萎缩。未来全球新投的乙烯产能当中以乙烷裂解制乙烯（美国为主，欧洲也在改造）和甲醇制烯烃（中国为主）为主，副产的丁二烯产量急剧下降。

图 6：全球乙烯原料结构



资料来源：wind，中国银河证券研究部

公司产能方式灵活，将充分享受丁二烯行情红利。公司目前具备 10 万吨丁二烯装置产能，为从裂解 C4 馏分中分离丁二烯，原料自供；公司下游配套有 20 万吨的 ABS 树脂装置，生产的丁二烯可以自用，完全开满需要消耗 4 万吨丁二烯。公司在 ABS 盈利状况明显低于丁二烯盈利状况时，会关停 ABS 装置，将丁二烯全部外卖。公司灵活的产能将帮助公司充分享受此轮丁二烯带来的行情红利。

公司生产成本低盈利高，在行业中具有竞争力。在上一轮景气周期时，国内建了几套丁烯氧化制丁二烯的装置，但是这个工艺有两个问题，一个是废水排放大，第二个是生产成本高，估计在 13000 元每吨左右。这些装置为了生存，不少装置已经改成抽提法，从海外进口碳四资源。而华锦目前每吨丁二烯生产成本仅为 7000 元/吨，而市场价已经涨到了 18500 元/吨，在市场上拥有绝对的竞争力。

后续，随着国家治理车辆超载政策的执行，轮胎需求有望继续带动橡胶行情。再考虑美国总统在竞选中承诺的将在 2017 年早期实施 5000 亿美元的基础投资建设项目，未来十年内推行高达 10000 亿美金的基础建设计划。橡胶价格中枢有望持续高位运行，有利于丁二烯行情进一步向好。

(四) 投资建议

公司受益于炼化行业高景气度和丁二烯回暖行情趋势，业绩有望持续兑现，我们预计公司2016-2017年EPS分别为1.2元/股和1.4元/股，给予“推荐”评级。

(五) 主要风险因素

原油市场价格波动，丁二烯价格波动。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、赵乃迪，石化和化工行业证券分析师。2人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn