

公司研究

集团炼化项目稳步推进，估值修复可期

——华锦股份（000059.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年度报告，2022年上半年公司实现营业收入242亿元，同比+29.4%，实现归母净利润5.01亿元，同比-25.2%；其中Q2单季度实现营业收入135亿元，同比+23.4%，环比+25.9%，实现归母净利润2.17亿元，同比+42.4%，环比-23.7%。

点评：

炼化毛利承压，Q2业绩环比下滑：2022年Q2公司主营产品聚乙烯均价为9221元/吨，同比+11%，环比+4%；尿素均价为2950元/吨，同比+26%，环比+8%；柴油均价为8584元/吨，同比+38%，环比+10%；聚丙烯均价为8870元/吨，同比+3%，环比+3%。公司主要产品价格同比上涨，带动22年Q2营收同比快速增长。2022年Q2布伦特原油期货均价为112.08美元/桶，环比Q1+14%，油价环比大幅上涨使得公司炼化毛利承压，致22年Q2业绩环比下滑。

携手沙特阿美，集团炼化项目有望快速推进：该项目原油加工能力为30万桶/日（折合1500万吨/年），预计2024年投入运营。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。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集团公司兵工集团的控股子公司北方华锦化工集团参股，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。

当前PB不足1倍，估值修复空间可期：从PB估值角度看，国有化工企业的估值水平始终低于化工行业整体，且当前国有化工上市企业特别是化工上市央企的估值水平处于历史底部位置。公司股价自2017年下半年开始持续下跌，PB-MRQ于2018年5月底跌破1.0。公司股价在2019年初小幅反弹后回落并进入平稳期，2020年年中至今公司股价虽有所上涨，但整体PB估值仍处于底部水平，截至2022年8月24日，公司PB-MRQ仅0.77倍。随着中国东北地区大型炼化一体化项目的继续推进，公司成长空间逐步打开，未来估值有望得到修复。

盈利预测、估值与评级：集团炼化项目有望快速推进，公司有望适时参与该项目建设，成长可期，因此我们维持公司22-24年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为9.15/10.84/12.22亿元，折合EPS分别为0.57/0.68/0.76元，维持“买入”评级。

风险提示：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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	30,437	38,552	48,052	50,745	53,606
营业收入增长率	-23.15%	26.66%	24.64%	5.61%	5.64%
净利润（百万元）	324	894	915	1,084	1,222
净利润增长率	-67.32%	175.47%	2.37%	18.50%	12.74%
EPS（元）	0.20	0.56	0.57	0.68	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.40%	6.26%	6.16%	6.96%	7.47%
P/E	35	13	12	10	9
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-24

买入（维持）

当前价：7.01元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.99
总市值(亿元)	112.12
一年最低/最高(元)	5.15/9.01
近3月换手率	89.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	25.22	13.53	14.80
绝对	22.13	20.73	1.77

资料来源：Wind

相关研报

高油价致Q1业绩下滑，有望持续受益于尿素高景气——华锦股份（000059.SZ）2022年一季报点评（2022-04-27）

携手沙特阿美，集团炼化项目有望快速推进——华锦股份（000059.SZ）跟踪点评（2022-03-13）
炼化景气21年业绩大幅增长，集团炼化一体化项目有序推进——华锦股份（000059.SZ）2021年业绩预告点评（2022-01-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	30,437	38,552	48,052	50,745	53,606
营业成本	26,678	30,492	41,613	43,725	46,118
折旧和摊销	1,378	1,364	1,473	1,492	1,509
税金及附加	931	4,170	2,162	2,284	2,412
销售费用	326	317	395	417	440
管理费用	1,315	1,655	2,063	2,178	2,301
研发费用	112	111	138	146	154
财务费用	405	321	594	646	644
投资收益	11	12	12	12	12
营业利润	320	1,125	1,123	1,388	1,576
利润总额	403	1,109	1,107	1,372	1,560
所得税	58	172	172	213	242
净利润	345	937	936	1,159	1,317
少数股东损益	20	43	20	75	95
归属母公司净利润	324	894	915	1,084	1,222
EPS(元)	0.20	0.56	0.57	0.68	0.76

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,815	2,805	1,387	2,998	3,140
净利润	324	894	915	1,084	1,222
折旧摊销	1,378	1,364	1,473	1,492	1,509
净营运资金增加	-2,960	1,527	3,963	955	1,029
其他	4,072	-980	-4,964	-533	-622
投资活动产生现金流	-202	-353	-583	-513	-488
净资本支出	-308	-363	-500	-500	-500
长期投资变化	-5	3	0	0	0
其他资产变化	111	8	-83	-13	12
融资活动现金流	-1,961	-651	1,554	-770	953
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,090	-6	2,402	197	2,000
无息负债变化	-335	3,450	1,385	305	346
净现金流	651	1,802	2,358	1,715	3,605

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	12.4%	20.9%	13.4%	13.8%	14.0%
EBITDA 率	9.7%	9.5%	6.6%	6.9%	6.9%
EBIT 率	4.9%	5.8%	3.5%	4.0%	4.1%
税前净利润率	1.3%	2.9%	2.3%	2.7%	2.9%
归母净利润率	1.1%	2.3%	1.9%	2.1%	2.3%
ROA	1.2%	2.9%	2.6%	3.1%	3.2%
ROE (摊薄)	2.4%	6.3%	6.2%	7.0%	7.5%
经营性 ROIC	5.1%	7.2%	4.9%	5.9%	6.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	54%	58%	57%	58%
流动比率	1.72	2.58	2.68	3.59	4.02
速动比率	1.34	1.92	1.97	2.68	3.09
归母权益/有息债务	1.18	1.25	1.07	1.11	1.02
有形资产/有息债务	2.29	2.66	2.52	2.58	2.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	27,900	32,116	36,489	37,802	41,035
货币资金	7,767	9,569	11,927	13,642	17,247
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	190	165	206	217	229
应收票据	16	88	110	116	122
其他应收款 (合计)	18	3	4	4	5
存货	2,839	4,464	6,092	6,401	6,751
其他流动资产	221	225	320	346	375
流动资产合计	12,873	17,555	22,806	25,086	29,328
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	102	99	99	99	99
固定资产	12,770	12,100	11,163	10,161	9,142
在建工程	185	254	228	246	259
无形资产	1,271	1,213	1,152	1,095	1,040
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	170	299	394	394	394
非流动资产合计	15,027	14,561	13,683	12,716	11,707
总负债	13,788	17,232	21,018	21,520	23,866
短期借款	1,600	1,401	1,803	0	0
应付账款	856	2,038	2,782	2,923	3,083
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	42	116	211	238	267
流动负债合计	7,481	6,814	8,505	6,980	7,298
长期借款	5,924	9,951	11,951	13,951	15,951
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	188	287	382	409	438
非流动负债合计	6,307	10,418	12,513	14,540	16,568
股东权益	14,112	14,884	15,471	16,282	17,168
股本	1,599	1,599	1,599	1,599	1,599
公积金	6,553	6,578	6,669	6,759	6,759
未分配利润	5,357	6,100	6,575	7,221	8,012
归属母公司权益	13,536	14,280	14,847	15,583	16,374
少数股东权益	576	604	624	699	794

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.07%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
管理费用率	4.32%	4.29%	4.29%	4.29%	4.29%
财务费用率	1.33%	0.83%	1.24%	1.27%	1.20%
研发费用率	0.37%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
所得税率	14%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.08	0.22	0.22	0.27	0.31
每股经营现金流	1.76	1.75	0.87	1.87	1.96
每股净资产	8.46	8.93	9.28	9.74	10.24
每股销售收入	19.03	24.10	30.04	31.73	33.52

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	35	13	12	10	9
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.2	6.6	8.2	7.2	6.7
股息率	1.1%	3.1%	3.1%	3.8%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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与、不与，也将不会与本报告中具体的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 Everbright Securities(UK) Company Limited 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE