

业绩符合预期, 18年将是业绩大年

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 报告期内实现营业收入 437.39 亿, 同比增长 4.42%; 实现归母净利润 6.19 亿, 同比增长 48.55%; 经营性现金流为 36.00 亿, 同比增长 15.74%。
- **2017 年业绩大幅增长。** (1) 醋酸和甲醇盈利能力强劲。公司拥有 160 万吨甲醇、130 万吨醋酸产能, 2017 年公司实现甲醇和醋酸销量分别为 96.3 万吨和 104.7 万吨, 实现营业收入分别为 22.81 亿和 31.23 亿, 同比增长 51.21% 和 38.31%。根据公司公告, 2017 年能化公司实现净利润 5.98 亿, 同比大增 92%。(2) 精细化工盈利提升。2017 年公司实现涂料及树脂销量为 7.75 万吨, 助力公司精细化工板块实现营业收入为 40.47 亿, 同比增长 37.99%。(3) 投资性收益增厚业绩。报告期间, 公司通过协议转让子公司股权等方式, 获得资产处置收益和投资收益分别为 2.77 亿和 6.61 亿元, 大幅增厚公司业绩。
- **醋酸高盈利时期已至。** (1) **供给端几乎无弹性: 行业新增产能有限, 装置检修常态化。** 2018 年全球新增产能仅有 10 万吨, 我国产能增速仅 1.2%, 且大规模规划产能投放多在 2020 年左右; 此外, 当前开工率已高达近 81.2%, 处于近 5 年来较高水平。2017 年行业装置停车较为普遍, 行业装置检修常态化造成行业开工率向上弹性有限。(2) **需求端景气度向上:** 内需持续向好, 预计醋酸行业 2018 年需求整体增速达 5.1%, 且出口有望维持。其中 PTA 将贡献醋酸的主要需求增量。由于 PTA 供需格局优异且盈利能力强劲。(3) **库存端历史低位:** 当前醋酸库存仅为 4.6 天, 库存处于近两年来历史低位。由于醋酸行业供需格局优异, 我们判断醋酸景气周期有望维持至 2020 年。根据我们的模型测算, 按照当前醋酸价格 4700 元/吨 (华东市场价), 假设满产满销, 公司醋酸业绩有望高达 18.9 亿, 促使公司业绩有望达到上市以来最高点。
- **轮胎业务亏损有望降低。** 由于 2016 年 9 月份开始轮胎原材料价格开始上涨。以天然橡胶为例, 2017 年价格涨幅明显, 导致公司轮胎业务毛利率开始下滑。根据公司公告, 2017 年轮胎业务毛利率 10.75%, 同比下降 2.13 个百分点, 造成亏损 4.43 亿元。我们认为, 由于当前天然橡胶等价格已回落至 2016 年上半年水平, 成本端压力减少, 公司轮胎业务亏损有望下降。
- **盈利预测与估值。** 我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.60 元、0.71 元、0.73 元, 对应动态 PE 分别为 17 倍、14 倍和 13 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅波动的风险、轮胎行业大幅亏损风险。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 43738.56 | 49098.25 | 52892.93 | 57581.10 |
| 增长率 | 6.60% | 12.25% | 7.73% | 8.86% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 619.13 | 1264.94 | 1499.75 | 1551.85 |
| 增长率 | 48.01% | 104.31% | 18.56% | 3.47% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.29 | 0.60 | 0.71 | 0.73 |
| 净资产收益率 ROE | 2.32% | 5.73% | 6.56% | 6.50% |
| PE | 34 | 17 | 14 | 13 |
| PB | 1.08 | 1.03 | 0.98 | 0.93 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

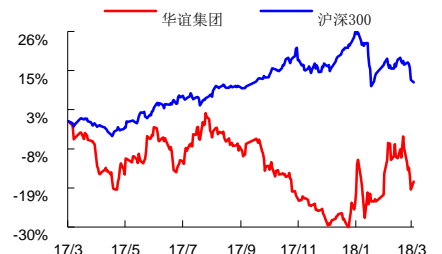
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 21.17 |
| 流通 A 股(亿股) | 9.34 |
| 52 周内股价区间(元) | 8.3-12.21 |
| 总市值(亿元) | 208.78 |
| 总资产(亿元) | 387.89 |
| 每股净资产(元) | 7.86 |

相关研究

1. 华谊集团 (600623): 大股东增持彰显信心, 醋酸景气度持续提升 (2018-02-27)
2. 华谊集团 (600623): 一体化煤化工平台, 醋酸和甲醇盈利强劲 (2018-02-08)

关键假设：

假设 1：能源化工业务中，假设公司煤化工产品价格和销量如下。（1）醋酸：2018-2019 年，预计不含税均价分别为 3100 元/吨和 3500 元/吨，预计销量分别为 123 万吨和 123 万吨。（2）甲醇：2018-2019 年，预计不含税均价分别为 2405 元/吨、2405 元/吨和 2405 元/吨，预计销量分别为 96 万吨和 96 万吨。（3）工业气体：预计 2018-2020 年维持较快增速增长，增速均为 40%，毛利率维持稳定，为 14.0%。

假设 2：预计轮胎业务 2018 年底部向好，预计 2018-2019 年，轮胎业务综合毛利率分别为 14.2%和 14.0%；预计 2018-2019 年精化业务毛利率分别为 14.0%和 14.0%；化工服务业务中，预计 2018-2020 年贸易部分维持 8%收入增速，毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计 | 收入 | 43,738.56 | 49,098.25 | 52,892.93 | 57,581.10 |
| | 增速 | 6.60% | 12.25% | 7.73% | 8.86% |
| | 成本 | 40,471.04 | 44,925.80 | 48,052.60 | 52,390.27 |
| | 毛利率 | 7.47% | 8.50% | 9.15% | 9.01% |
| 能源化工 | 收入 | 7,862.00 | 10,063.11 | 11,736.82 | 13,041.88 |
| | 增速 | | 28.00% | 16.63% | 11.12% |
| | 成本 | 6,825.00 | 8,142.14 | 9,168.01 | 10,303.03 |
| | 毛利率 | 13.19% | 19.09% | 21.89% | 21.00% |
| 化工服务 | 收入 | 22,097.00 | 26,216.97 | 28,295.77 | 30,544.59 |
| | 增速 | | 18.64% | 7.93% | 7.95% |
| | 成本 | 21,793.00 | 25,991.86 | 28,057.11 | 30,290.39 |
| | 毛利率 | 1.38% | 0.86% | 0.84% | 0.83% |
| 轮胎 | 收入 | 8,036.00 | 6,584.35 | 6,092.25 | 6,153.60 |
| | 增速 | | -18.06% | -7.47% | 1.01% |
| | 成本 | 7,174.98 | 5,652.47 | 5,239.76 | 5,298.05 |
| | 毛利率 | 10.71% | 14.15% | 13.99% | 13.90% |
| 精化 | 收入 | 4,047.00 | 4,451.70 | 4,896.87 | 5,876.24 |
| | 增速 | | 10.00% | 10.00% | 20.00% |
| | 成本 | 3,457.35 | 3,828.46 | 4,211.31 | 5,053.57 |
| | 毛利率 | 14.57% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 日化产品 | 收入 | 775.26 | 814.02 | 854.72 | 897.46 |
| | 增速 | | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 | 646.25 | 691.92 | 726.51 | 762.84 |
| | 毛利率 | 16.64% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他主营业务 | 收入 | 579.00 | 607.95 | 638.35 | 670.26 |
| | 增速 | | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 | 477.33 | 528.92 | 555.36 | 583.13 |

| 单位：百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| | 毛利率 | 17.56% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 其他业务 | 收入 | 343.00 | 360.15 | 378.16 | 397.07 |
| | 增速 | | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 | 100.91 | 90.04 | 94.54 | 99.27 |
| | 毛利率 | 70.58% | 75.00% | 75.00% | 75.00% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 43738.56 | 49098.25 | 52892.93 | 57581.10 | 净利润 | 450.59 | 1164.94 | 1399.75 | 1451.85 |
| 营业成本 | 40471.04 | 44925.80 | 48052.60 | 52390.27 | 折旧与摊销 | 1564.80 | 834.42 | 885.49 | 909.24 |
| 营业税金及附加 | 214.94 | 186.57 | 211.57 | 230.32 | 财务费用 | 342.12 | 332.32 | 334.91 | 342.81 |
| 销售费用 | 1107.02 | 1031.06 | 1110.75 | 1209.20 | 资产减值损失 | 403.78 | 140.00 | 140.00 | 140.00 |
| 管理费用 | 1442.26 | 1423.85 | 1533.90 | 1612.27 | 经营营运资本变动 | 2548.02 | 437.65 | 229.11 | 469.81 |
| 财务费用 | 342.12 | 332.32 | 334.91 | 342.81 | 其他 | -1709.66 | -840.00 | -840.00 | -840.00 |
| 资产减值损失 | 403.78 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 经营活动现金流净额 | 3599.66 | 2069.33 | 2149.27 | 2473.71 |
| 投资收益 | 661.54 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 资本支出 | 493.89 | -18.00 | -500.00 | -500.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -1145.02 | 688.34 | 706.82 | 703.53 |
| 其他经营损益 | -2.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -651.13 | 670.34 | 206.82 | 203.53 |
| 营业利润 | 800.27 | 1758.65 | 2209.20 | 2356.23 | 短期借款 | 414.35 | 102.32 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 18.61 | 18.61 | 18.61 | 18.61 | 长期借款 | -475.07 | -300.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 818.88 | 1777.26 | 2227.81 | 2374.84 | 股权融资 | -7.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 368.29 | 612.31 | 828.06 | 922.99 | 支付股利 | 0.00 | -185.74 | -379.48 | -449.93 |
| 净利润 | 450.59 | 1164.94 | 1399.75 | 1451.85 | 其他 | -72.57 | -941.29 | -334.91 | -342.81 |
| 少数股东损益 | -168.53 | -100.00 | -100.00 | -100.00 | 筹资活动现金流净额 | -141.10 | -1324.71 | -714.40 | -792.73 |
| 归属母公司股东净利润 | 619.13 | 1264.94 | 1499.75 | 1551.85 | 现金流量净额 | 2751.69 | 1414.96 | 1641.69 | 1884.51 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 10181.50 | 11596.46 | 13238.16 | 15122.67 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 4586.64 | 5410.69 | 5686.76 | 6266.25 | 销售收入增长率 | 6.60% | 12.25% | 7.73% | 8.86% |
| 存货 | 3886.46 | 4314.25 | 4614.52 | 5031.07 | 营业利润增长率 | 2005.54% | 119.76% | 25.62% | 6.66% |
| 其他流动资产 | 941.81 | 1075.31 | 1132.88 | 1247.20 | 净利润增长率 | -8.71% | 158.53% | 20.16% | 3.72% |
| 长期股权投资 | 2102.68 | 2102.68 | 2102.68 | 2102.68 | EBITDA 增长率 | 79.53% | 8.06% | 17.24% | 5.21% |
| 投资性房地产 | 96.51 | 138.17 | 131.35 | 127.81 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 12988.20 | 12217.66 | 11878.05 | 11514.68 | 毛利率 | 7.47% | 8.50% | 9.15% | 9.01% |
| 无形资产和开发支出 | 1963.23 | 1917.35 | 1871.47 | 1825.59 | 三费率 | 6.61% | 5.68% | 5.63% | 5.50% |
| 其他非流动资产 | 2042.35 | 2042.35 | 2042.35 | 2042.35 | 净利率 | 1.03% | 2.37% | 2.65% | 2.52% |
| 资产总计 | 38789.38 | 40814.93 | 42698.21 | 45280.30 | ROE | 2.32% | 5.73% | 6.56% | 6.50% |
| 短期借款 | 3197.68 | 3300.00 | 3300.00 | 3300.00 | ROA | 1.16% | 2.85% | 3.28% | 3.21% |
| 应付和预收款项 | 5191.39 | 6140.63 | 6369.29 | 7069.45 | ROIC | 4.00% | 9.80% | 11.83% | 12.51% |
| 长期借款 | 1112.63 | 812.63 | 812.63 | 812.63 | EBITDA/销售收入 | 6.19% | 5.96% | 6.48% | 6.27% |
| 其他负债 | 9889.03 | 10238.07 | 10872.41 | 11752.42 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 19390.72 | 20491.32 | 21354.33 | 22934.50 | 总资产周转率 | 1.17 | 1.23 | 1.27 | 1.31 |
| 股本 | 2117.43 | 2117.43 | 2117.43 | 2117.43 | 固定资产周转率 | 3.71 | 4.07 | 4.39 | 4.98 |
| 资本公积 | 9042.31 | 9042.31 | 9042.31 | 9042.31 | 应收账款周转率 | 23.04 | 24.94 | 23.75 | 24.21 |
| 留存收益 | 5421.40 | 6500.61 | 7620.88 | 8722.80 | 存货周转率 | 11.00 | 10.96 | 10.76 | 10.86 |
| 归属母公司股东权益 | 16635.40 | 17660.35 | 18780.62 | 19882.54 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 115.29% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 2763.26 | 2663.26 | 2563.26 | 2463.26 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 19398.66 | 20323.61 | 21343.88 | 22345.80 | 资产负债率 | 49.99% | 50.21% | 50.01% | 50.65% |
| 负债和股东权益合计 | 38789.38 | 40814.93 | 42698.21 | 45280.30 | 带息债务/总负债 | 22.23% | 20.07% | 19.26% | 17.93% |
| | | | | | 流动比率 | 1.14 | 1.21 | 1.27 | 1.32 |
| | | | | | 速动比率 | 0.92 | 0.97 | 1.03 | 1.08 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 14.68% | 25.30% | 28.99% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 2707.19 | 2925.38 | 3429.61 | 3608.28 | 每股收益 | 0.29 | 0.60 | 0.71 | 0.73 |
| PE | 33.72 | 16.50 | 13.92 | 13.45 | 每股净资产 | 9.16 | 9.60 | 10.08 | 10.55 |
| PB | 1.08 | 1.03 | 0.98 | 0.93 | 每股经营现金 | 1.70 | 0.98 | 1.02 | 1.17 |
| PS | 0.48 | 0.43 | 0.39 | 0.36 | 每股股利 | 0.00 | 0.09 | 0.18 | 0.21 |
| EV/EBITDA | 4.95 | 3.79 | 2.76 | 2.11 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.89% | 1.82% | 2.16% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |