

证券研究报告

公司研究——事项点评

华锦股份（000059.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2016.10.12

郭荆璞 化工行业首席分析师
 执业编号：S1500510120013
 联系电话：+86 10 83326789
 邮 箱：guojingpu@cindasc.com

王见鹿 研究助理
 联系电话：+86 10 83326791
 邮 箱：wangjianlu@cindasc.com

相关研究
 《军工系股东助力增产能调结构，促业绩底部反转》
 2016.10.12

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

油价回升助推公司四季度单季亮眼表现

2017 年 01 月 04 日

事件：2016 年 12 月 27 日华锦股份发布业绩预告，2016 年公司预计实现归母净利润 18.00-20.00 亿元，上年同期为 3.29 亿元，同比增加 447.64%-508.48%。2016 年公司预计 EPS 为约 1.13-1.25 元，上年同期为 0.21 元，略高于我们此前预期的 0.95 元，主要因公司四季度单季盈利能力极其优异。

点评：

- **四季度单季表现抢眼。**公司 2016 年四季度预计实现归母净利润 6.27-8.27 亿元，录得历史最高单季度盈利；对应 EPS0.39-0.52 元区间，亦有望突破 2012 年四季度 EPS0.48 元的单季最高记录。对比 2016 年三季度及 2015 年同期，公司四季度单季环比增速达 134.96%-208.58%，同比增速 141.15%-218.07%。
- **国际油价回升，带动下游石化产品价格大幅攀升。**公司拥有新、旧两套乙烯装置，产能共计 71 万吨/年，除内供约 15 万吨乙烯外，其下游产成品主要为 42.5 万吨/年的聚乙烯；公司另有聚丙烯产能 30 万吨/年；乙烯装置副产品丁二烯产能 12 万吨/年。进入 2016 年二季度，随着国际油价的回升，上游产能拆除、新增产能扩产放缓的影响，上述产成品价格持续上涨。截止 2016 年 12 月 30 日，聚乙烯、聚丙烯和丁二烯的出厂价格分别达 11752 元/吨、10107 元/吨和 16678 元/吨，较 2016 年 9 月均价涨幅分别达 16%、18% 和 72%；同期原油价格涨幅为 19%，可见公司主要石化产品与国际油价涨幅相仿，而丁二烯四季度创年内新高，为公司贡献较大利润。
- **展望 2017 年，聚烯烃及丁二烯仍面临供给缺口，产品价格进入景气周期。**我们预计到 2020 年时，国内乙烯表观消费量将达到约 1950 万~2000 万吨，当量需求量将达到约 4500 万吨。按照未来国内乙烯装置负荷率维持在 92% 的水平预测，2020 年国内乙烯市场仍存在 1500 万吨左右的巨大供需缺口，仍需大量进口乙烯及其下游衍生物产品。

2017 年上半年，亚洲丁二烯装置检修较为集中，丁二烯市场供应面将较为紧缺，且国内部分丁二烯装置亦存检修计划，国内丁二烯市场供应面支撑明显；同时，合成胶作为丁二烯最大的下游领域，整体市场走势强劲，对丁二烯市场形成明显支撑。我们预计丁二烯价格 2017 年仍保持上涨趋势，公司现有丁二烯产能占国内有效产能的约 3.3%，有望直接受益。

随着国际油价持续回升，公司下游石化产品进入景气周期；从历史上来看（见图 1），除两次重大事项导致华锦股份股价涨跌幅与原油价格走势出现背离外，原油价格变化对公司股价影响十分显著。

- **转销存货减值准备。**随着 2016 年 1 月国际原油价格触及 2003 年 5 月以来的低点，至约 26 美元/桶，公司计提了存货减值准备，但随后原油价格迎来反弹，从 2016 年二季度至今，国际油价月均价长期维持在 40-50 美元/桶区间，公司因此于 2016 年前三季度录得了转销存货减值准备收益约 3.8 亿元。随着 11 月 OPEC 达成冻产协定，油价冲破 50 美元大关，目前在 50-55 美元/桶震荡，公司四季度转销存货减值准备收益有望进一步增长。
- **军工集团与华锦集团齐助力，公司蜕变为优质资源。**公司享有振华石油海外油田资产 24.5% 的收益权，并且收益主要取决于伊拉克艾哈代布油田项目的盈利。2015 年该受益权录得投资收益 2.6 亿元，鉴于振华海外石油项目的运营平稳，同期美元相较人民币升值幅度达 6%，我们因此假设 2016-2018 年该收益权项目对应的投资收益分别为 2.8 亿元、2.7 亿元和 2.6 亿元。另一方面，公司 2016 年 12 月公布，拟受华锦集团委托，每年加工 40 万吨原油，加工费 366 元/吨，预计该委托加工业务将为公司增加营业收入 1.46 亿元，增厚净利润约 0.15 亿元。
- **租地购车增授信，老基地改造前期准备有序进行。**公司拟进行老基地现有炼化一体化装置改造项目，将炼油能力将从 600 万吨/年增加至 1000 万吨/年，并计划增加附加值更高的汽油约 200 万吨/年。从公司公告披露的情况，项目前期准备工作正有序进行：公司已向控股股东华锦集团租用土地 97 万平方米，租用期为 10 年；已向晋西铁路购买 460 辆轻油型罐车；已获得军工财务贷款票据授信 150 亿元，并获得中国银行等 13 家银行综合授信额度 385 亿元。
- **盈利预测及评级：**根据 2016 年业绩预告披露情况，若暂不考虑盘锦老基地改造带来的业绩增长，我们预计 16-18 年公司归母净利润分别为 19.33 亿元、20.27 亿元及 21.17 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.27 元和 1.37 元，PE 为 9.9 倍、9.4 倍和 8.7 倍；若考虑至 2018 年，公司将逐步完成对老工业基地现有炼化一体化装置的优化升级，公司总炼油产能将达到 1200 万吨/年，则乐观预计 18 年公司归母净利润计达 22.62 亿元，对应 EPS 1.41 元，18 年 PE 为 8.4 倍。维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**公司产能扩张不达预期的风险；环保风险；汇兑损益风险；设备故障停工维修的风险；振华海外油田投资收益大幅降低的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

图 1 2000 年至今华锦股份股价月均涨跌幅与布伦特原油价格涨跌幅 (3 个月移动平均) (%)

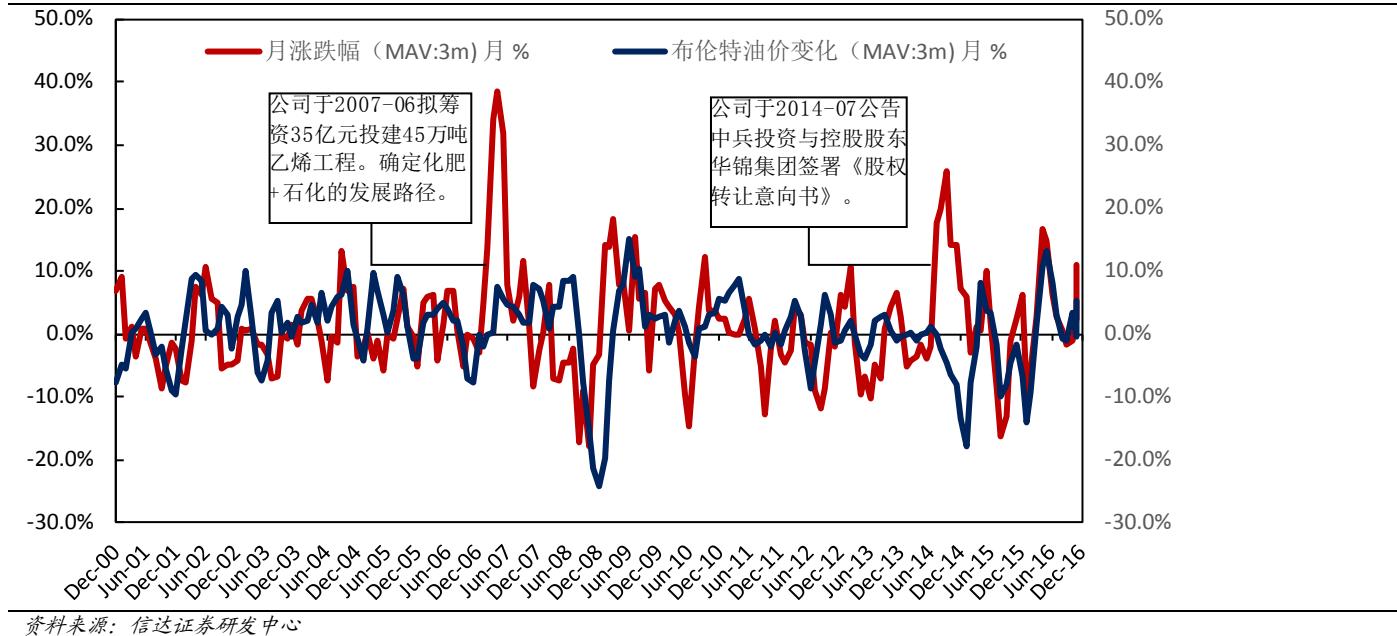


表 1 华锦股份 2016-2018 年盈利预测 (百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E(中性)	2018E(乐观)
营业收入(百万元)	36,082.04	30,909.32	27,658.62	30,330.95	32,254.56	48,845.44
增长率 YoY %	-13.18%	-14.34%	-10.52%	9.66%	6.34%	61.04%
归属母公司净利润(百万元)	-1,588.00	328.69	1,933.14	2,026.76	2,187.28	2,262.30
增长率 YoY%	923.34%	-120.70%	488.14%	4.84%	7.92%	11.62%
毛利率%	7.18%	15.89%	22.59%	22.36%	23.12%	19.65%
净资产收益率 ROE%	-20.17%	3.77%	19.66%	17.14%	15.70%	16.19%
每股收益 EPS(元)	-0.99	0.21	1.21	1.27	1.37	1.41
市盈率 P/E(倍)	-11.99	57.91	9.85	9.39	8.70	8.41
市净率 P/B(倍)	2.22	2.15	1.76	1.48	1.27	1.26

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 1 月 3 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	10,695.22	8,822.41	9,762.51	11,273.76	14,887.43
货币资金	4,419.16	3,197.23	4,872.29	6,029.29	7,053.50
应收票据	655.00	195.72	175.13	192.06	309.29
应收账款	376.71	116.83	104.54	114.64	184.62
预付款项	253.40	680.13	560.13	616.06	1,026.66
存货	4,858.13	3,298.98	2,716.90	2,988.19	4,979.85
其他	132.81	1,333.52	1,333.52	1,333.52	1,333.52
非流动资产	20,051.45	21,097.88	21,967.31	26,369.33	28,984.58
长期投资	0.00	83.36	83.36	83.36	83.36
固定资产	16,468.03	14,962.47	14,509.97	18,344.60	22,681.87
无形资产	1,593.92	1,684.32	1,600.39	1,517.43	1,429.18
其他	1,989.50	4,367.74	5,773.61	6,423.95	4,790.17
资产总计	30,746.67	29,920.29	31,729.82	37,643.09	43,872.02
流动负债	17,519.91	16,850.17	16,560.00	20,306.45	24,076.36
短期借款	13,100.56	12,505.86	12,655.86	16,155.86	18,155.86
应付账款	1,029.42	1,827.15	1,504.76	1,655.02	2,758.10
其他	3,389.93	2,517.16	2,399.38	2,495.58	3,162.40
非流动负债	4,587.05	3,852.75	3,816.88	3,780.70	3,780.70
长期借款	1,630.88	945.99	945.99	3,445.99	3,445.99
其他	2,956.17	2,906.76	2,870.89	334.71	334.71
负债合计	22,106.96	20,702.92	20,376.88	24,087.15	27,857.06
少数股东权益	65.18	370.47	538.57	714.81	911.53
归属母公司股东权益	8,574.53	8,846.90	10,814.37	12,841.12	15,103.43
负债和股东权益	30746.67	29920.29	31729.82	37643.09	43872.02

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,082.04	30,909.32	27,658.62	30,330.95	32,254.56
同比	-13.18%	-14.34%	-10.52%	9.66%	6.34%
归属母公司净利润	-1,588.00	328.69	1,933.14	2,026.76	2,187.28
同比	923.34%	-120.70%	488.14%	4.84%	7.92%
毛利率	7.18%	15.89%	22.59%	22.36%	23.12%
ROE	-20.17%	3.77%	19.66%	17.14%	15.70%
每股收益(元)	-0.99	0.21	1.21	1.27	1.37
P/E	-11.99	57.91	9.85	9.39	8.70
P/B	2.22	2.15	1.76	1.48	1.27
EV/EBITDA	49.54	13.69	7.20	7.41	7.09

利润表

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,082.04	30,909.32	27,658.62	30,330.95	32,254.56
营业成本	33,492.37	25,999.02	21,411.67	23,549.71	24,798.50
营业税金及附加	1,468.78	1,550.21	1,659.52	1,819.86	1,935.27
营业费用	225.18	291.89	261.19	286.42	304.59
管理费用	1,272.92	1,514.43	1,382.93	1,357.56	1,443.65
财务费用	918.07	841.41	695.79	803.39	799.68
资产减值损失	366.17	718.14	-270.64	-148.25	64.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.28	313.00	285.12	271.62	257.82
营业利润	-1,661.45	307.22	2,803.28	2,933.88	3,166.52
营业外收入	7.81	44.01	19.21	19.21	19.21
营业外支出	1.17	7.75	20.84	15.77	15.77
利润总额	-1,654.81	343.48	2,801.65	2,937.33	3,169.97
所得税	-71.92	-19.05	700.41	734.33	792.49
净利润	-1,582.88	362.53	2,101.24	2,202.99	2,377.47
少数股东损益	5.11	33.85	168.10	176.24	190.20
归属母公司净利润	-1,588.00	328.69	1,933.14	2,026.76	2,187.28
EBITDA	757.51	2,620.31	5,003.47	5,326.95	5,852.33
EPS (摊薄)	-0.99	0.21	1.21	1.27	1.37

现金流量表

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-364.54	4,676.96	4,397.68	4,262.50	4,744.52
净利润	-1,582.88	362.53	2,101.24	2,202.99	2,377.47
折旧摊销	1,494.24	1,440.50	1,524.09	1,592.20	1,880.44
财务费用	918.07	836.33	677.73	797.43	801.93
投资损失	0.00	-313.00	-285.12	-271.62	-257.82
营运资金变动	-1,463.40	1,689.24	565.42	40.46	-117.84
其它	269.43	661.36	-185.68	-98.96	60.35
投资活动现金流	-480.71	-4,411.16	-2,194.89	-5,771.89	-4,206.57
资本支出	-480.71	-775.96	-2,480.01	-6,043.51	-4,464.39
长期投资	0.00	-990.05	285.12	271.62	257.82
其他	0.00	-2,645.15	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,601.64	-2,086.83	-527.73	2,666.39	1,198.07
吸收投资	2,954.10	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	580.01	-1,279.68	150.00	3,463.82	2,000.00
支付利息或股息	859.76	755.02	677.73	797.43	801.93
现金净增加额	1756.39	-1775.51	1675.06	1157.00	1736.02

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

王见鹿，英国华威大学经济、政治与国际关系学毕业，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 稳	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投資目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上； 增持：股价相对强于基准5%~20%； 持有：股价相对基准波动在±5%之间； 卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。