

一季度业绩大增，醋酸持续高景气

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年 1 季报, 报告期内实现营业收入 107.22 亿, 同比减少 6.35%; 实现归母净利润 4.54 亿, 同比增长 81.06%; 实现基本每股收益 0.21 元/股。
- **2018Q1 业绩大幅增长, 醋酸助力业绩大增逻辑持续验证。** 2018 年 Q1, 醋酸均价 (上海吴泾出厂价, 含税价) 为 4862 元/吨, 环比上涨 19.2%, 同比上涨 58.7%。醋酸价格大幅上涨助力公司业绩大幅增长, 根据我们的模型测算, 2018 年一季度, 公司仅醋酸业务的盈利就接近 4.3 亿元, 是公司业绩贡献的最重要来源。
- **2018Q2 预计维持 Q1 高盈利。** (1) 醋酸价格具备进一步上行空间。根据卓创资讯, 醋酸当前价格为 4625 元/吨, 较低点上涨 115 元/吨。随着下游 PTA 开工率的逐步提升, 由 4 月 20 日的 73% 提升至当前 77%; 且 PTA 价格回升, 由 4 月 10 日的 5435 元/吨回升至当前 5575 元/吨, 预计将促使醋酸价格恢复上涨趋势。 (2) 甲醇价格触底上涨。根据卓创资讯, 甲醇价格 (华东地区市场价, 含税价) 自 3 月初低点的 2770 元/吨触底大涨, 已上涨至当前 3305 元/吨, 涨幅达 19.3%。在醋酸和甲醇高盈利带动下, 公司 2018Q2 高盈利有望持续。
- **持续看好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, 行业装置停车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。 (3) 库存端历史低位: 当前醋酸库存仅为 5.5 天, 库存处于历史低位。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 4625 元/吨 (华东市场价), 假设满产满销, 公司醋酸业务实现的净利润有望高达 18.6 亿, 将助使公司业绩有望达到上市以来最高点。
- **盈利预测与评级。** 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 16 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	1265.79	1502.19	1555.80
增长率	48.01%	104.45%	18.68%	3.57%
每股收益 EPS (元)	0.29	0.60	0.71	0.73
净资产收益率 ROE	2.32%	5.74%	6.57%	6.51%
PE	33	16	14	13
PB	1.06	1.01	0.97	0.92

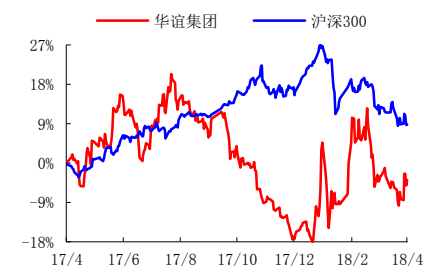
数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	206.24
总资产(亿元)	394.18
每股净资产(元)	8.07

相关研究

1. 华谊集团 (600623): 业绩符合预期, 18 年将是业绩大年 (2018-03-27)
2. 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)
3. 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
	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）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	43738.56	49098.25	52892.93	57581.10	净利润	450.59	1165.79	1402.19	1455.80
营业成本	40471.04	44925.80	48052.60	52390.27	折旧与摊销	1564.80	1580.81	1631.89	1655.64
营业税金及附加	214.94	186.57	211.57	230.32	财务费用	342.12	331.03	331.03	336.34
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	2455.93	427.51	221.99	459.94
财务费用	342.12	331.03	331.03	336.34	其他	-1617.57	-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	2805.15	2887.11	3207.72
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	1759.94	2213.08	2362.70	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	1778.55	2231.69	2381.31	股权融资	-7.81	0.00	0.00	0.00
所得税	368.29	612.76	829.50	925.50	支付股利	-127.05	-185.74	-379.74	-450.66
净利润	450.59	1165.79	1402.19	1455.80	其他	54.48	-940.00	-331.03	-336.34
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	-1323.42	-710.77	-786.99
归属母公司股东净利润	619.13	1265.79	1502.19	1555.80	现金流量净额	2751.69	2152.07	2383.16	2624.26
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10181.50	12333.57	14716.73	17340.99	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	4324.39	4631.77	5058.19	营业利润增长率	2005.54%	119.92%	25.75%	6.76%
其他流动资产	941.81	1075.31	1132.88	1247.20	净利润增长率	-8.71%	158.72%	20.28%	3.82%
长期股权投资	2102.68	2102.68	2102.68	2102.68	EBITDA 增长率	79.53%	35.63%	13.73%	4.28%
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	11485.29	10413.31	9317.57	毛利率	7.47%	8.50%	9.15%	9.01%
无形资产和开发支出	1963.23	1903.32	1843.42	1783.51	三费率	6.61%	5.67%	5.63%	5.48%
其他非流动资产	2042.35	2042.35	2042.35	2042.35	净利率	1.03%	2.37%	2.65%	2.53%
资产总计	38789.38	40815.78	42701.24	45286.55	ROE	2.32%	5.74%	6.57%	6.51%
短期借款	3197.68	3300.00	3300.00	3300.00	ROA	1.16%	2.86%	3.28%	3.21%
应付和预收款项	5191.39	6140.63	6369.29	7069.45	ROIC	4.00%	10.06%	12.89%	14.54%
长期借款	1112.63	812.63	812.63	812.63	EBITDA/销售收入	6.19%	7.48%	7.90%	7.56%
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	4.20	4.83	5.91
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	6501.45	7623.91	8729.05	存货周转率	10.86	10.70	10.51	10.61
归属母公司股东权益	16635.40	17661.19	18783.65	19888.79	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	20324.46	21346.91	22352.06	资产负债率	49.99%	50.20%	50.01%	50.64%
负债和股东权益合计	38789.38	40815.78	42701.24	45286.55	带息债务/总负债	22.23%	20.07%	19.26%	17.93%
					流动比率	1.14	1.25	1.35	1.42
					速动比率	0.92	1.01	1.11	1.18
					股利支付率	20.52%	14.67%	25.28%	28.97%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	2707.19	3671.78	4176.01	4354.68	每股收益	0.29	0.60	0.71	0.73
PE	33.31	16.29	13.73	13.26	每股净资产	9.16	9.60	10.08	10.56
PB	1.06	1.01	0.97	0.92	每股经营现金	1.70	1.32	1.36	1.51
PS	0.47	0.42	0.39	0.36	每股股利	0.06	0.09	0.18	0.21
EV/EBITDA	4.85	2.75	1.85	1.18					
股息率	0.62%	0.90%	1.84%	2.19%					

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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn