



Research and  
Development Center

# 军工系股东助力增产能调结构，促业绩底部反转

—— 华锦股份（000059.sz）首次覆盖报告

2016年10月12日

郭荆璞 化工行业首席分析师

王见鹿 研究助理

# 军工系股东助力增产能调结构，促业绩底部反转

2016年10月12日

## 本期内容提要：

- ◆ **军工系股东助力增产能调结构。**华锦股份是中国兵器集团旗下唯一的炼化上市平台。2015年以来，通过受让49%的振华海外石油公司收益权、并表华锦集团旗下北方沥青公司、引入振华石油成为公司第二大股东等一系列交易安排，使公司获得了兵器集团旗下优质的炼化盈利资产。
- ◆ **受益炼化行业景气回升。**2014年下半年以来，原油价格大幅下跌，但成品油“地板价”政策保障了企业在40美元/桶原油价格时的炼油毛利，同时石化产品价格下调幅度普遍小于国际原油跌幅，因此国内炼化行业毛利大幅上升，炼油化工业绩明显好转，行业景气度回升。
- ◆ **公司主营业务盈利能力明显改善。**华锦股份2016上半年毛利为39.4亿元，同增60%，炼油及石化板块毛利率高达34%。同时，公司经营性现金流达到21亿元，ROE也反弹上升至10%；反观公司的资产负债率及权益乘数均逐步下降，可见其自身“造血能力”已经恢复。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计16-18年公司归母净利润15.15亿元、18.39亿元和19.10亿元，每股收益分别为0.95元、1.15元和1.19元，PE分别为9.4倍、7.8倍和7.5倍。给予华锦股份2017年PE估值12倍，对应每股价值13.8元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**2016年前三季度净利润预计将同比大增约16倍；十三五期间有望至少新增400万吨/年加工能力；新近获批航空煤油生产权；振华石油海外原油收益权业务稳健。
- ◆ **风险因素：**公司产能扩张不达预期的风险；环保风险；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。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	36,082.04	30,909.32	25,729.00	26,645.65	26,794.46
增长率 YoY %	-13.18%	-14.34%	-16.76%	3.56%	0.56%
归属母公司净利润(百万元)	-1,588.00	328.69	1,514.91	1,839.36	1,910.16
增长率 YoY%	923.34%	-120.70%	360.90%	21.42%	3.85%
毛利率%	7.18%	15.89%	21.07%	23.88%	24.32%
净资产收益率 ROE%	-20.17%	3.77%	15.75%	16.25%	14.48%
每股收益 EPS(元)	-0.99	0.21	0.95	1.15	1.19
市盈率 P/E(倍)	-8.99	43.45	9.43	7.77	7.48
市净率 P/B(倍)	1.67	1.61	1.37	1.17	1.01

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；注1:2014年数据为调整前财务报表数据；注2：股价为2016年10月11日收盘价

## 证券研究报告

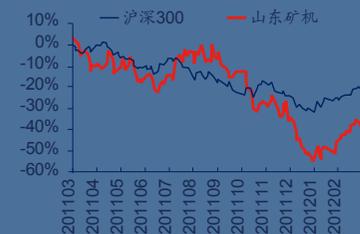
### 公司研究——首次覆盖

## 华锦股份 (000059.sz)



首次评级

### 华锦股份相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

### 公司主要数据 (2016.10.11)

收盘价(元)	8.94
52周内股价波动区间(元)	5.15-10.52
最近一月涨跌幅(%)	1.82%
总股本(亿股)	15.99
流通A股比例(%)	87.50%
总市值(亿元)	142.99

资料来源：信达证券研发中心

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

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

## 目 录

投资聚焦	1
公司分析	2
一、历史沿革	2
二、公司所处产业链	3
三、主营业务	6
四、振华石油原油收益权业务稳健	13
行业景气度与价格趋势预判	16
一、炼化行业景气回升	16
二、成本价格变化趋势	16
二、核心产品价格和供需分析	19
盈利预测、估值与投资评级	29
华锦股份估值	29
风险因素	32

## 表 目 录

表 1 公司 2015 年前五大供应商资料	4
表 2 公司 2015 年前五大销售商资料	5
表 3 华锦股份十三五期间产能扩张规划 (万吨/年)	7
表 4 公司四大业务板块及产能 (万吨/年)	7
表 5 公司 1H2016 主要业务板块及产品的毛利率 (%)	10
表 6 公司盈利能力的杜邦分析	12
表 7 振华石油海外油气资产概况 (截止 2016 年 3 月)	14
表 8 振华石油海外油田 2013-1Q2016 产量 (万桶)	14
表 9 伊拉克艾哈代布油田 2013-2015 年盈利情况	15
表 10 华锦股份核心产品均价变化趋势 (元/吨)	28
表 11 华锦股份 2016-2018 年盈利预测 (百万元)	31
表 12 石油化工行业中部分上市公司可比估值	32

## 图 目 录

图 1 华锦股份股权结构图及下属子公司情况	2
图 2 石油化工全产业链	3
图 3 石化中游产品及其对应行业分类	4
图 4 单位股本炼油产能比较 (吨/万股)	8
图 5 单位股本乙烯产能比较 (吨/万股)	8
图 6 华锦股份 2011-1H2016 营运表现 (百万元, %)	9
图 7 华锦股份 2011-1H2016 盈利表现 (百万元, %)	9
图 8 华锦股份 2011-1H2016 主营收入分解 (百万元)	9
图 9 华锦股份 2011-1H2016 石化产品营业收入分解 (%)	9
图 10 华锦股份 2011-1H2016 石化产品营业收入分解 (%)	10
图 11 华锦股份 2011-1H2016 化肥类产品营业收入分解 (%)	10
图 12 华锦股份 2011-1H2016 毛利分解 (百万元)	11
图 13 华锦股份 2011-1H2016 毛利分解 (%)	11

图 14 华锦股份 2011-1H2016 石化产品毛利分解 (%)	11
图 15 华锦股份 2011-1H2016 化肥类产品毛利分解 (%)	11
图 16 华锦股份 2011-1H2016 资产负债结构 (百万元, %)	13
图 17 华锦股份 2011-1H2016 有息负债与财务费用 (百万元)	13
图 18 华锦股份 2011-1H2016 现金流与营运能力 (百万元, %)	13
图 19 华锦股份 2011-1H2016 资金使用效率 (倍/天)	13
图 20 2010-2Q2016 油气开采与石油化工行业景气指数 (按季度)	16
图 21 国际原油价格走势 (美元/桶)	17
图 22 2016 年 Rystad 全球原油生产盈亏平衡均价	17
图 23 OPEC 减产与不减产两种情况下未来国际原油市场供需平衡预测 (桶/日)	18
图 24 国际原油和石油制品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)	19
图 25 现有定价机制对炼油企业盈利的影响	20
图 26 原油和柴油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)	21
图 27 柴油 2010-1H2016 价格和供需剩余 (元/吨, 万吨)	21
图 28 国内柴油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)	21
图 29 国内柴油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)	21
图 30 国内柴油 2010-2014 消费结构比例 (%)	21
图 31 国内柴油 2010-2014 各消费用途增速 (%)	21
图 32 航空煤油的国内出厂价 (含税)、新加坡现货中间价 (FOB) 及国内外价差 (元/吨)	23
图 33 原油和航空煤油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)	23
图 34 航空煤油 2010-1H2016 价格和供需剩余 (元/吨, 万吨)	23
图 35 国内煤油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)	24
图 36 国内煤油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)	24
图 37 国内煤油 2010-2014 消费结构比例 (%)	24
图 38 国内煤油 2010-2014 各消费用途增速 (%)	24
图 39 原油和汽油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)	25
图 40 汽油 2010-1H2016 价格和供需剩余 (元/吨, 万吨)	25
图 41 国内汽油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)	25
图 42 国内汽油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)	25
图 43 国内汽油 2010-2014 消费结构比例 (%)	26
图 44 国内汽油 2010-2014 各消费用途增速 (%)	26
图 45 乙烯和石脑油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)	27
图 46 乙烯 2010-1H2016 价格和供需缺口 (元/吨, 万吨)	27
图 47 聚烯烃产品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)	27
图 48 芳烃产品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)	27
图 49 ABS 和丁二烯 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)	28
图 50 尿素、液氨和甲醇 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)	28
图 51 华锦股份 2016 年营收和毛利率预测	30

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑:

2014年下半年以来,原油价格大幅下跌,但成品油“地板价”政策保障了企业在40美元/桶原油价格时的炼油毛利,同时石化产品价格下调幅度普遍小于国际原油跌幅,因此国内炼化行业毛利大幅上升,炼化工业绩明显好转,行业景气度回升。华锦股份是中国兵器集团旗下唯一的炼化上市平台。2015年以来,通过受让49%的振华海外石油公司收益权、并表华锦集团旗下北方沥青公司、引入振华石油成为公司第二大股东等一系列交易安排,使公司获得了兵器集团旗下优质的炼化盈利资产,伴随行业整体景气度回升,其业绩亦底部反转。

### 与市场不同之处:

市场普遍担忧作为炼化企业,如国际原油价格上升过快,可能削弱公司的炼油毛利和石化产品加工毛利。需要提示的是,公司当前的产品结构可以平滑原油价格波动带来的经营风险。华锦股份的两大产品板块分别是成品油和以乙烯、聚乙烯、苯乙烯等为主的石化产品。在完全市场化定价的情况下,当国际油价上行时,成品油的价格亦随之走高,公司一方面保障了其成品油炼油毛利,另一方面享受高油价带来的存货增值收益;而当国际油价低位运行时,我国当前自给率不足、产能面临缺口的石化产品如乙烯等的价格回调幅度显著小于油价跌幅,因此公司毛利随着其原材料成本的下降而增厚。

### 股价催化剂:

2016年前三季度净利润预计将同比大增约16倍;十三五期间有望至少新增400万吨/年加工能力;新近获批航空煤油生产权;振华石油海外原油收益权业务稳健。

### 盈利预测与投资评级:

我们预计2016-2018年公司归母净利润15.15亿元、18.39亿元和19.10亿元,对应每股收益分别为0.95元、1.15元和1.19元,PE分别为9.4倍、7.8倍及7.5倍。参考A股石油化工行业中上市公司2017年市场一致预期PE的平均值19.5X和中值12.8X,我们给予华锦股份2017年PE估值12X,对应每股价值13.80元。首次覆盖,给予公司“买入”评级。

### 风险因素:

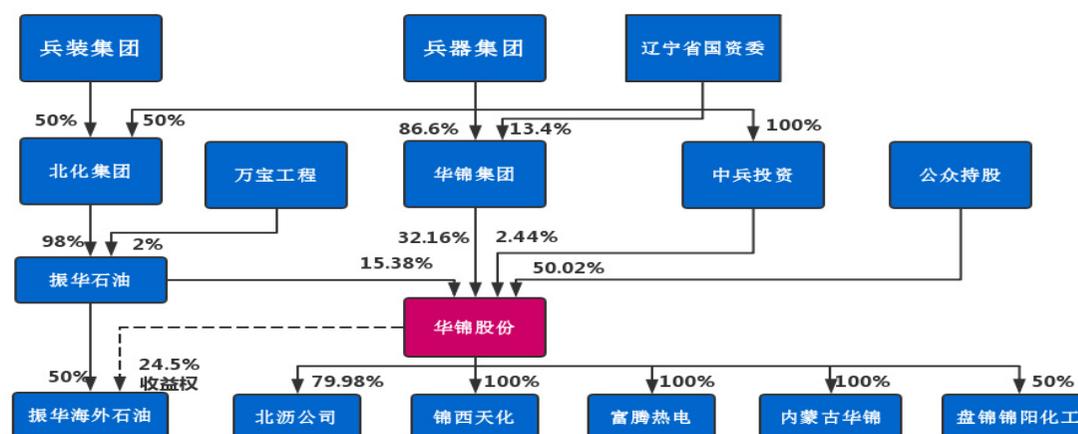
公司产能扩张不达预期的风险;因环保问题导致监管逐渐趋严或扩建资金不到位影响公司产能及开工率;公司设备故障停工维修的风险;振华海外油田投资收益大幅降低的风险;原油和产成品价格剧烈波动的风险。

## 公司分析

### 一、历史沿革

北方华锦化学工业股份有限公司（华锦股份），总部位于辽宁省。前身为辽宁华锦通达化工股份有限公司（辽通化工），是经辽宁省经贸委员会批准，由北方华锦化学工业集团有限公司和深圳通达化工总公司共同成立，并于1997年1月30日在深圳证券交易所挂牌交易。公司是中国兵器工业集团（兵器集团，北工集团）旗下唯一的有机化工上市平台，控股股东为北方华锦化学工业集团有限公司（华锦集团），兵器集团为其实际控制人。

图 1 华锦股份股权结构图及下属子公司情况（截至2016年6月28日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

2015年以来，华锦股份与股东之间就收益权及股权转让等事项合作频繁：

2015年9月，公司与振华石油控股有限公司（振华石油）签订《关于振华石油在振华海外石油公司的部分收益权转让协议》，从而获得振华海外石油公司2015-2022年间24.5%的收益权。

2015年11月，公司分别以5.2亿元和2.4亿元协议受让华锦集团和中兵投资所持有北方沥青34.85%和15.79%的股权。本次交易完成后，公司持有北方沥青79.98%股权，成为其第一大股东，并自2015年实现并表，公司的整体原油加工能力亦由600万吨提升至800万吨。

2016年6月，公司大股东华锦集团完成向振华石油转让其持有的2.45亿股上市公司股份。本次股权转让完成后，华锦集团

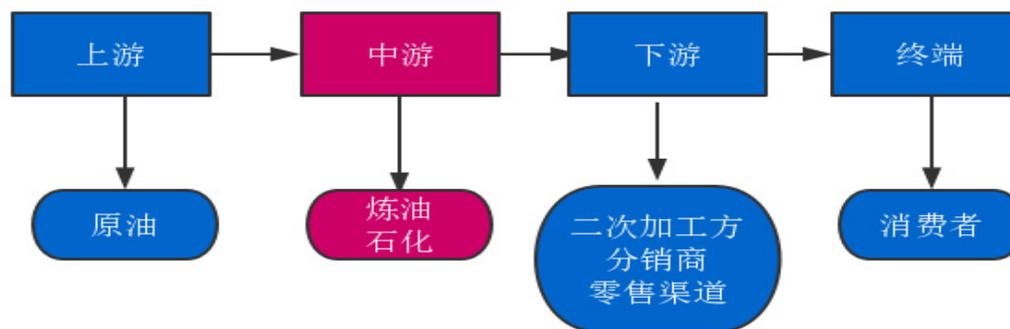
持有公司 5.14 亿股，持股 32.16%，仍为公司的控股股东；振华石油持有公司 2.45 亿股，持股 15.38%，成为公司第二大股东。因振华石油为兵器集团旗下的控股子公司，所以兵器集团仍为公司实际控制人；振华石油另一持股方为中国兵器装备集团公司（兵装集团，南工集团）。

通过上述一系列交易安排，华锦股份获得了实际控制人兵器集团旗下优质的盈利资产，丰富了产能及产品线，同时实现了兵装集团借振华石油的曲线参股。

## 二、公司所处产业链

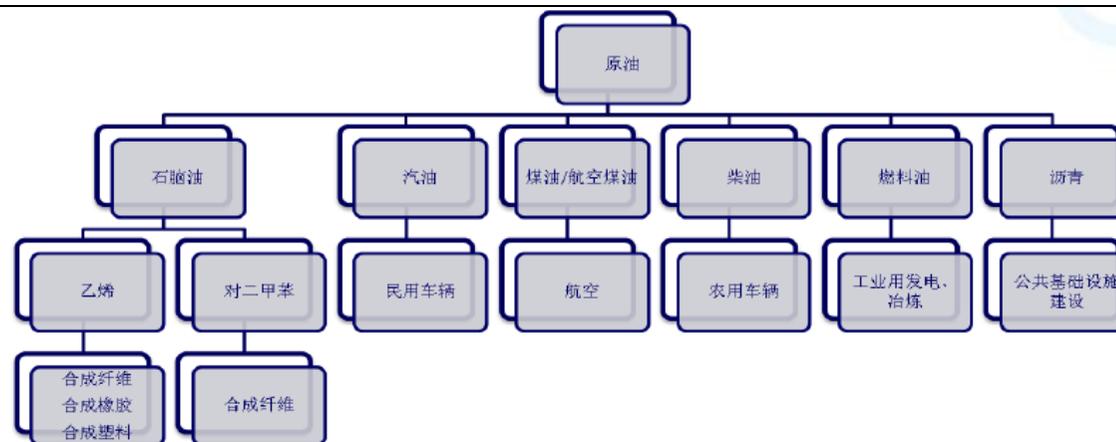
石油化工产业链分为上游的原开采和销售，中游的炼油和石化产品，下游的精细加工、分销和零售，以及终端的消费者。

图 2 石油化工全产业链



资料来源：信达证券研发中心

华锦股份的两大产品板块分别是以柴油及航天煤油为主的成品油和以乙烯、聚乙烯、苯乙烯等为主的石化产品，在产业链中处于中游地位。另外，公司旗下的北方沥青还生产沥青、柴油和润滑油；锦西天化生产气投尿素。

**图 3 石化中游产品及其对应行业分类**


资料来源：信达证券研发中心

### 1) 上游:

公司的上游是原油供应商，其盈利情况与采购成本息息相关。

从公司 2015 年前五大供应商资料来看，兵器集团不仅是公司的实际控制人，还是最大的供应商，2013-2015 年采购额分别占年度采购总额的 86%、90%和 88%。公司根据生产需要，向兵器集团控股的振华石油下订单，并由振华石油从世界各地采购，采购量约为 800 万吨/年。鉴于振华石油为公司第二大股东，公司的原油来源可以得到充分保障。但另一方面，为了适当减小对振华石油的依赖，控制原油采购成本，公司也开始采用新的供应商，增加其对上游的议价能力，但量还较小，从中海油和中石油合计采购额占年度采购总额不到 5%。

另外，公司于 2015 年底-2016 年初利用国际油价低点，租用油罐大量囤油，获得了相当于 3 个月加工量的低价原油，成本在 35 美元/桶左右，从而 2016 年上半年炼油毛利率达到 34%，单位炼油毛利在 600 元/吨左右。随着 16 年 3 月以来国际油价长期在 40-50 美元/桶间剧烈波动，公司恢复按月备货的常态化采购制度，当前公司的库存原油为 60 万吨，约可使用 1 个月。综上所述，我们预计 2016 年下半年公司平均原油采购成本为 45 美元/桶，单位炼油毛利率下降至 300 元/吨。

**表 1 公司 2015 年前五大供应商资料**

供应商名称	采购额 (元)	占年度采购总额的比例 (%)
中国兵器工业集团	19,038,508,935.39	88.08%
盘锦市电业局	497,781,777.80	2.30%
中海油	484,255,405.60	2.24%

中石油	457,588,640.41	2.12%
铁法煤业煤炭销售分公司	74,859,551.91	0.35%
合计	20,552,994,311.11	95.08%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

## 2) 下游:

公司作为东北地区规模较大的炼化企业，地处中国东北老工业基地，邻近大多数客户，具有较好的地理优势，同时也是兵器集团下属唯一一家有股权关系的炼油企业，因此产品有一定的排他性和议价能力。

公司产品的销售对象仍为二次加工企业，如中石油、中石化以及兵器集团旗下其他企业，前五大销售商占 2015 年销售总额的比例约为 25%，客户比较分散。由于炼化产品是有储存时间的，产品品质以及最终售价和产成品销售周期有很大的关系，因此公司长协客户较多，避免了其产品的价格大幅波动，也降低了产成品存货的减值可能性。

**表 2 公司 2015 年前五大销售商资料**

销售商名称	销售额 (元)	占年度销售总额比例 (%)
中国兵器工业集团	3,017,832,937.72	9.76%
中石化	1,824,594,260.58	5.90%
中石油	1,135,390,096.34	3.67%
秦皇岛恒捷	772,835,773.15	2.50%
盘锦海鸿升石油化工	592,064,738.00	1.92%
合计	7,342,717,805.79	23.76%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

具体来看，公司的主要产品质量较好，销路通畅。以柴油为例，在市场环境好的情况下，公司自行批发销售，在市场环境不好的情况下，则卖给中石油和中石化；公司所生产的乙烯已达到食用级和医用级的标准，目前已与娃哈哈和部分医院开展合作，用于食品饮料的包装以及针管等部分医疗器械，该部分乙烯售价在 12,000 元/吨左右，附加值高；聚乙烯和聚丙烯销售至长三角和珠三角地区；苯乙烯等芳烃卖给盘锦周边地区的塑料加工厂等，并有一部分自用；公司 2015 年并表的北方沥青公司 7 个股东中有 6 个为高速公路建设工程公司，因此沥青的销售亦可以得到充分保障；2016 年公司还将新增航空煤油、负号柴油以及润滑油等的对外销售。

公司的劣势在于目前成品油销售仅有批发权尚无零售权。但公司亦表示鉴于十三五期间炼油能力扩大，成品油产量增加，希望借助兵器集团的力量，通过合资或联营方式获得东北部分地区的成品油零售权，从而直接面对消费者，获得更高的产品溢价。

### 三、主营业务

#### (一) 2016 年 1-9 月份实现业绩反转

公司 10 月 10 日公布业绩预告, 预计 2016 年前三季度净利润达 11.5 亿元-12.0 亿元, 同比增长了 1589%-1662%; 对应单季度盈利 2.45 亿-2.95 亿元, 较上年 3 季度同比扭亏为盈。报告期内由于国际原油市场仍然于低位徘徊, 公司同期生产成本大幅度下降, 公司石化板块的聚烯烃产品、沥青产品同比去年利润都大幅度提高; 另一方面, 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 26.53 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, 6 月份以来一直在 40-50 美元/桶区间波动, 公司因而转销存货减值准备, 进一步增厚了本期利润。

#### (二) 产品结构与产能扩张计划

细分来看, 华锦股份的产品结构分为四大板块: 石化产品、精细化工产品、化肥类产品和塑料制品。其中, 石化产品又分为三个部分: 原油加工及石油制品、聚烯烃和芳烃类产品, 主要产成品有柴油、航空煤油、沥青、润滑油、乙烯、聚乙烯、聚丙烯和苯乙烯; 精细化工产品有 ABS 和丁二烯; 化肥类产品有尿素、甲醇、液氨和掺混肥; 塑料制品有塑料膜和编织袋。

目前公司拥有 800 万吨/年的原油加工能力, 其中老基地 600 万吨/年, 北方沥青 200 万吨/年。

前者对应 240 万吨/年的成品油产能, 包括 160 万吨/年的柴油及 2016 年 3 月新上的 80 万吨/年航空煤油; 另外其还配有 210 万吨/年的石脑油产能, 用于下游乙烯联产装置。老基地有两套乙烯装置, 其中老乙烯装置 16 万吨/年, 新乙烯装置 55 万吨/年, 但目前老乙烯装置暂时停车改造, 根据半年报披露, 截止 2016 年 6 月底改造进度已至 66%, 我们预计 2017 年合计 71 万吨/年的乙烯装置全面投产。

老基地还有望于 2016 年底启动现有炼化一体化装置升级, 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。根据我们与上市公司的沟通, 该项目最快 2017 年开工, 2018 年建成投产。

后者北方沥青对应高速公路专用沥青产能 100 万吨/年, 燃料油、石脑油和有机热载体等产品产能 100 万吨/年, 加氢产品(变压器油)产能 20 万吨/年, 尾油产品(导热油、精炼石蜡和基础油等产品)产能 40 万吨/年。2016 年 6 月底, 其 30 万吨环烷基项目完成进度约 70%, 建成后将用于生产润滑油。

另外, 公司官网已披露十三五期间的辽滨开发区新基地炼化一体化项目, 预计新建成 1500 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯和 180 万吨/年对二甲苯的产能。

鉴于辽滨新基地项目尚未立项, 尚具不确定性, 故我们不在本报告中进行论述, 亦不将其包含在盈利预测中。

**表 3 华锦股份十三五期间产能扩张规划 (万吨/年)**

业务板块	主要产成品	现有产能	新增产能	未来产能
原油加工及石油制品	原油加工	800	1900	2700
聚烯烃产品	乙烯	63	150	213
芳烃类产品	对二甲苯	3	180	183
	尿素	180	160	340
	液氨	10	100	110

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**表 4 公司四大业务板块及产能 (万吨/年)**

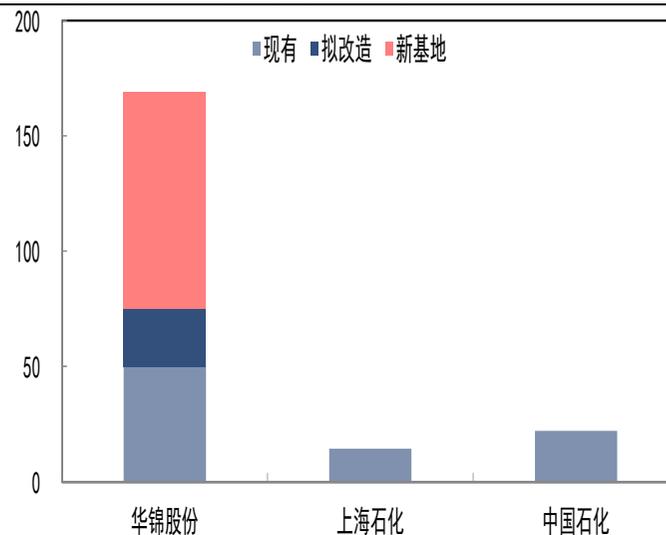
业务板块	主要产成品	现有产能	合计新增产能	备注
石化产品				
原油加工及石油制品	原油加工	800	1900	盘锦基地 600, 北方沥青 200
	柴油	160		
	石脑油	210		不对外销售, 全部用于制乙烯
	航空煤油	80		
	沥青	100		
	润滑油	30		北方沥青 30 万吨环烷基项目
聚烯烃产品	乙烯	71	100	老装置 16, 新装置 56
	聚乙烯	42.5		老装置 12.5, 新装置 30
	聚丙烯	30		老装置 5, 新装置 25
芳烃类产品	苯乙烯	22.5		老装置 7.5, 新装置 15
	聚苯乙烯	9		老装置 4, 新装置 5
	甲苯	12		
	对二甲苯	3	180	
精细化工产品				
	ABS	20		
	丁二烯	12		
化肥类产品				
	尿素	100	160	
	甲醇	30		
	液氨	10	100	

掺混肥
塑料制品
塑料膜及编织袋

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

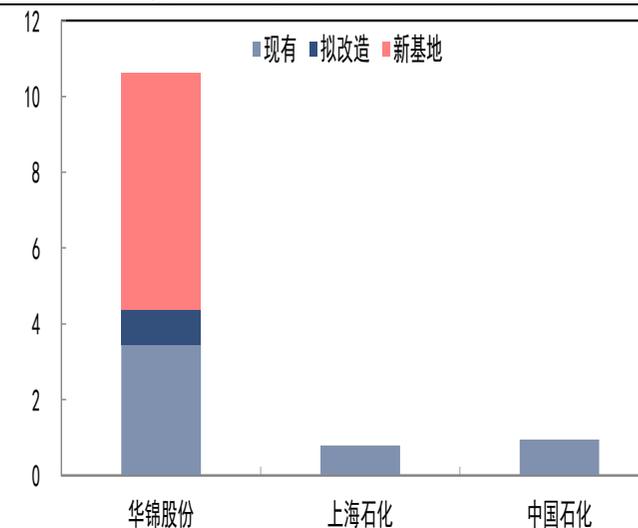
公司目前的单位股本炼油和乙烯产能均高于同行业的上海石化和中国石化，随着有望于 5 年内完成产能扩建目标，届时公司将进一步提高炼油、烯烃和芳烃的单位股本产能，华锦股份将继续成为弹性最大的炼化标的。

图 4 单位股本炼油产能比较 (吨/万股)



资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

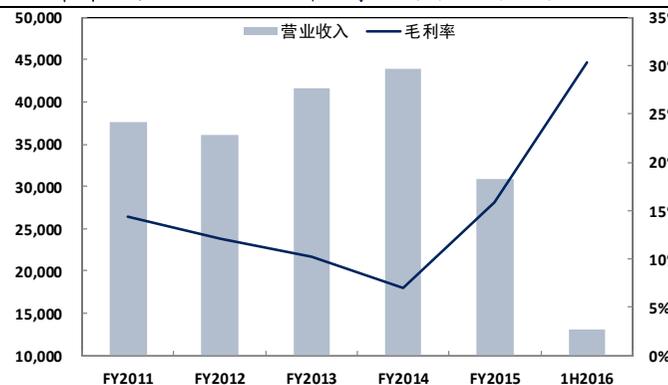
图 5 单位股本乙烯产能比较 (吨/万股)



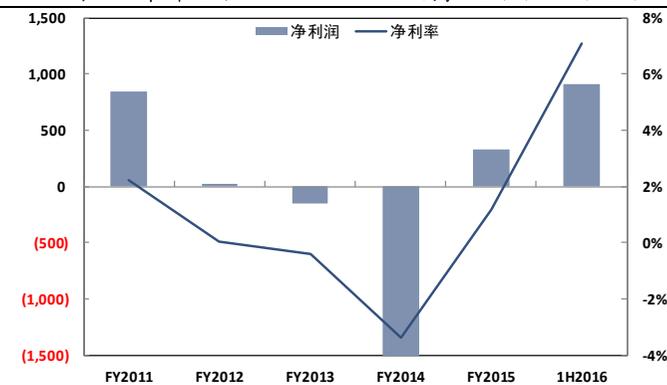
资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

### (三) 营收与毛利分析

从 2014 年下半年开始，原油价格大幅下跌至 40 美元/桶，并在 2016 年 1 月跌至 28 美元/桶，创历史新低，产成品价格随之下降，公司营收萎缩，2016 年上半年营收仅为 131 亿元，同降 23%。但公司盈利能力明显好转，仅 2016 上半年，毛利就达到 39.4 亿元，同增 60%，毛利率高达 30%。2016 上半年实现净利润 9.3 亿元，同增 235%，净利率达到 7%。

**图 6 华锦股份 2011-1H2016 营运表现 (百万元, %)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

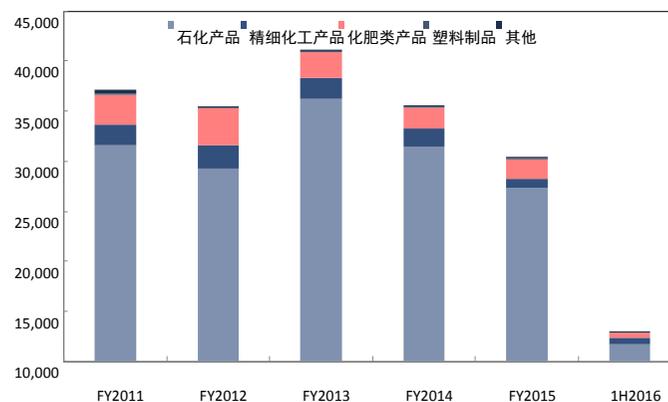
**图 7 华锦股份 2011-1H2016 盈利表现 (百万元, %)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

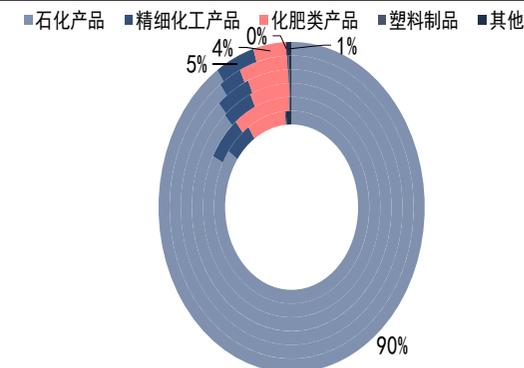
### 1) 营收分解:

石化产品一直以来都是公司的主要业务, 营收占比均超过 80%, 近 5 年来石化板块占总营收的比例一直扩大, 2016 年上半年占比达到了 90%, 创下近 5 年来最高水平。未来 3 年内, 石化产品仍将成为公司经营的主力。

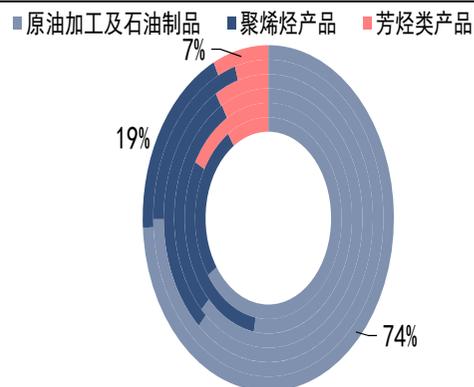
化肥类产品 2016 年上半年营收占比达到 4%。精细化工板块 2016 年上半年营收占比达到 5%, 较 2015 年有所增加。塑料制品板块相当小, 对公司营收不构成重大影响。

**图 8 华锦股份 2011-1H2016 主营收入分解 (百万元)**


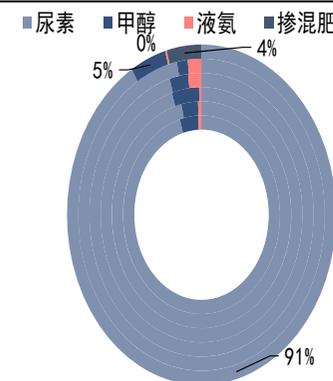
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

**图 9 华锦股份 2011-1H2016 石化产品营业收入分解 (%)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

**图 10 华锦股份 2011-1H2016 石化产品营业收入分解 (%)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

**图 11 华锦股份 2011-1H2016 化肥类产品营业收入分解 (%)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 2) 毛利分解

**表 5 公司 1H2016 主要业务板块及产品的毛利率 (%)**

业务板块	主要产成品	毛利率 (%)
<b>石化产品</b>		34.17%
原油加工及石油制品	柴油、航空煤油、沥青、润滑油	34.93%
聚烯烃产品	乙烯、聚乙烯、聚丙烯	27.98%
芳烃类产品	苯乙烯、聚苯乙烯	42.50%
<b>精细化工产品</b>		4.01%
	ABS	-8.59%
	丁二烯	24.71%
<b>化肥类产品</b>		-18.87%
	尿素	-19.06%
	甲醇	-40.38%
	液氨	33.51%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

石化产品 2011-2014 年毛利稳定在 25 亿左右，占比约为 55%，受 2015 年以来原油成本大幅下降的影响，2016 年上半年该板块毛利录得 40 亿元，占比增加至 85%，毛利率高达 34%。按细分子板块来看，2016 年上半年，公司的提前采购策略叠加

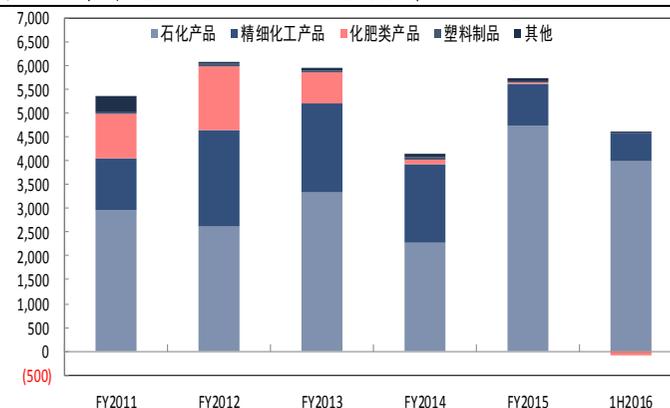
发改委于油价低于 40 美元时采取的“地板价”政策，使得原油加工和石油制品业务为公司贡献了毛利 30 亿，成品油炼油毛利率高达 35%，炼油成为公司核心盈利点。聚烯烃产品毛利为 6 亿，占比 15%，毛利率高达 28%，芳烃类产品毛利为 3.5 亿元，占比 9%，毛利率高达 42%。

化肥板块由 2015 年毛利 1879 万元转为 2016 年上半年毛利-9700 万元，化肥板块业绩恶化，毛利率为-18.87%。一方面是由于尿素供给过剩，价格下降，另一方面是本期化肥产品恢复征收增值税 13%，导致亏损进一步增加。

精细化工产品毛利规模有所缩小，2016 年上半年毛利 6 亿元，占比从 40%下降至 20%。

塑料制品板块毛利很小。

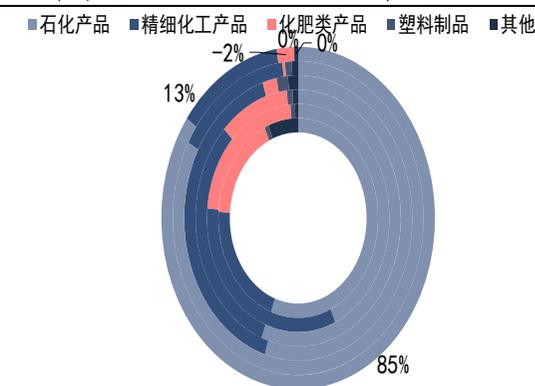
图 12 华锦股份 2011-1H2016 毛利分解 (百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 14 华锦股份 2011-1H2016 石化产品毛利分解 (%)

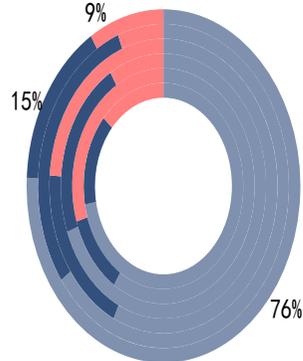
图 13 华锦股份 2011-1H2016 毛利分解 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

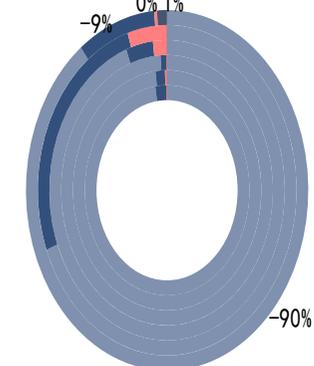
图 15 华锦股份 2011-1H2016 化肥类产品毛利分解 (%)

■ 原油加工及石油制品 ■ 聚烯烃产品 ■ 芳烃类产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

■ 尿素 ■ 甲醇 ■ 液氨 ■ 掺混肥



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

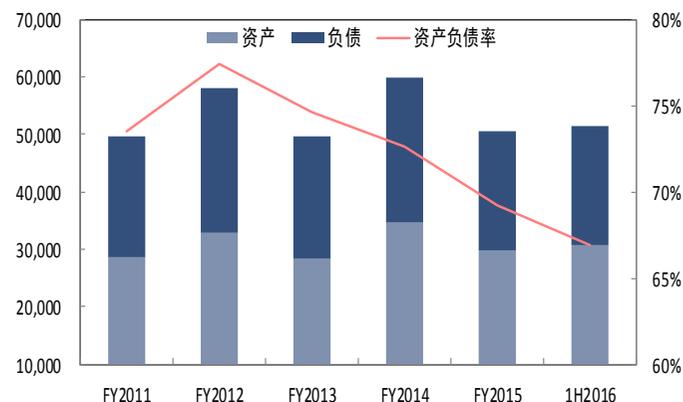
#### (四) 杜邦分析与偿债能力分析

2015-1H2016 公司经营显著好转，2016 年上半年经营性现金流达到 21 亿元，ROE 也反弹上升至 10%。ROE 的提升主要源于华锦股份息税前利润（EBIT）率的增长，由 15 年同期的 4% 上升至当前的 11% 左右；反观公司的资产负债率逐步下降，权益乘数也有所下降，可见其 ROE 的提升并非单纯的加杠杆得来，自身“造血能力”已经恢复。

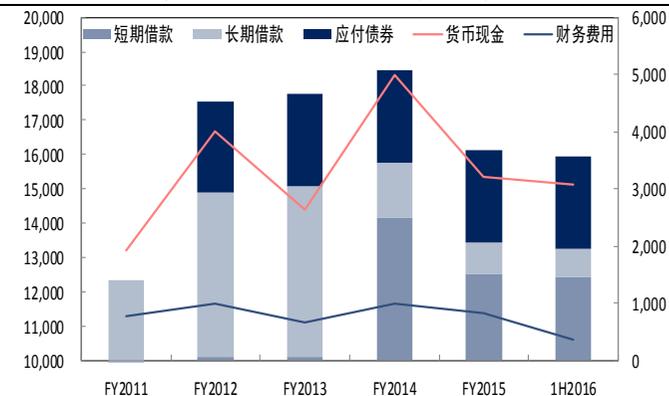
**表 6 公司盈利能力的杜邦分析**

	2015-06-30	2015-12-31	2016-06-30
杜邦分析			
净资产收益率(ROE)(%)	2.63	3.63	9.71
同比增长率	123.44	119.76	268.92
因素分解:			
销售净利率	1.62	1.17	7.08
净利润/利润总额	75.84	105.55	88.18
利润总额/息税前利润	53.49	35.05	75.79
息税前利润/营业总收入	4.01	3.17	10.59
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	85.84	90.66	97.77
权益乘数	3.60	3.57	3.26
资产周转率	0.52	0.96	0.43

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

**图 16 华锦股份 2011-1H2016 资产负债结构 (百万元, %)**


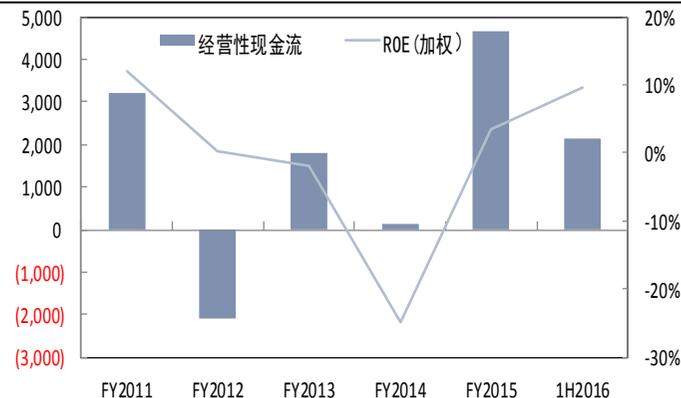
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

**图 17 华锦股份 2011-1H2016 有息负债与财务费用(百万元)**


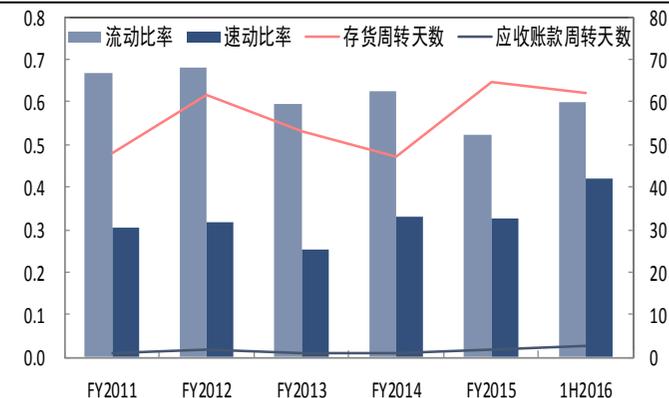
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司的资产负债率由 2012 年最高点的 77% 下降至 1H2016 的 69%，下降 8 个百分点；总有息负债总额亦由 2014 年底的 185 亿高点稳步下降至约 158 亿元，减负近 15%，其财务费用亦下降至近 5 年 1 期的低点。

从资金使用效率来看，2016 年上半年华锦股份鲜有应收账款，而其存货周转天数有所下降，资金流动性有所改善。

**图 18 华锦股份 2011-1H2016 现金流与营运能力 (百万元, %)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

**图 19 华锦股份 2011-1H2016 资金使用效率 (倍/天)**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 四、振华石油原油收益权业务稳健

### (一) 收益权对应主要经营资产盈利情况良好

2015年起，华锦股份受让振华石油在2015年1月1日至2022年12月31日间从振华海外石油公司所获取收益的49%。因振华石油和中石油分别持有振华海外石油公司50%的股权，华锦股份实际取得振华海外石油公司2015-2022年间24.5%的收益权。该受益权对应标的为振华石油在海外以参、控股形式共获得1块勘探油田和5块可开采油田的当年净利润，由于多数区块主要取决于其开采原油收取服务费用的模式，其净利润与原油产量有关，但不受原油价格变化的影响。

振华石油由北方化工控股，兵器集团和兵装集团分别持有北方化工50%，是中国第五大海外石油公司，并与多国政府共同开发油田。

**表 7 振华石油海外油气资产概况（截止 2016 年 3 月）**

项目	地质储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	合作期限	收益权 (%)	合同制	总投资额 (万美元)	合作方
哈萨克斯坦 KAM 油田	6,332	80	2005-2024	75%	矿税制	72,533	中石油
伊拉克艾哈代布油田	53,651	700	2009-2031	37.50%	服务合同	150,000	中石油
缅甸仁安羌与稍埠油田	18,089	15	2011-2017	40%	产量分成	3,252	Interra
埃及 NPIC 油气田	13,263	230	EG:2014-2031	50%	产量分成	150,000	Transglobe
			NWG:2014-2029	50%	产量分成		Circle Oil
			AESW:2014-2028	35%	产量分成		壳牌
合计	125,603	1,105				375,785	

资料来源：振华石油信用评级报告，信达证券研发中心整理

截止 2016 年 3 月，振华石油在海外以参、控股形式共获得 1 块勘探油田和 5 块可开采油田，分别为巴基斯坦勘探项目、叙利亚戈贝贝油田项目、哈萨克斯坦 KAM 油田项目、伊拉克艾哈代布油田项目、缅甸仁安羌与稍埠油田项目和埃及 NPIC 油气田项目。其中，巴基斯坦油田项目由于没有勘探发现，正在办理退出手续；叙利亚油田项目因局势动荡，公司已停止运营且无后续投资，并已全额计提投资减值准备；埃及 NPIC 油气田天然气比重较大；而伊拉克艾哈代布油田则产量最高，运营稳定。2016 年 1-3 月，艾哈代布油田产量 1259 万桶，占海外油田总产量的 70%，是海外油田项目中产量最大的油田，对振华石油具有重要意义。艾哈代布油田 2013-2015 年产量均在 4850 万桶以上，约为 665 万吨，产能利用率在 95% 以上。2015 年仅艾哈代布油田的项目净利润即为 53,712 万美元，占振华海外石油资产项目 2015 年总利润的 99%。

**表 8 振华石油海外油田 2013-1Q2016 产量 (万桶)**

项目	2013	2014	2015	1Q2016
哈萨克斯坦 KAM 油田	611	498	348	67
伊拉克艾哈代布油田	4,865	4,894	4,944	1,259
缅甸仁安羌与稍埠油田	99	128	112	26
埃及 NPIC 油气田	-	1,196	1,723	419

合计	5,575	6,716	7,127	1,771
----	-------	-------	-------	-------

资料来源：振华石油信用评级报告，信达证券研发中心整理

鉴于华锦股份所拥有的 24.5% 收益权所对应的实际收益主要依赖于伊拉克艾哈代布油田的盈利，公司未来的投资收益与前述油田的盈利情况息息相关。

**表 9 伊拉克艾哈代布油田 2013-2015 年盈利情况**

	2013	2014	2015
产量 (万桶)	4,865	4,894	4,944
净利润 (万美元)	40359	45543	53712
单位净利润 (美元/桶)	8.30	9.31	10.86

资料来源：振华石油信用评级报告，信达证券研发中心整理

由上表可见伊拉克艾哈代布油田 2013-2015 年单产量基本保持平稳，单位净利润，即振华石油每开采一桶油所收取的服务费用，从 8.3 美元/桶上升至 10.86 美元/桶，呈缓慢上升趋势，经营情况稳健。

## (二) 实际投资收益与净利润的勾稽关系。

根据 2016 年 4 月 8 日华锦股份发布的《关于收购振华海外石油公司收益权的专项说明》，收益权所对应的投资收益具体计算步骤如下：

根据收益权转让协议，公司于 2015 年一次性支付收益权转让对价 23.8 亿元，并按照以下步骤计算每年投资收益：

第一步：预计当期收益 = 期初摊余成本 \* 收益权项目 IRR (11.43%) + 当期实际收到净利润分配款 - 评估报告预计当期现金流入

其中，期初摊余成本 = 上年度期初摊余成本 - 上年度实际摊销成本

首年度摊余成本为收益权转让协议的支付对价

第二步：实际当期摊销 = 当期实际收到净利润分配款 - 预计当期收益

以第一期 2015 年为例，期初摊余成本为 23.8 亿元，振华海外石油资产项目 2015 年预估净利润 54,386 万美元，公司享有其 24.5% 的收益权，应分配 13,325 万美元，约为 8.6 亿元人民币，2015 年底实际收到净利润分配额为 8.6 亿元，实际摊销为 6 亿元，最终实现当期收益 2.6 亿元。该投资收益由公司于每年 12 月 31 日与振华石油确认，并计入当期收益。

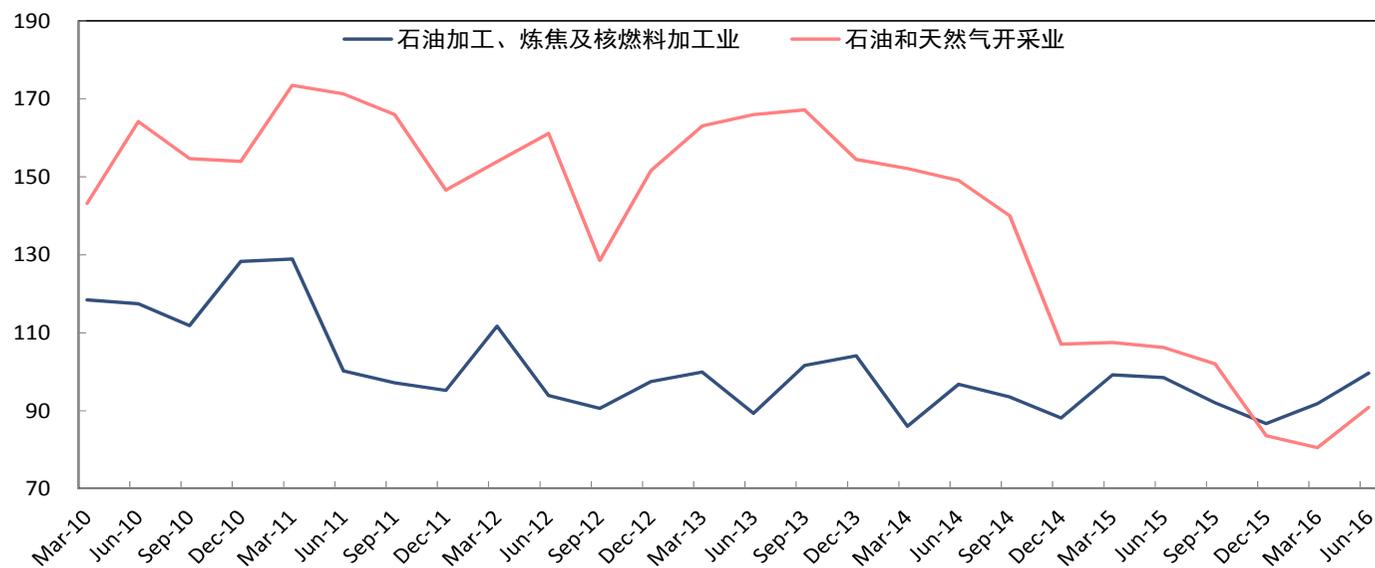
鉴于振华海外石油项目的运营平稳，我们假设 2016-2018 年该收益权项目对应的投资收益分别为 2.8 亿元、2.7 亿元和 2.6 亿元，将为公司当年四季度单季业绩贡献 EPS 0.18 元/股、0.17 元/股和 0.16 元/股。

## 行业景气度与价格趋势预判

### 一、炼化行业景气回升

2014年下半年以来，上游的油气勘探开采行业景气度大幅下跌，但国家发改委为了稳定国内成品油市场，成品油价格下调幅度小于国际原油，因此国内炼油毛利大幅上升；同时石化产品如乙烯、聚乙烯等的价格回调幅度显著小于油价跌幅。国内炼化行业景气度回升。

图 20 2010-2Q2016 油气开采与石油化工行业景气指数（按季度）



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

### 二、成本价格变化趋势

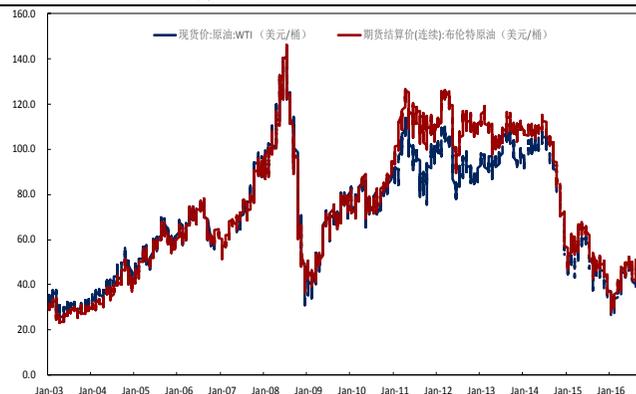
华锦股份的主要成本为原油，原油采购金额占其总成本的约 90%以上。

#### (一) 2014 年-2016 年 9 月，原油供给过剩造成油价持续低迷

2014 年以来，全球经济增速放缓，除美国外，主要发达国家经济复苏缓慢，新兴经济体经济增长普遍减速，受全球经济形势

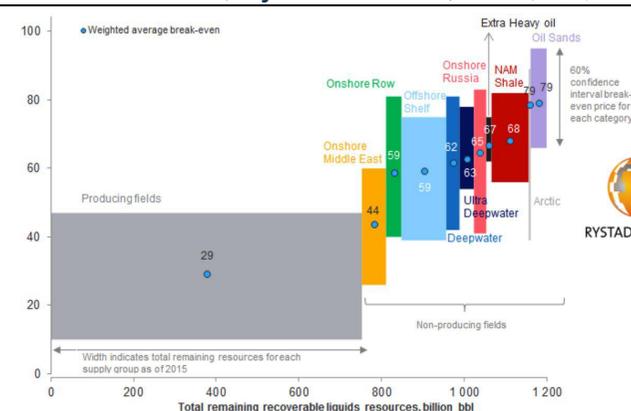
的影响，原油等大宗商品需求较为疲软。同一时期，OPEC 决定放弃对原油产量的控制，加之随后非 OPEC 国家原油产量的快速上涨以及页岩革命带来的原油产量大增，国际原油产量逐渐高于需求，原油的定价机制也由边际需求定价快速回归到边际成本定价。国际原油价格从 2014 年下半年开始，大幅下跌至 2000 元/吨（45 美元/桶），在 2015 年上半年小幅反弹至 3000 元/吨（60 美元/桶），随后继续下跌，并在 2016 年 1 月跌至 1200 元/吨（26 美元/桶），创下历史低点。2016 年上半年油价虽然小幅反弹至 2400 元/吨（50 美元/桶）附近，但由于产量随需求而变化的调节机制失灵新开工钻井数的不断增加，国际油价持续在 40-50 美元/桶波动，而 40-50 美元/桶区间即为多数原油企业的生产盈亏平衡价格。

图 21 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 22 2016 年 Rystad 全球原油生产盈亏平衡均价



资料来源: Rystad Energy

## (二) 未来原油价格的回升依赖于 OPEC 石油产量的控制和全球需求的复苏

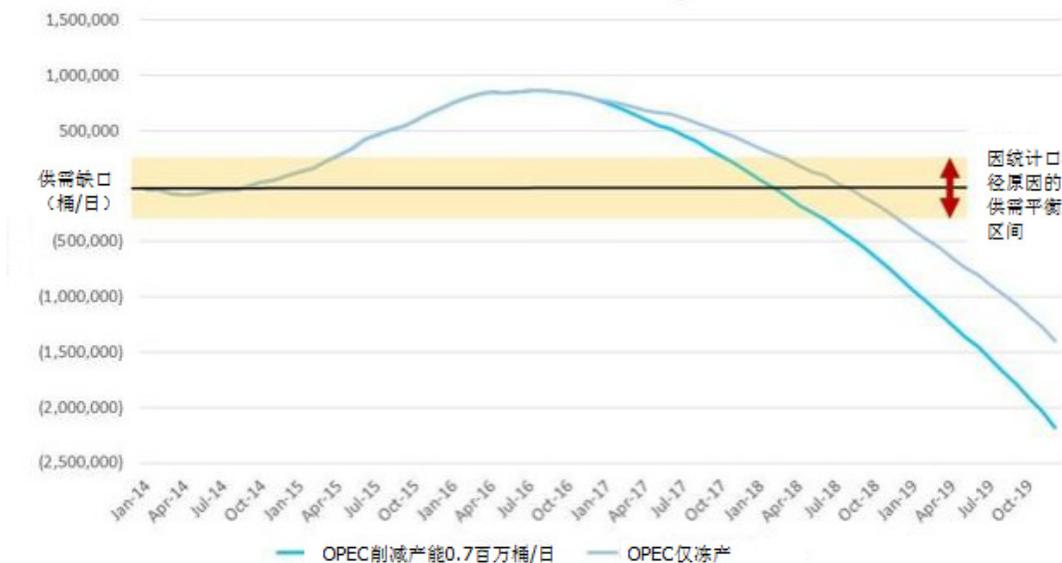
2016 年 9 月 28 日，OPEC 于阿尔及利亚的非正式会议后发布声明，称成员国已一致同意限产，将在其当下 33.26 百万桶/日的产量基础上削减约 0.7 百万桶/日的产量，从而总体产量保持在 32.5 百万桶/日-33 百万桶/日区间，以加速原油库存消化，实现国际原油市场再平衡。

这一一反常态的表态分别刺激 WTI 及布伦特原油价格在短短 1 周时间内分别上涨 5.16 美元/桶及 5.96 美元/桶，同比增速分别为 12.3% 及 11.6%。尽管 OPEC 关于限产的正式会议将于 11 月份才正式召开，全部成员国是否能如愿达成限产目标尚具不确定性；但中短期来看，由于全球原油供给与需求差距不大，仅约在 1 百万桶/日区间，限产 0.7 百万桶/日的预期对原油市场快速实现再平衡和提振原油价格均有很正面的影响：

根据 EIA 的数据测算，在现有的全球原油合计需求下，如果 OPEC 能于 2017 年 1 月完成减产约 0.7 百万桶，则 2017 年末至 2018 年初，国际原油市场供大于求的局面将转化为产能平衡，原油价格将再一次回归到边际需求定价，边际产能调控与油价的关联性将上升，原油及成品油市场均可能恢复景气周期；而如果 OPEC 未能促成减产而只是将产能保持在 33.26 百万桶/

日水平，则原油市场产能过剩有望延续至 2018 年以后，原油价格也将在近两年内保持在 40-50 美元/桶的低位。

图 23 OPEC 减产与不减产两种情况下未来国际原油市场供需平衡预测（桶/日）



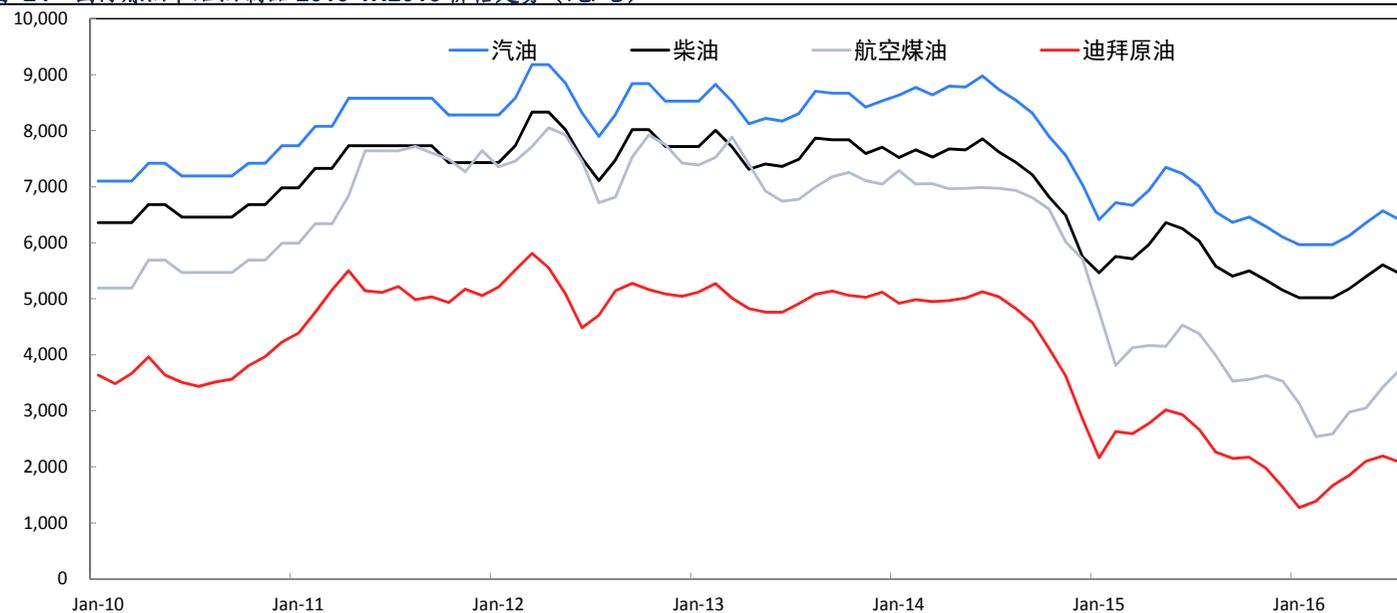
资料来源：EIA, BTU Analytics, 信达证券研发中心整理

最后，OPEC 成员国内的尼日利亚和利比亚因恐怖分子袭击和内战分别损失了约 0.6 百万桶/日及 0.4 百万桶/日的产能，随着国内动乱停火，该部分损失产能恢复生产亦将削弱 OPEC 限产对原油价格的影响。

### (三) 公司现有产品结构可以平滑原油价格变化的风险

需要提示的是，公司当前的产品结构可以平滑原油价格波动带来的经营风险。华锦股份的两大产品板块分别是成品油和以乙烯、聚乙烯、苯乙烯等为主的石化产品。在完全市场化定价的情况下，当国际油价上行时，成品油的价格亦随之走高，公司一方面保障了其成品油炼油毛利，另一方面享受高油价带来的存货增值收益；而当国际油价低位运行时，我国当前自给率不足、产能面临缺口的石化产品如乙烯等的价格回调幅度显著小于油价跌幅，因此公司毛利随着其原材料成本的下降而增厚。但由于我国成品油定价尚未完全市场化，原油价格过高时成品油调价机制滞后，因此，在国际油价高企的 2011-2014 年，公司连续三年大幅亏损。

随着我国成品油定价机制逐渐完善，无论国际油价 2016 年下半年保持低位震荡趋势亦或延续上涨趋势，公司的盈利能力都将同比大幅度提高。

**图 24 国际原油和石油制品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理, 注: 柴油价格包括消费税

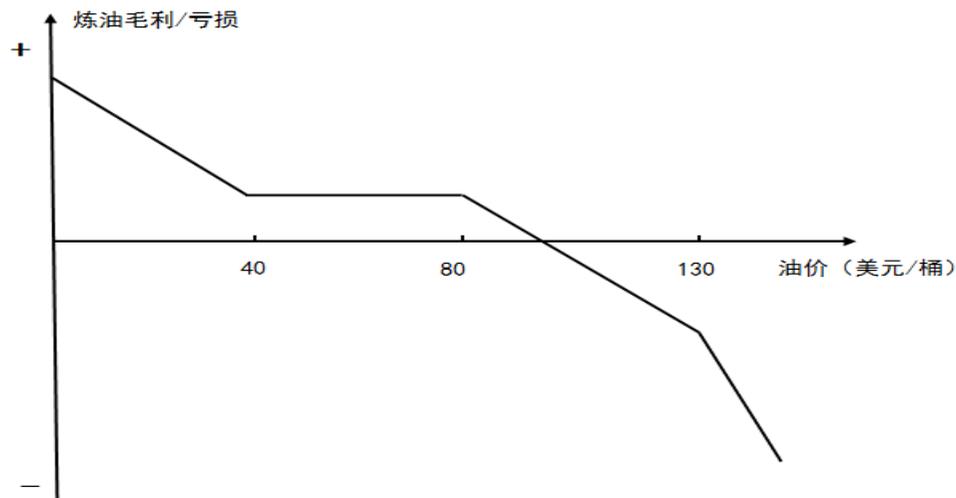
## 二、核心产品价格和供需分析

我们主要分析公司目前的核心产品: 成品油——包括汽油、柴油和航空煤油; 石化产品——主要为乙烯。

### (一) 成品油调价“地板价”保障炼油企业利润

如前文所述, 原油价格的大幅下跌造成了汽油、柴油和航空煤油均于 2014 年下半年开始下跌, 但受国家发改委调控, 跌幅小于原油: 2016 年 1 月 13 日, 国家发改委对国内成品油价格机制设置调控下限, 并建立油价调控风险准备金, 当国际市场油价低于每桶 40 美元时, 汽柴油最高零售价不降低; 当高于每桶 80 美元时, 汽柴油最高零售价调整幅度小于油价增长幅度; 高于每桶 130 美元时, 汽柴油最高零售价理论上不调整。这一定程度上削弱了国际油价下跌对国内石油行业的影响, 并且使国内炼油厂炼油毛利大幅上升, 扭亏为盈, 盈利能力明显改善。

图 25 现有定价机制对炼油企业盈利的影响



资料来源：信达证券研发中心

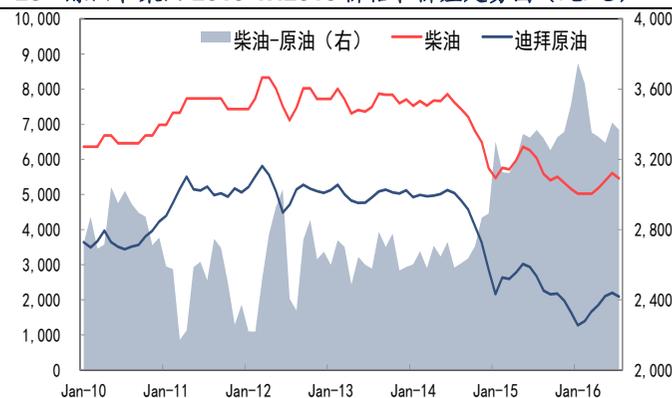
目前汽油和柴油价格分别稳定在 6500 元/吨和 5500 元/吨左右。

## (二) 国内柴油产能过剩，公司以新产品带动区域市场

2014 年下半年，国际油价大幅下跌至 2000 元/吨（45 美元/桶），柴油价格也随之下降至 5500 元/吨，但跌幅小于原油，导致柴油与原油的价差上升至 3400 元/吨。在 2015-1H2016，柴油价格随着原油价格上下波动，步调继续保持一致，但幅度较小，柴油原油价差维持高位。因此，柴油价格主要由国际原油价格决定，柴油价格的波动方向与国际原油几乎完全一致，但受国家发改委控制，柴油价格的波动幅度小于国际原油。

2015 年，国内柴油产量已经达到 18,000 万吨，产量增速 2%，表观消费量 17,000 万吨，实际消费量 16,000 万吨，表观消费量和实际消费量增速均已接近 0%。从柴油的消费结构来看，交通运输、工业、生活消费、农林牧渔的柴油消费量占比分别为 64%、9%、6%和 9%，消费结构稳定，但各用途的消费增速均趋于 0%。

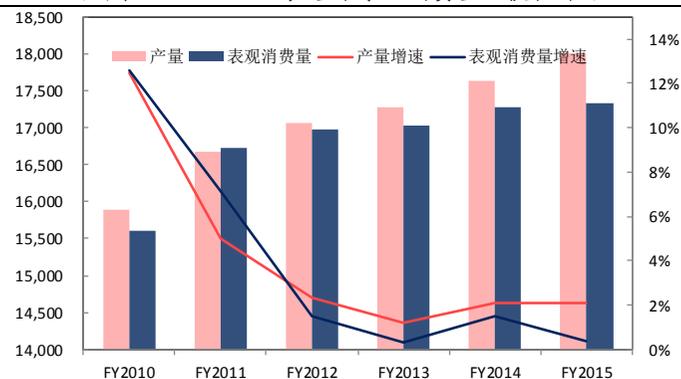
鉴于国内柴油产能出现过剩，并且消费增速趋于 0%，我们预计未来柴油价格会有小幅下降。但公司已开始减量生产柴油，增加航空煤油的生产，通过调整产品结构增厚其业绩。

**图 26 原油和柴油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)**


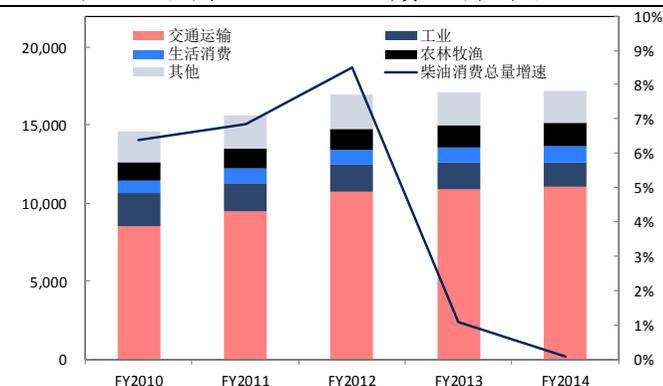
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 27 柴油 2010-1H2016 价格和供需剩余 (元/吨, 万吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

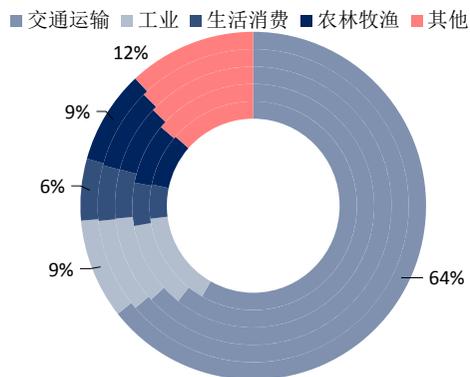
**图 28 国内柴油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

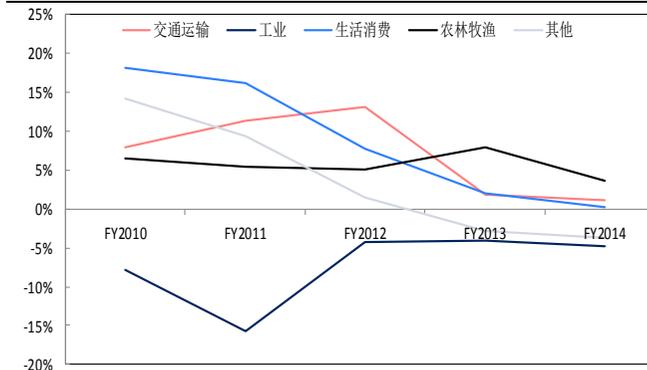
**图 29 国内柴油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 30 国内柴油 2010-2014 消费结构比例 (%)**
**图 31 国内柴油 2010-2014 各消费用途增速 (%)**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

### (三) 航空煤油先行市场化, 面临需求提振及税收优惠双重利好

2016年1月25日, 公司收到国家航空(舰艇)油料鉴定委员会《关于中国兵器工业集团公司北方华锦化学工业股份有限公司180万吨/年加氢异构装置生产3号喷气燃料的批复》[国航鉴(2015)018号], 公司180万吨/年加氢异构装置生产的3号喷气燃料质量符合GB 6537-2006规格指标要求。航空煤油现有产能80万吨/年, 2016年上半年生产不到30万吨, 公司预计2016年全年生产70万吨。

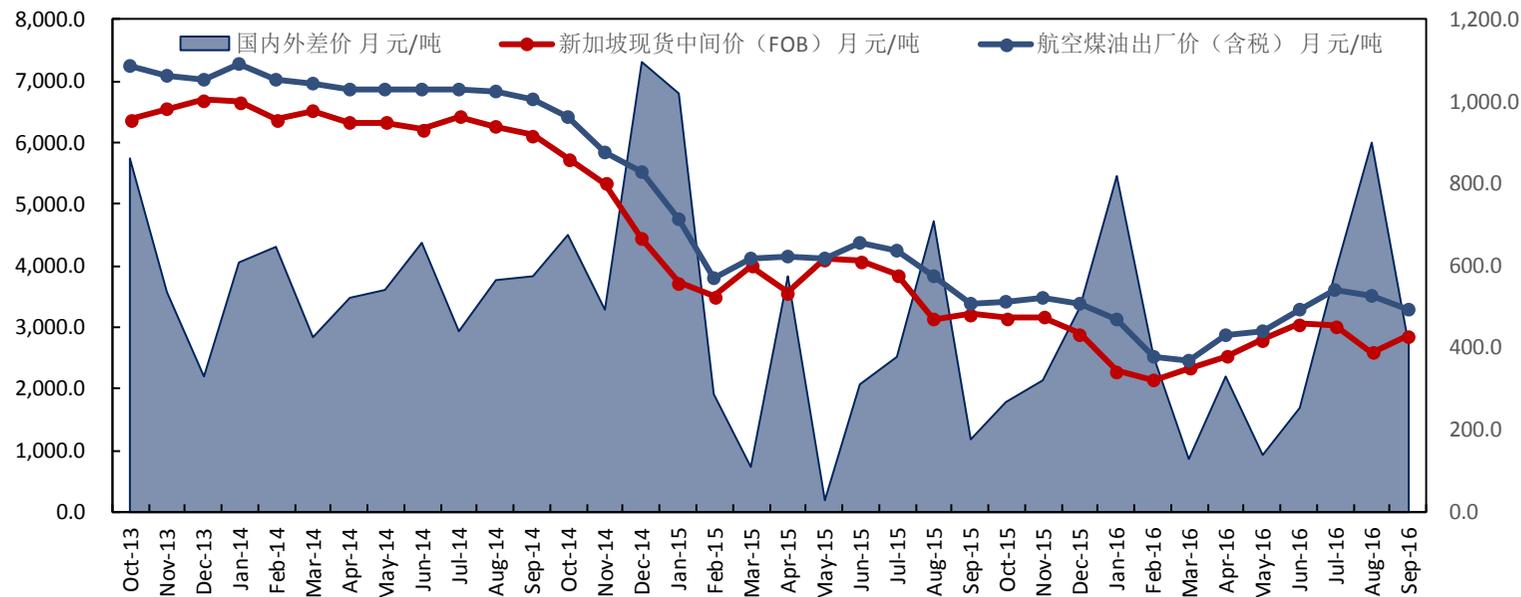
2015年, 国内煤油产量已经达到3500万吨, 产量保持20%以上的增速, 表观消费量2500万吨, 增速超过15%, 实际消费量2200万吨, 增速10%。其中, 交通运输为煤油的最大消费市场, 占比95%, 2012-2014的消费增速均保持在10%左右。根据中国民用航空局公布的各航空公司航空煤油消耗量数据, 2010-2013年我国航空煤油消耗量分别为1531万吨、1646万吨、1780万吨和1983万吨, 与同期用于交通运输的煤油量基本一致。

我国航空煤油价格历史上经历了两次调控, 首先是2012年起国家取消航空煤油关税, 海外廉价航空煤油随即进入国内市场, 航空煤油价格也因此深度调整。其次是国家发改委于2015年2月宣布取消公布航空煤油价格, 改为由中石油、中石化、中海油和中航油结合市场供需等因素决定, 进一步加速了航空煤油市场化进程。

由下图中可见, 自2013年以来, 低价海外航空煤油对国内航空煤油价格一直形成压制, 随着2015年发改委进一步取消了航空煤油指导价, 其价格一路下跌至2500元/吨, 跌幅大于汽油和柴油。但在2016年上半年, 国内外航空煤油价差缩窄, 航空煤油价格开始反弹, 目前达到4000元/吨, 已经初步完成了市场化, 国内航空煤油价格已具备一定国际竞争力。由于国内和国际航空公司对航空煤油的需求较大, 航空煤油消耗量仍将保持高速增长, 有望从需求端支撑国内航空煤油的价格。另一利好在于, 航空煤油目前并不受发改委15年初公布的成品油消费税上调的影响, 继续享受延缓征税的税收优惠政策, 帮助公司

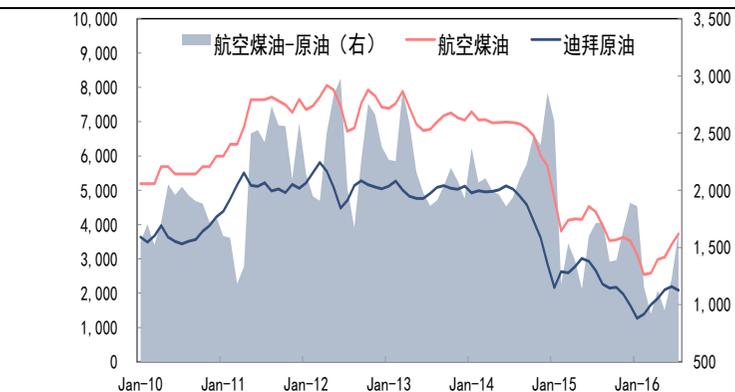
从成本节约的角度进一步扩大煤油加工毛利。

图 32 航空煤油的国内出厂价(含税)、新加坡现货中间价(FOB)及国内外价差(元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33 原油和航空煤油 2010-1H2016 价格和价差走势图(元/吨)

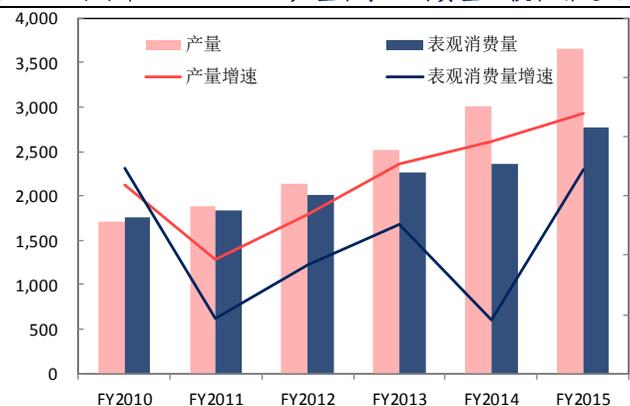


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

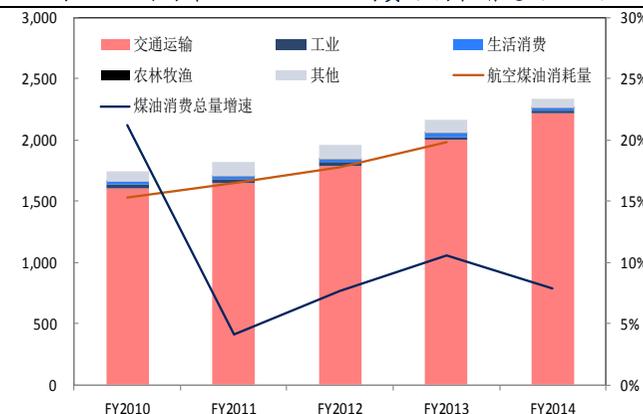
图 34 航空煤油 2010-1H2016 价格和供需剩余(元/吨, 万吨)



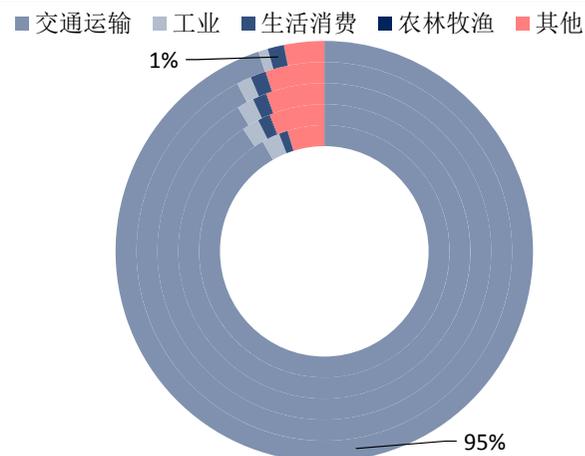
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 35 国内煤油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)**


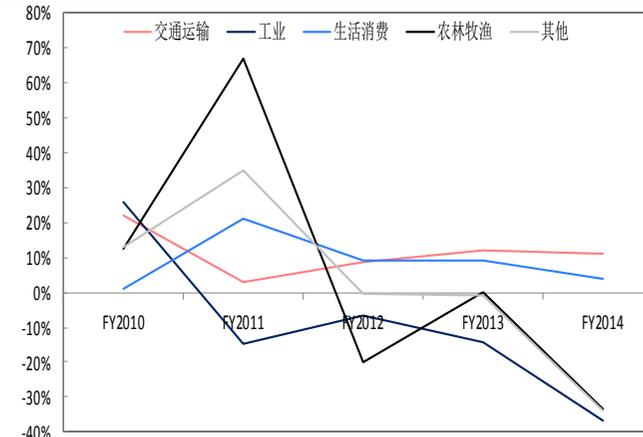
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 36 国内煤油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 37 国内煤油 2010-2014 消费结构比例 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 38 国内煤油 2010-2014 各消费用途增速 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

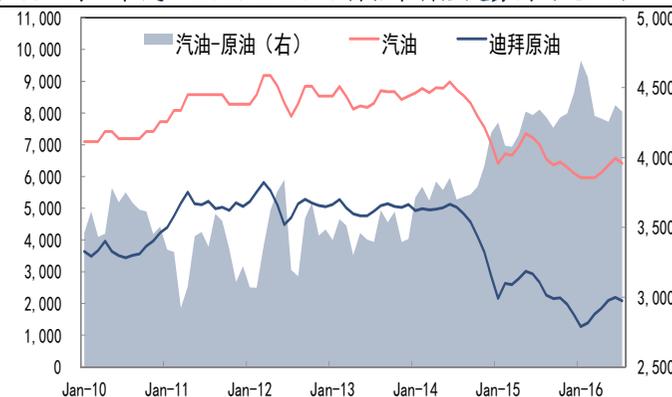
#### (四) 下游汽油消费旺盛, 公司拟申请汽油零售许可证

公司目前并不生产汽油, 因此汽油价格对公司 2016 和 2017 年的业绩并无影响。但是我们预计老工业基地改造将于 2018 年完成, 届时将增加 200 万吨/年的汽油产能, 根据我们与上市公司的沟通, 公司有意申请汽油零售许可证, 因此, 我们有必要分析汽油的供需情况。

汽油和原油的价差目前处于高位，盈利能力强。2015年，国内汽油产量和表观消费量已经达到12000万吨，增速保持在10%，实际消费量10000万吨，增速5%-10%，高于柴油消费增速，但略小于煤油增速。从消费结构看，交通运输、工业、生活消费、农林牧渔的汽油消费量占比分别为48%、5%、22%和2%，消费结构稳定，其中交通运输部分的汽油主要用于汽车客运、快递物流等，消费增速约10%，生活消费部分的汽油主要用于私人汽车等，消费增速约15%。

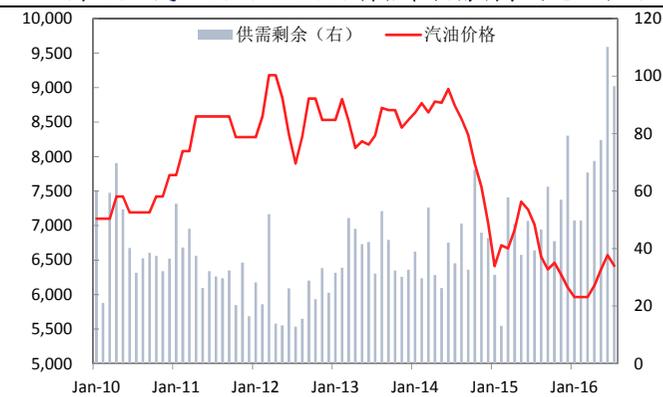
因此，国内汽油需求旺盛，消费保持高速增长，我们判断未来3年内，汽油将继续维持高价差、高盈利，2018年公司营收和利润将由于新增汽油产品而将大幅提升。

图 39 原油和汽油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)



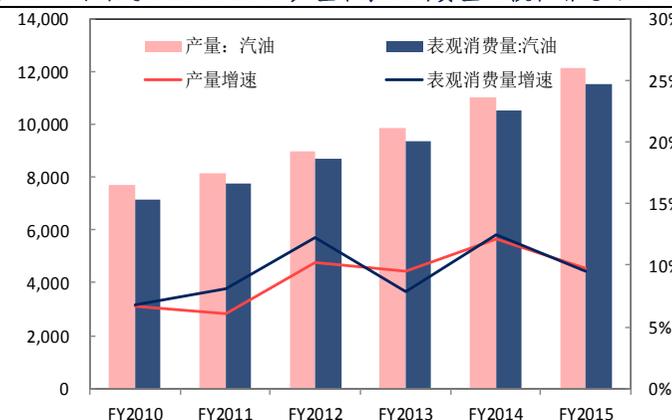
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 40 汽油 2010-1H2016 价格和供需剩余 (元/吨, 万吨)



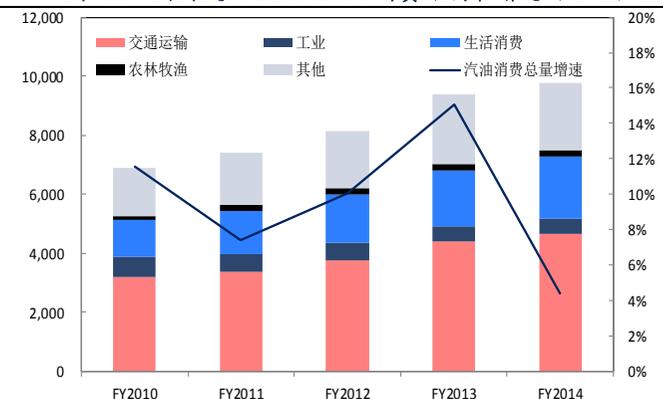
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 41 国内汽油 2010-2015 产量和表观消费量规模和增速 (万吨, %)

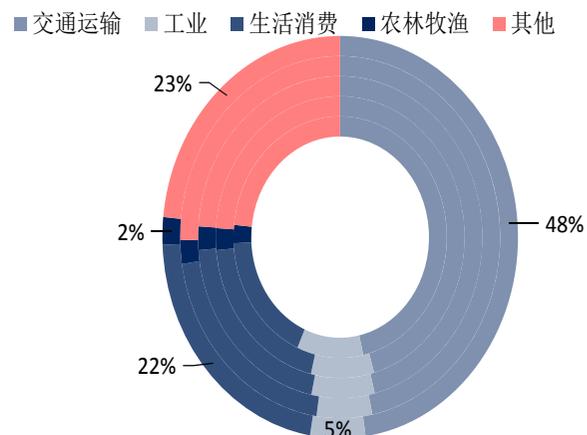


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

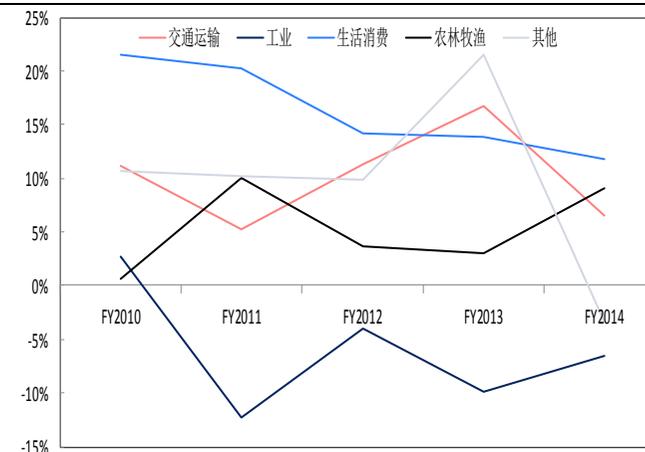
图 42 国内汽油 2010-2014 消费结构和增速 (万吨, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 43 国内汽油 2010-2014 消费结构比例 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

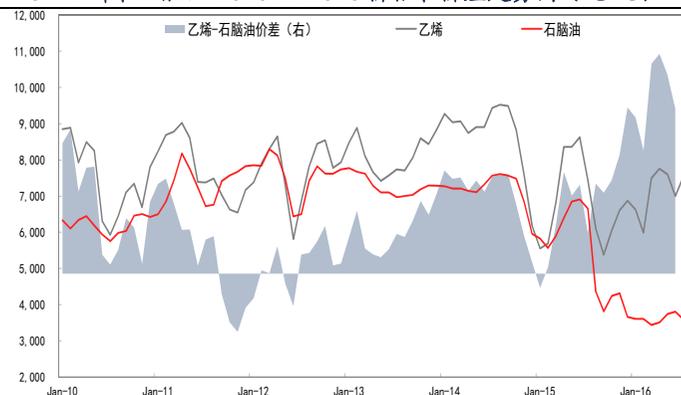
**图 44 国内汽油 2010-2014 各消费用途增速 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

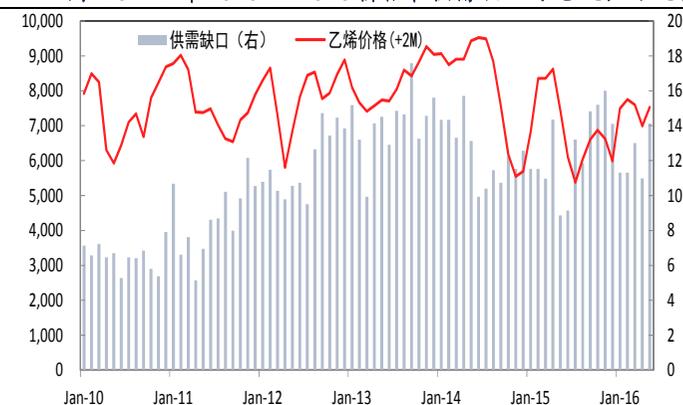
### (五) 国内乙烯供不应求，供需缺口是决定乙烯价格的主导因素

在 2010 年下半年石脑油价格被原油价格带动而暴涨时期，乙烯价格也随之大幅上升，在 2014 年下半年石脑油价格暴跌时期，乙烯价格也随之大幅下降。但在 2011-2014 年间，石脑油价格较为稳定，但乙烯与石脑油的价差波动很大。这段时期内，滞后 2 个月的乙烯价格与其供需缺口的走势较为一致，同升同降。总结来说，在原油及石脑油价格大幅变化的时期，乙烯价格受其影响也大幅同向变化；在原油及石脑油价格较为平稳的时期，乙烯价格不仅由其自身供需情况决定，并对其供需缺口的反应具有两个 2 月左右的滞后期。

我们判断，我国乙烯供不应求的态势到 2017 年仍将持续，如果原油及石脑油价格维持 16 年上半年的区间波动态势，则乙烯价格仍有望走高。

**图 45 乙烯和石脑油 2010-1H2016 价格和价差走势图 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 46 乙烯 2010-1H2016 价格和供需缺口 (元/吨, 万吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**图 47 聚烯烃产品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

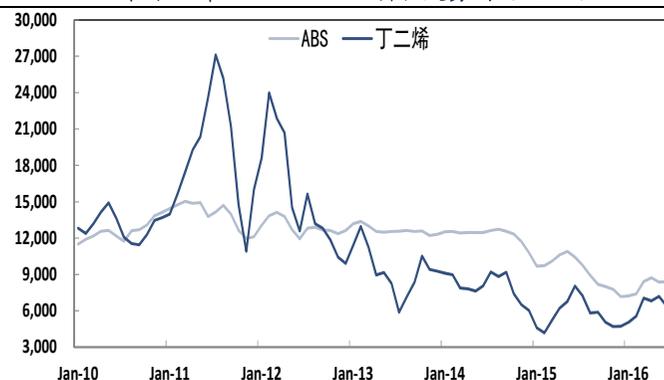
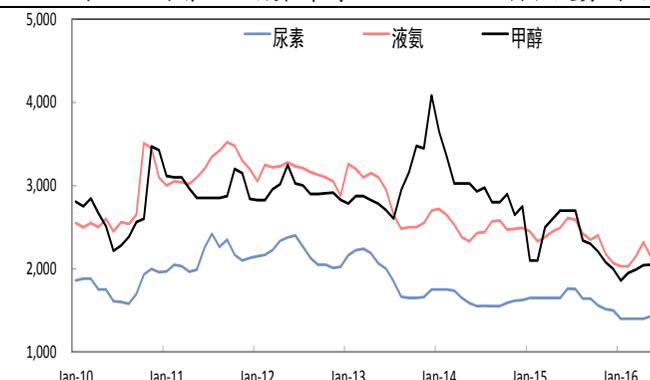
**图 48 芳烃产品 2010-1H2016 价格走势 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

### (六) 精细化工产品价格尚待回暖, 公司今年开始转化尿素过剩产能

ABS 和丁二烯产品价格一直在下降, 上半年精细化工板块毛利率仅有 4%。

受尿素市场产能过剩影响, 尿素、液氨和甲醇的产品价格也在下降, 上半年公司尿素亏损严重。

**图 49 ABS 和丁二烯 2010-1H2016 价格走势图 (元/吨)**

**图 50 尿素、液氨和甲醇 2010-1H2016 价格走势图 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

根据我们与上市公司的沟通,目前尿素板块亏损严重;锦西天化上半年经营较好,但 8 月也出现亏损。今年公司上半年化肥产量仅为 41 万吨,但带来亏损 9,700 万元。因此,公司一方面在 2016 年下半年将关停盘锦尿素厂和锦西天化两家合计约 100 万吨的尿素产能,有望进一步降低尿素行业低迷为公司盈利带来的负面影响;另一方面准备研究气投尿素厂改天然气制氢的工艺路线。但公司本身对氢气需求小于装置产能,公司尚需要解决氢气的下游应用问题。

**表 10 华锦股份核心产品均价变化趋势 (元/吨)**

原油加工及石油制品	FY2013	FY2014	FY2015	1H2016	2016 (E)
柴油		7170.83	5688.68	5500.00	5500.00
航空煤油	7185.50	6779.92	4013.92	3500.00	3500.00
汽油	8434.00	8296.00	6651.00	6335.00	6500.00
液化石油气	6116.62	5933.04	3835.86	3000.00	3000.00
石油焦	1152.80	976.36	920.17	892.00	1000.00
硫磺	1030.15	1198.61	1223.25	756.29	850.00
沥青	4735.86	4287.15	2880.20	1896.36	2000.00
润滑油	9319.00	9202.00	8234.00	8000.00	8000.00
聚烯烃					
乙烯	12456.60	13891.80	9453.60	10374.00	11000.00
聚乙烯	14501.87	14624.30	12347.68	9597.23	10000.00
聚丙烯	13629.54	13981.24	11234.45	8371.06	9000.00

芳烃

苯乙烯	12570.70	10789.20	8249.64	7991.79	8000.00
聚苯乙烯	13794.57	12348.91	8944.44	8700.00	8700.00
甲苯	8169.52	7495.34	5318.30	4618.51	5000.00
对二甲苯	11182.98	9208.65	6366.00	6500.00	6500.00
化肥					
尿素	1925.22	1620.43	1638.89	1285.12	1285.12
液氨	2845.00	2505.83	2393.33	2120.00	2120.00
甲醇	2495.06	2459.58	2056.17	1796.55	1796.55
精细化工					
丁二烯	9384.95	9425.00	7154.63	7600.00	7600.00
ABS	14264.33	13565.87	10633.99	9311.81	9311.81

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

## 盈利预测、估值与投资评级

### 华锦股份估值

#### 重要假设

- 1、假设公司 2016、2017 及 2018 年的平均产能利用率为 92%。
- 2、假设未来 3 年内，柴油价格呈下降趋势，航空煤油、汽油和乙烯等产品价格保持稳定。
- 3、公司享有振华石油海外油田资产 2015-2022 年间 24.5% 的收益权，假设 2016-2018 年从振华海外石油资产项目获得的投资收益分别为 2.8 亿元、2.7 亿元和 2.6 亿元，分别贡献 EPS 为 0.18 元/股、0.17 元/股和 0.16 元/股。
- 4、2015 年国家提高成品油消费税率，公司所缴纳的消费税额有所上升，故假设未来 2016-2018 年营业税金及附加率均为 6%。
- 5、假设 2016-2018 年财务费用率分别为 2.6%、3% 和 2%。
- 6、2016 年上半年因公司计提大修费用，管理费用率较往年有所增加，达到 8%，但大修费用为非经常项目，故假设 2016-2018 年管理费用率分别为 5%、4.48% 和 4.48%。
- 6、假设 2016-2018 年销售费用率均为 0.94%，资产减值率分别为 -1%、0.5% 和 0.6%。资产减值损失为 -1% 的原因主要为 2016

年上半年转销了存货跌价准备 3.8 亿元，预计全年存货跌价损失冲回将增厚公司营业利润约 2.6 亿元。

7、企业所得税率为 25%。

8、我们对产能扩张情况分别进行了中性和乐观两种假设：

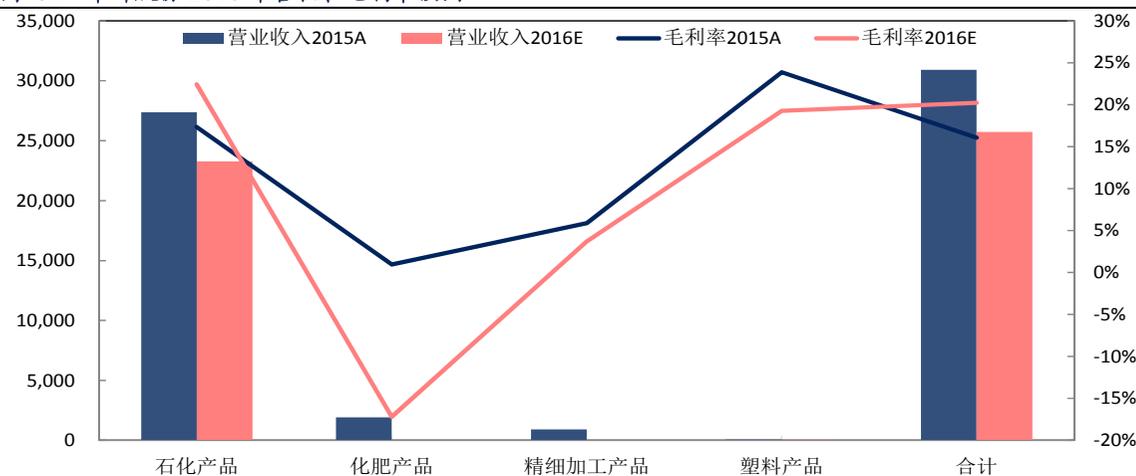
**中性预计：**至 2018 年，公司新项目均未完成建设，产能无明显增长；

**乐观预计：**至 2018 年，公司将完成对老工业基地现有炼化一体化装置的优化升级，盘锦厂区炼油能力将从 600 万吨/年增加至 1000 万吨/年，公司总炼油产能将达到 1200 万吨/年，并增加汽油产能 200 万吨/年。新老乙烯装置实现联产，合计产能为 71 万吨/年。但辽滨开发区新基地炼化一体化项目和内蒙古尿素项目 2018 年预计无法建成。

### 盈利预测、估值及投资评级

根据我们的预计，华锦股份 2016、2017、2018 年（中性）和 2018 年（乐观）的营业收入将分别达到 257 亿元、266 亿元、268 亿元（中性）和 420 亿元（乐观），同比增速-17%、3%、1%（中性）和 57%（乐观）；对应毛利率分别为 21.07%、23.88%、24.32%（中性）和 19.23%（乐观）。2016-2018 年公司归母净利润 15.15 亿元、18.39 亿元、19.10 亿元（中性）和 20.61 亿元（乐观），对应每股收益分别为 0.95 元、1.15 元、1.19（中性）和 1.29 元（乐观）。参考 2016 年 10 月 11 日收盘价 8.94 元，PE 分别为 9.4 倍、7.8 倍、7.5 倍（中性）和 6.9 倍（乐观）。

图 51 华锦股份 2016 年营收和毛利率预测



资料来源：信达证券研发中心

**表 11 华锦股份 2016-2018 年盈利预测 (百万元)**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E (中性)	2018E (乐观)
营业收入	36,082.04	30,909.32	25,729.00	26,645.65	26,794.46	41,935.77
营业成本	33,492.37	25,999.02	20,308.24	20,282.98	20,278.12	33,344.83
营业税金及附加	1,468.78	1,550.21	1,543.74	1,598.74	1,607.67	2,516.15
营业费用	225.18	291.89	242.97	251.62	253.03	396.01
管理费用	1,272.92	1,514.43	1,286.45	1,192.61	1,199.27	1,876.97
财务费用	918.07	841.41	692.27	800.89	795.35	829.32
资产减值损失	366.17	718.14	-256.71	128.14	153.94	253.05
公允价值变动收益	0.00	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	257.82
营业利润	-1,661.45	307.22	2,197.15	2,662.29	2,764.90	2,977.26
营业外收入	7.81	44.01	19.21	19.21	19.21	19.21
营业外支出	1.17	7.75	20.84	15.77	15.77	15.77
利润总额	-1,654.81	343.48	2,195.52	2,665.74	2,768.34	2,980.70
所得税	-71.92	-19.05	548.88	666.43	692.09	745.18
净利润	-1,582.88	362.53	1,646.64	1,999.30	2,076.26	2,235.53
少数股东损益	5.11	33.85	131.73	159.94	166.10	178.84
归属母公司净利润	-1,588.00	328.69	1,514.91	1,839.36	1,910.16	2,056.68
EBITDA	757.51	2,620.31	4,397.34	5,055.36	5,450.70	5,663.06
EPS (摊薄)	-0.99	0.21	0.95	1.15	1.19	1.29

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

参考 A 股石油化工行业中上市公司 2017 年市场一致预期 PE 的平均值 19.5X 和中值 12.8X, 我们给予华锦股份 2017 年 PE 估值 12 倍, 对应每股价值 13.80 元。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

**表 12 石油化工行业中部分上市公司可比估值**

排名	代码	简称	最新 收盘价 (元)	总 股 本 (亿股)	总 市 值 (亿元)	每股收益 EPS			市盈率 PE			PB	PS
						2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
1	600028.SH	中国石化	4.97	1210.71	6017.24	0.32	0.41	0.47	15.69	12.12	10.56	0.81	0.27
2	600688.SH	上海石化	6.05	108.00	653.40	0.45	0.47	0.50	13.52	12.88	12.13	2.22	0.82
3	600256.SH	广汇能源	4.18	52.21	218.26	0.04	0.09	0.13	110.29	45.83	31.52	1.83	3.48
4	002221.SZ	东华能源	15.14	13.92	210.69	0.60	1.13	1.58	25.06	13.34	9.58	2.98	0.75
5	000703.SZ	恒逸石化	12.23	13.03	159.38	0.56	0.76	0.95	21.92	16.01	12.82	1.89	0.46
6	002493.SZ	荣盛石化	14.16	25.44	360.23	0.73	0.94	1.11	19.41	15.04	12.80	2.41	0.87
7	002778.SZ	高科石化	50.12	0.89	44.66	0.51	0.73	0.99	98.33	69.07	50.79	6.75	5.36
8	002648.SZ	卫星石化	9.85	8.00	78.80	0.19	0.38	0.62	50.93	25.79	15.85	1.46	1.19
		平均值	14.59	179.03	967.83	0.42	0.61	0.79	44.40	26.26	19.51	2.54	1.65
		中位数	11.04	19.68	214.47	0.48	0.60	0.79	23.49	15.53	12.81	2.06	0.85
	000059.SZ	华锦股份	8.94	15.99	142.99	0.95	1.15	1.19	9.44	7.77	7.49	1.17	0.54

资料来源: Wind 注: 华锦股份为信达证券预测数据, 其他为 Wind 一致预期, 采用 2016 年 10 月 11 日收盘价

## 风险因素

公司产能扩张不达预期的风险, 因环保问题导致监管逐渐趋严或扩建资金不到位影响公司产能及开工率; 公司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。

**资产负债表**

		单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>流动资产</b>	10,695.22	8,822.41	9,157.59	10,180.52	11,651.53	
货币资金	4,419.16	3,197.23	4,455.76	5,473.29	6,943.54	
应收票据	655.00	195.72	162.92	168.72	169.66	
应收账款	376.71	116.83	97.25	100.71	101.27	
预付账款	253.40	680.13	531.26	530.60	530.47	
存货	4,858.13	3,298.98	2,576.89	2,573.68	2,573.07	
其他	132.81	1,333.52	1,333.52	1,333.52	1,333.52	
<b>非流动资产</b>	20,051.45	21,097.88	21,970.80	26,441.91	29,052.13	
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	5,777.09	6,496.53	4,857.72	
<b>资产总计</b>	30,746.67	29,920.29	31,128.39	36,622.44	40,703.66	
<b>流动负债</b>	17,519.91	16,850.17	16,413.16	19,944.09	21,949.06	
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	1,427.22	1,425.44	1,425.10	
其他	3,389.93	2,517.16	2,330.09	2,362.79	2,368.10	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	22,106.96	20,702.92	20,230.04	23,724.79	25,729.76	
少数股东权益	65.18	370.47	502.20	662.15	828.25	
归属母公司股东权益	8,574.53	8,846.90	10,396.14	12,235.50	14,145.66	
<b>负债和股东权益</b>	30746.67	29920.29	31128.39	36622.44	40703.66	

**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	25,729.00	26,645.65	26,794.46	
同比(%)	-13.18%	-14.34%	-16.76%	3.56%	0.56%	
归属母公司净利润	-1,588.00	328.69	1,514.91	1,839.36	1,910.16	
同比(%)	923.34%	-120.70%	360.90%	21.42%	3.85%	
毛利率(%)	7.18%	15.89%	21.07%	23.88%	24.32%	
ROE(%)	-20.17%	3.77%	15.75%	16.25%	14.48%	
每股收益(元)	-0.99	0.21	0.95	1.15	1.19	
P/E	-9.00	43.50	9.44	7.77	7.49	
P/B	1.67	1.62	1.38	1.17	1.01	
EV/EBITDA	43.29	11.88	7.12	6.88	6.74	

**利润表**

		单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>营业收入</b>	36,082.04	30,909.32	25,729.00	26,645.65	26,794.46	
营业成本	33,492.37	25,999.02	20,308.24	20,282.98	20,278.12	
营业税金及附加	1,468.78	1,550.21	1,543.74	1,598.74	1,607.67	
营业费用	225.18	291.89	242.97	251.62	253.03	
管理费用	1,272.92	1,514.43	1,286.45	1,192.61	1,199.27	
财务费用	918.07	841.41	692.27	800.89	795.35	
资产减值损失	366.17	718.14	-256.71	128.14	153.94	
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	
<b>营业利润</b>	-1,661.45	307.22	2,197.15	2,662.29	2,764.90	
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	
<b>利润总额</b>	-1,654.81	343.48	2,195.52	2,665.74	2,768.34	
所得税	-71.92	-19.05	548.88	666.43	692.09	
<b>净利润</b>	-1,582.88	362.53	1,646.64	1,999.30	2,076.26	
少数股东损益	5.11	33.85	131.73	159.94	166.10	
<b>归属母公司净利润</b>	-1,588.00	328.69	1,514.91	1,839.36	1,910.16	
EBITDA	757.51	2,620.31	4,397.34	5,055.36	5,450.70	
EPS (摊薄)	-0.99	0.21	0.95	1.15	1.19	

**现金流量表**

		单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>经营活动现金流</b>	-364.54	4,676.96	3,981.16	4,123.02	4,478.75	
净利润	-1,582.88	362.53	1,646.64	1,999.30	2,076.26	
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	593.05	-102.61	-149.73	
其它	269.43	661.36	-175.23	108.33	127.68	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	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	
<b>现金净增加额</b>	1756.39	-1775.51	1258.53	1017.53	1470.25	

## 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，现任研究开发中心副总经理，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 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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资目标、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、意见及推测仅供参考，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的投资建议。

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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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。