

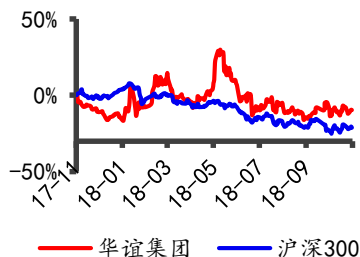
投资评级

中性

公司基本情况

收盘价（元）	9.09
52 周最高（元）	13.27
52 周最低（元）	8.10
总市值（亿元）	192
流通市值（亿元）	170
总股本（亿股）	21.17
流通股本（亿股）	18.74
每股净资产（元）	8.50
资产负债率（%）	50.56

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

甲醇、醋酸价格强势，业绩明显改善

——华谊集团（600623）

核心观点

● **公司业务覆盖广、产品丰富，但历史业绩表现不佳。**公司前身上海轮胎橡胶（集团）于 1992 年成立并同年登陆上交所，现大股东为上海华谊（集团）公司，持股 42.84%，实控人为上海市国资委，公司主要产品种类较多，业务覆盖能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务等五大板块，业务营收结构大致为：化工服务（主要为化工贸易）50.5%、能源化工（醋酸及酯、甲醇及工业气体）18.0%、轮胎 18.4%、精细化工（丙烯酸及酯、试剂及中间体、涂料及树脂、颜料等）9.3%、日化产品 1.77% 以及其它约 2.11%，公司化工服务毛利率仅 1% 左右，主要业绩贡献有赖于能源化工与轮胎业务。公司 2017 年实现营业收入 437.4 亿元，同比增长 4.42%；同年扣非净利润为 -1.72 亿元，但受益于非流动资产处置、政府补助带来的巨额非经常性损益，实现归母净利 6.19 亿元，同比增长 48.55%。2014-2017 年间公司一度面临较严重的经营压力，扣非净利连续四年为负，2015 年通过定增方式置入控股股东能源化工、新材料、精细化工等业务资产后更名为“华谊集团”，业务结构也发生了较大变化，目前公司主要看点在于 2018H1 以来能源化工板块醋酸及酯、甲醇等产品盈利能力显著改善，公司业绩或将迎来业绩拐点。

● **18H1 甲醇、醋酸产品价格强势，业绩明显改善。**18H1 公司降本增效持续推进，在下游甲醇、醋酸市场景气的带动下，能源化工板块毛利率达到 29.88%，同比提升 15.45 个百分点，受益于此公司上半年实现扣非净利 9.88 亿元，其中化工能源板块贡献净利润约 10.52 亿元。公司 18Q3 毛利率 10.73%、净利率 4.92%，同比分别提升 4.63 和 4.08 个百分点，整体盈利能力明显改善。甲醇为醋酸上游产品，同时也是醋酸酯类品种的生产原料，两者价格关联性较强，16Q3 以来两者市场价格持续上行，主要原因在于：受益于供给侧改革、环保趋严的影响，供给端收紧推升产品价格上行，在供给侧改革深化与环保高压持续的背景下，两者价格有望短期整体维持高位，中期或受宏观经济下行、下游需求下滑影响，价格将有所承压。

● **公司陆续有新产能投入，助力 2019、2020 年业绩增长。**公司目前有在建项目包括：1200 吨/年催化剂项目、安徽年产 1500 万条高性能半钢子午胎项目和新疆轮胎 120 万条项目，其中催化剂项目已接近在建工程转固，2019 年产能有望逐步释放；安徽子午胎项目、新疆轮胎

项目皆采取分期推进方式，产能逐步投放，现已分别实现产能 600 万套/年和 30 万套/年，以上产能及后续分期建成产能将在 2019-2020 期间贡献一定业绩增量。

● **盈利预测与评级：**在假定公司甲醇、醋酸价格短期维持高位波动、中期伴随经济下行而有所回落前提下，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.84 元、0.72 元和 0.73 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 10.82 倍、12.63 倍和 12.44 倍，给予“中性”的投资评级。

● **风险提示：**甲醇、醋酸价格大幅波动；经济下行，下游需求疲软。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	43,739	42,832	43,370	45,694
增长率（%）	6.6%	-2.1%	1.3%	5.4%
净利润（百万元）	619	1,779	1,525	1,547
增长率（%）	48.0%	187.3%	-14.3%	1.5%
EPS（元）	0.29	0.84	0.72	0.73

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10,182	12,240	13,265	14,182
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	4,407	4,316	4,370	4,604
其他应收款	196	296	364	437
存货	3,886	3,758	3,757	3,908
其他流动资产	925	1,316	2,316	3,316
流动资产合计	19,596	21,927	24,073	26,448
长期投资	2,103	2,200	2,200	2,200
固定资产	11,894	11,021	10,240	9,451
无形资产	1,835	1,348	1,292	1,323
其他非流动资产	3,361	5,274	5,071	4,889
非流动资产合计	19,193	19,843	18,803	17,862
资产总计	38,789	41,770	42,876	44,311
短期借款	3,198	4,697	4,756	4,844
应付及预收	4,606	4,510	4,567	4,811
其他流动负债	9,351	9,133	9,116	9,045
流动负债	17,154	18,340	18,439	18,701
长期借款	1,113	1,307	1,324	1,395
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	1,124	1,082	1,081	1,078
非流动负债	2,236	2,390	2,405	2,473
负债合计	19,391	20,730	20,844	21,174
股本	2,117	2,117	2,117	2,117
资本公积	9,042	9,042	9,042	9,042
留存收益	5,476	7,043	7,959	8,985
母公司所有者权益	16,635	18,203	19,119	20,144
少数股东权益	2,763	2,838	2,913	2,992
负债和股东权益	38,789	41,770	42,876	44,311

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	3,600	3,424	2,952	2,715
投资现金流净额	-651	-1,256	-1,494	-1,362
筹资现金流净额	-141	1,184	-434	-436

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	43,739	42,832	43,370	45,694
营业成本	40,471	37,493	38,470	40,618
营业税金及附加	215	210	212	224
销售费用	1,107	847	857	903
管理费用	1,442	883	894	942
研发费用	-	295	310	356
财务费用	342	80	67	61
资产减值损失	404	66	67	70
其他收益	170	97	99	104
投资净收益	662	214	216	228
公允变动收益	-	-	-	-
资产处置收益	277	16	17	17
汇兑净收益	-2	2	2	2
营业利润	800	3,288	2,826	2,870
加：营业外收入	28	85	86	91
减：营业外支出	9	5	5	5
利润总额	819	3,368	2,907	2,956
减：所得税	368	1,515	1,308	1,329
净利润	451	1,853	1,600	1,626
减：少数股东损益	-169	74	75	79
归属母公司净利	619	1,779	1,525	1,547

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	7.5%	12.5%	11.3%	11.1%
净利率	1.0%	4.3%	3.7%	3.6%
净资产收益率	33.91	10.82	12.63	12.44
市盈率 (倍)	1.09	1.06	1.01	0.96
市净率 (倍)	1.09	1.06	1.01	0.96
EPS	0.29	0.84	0.72	0.73
每股净资产 (元/股)	7.86	8.60	9.03	9.51
经营现金流 (元/股)	1.70	1.62	1.39	1.28

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。