

公司研究

年度大检修致销量下滑 24 年业绩承压下行，集团炼化项目进展可期

——华锦股份（000059.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业收入 346 亿元，同比-25%，实现归母净利润-28 亿元，同比-28.65 亿元；其中 Q4 单季度实现营业收入 101 亿元，同比-23%，环比+203%，实现归母净利润-9.06 亿元，同比-13.7 亿元，环比+2.4 亿元。

点评：

油价下跌致库存损失增加，销量因三年一次年度大检修下滑，2024 年业绩承压下行。2024 年，ICE 布伦特原油期货均价在 79.93 美元/桶，同比-3%。2024 年，公司石化产品销量 419 万吨，同比-25%；沥青产品销量 165 万吨，同比-12%；化肥产品销量 110 万吨，同比-13%。2024 年，一方面受油价下跌影响，公司库存损失增加，另一方面受公司石化及化肥等装置三年一次年度大检修影响，公司主要产品销量同比大幅下滑，致公司 2024 年业绩承压下行。

携手沙特阿美，集团炼化项目有望快速推进。2023 年 3 月 26 日，北方华锦集团及沙特阿美公司、盘锦鑫城集团签署最终协议，三方将在中国东北地区开发一处大型炼油化工一体化联合装置。2023 年 3 月 29 日，由三方共同投资的精细化工及原料工程项目已开工建设，项目总投资 837 亿元，原油加工能力为 30 万桶/日（折合 1500 万吨/年）和乙烯、PX 共 32 套工艺装置，预计 2026 年投入全面运营。此外，沙特阿美将为该项目提供最多 21 万桶/日（折合约 1000 万吨/年）的原油，保障项目原油供应。2024 年 8 月 29 日，公司发布《关于与控股股东签订〈借调协议〉暨关联交易公告》，华锦集团从公司借调 669 名技术人员，从事项目建设、投产及生产运营，集团炼化项目有望加速推进。华锦股份作为中国兵器工业集团旗下唯一的石化板块上市公司和国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，拥有明显的生产规模优势和纵向一体化优势。沙特阿美炼化一体化项目由公司控股股东华锦集团参股，华锦股份有望适时参与该项目建设，届时公司石油化工和精细化工板块的竞争力将得到明显提升。

盈利预测、估值与评级：炼化行业景气度下行，公司盈利能力下滑，因此我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.10（下调 53%）/2.81（下调 32%）/5.38 亿元，折合 EPS 分别为 0.07/0.18/0.34 元，集团沙特阿美炼化一体化项目持续推进，公司有望适时参与该项目建设，我们持续看好公司未来发展，维持公司“买入”评级。

风险提示：油价大幅波动风险，原材料价格波动风险，新增产能投放进度不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	46,142.02	34,596.12	39,718.92	45,624.40	52,434.28
营业收入增长率	-5.95%	-25.02%	14.81%	14.87%	14.93%
归母净利润（百万元）	70	-2,795	110	281	538
归母净利润增长率	-86.71%	-	-	154.30%	91.79%
EPS（元）	0.04	-1.75	0.07	0.18	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.49%	-24.34%	0.95%	2.38%	4.38%
P/E	114	-	73	29	15
P/B	0.56	0.70	0.69	0.68	0.65

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-16

买入（维持）

当前价：5.02 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

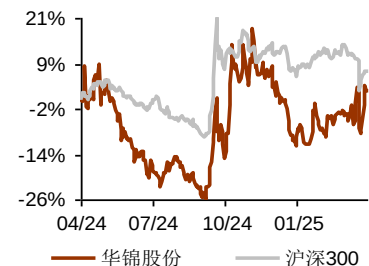
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.99
总市值(亿元):	80.29
一年最低/最高(元):	3.58/5.88
近 3 月换手率:	71.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.64	11.63	-3.33
绝对	5.02	10.57	2.47

资料来源：Wind

相关研报

炼化景气下行 Q2 业绩同比下滑，集团炼化项目进展可期——华锦股份（000059.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,142	34,596	39,719	45,624	52,434
营业成本	39,305	32,002	33,690	38,723	44,306
折旧和摊销	1,524	1,110	1,273	1,293	1,331
税金及附加	4,896	3,261	3,744	4,301	4,943
销售费用	327	187	238	274	315
管理费用	988	1,460	1,589	1,597	1,730
研发费用	159	176	202	232	266
财务费用	183	185	199	237	298
投资收益	5	4	4	4	4
营业利润	104	-2,901	100	313	635
利润总额	155	-2,838	163	376	698
所得税	72	4	33	75	140
净利润	83	-2,842	130	301	558
少数股东损益	13	-48	20	20	20
归属母公司净利润	70	-2,795	110	281	538
EPS(元)	0.04	-1.75	0.07	0.18	0.34

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	970	460	2,105	1,073	1,789
净利润	70	-2,795	110	281	538
折旧摊销	1,524	1,110	1,273	1,293	1,331
净营运资金增加	766	-3,534	104	1,459	1,207
其他	-1,389	5,678	619	-1,960	-1,288
投资活动产生现金流	-351	-1,193	-1,548	-2,021	-2,496
净资本支出	-313	-977	-1,500	-2,000	-2,500
长期投资变化	-44	-219	0	0	0
其他资产变化	5	4	-48	-21	4
融资活动现金流	-1,229	-619	317	296	209
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-635	-191	500	500	500
无息负债变化	17	-771	535	261	737
净现金流	-611	-1,352	875	-653	-499

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	14.82%	7.50%	15.18%	15.13%	15.50%
EBITDA 率	5.00%	-2.81%	3.95%	4.03%	4.31%
EBIT 率	1.47%	-6.32%	0.75%	1.20%	1.77%
税前净利润率	0.34%	-8.20%	0.41%	0.82%	1.33%
归母净利润率	0.15%	-8.08%	0.28%	0.62%	1.03%
ROA	0.26%	-10.13%	0.45%	0.99%	1.75%
ROE (摊薄)	0.49%	-24.34%	0.95%	2.38%	4.38%
经营性 ROIC	1.65%	-11.66%	1.25%	2.06%	3.16%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53.04%	56.82%	58.16%	58.69%	59.38%
流动比率	2.81	1.92	1.91	1.90	1.82
速动比率	1.96	1.23	1.28	1.19	1.07
归母权益/有息债务	1.28	1.05	1.01	0.99	0.99
有形资产/有息债务	2.71	2.39	2.40	2.40	2.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	31,889	28,072	29,202	30,237	31,971
货币资金	9,429	8,077	8,952	8,299	7,800
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	171	116	131	150	172
应收票据	107	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	9	16	18	21	24
存货	5,817	5,185	5,054	5,808	6,646
其他流动资产	31	269	315	368	430
流动资产合计	19,171	14,435	15,283	15,582	16,142
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	135	354	354	354	354
固定资产	10,375	10,350	10,592	11,211	12,201
在建工程	67	243	295	371	466
无形资产	1,137	1,108	969	848	742
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	247	163	214	214	214
非流动资产合计	12,717	13,637	13,919	14,655	15,829
总负债	16,913	15,950	16,985	17,746	18,983
短期借款	1,001	0	0	0	0
应付账款	2,058	955	1,006	1,156	1,323
应付票据	1,699	2,029	2,136	2,456	2,810
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	79	39	85	138	200
流动负债合计	6,813	7,536	8,020	8,222	8,891
长期借款	9,771	7,620	8,120	8,620	9,120
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	133	167	219	278	346
非流动负债合计	10,100	8,414	8,965	9,524	10,092
股东权益	14,976	12,122	12,217	12,491	12,988
股本	1,599	1,599	1,599	1,599	1,599
公积金	7,124	7,128	7,139	7,167	7,221
未分配利润	5,564	2,746	2,817	3,043	3,466
归属母公司权益	14,287	11,480	11,555	11,810	12,286
少数股东权益	689	641	661	681	701

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.71%	0.54%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	2.14%	4.22%	4.00%	3.50%	3.30%
财务费用率	0.40%	0.54%	0.50%	0.52%	0.57%
研发费用率	0.35%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
所得税率	46.29%	-0.15%	20.00%	20.00%	20.00%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.01	0.02	0.02	0.04	0.07
每股经营现金流	0.61	0.29	1.32	0.67	1.12
每股净资产	8.93	7.18	7.22	7.38	7.68
每股销售收入	28.85	21.63	24.83	28.53	32.78

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	114	-	73	29	15
PB	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	7	-15	10	10	9
股息率	0.28%	0.36%	0.33%	0.76%	1.42%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP