

2023年04月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

炼油主业景气度提升，与华锦阿美项目共同成长

—华锦股份（000059.SZ）公司深度报告

买入（首次）

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2023-04-20

| | |
|------------|-----------|
| 当前股价（元） | 7.06 |
| 总市值（亿元） | 113 |
| 总股本（百万股） | 1599 |
| 流通股本（百万股） | 1599 |
| 52周价格范围（元） | 5.53-8.87 |
| 日均成交额（百万元） | 204.54 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

国内炼化产能接近上限，炼厂价值迎来重估

国内原油一次加工能力在2025年控制在10亿吨，我国油品及炼油副产品将面临供应天花板。经济修复需求增长背景下产能提前受限，炼油产品有望结束长期过剩格局，在原油配额及税收稽查日益趋严背景下落后产能逐步淘汰，持续利好存量产能，优质炼化资产的价值有望得到重估。

需求恢复预期向好，炼油产品持续景气

2023年随着防疫政策改变，公路及民航等运输量加速释放，成品油需求修复。在供给侧产能扩张受限，成本端原油价格中枢下移，需求端基建托底，国际航班仍有较大恢复空间背景下成品油、沥青等炼油产品有望维持高景气。同时公司受益于粮食安全背景下尿素价格中枢上移，增厚盈利空间。

中沙携手，盘锦项目正式落子

华锦阿美项目投产后，华锦集团将合计拥有2300万吨年炼油产能。根据国资委世界一流示范企业应当利用上市平台、发挥资本市场资源配置功能指引，同时华锦股份表示将适时参与华锦集团及沙特阿美等共同投资的精细化工及原料工程项目，作为兵器集团唯一的石化上市平台，华锦股份将充分受益于母公司大型炼化项目的协同发展。

盈利预测

预测公司2023-2025年收入分别为465、460、676亿元，EPS分别为0.41、0.61、0.74元，当前股价对应PE分别为16.8、11.3、9.4倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

原油价格大幅下跌风险；经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 49,062 | 46,530 | 45,971 | 67,584 |
| 增长率（%） | 27.3% | -5.2% | -1.2% | 47.0% |
| 归母净利润（百万元） | 529 | 660 | 982 | 1,176 |
| 增长率（%） | -40.8% | 24.8% | 48.9% | 19.7% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.33 | 0.41 | 0.61 | 0.74 |
| ROE（%） | 3.5% | 4.4% | 6.6% | 8.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1、 央企兵器集团控股，聚焦石化主业..... | 5 |
| 1.1、 炼化一体化企业，受益集团优势 | 5 |
| 1.2、 专注三大主营，完善产业链结构 | 6 |
| 1.3、 油价波动盈利承压，资产负债结构健康 | 7 |
| 2、 双碳背景下炼化产能达到上限，炼厂价值迎来重估..... | 8 |
| 2.1、 双碳目标下政策收紧，炼化行业格局重塑 | 8 |
| 2.2、 炼油能力持续增长，产能结构迎来优化 | 9 |
| 2.3、 独立炼厂原油配额趋紧，开工率提升受限 | 11 |
| 2.4、 全球有效炼能下降，出口配额减速放缓 | 12 |
| 2.5、 优质炼化资产获得价值重估 | 14 |
| 3、 需求恢复预期向好，产品价差有望反弹..... | 15 |
| 3.1、 成品油仍有较大消费潜力待释放 | 15 |
| 3.2、 基建托底，沥青供需格局改善 | 18 |
| 3.3、 聚乙烯扩产进入尾声，ABS 仍有进口替代空间..... | 19 |
| 3.4、 发力原油储备及商品套保，降低成本及经营风险 | 21 |
| 4、 粮食安全背景下尿素价格中枢上移..... | 22 |
| 5、 中沙携手，盘锦项目正式落子..... | 24 |
| 6、 盈利预测及评级..... | 26 |
| 7、 风险提示..... | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2：公司股权结构..... | 5 |
| 图表 3：炼化产品结构..... | 6 |
| 图表 4：公司主要产品产能..... | 6 |
| 图表 5：公司营收结构（亿元）与同比增速(%) | 7 |
| 图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速 | 7 |
| 图表 7：公司分产品毛利率(%) | 7 |
| 图表 8：公司毛利率及净利率情况(%) | 7 |
| 图表 9：公司期间费用率(%) | 8 |
| 图表 10：公司资产负债率(%) | 8 |
| 图表 11：炼油行业部分相关政策..... | 9 |
| 图表 12：2017-2022 年国内新建及扩建一览表..... | 10 |
| 图表 13：2023-2030 年国内炼厂产能新增及淘汰预估(万吨)..... | 10 |
| 图表 14：国内炼厂产能(亿吨)及同比增幅预测 | 11 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 图表 15: 近年原油非国营贸易进口允许量走势(万吨) | 11 |
| 图表 16: 各类主体获批原油进口配额情况(万吨) | 11 |
| 图表 17: 国内综合炼油利润(元/吨) | 12 |
| 图表 18: 国内炼厂开工率(%) | 12 |
| 图表 19: 全球炼厂产能(百万吨) | 12 |
| 图表 20: 2021 年全球炼油产能分布 | 12 |
| 图表 21: 北美炼厂资本支出(百万美元) | 13 |
| 图表 22: 全球炼厂净新增(百万桶/天) | 13 |
| 图表 23: 俄罗斯成品油出口船期(千桶/天) | 13 |
| 图表 24: 全球炼油利润(美元/桶) | 13 |
| 图表 25: 国内成品油出口利润(元/吨) | 14 |
| 图表 26: 中国成品油出口配额量走势图(万吨) | 14 |
| 图表 27: EIA 世界石油需求预测(百万桶/天) | 14 |
| 图表 28: EIA 中国石油需求预测(百万桶/天) | 14 |
| 图表 29: 中国汽油供需平衡情况(万吨) | 15 |
| 图表 30: 中国汽油价格及价差(元/吨) | 15 |
| 图表 31: 国内汽油消费结构 | 15 |
| 图表 32: 中国汽油车保有量及预测(万辆) | 15 |
| 图表 33: 国内汽油车保有量预测(万辆) | 16 |
| 图表 34: 中国柴油供需平衡情况(万吨) | 16 |
| 图表 35: 中国柴油需求结构 | 16 |
| 图表 36: 混合芳烃及轻循环油进口大减(万吨) | 17 |
| 图表 37: 白油与柴油价格趋近(元/吨) | 17 |
| 图表 38: 中国煤油供需平衡情况(万吨) | 17 |
| 图表 39: 中国航煤均价(元/吨) | 17 |
| 图表 40: 中国民航客运量与航煤表需同比增速拟合 | 18 |
| 图表 41: 我国民航客运量及货运量 | 18 |
| 图表 42: 沥青下游需求结构 | 18 |
| 图表 43: 沥青需求量与公路建设投资增速拟合 | 18 |
| 图表 44: 东北-山东沥青价差扩大(元/吨) | 19 |
| 图表 45: 沥青-原油裂解价差整体回升(元/吨) | 19 |
| 图表 46: 聚烯烃表观消费量(万吨)及增速 | 19 |
| 图表 47: 国内聚乙烯/聚丙烯均价(元/吨) | 19 |
| 图表 48: 国内苯乙烯供需平衡情况(万吨) | 20 |
| 图表 49: 国内苯乙烯价格(元/吨) | 20 |
| 图表 50: 国内丁二烯供需平衡情况(万吨) | 20 |

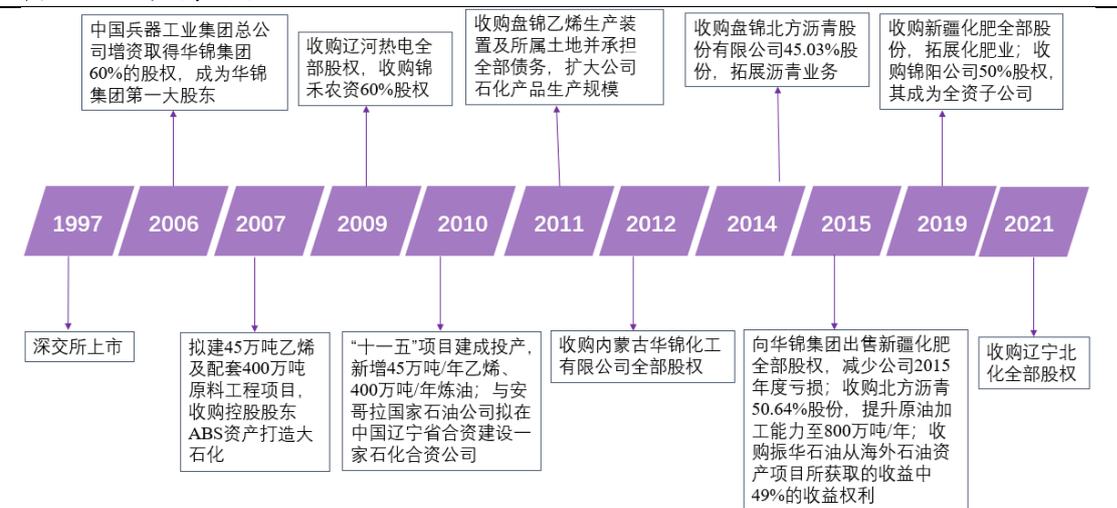
| | |
|--|----|
| 图表 51: 国内丁二烯价格(元/吨) | 20 |
| 图表 52: 国内 ABS 供需平衡情况(万吨) | 20 |
| 图表 53: 国内 ABS 价格(元/吨) | 20 |
| 图表 54: 原油季度价差(美元/桶)与公司季度净利润(亿元) | 21 |
| 图表 55: 期货套保平滑企业利润 | 22 |
| 图表 56: 买入套保控制原油采购成本(布伦特远期曲线, 美元/桶) | 22 |
| 图表 57: 负基差利于沥青生产企业卖出套保(元/吨) | 22 |
| 图表 58: 高利润区间双边套保锁定加工利润(元/吨) | 22 |
| 图表 59: 国内尿素供需平衡情况(万吨) | 23 |
| 图表 60: 国内尿素需求结构 | 23 |
| 图表 61: 粮食产量与化肥施用量(万吨) | 23 |
| 图表 62: 国内种植面积(千公顷) | 23 |
| 图表 63: 主要粮食作物现货价格走势(元/吨) | 24 |
| 图表 64: 主要粮食产品种植利润(元/吨) | 24 |
| 图表 65: 尿素生产成本(元/吨) | 24 |
| 图表 66: 尿素价格及气制尿素毛利(元/吨) | 24 |
| 图表 67: 一带一路战略 | 25 |
| 图表 68: 沿线国家、人口及经济规模等 | 25 |
| 图表 69: 华锦阿美项目开工仪式 | 25 |
| 图表 70: 公司业绩拆分与盈利预测 | 26 |

1、央企兵器集团控股，聚焦石化主业

1.1、炼化一体化企业，受益集团优势

华锦股份作为兵器集团唯一的石化上市平台，成立于1997年，在深交所上市，总部位于辽宁省盘锦市。2006年，中国兵器集团通过增资扩股获得华锦集团60%股权成为公司实际控制人。随后，华锦集团先后收购了控股股东的ABS资产和北方沥青45%的股权，拓展了精细化工和沥青业务。2021年，公司收购了辽宁北化全部股权，进一步发展润滑油基础油业务。公司的业务逐渐拓展，形成了石油化工、化学肥料和道路沥青三大主营板块。

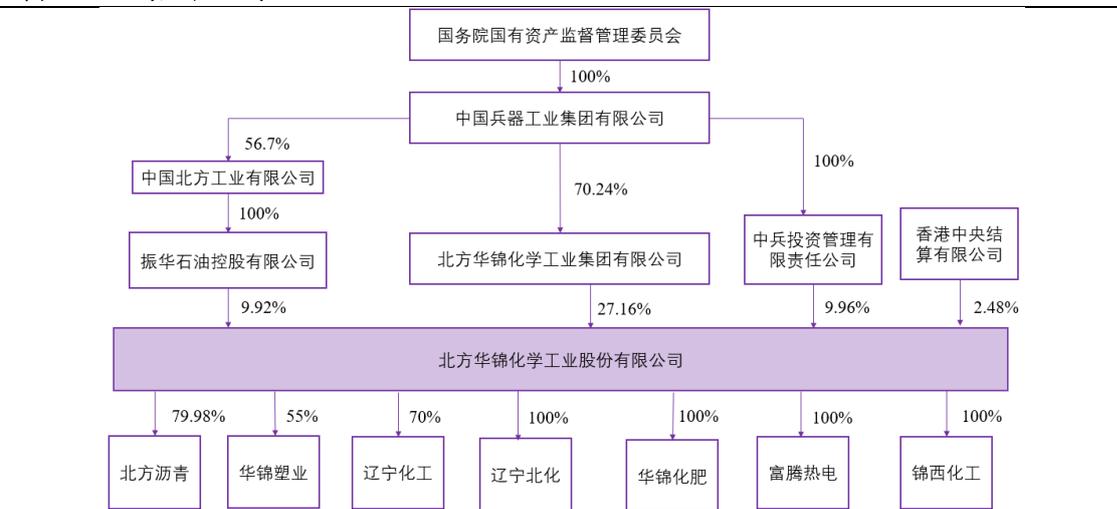
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

兵器集团是中国最大的国防和军工装备研制、生产和营销企业之一，综合竞争力较强。上游通过旗下的能源企业参与石油和天然气勘探、开发和生产，为石油化工生产提供了原材料；下游方面，兵器集团的化工产业涉及到石油的深加工、化学品的生产和销售等众多领域。华锦股份作为兵器集团下属唯一石化上市平台，可以在原油采购、石化生产销售方面得到集团公司的大力支持，为公司发展提供保障。

图表 2：公司股权结构

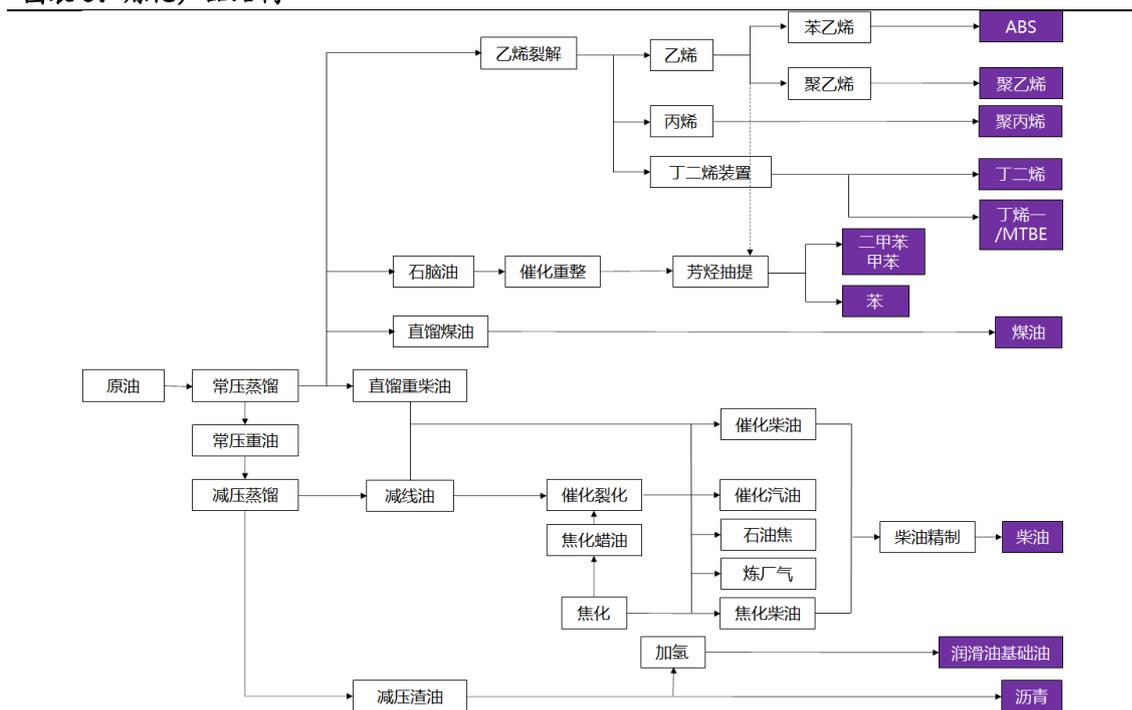


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.2、专注三大主营，完善产业链结构

华锦股份的产品结构主要分为三大板块：石油化工、化学肥料和道路沥青。在石油化工板块，公司主要生产柴油、煤油和乙烯、丙烯、苯乙烯等化工产品。在化学肥料板块，公司生产尿素、复合肥等肥料产品，主要应用于农业领域。在道路沥青板块，公司生产各种不同类型的沥青产品，主要应用于公路、桥梁和隧道等建设领域。作为国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，形成了成品油、中间石化产品、ABS 合成树脂和尿素的纵向一体化产业链。

图表 3：炼化产品结构



资料来源：公司债券募集说明书，华鑫证券研究

石化方面，目前公司有 800 万吨/年原油加工（包括老基地 600 万吨和北方沥青 200 万吨）、50 万吨/年乙烯、180 万吨/年柴油、80 万吨/年沥青的产能；在化学肥料方面，公司拥有 132 万吨/年尿素、83 万吨/年液氨和 6 万吨/年甲醇的生产规模；精细化工产品产能包括 10 万吨/年丁二烯和 14 万吨/年 ABS 制品及副品。

图表 4：公司主要产品产能

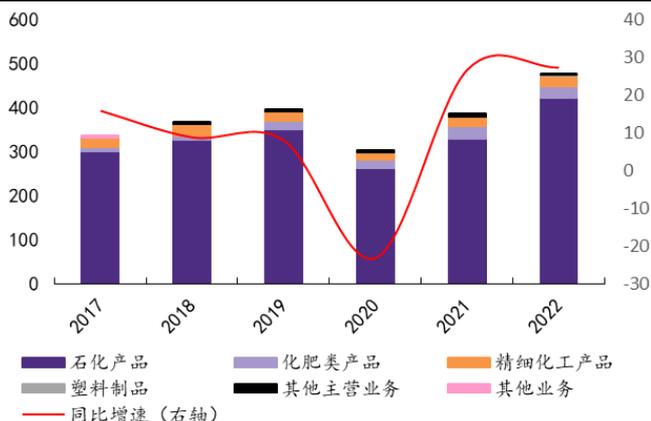
| 产品 | 产能 (万吨) | 产品 | 产能 (万吨) |
|--------------|---------|-----------|---------|
| 原油加工 (含北方沥青) | 800 | 聚苯乙烯 | 4 |
| 石化产品 | | 石油甲苯 | 13.55 |
| 柴油 | 180 | 苯乙烯 | 15 |
| 煤油 | 80 | 精细化工产品 | |
| 沥青 | 80 | ABS 制品及副品 | 14 |
| 润滑油基础油 | 90 | 丁二烯 | 10 |
| 乙烯 | 50 | 化肥 | |
| 聚乙烯 | 30 | 尿素 | 132 |
| 聚丙烯 | 29 | 液氨 | 83 |
| 燃料油 | 5.4 | 甲醇 | 6 |

资料来源：公司债券跟踪评级报告，公司公告，华鑫证券研究

1.3、油价波动盈利承压，资产负债结构健康

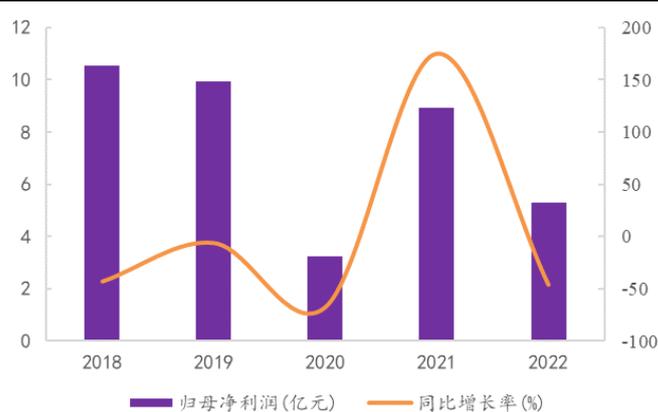
石化产品贡献公司主要盈利。2022 年公司营收 490.62 亿元，同比增长 27.26%。其中石化产品收入为 422.49 亿元，占该年营业总收入的 86.11%；化肥类产品营收占比为 5.44%；精细化工产品营收占比为 4.97%。石化板块产品种类丰富，包括了石化产品、精细化工产品等，是公司营业收入的主要来源。2022 年归属母公司净利润为 5.29 亿元，同比下降 45.89%，扣非净利润为 4.83 亿元，同比下降 45.95%。

图表 5：公司营收结构（亿元）与同比增速（%）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

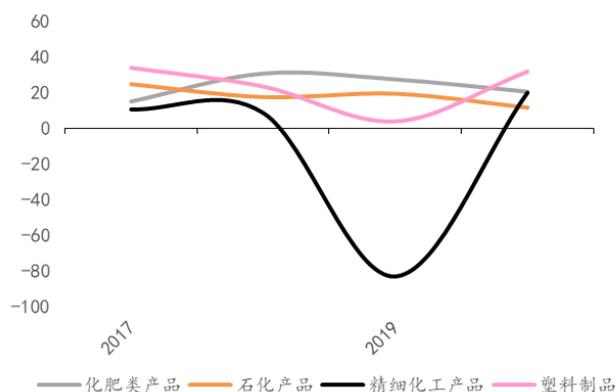
图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

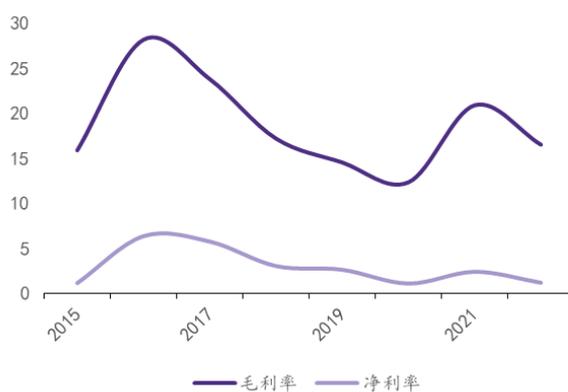
两头承压公司毛利率/净利率短暂下降。2022 年受到国际政治动荡影响，美元汇率持续走高，公司进口原油成本上升；同时受疫情影响，公司主要化工品下游消费市场持续低迷，产品价格上涨幅度低于原材料上涨幅度，导致公司毛利及净利率减少。公司近年来分产品毛利率中，化肥的毛利率长期占据首位。2022 年石化产品、化肥类产品、精细化工产品以及塑料制品毛利率分别为 16.21%、39.32%、9.5%、21.97%。

图表 7：公司分产品毛利率（%）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

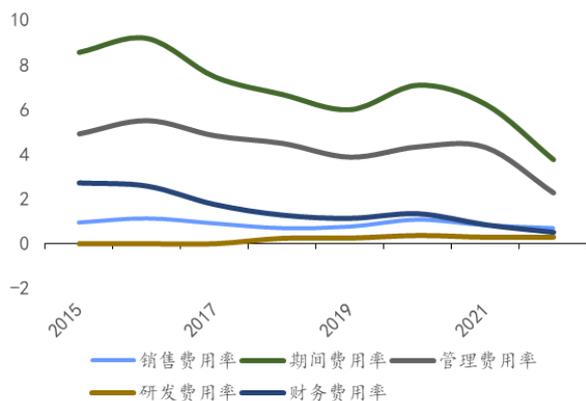
图表 8：公司毛利率及净利率情况（%）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

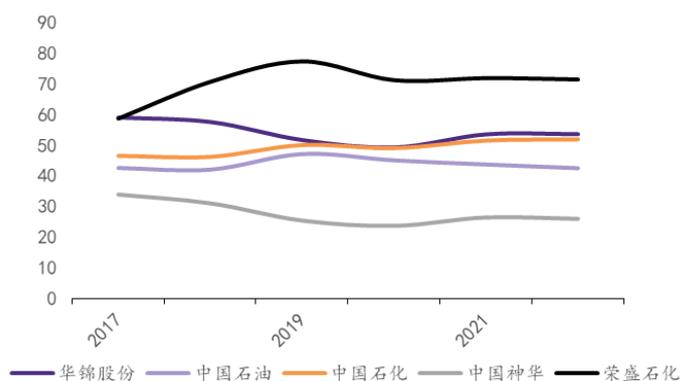
公司的期间费用率由于规模效应在近年来呈现下降趋势，2022 年期间费用率为 3.76%，较 2021 年大幅下降。公司持续进行科技研发，自 2017 年以来增加研发投入稳定在 1 亿左右。公司持续优化资产结构，2017-2020 年资产负债率呈现下降趋势，从 59.11% 下降到 49.42%，2021 年和 2022 年公司资产负债率略有上升，2022 年公司资产负债率为 53.72%。整体来看，公司的资产负债结构较为健康，可以为后续经营提供保障。

图表 9: 公司期间费用率 (%)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 10: 公司资产负债率 (%)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2、双碳背景下炼化产能达到上限，炼厂价值迎来重估

2.1、双碳目标下政策收紧，炼化行业格局重塑

2020 年 9 月 22 日，习近平总书记在第 75 届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，表明我国能源低碳化转型进入新阶段。

2021 年，中央密集出台政策坚决遏制高耗能、高排放项目发展。对炼油行业，涉及相关政策主要包括以下几方面：严控新增炼油能力，未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建和改扩建炼油项目；推动过剩产能有序退出和转移，完善产能置换政策；推动炼油行业碳达峰，提出了行业节能降碳的行动目标、重点任务和工作要求；加快炼厂绿色改造提升，对标全球先进能效水平，实现绿色高质量发展。

图表 11：炼油行业部分相关政策

| 发布时间 | 发布单位 | 政策 | 炼油相关内容 |
|----------|---------------------------------|--|---|
| 2021年5月 | 生态环境部 | 《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》 | 对 炼油 、乙烯等环境影响大或环境风险高的项目类别，不得以改革试点名义随意下放环境影响评价审批权限或降低审批要求 |
| 2021年10月 | 国务院 | 《2030年前碳达峰行动方案》 | 到2025年，国内原油一次加工能力控制在 10亿吨以内 ，主要产品产能利用率提升至80%以上 |
| 2021年10月 | 中共中央、国务院 | 《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》 | 坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展。未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建改扩建 炼油 项目。提升高耗能高排放项目能耗准入标准，强产能过剩分析预警和窗口指导 |
| 2021年10月 | 发改委等五部门 | 《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025年）》 | 对标全球先进能效水平，合理设置炼油（7.5千克标准油/吨·能量因数）的能效标杆水平。推动 200万吨/年及以下炼油装置淘汰退出 ，严禁新建1000万吨/年以下常减压、150万吨/年以下催化裂化、100万吨/年以下连续重整、150万吨/年以下加氢裂化，80万吨/年以下石脑油裂解制乙烯等装置 |
| 2021年11月 | 中共中央、国务院 | 《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》 | 坚决遏制高耗能、高排放项目盲目发展，严控新增 炼油 产能 |
| 2022年4月 | 工业和信息化部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部、能源局 | 《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》 | 到2025年，石化化工行业基本形成自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局。大宗化工产品产能利用率达到80%以上，乙烯当量保障水平大幅提升，化工新材料保障水平达75%以上 |
| 2018年11月 | 山东省人民政府 | 《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》 | 力争到2022年将位于城市人口密集区和炼油能力在 300万吨及以下的地炼企业炼油产能 进行整合转移；到2025年，将500万吨及以下地炼企业的炼油产能分进行整合转移，全省地炼行业原油加工能力由目前（2018）的1.3亿吨/年，压减到9000万吨/年，成品油（汽煤柴）收率降至40%左右。 |
| 2022年6月 | 广东省发改委 | 《广东省人民政府关于印发广东省碳达峰实施方案的通知》 | 到2030年，钢铁、水泥、 炼油 、乙烯等重点行业整体能效水平和碳排放强度达到国际先进水平。到2030年，原油加工和乙烯单位产品碳排放比2020年分别下降4%和5%以上 |

资料来源：政府公告，华鑫证券研究

2.2、炼油能力持续增长，产能结构迎来优化

截至 2022 年中国千万吨及以上炼油厂已经增加至 33 家，成为世界第一炼油大国。2022 年中国总炼油能力超 9.47 亿吨，已经超过美国领跑全球。

图表 12: 2017-2022 年国内新建及扩建一览表

| 隶属 | 地区 | 企业名称 | 所属集团 | 新增产能(万吨) | 投产时间 | 类型 |
|----|----|----------|--------|----------|-------|------|
| 主营 | 云南 | 云南石化 | 中石油 | 1300 | 2017 | 新建 |
| | 广东 | 惠州炼化二期 | 中海油 | 1000 | 2017 | 扩建 |
| | 河北 | 华北石化 | 中石油 | 500 | 2018 | 扩建 |
| | 江苏 | 中海油气泰州 | 中海油 | 150 | 2019 | 扩建 |
| | 福建 | 泉州炼化 | 中化集团 | 300 | 2020 | 扩建 |
| | 河南 | 洛阳石化 | 中石化 | 200 | 2020 | 扩建 |
| | 广东 | 中科炼化一期 | 中石化 | 1000 | 2020 | 新建 |
| | 江苏 | 镇海炼化 | 中石化 | 400 | 2021 | 扩建 |
| | 广东 | 广东石化 | 中石油 | 2000 | 2022 | 新建 |
| 民营 | 山东 | 清沂山石化 | 清源集团 | 300 | 2017 | 新建 |
| | 山东 | 永鑫化工 | 永鑫化工 | 350 | 2017 | 新建 |
| | 广东 | 惠州炼化二期 | 中海油 | 1000 | 2017 | 扩建 |
| | 山东 | 山东海化 | 山东海化集团 | 240 | 2018 | 新建 |
| | 山东 | 东营石化 | 中海化工 | 350 | 2018 | 新建 |
| | 东北 | 恒力石化 | 恒力集团 | 2000 | 2018 | 新建 |
| | 浙江 | 浙江石化(一期) | 荣盛集团 | 2000 | 2019 | 新建 |
| | 广东 | 中谷石化 | 中谷石化 | 500 | 2019 | 扩建 |
| | 广东 | 珠海华峰 | 珠海华峰 | 380 | 2019 | 扩建 |
| | 山东 | 金诚石化 | 金诚石化 | 290 | 2019 | 扩建 |
| | 四川 | 盛马化工 | 盛马化工 | 240 | 2019 | 闲置重启 |
| | 浙江 | 浙江石化(二期) | 荣盛集团 | 2000 | 2020 | 新建 |
| | 辽宁 | 辽宁宝来 | 辽宁宝来 | 1000 | 2021 | 扩建 |
| | 江苏 | 盛虹炼化 | 盛虹炼化 | 1600 | 2022 | 新建 |
| | 合计 | | | | 19100 | |

资料来源: 隆众资讯, 华鑫证券研究

2022 年海科化工、科力达石化、成达新能源三家炼厂并入山东裕龙炼化项目, 淘汰产能 740 万吨/年。预计 2023-2030 年, 落后产能淘汰及裕龙石化二期整合淘汰的合计产能预计将在 6000 万吨左右。同时中石化的镇海炼化、裕龙岛炼化一体化项目、中海油大榭石化、华锦石化产能属于在建中, 旭阳炼裕龙炼化二期正在规划建设。整体来看, 近年来中国小型炼厂生存空间陆续被挤压, 炼化一体化快速发展, 成为国内炼厂转型的新趋势。

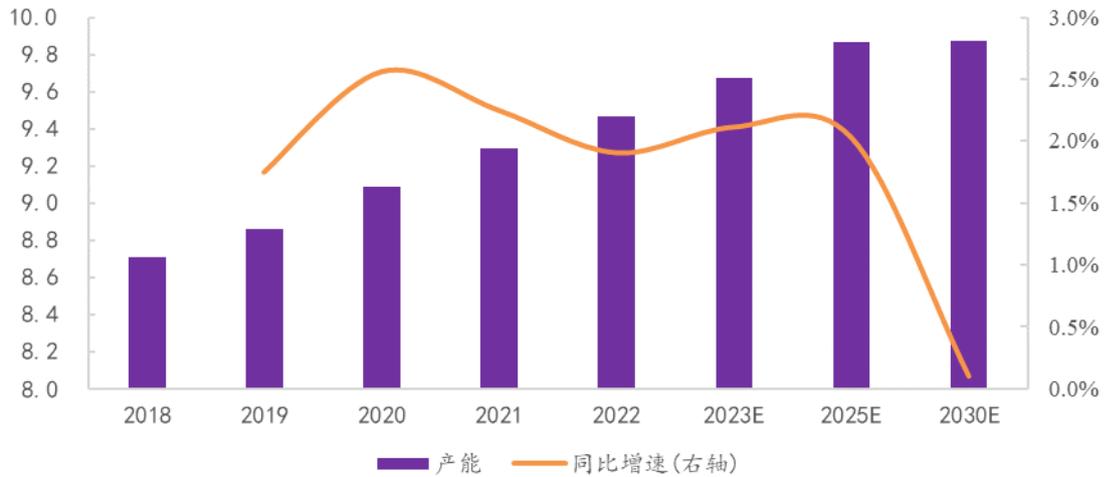
图表 13: 2023-2030 年国内炼厂产能新增及淘汰预估(万吨)

| 生产企业 | 省份 | 集团归属 | 常减压产能 | 投产时间 | 性质 |
|-----------|-----|------|-------|------------|----|
| 裕龙炼化一期 | 山东 | 裕龙石化 | 2000 | 2023年底 | 在建 |
| 宁波大榭 | 浙江 | 中海油 | 600 | 2024年 | 在建 |
| 镇海炼化 | 浙江 | 中石化 | 1100 | 2024年 | 在建 |
| 旭阳炼化 | 河北 | 旭阳集团 | 1500 | 2025年 | 规划 |
| 华锦石化 | 辽宁 | 华锦化学 | 1500 | 2025年 | 在建 |
| 古雷石化 | 福建 | 中石化 | 1600 | 2026年 | 拟建 |
| 裕龙炼化二期 | 山东 | 裕龙石化 | 2000 | - | 规划 |
| 大庆中蓝 | 黑龙江 | 中化能源 | 220 | | |
| 辽宁缘泰 | 辽宁 | 鞍炼集团 | 300 | 2023-2025年 | 淘汰 |
| 大连锦源 | 辽宁 | 大连锦源 | 220 | | |
| 其他可能退出的产能 | | | 2000 | | |
| 其他可能退出的产能 | | | 3500 | 2026-2030年 | 淘汰 |
| 合计新增 | | | 4060 | | |

资料来源: 隆众资讯, 华鑫证券研究

预计 2023-2030 年, 国内新增总炼油能力一亿吨左右, 落后产能将被淘汰或整合, 炼油能力在 200 万吨/年以下的炼厂或将加速退出市场, 合计新增炼油能力在 4000 万吨左右。

图表 14: 国内炼厂产能(亿吨)及同比增幅预测

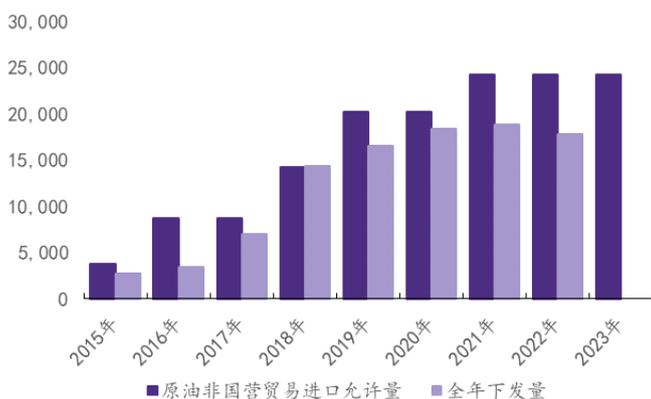


资料来源: 金联创, 华鑫证券研究

2.3、独立炼厂原油配额趋紧，开工率提升受限

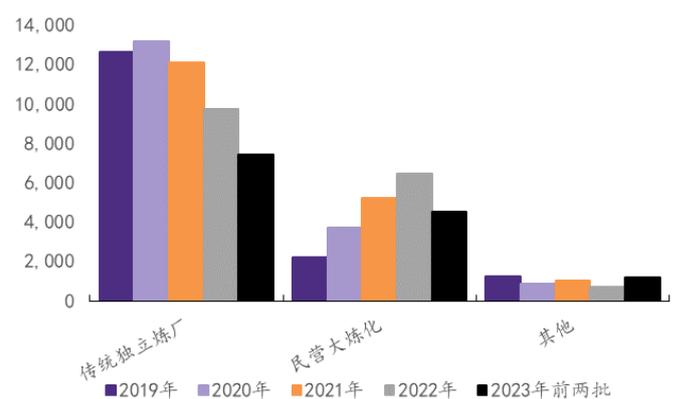
2023 年原油非国营贸易进口允许量为 2.43 亿吨，自 2021 年以来连续三年持稳。2022 年原油配额下发量较 2021 年同比下滑 5.6%，代表着独立炼厂进口原油告别高速增长期，以更符合国内能源转型与合规经营的要求。2022 年传统地炼获批原油配额占比由 2018 年的 84% 降至 56%；大炼化则由 3% 升至 38%。2023 年前两批配额中传统独立炼厂占 56%，民营大炼化占 36%，其他企业主体占 8%。大炼化积极实施“降油增化”，着力发展高附加值高端化工品；传统地炼装置配套程度不高，产品调整空间有限，民营大炼化与传统独立炼厂配额此消彼长，将对下游化工品产品结构产生较大冲击。

图表 15: 近年原油非国营贸易进口允许量走势(万吨)



资料来源: 金联创, 华鑫证券研究

图表 16: 各类主体获批原油进口配额情况(万吨)



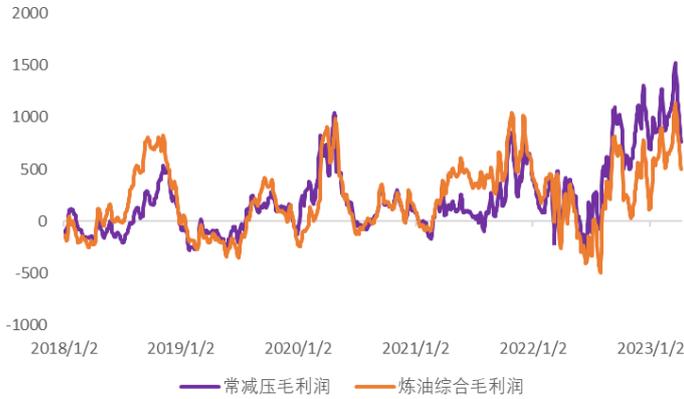
资料来源: 隆众资讯, 华鑫证券研究

进口配额发放及交易监管趋严，独立炼厂原料紧张。倒卖进口原油违反《行政许可法》等法律法规和原油成品油管理相关规定，违反国家产业政策，严重扰乱油品市场秩序，助长违规地炼企业落后产能盲目发展及一些地方违规审批地炼项目，间接造成了国家财政税收的流失。进口配额监管趋严，部分地炼配额日趋紧张甚至失去配额，开工率下降。

税收监管趋严，非正规炼能加速淘汰。近年围绕成品油税收各个环节，国家相关部门

出台了很强有力的措施。随着税收信息化系统逐步完善，企业偷逃税的空间日趋减少。包括山东在内的多省市陆续开展了成品油税收整治行动，推动炼油领域企业进行低碳转型。

图表 17: 国内综合炼油利润(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

图表 18: 国内炼厂开工率(%)

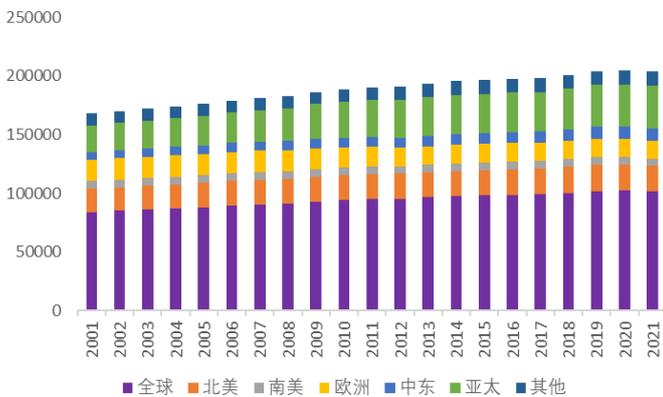


资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

2.4、全球有效炼能下降，出口配额减速放缓

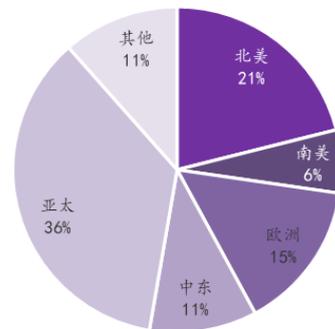
全球炼厂产能首次萎缩，重心转移向亚太地区。受炼厂利润下滑影响，2020-2021 年全球炼厂产能出现萎缩，根据 EA 数据，2020 及 2021 年全球炼能分别减少 46.7、44.5 万桶/天。其中北美关停的炼油产能最多，合计退出 122 万桶/日炼油产能，其次是欧洲。美国炼油厂的去产能除疫情冲击因素外，还有环保政策等对投资的压制。由于炼厂投资周期较长，即使当前炼油利润较好，但是在新能源转向大背景下，北美大型炼油企业并没有投资新炼厂的动力。北美和欧洲地区炼能占比超 70%，重心由欧美向亚太转移。根据 OPEC 的预测，2023 至 2027 年全球炼油能力将增加约 530 万桶/日，其中大部分将在亚太地区（270 万桶/日），未来全球炼厂产能年均增速约为 1%。

图表 19: 全球炼厂产能(百万吨)



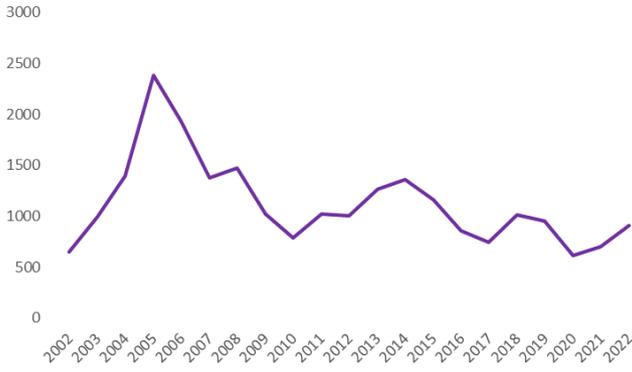
资料来源: BP, 华鑫证券研究

图表 20: 2021 年全球炼油产能分布



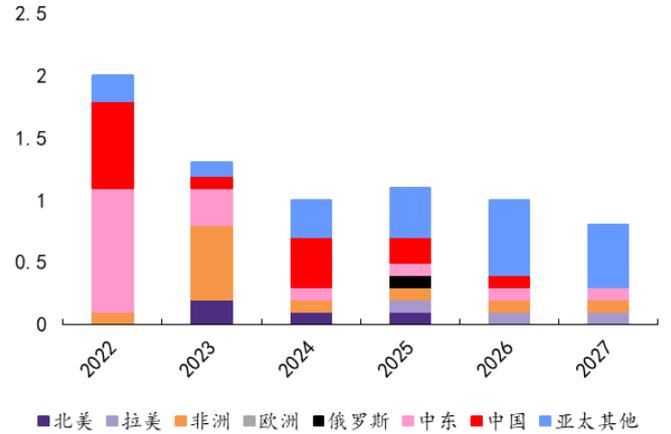
资料来源: BP, 华鑫证券研究

图表 21: 北美炼厂资本支出 (百万美元)



资料来源: BLOOMBERG, 华鑫证券研究

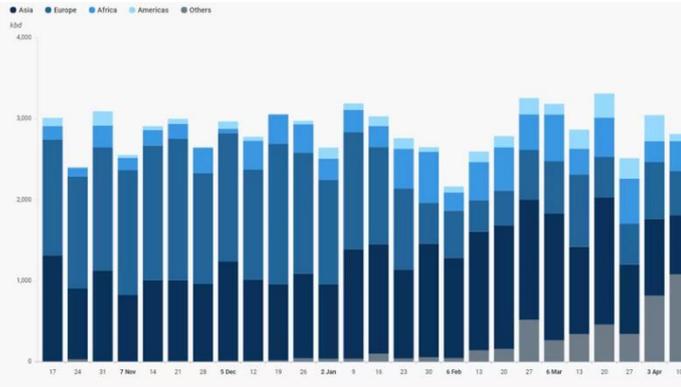
图表 22: 全球炼厂净新增 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 华鑫证券研究

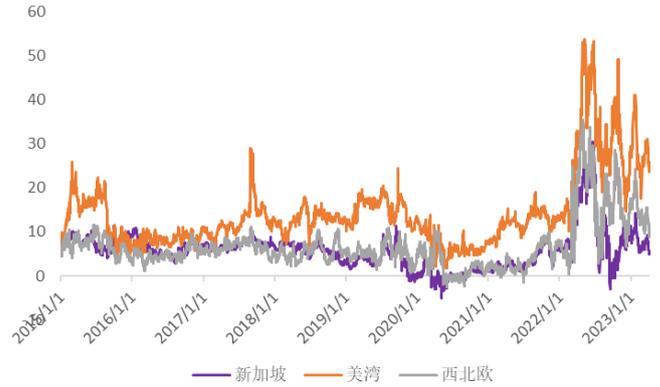
由于俄乌冲突的影响, 俄罗斯成品油出口将受阻。自 2023 年 2 月欧盟对成品油禁运生效, 俄罗斯 2 月份的石油出口量下降了 50 万桶/天, 至 750 万桶/天。受影响最大的是柴油和燃料油市场, 这两个市场是俄罗斯最大的燃料出口和收入来源。俄罗斯 2 月柴油出口量下降逾 10 万桶, 至 83 万桶/日, 燃料油出口量下降约 17 万桶/日, 至 61.4 万桶/日。俄罗斯油品出口的下降将进一步加剧全球炼油产品供需的紧张。

图表 23: 俄罗斯成品油出口船期 (千桶/天)



资料来源: KPLER, 华鑫证券研究

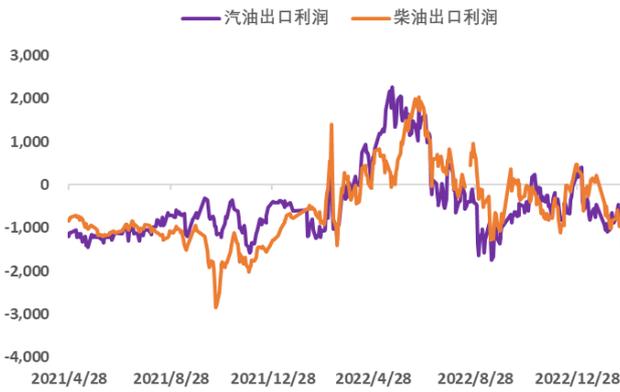
图表 24: 全球炼油利润 (美元/桶)



资料来源: PLATTS, 华鑫证券研究

十四五开端成品油出口政策大力收紧, 近期趋向放松。双碳及优化市场目标的指导下, 十四五时期炼油行业调整力度加深, 国内政策针对传统地炼落后产能淘汰、社会隐形资源治理等方面发力, 出口必要性下降。2023 年首批成品油出口配额总量为 1899 万吨(中国兵器集团 20 万吨), 同比上涨 599 万吨或 49%。未来成品油出口或呈现适度放松紧缩力度的趋势, 预计 2023 年全年配额不高于 2022 年的 3725 万吨, 下发总量或接近 3700 万吨。若稳外贸仍是重要发力点, 不排除进一步放宽出口的可能性, 则有望超过 2022 年水平。

图表 25: 国内成品油出口利润(元/吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 26: 中国成品油出口配额量走势图(万吨)

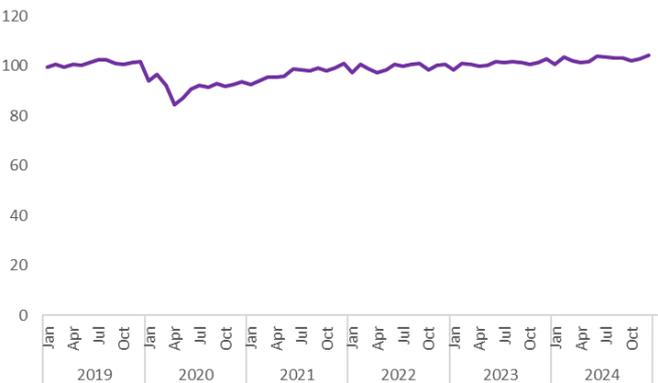


资料来源: 金联创, 华鑫证券研究

2.5、优质炼化资产获得价值重估

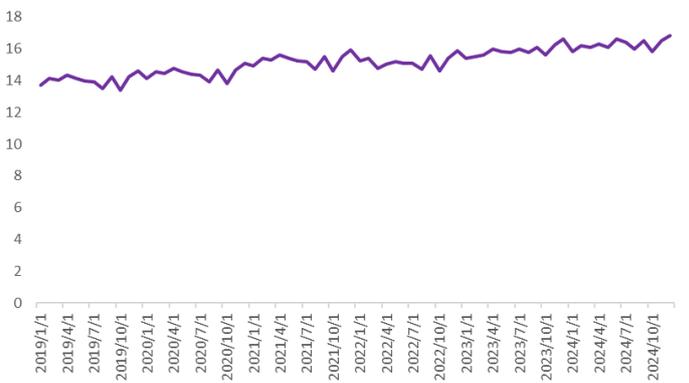
上游炼化产能增长受到限制, 下游需求持续提升。根据美国能源情报署(EIA), 随着新冠疫情消退和全球经济全面开放, 全球汽油和柴油等液体燃料的消费量将持续上升。2023 年全球石油日均需求将自 2019 年以来首次超过 1 亿桶, 至 2024 年底将超过 1.04 亿桶。随着此前被压抑的运输燃料消费被释放, 尤其是汽油和航煤, 同时石化产品需求也在逐步恢复, 预计 2023 年中国石油消费将增长 71 万桶/日, 占全球消费增量的一半左右。

图表 27: EIA 世界石油需求预测(百万桶/天)



资料来源: EIA, 华鑫证券研究

图表 28: EIA 中国石油需求预测(百万桶/天)



资料来源: EIA, 华鑫证券研究

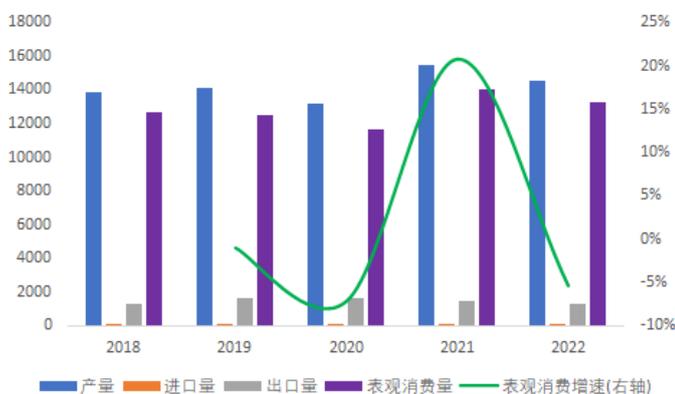
原油一次加工能力在 2025 年控制在 10 亿吨, 预示着我国炼油一次加工的最大产能是 10 亿吨, 我国油品及炼油副产品将面临供应的天花板。需求增长背景下产能提前受限, 炼油产品有望结束长期过剩格局, 在原油配额及税收稽查日益趋严背景下落后产能逐步淘汰, 持续利好存量产能。同时背靠中国市场, 配套水平和运营能力优秀的新建或在建的炼化项目正受到全球资本市场青睐, 优质炼化资产的价值有望得到重估。

3、需求恢复预期向好，产品价差有望反弹

3.1、成品油仍有较大消费潜力待释放

2018-2021 年中国炼油装置负荷整体保持较高水平，汽油产量整体呈上涨趋势。中国汽车保有量稳步增长，为国内汽油需求提供有力支撑。2022 年，中国汽油供需矛盾较明显。受疫情影响居民出行频次减少，对汽油的终端消费形成明显利空。汽油零售价格持续高位，居民对高油价接受程度有限，电动车或乘坐公共交通工具出行频率增加，这在一定程度上抑制汽油终端消费。受利润下滑及库存较高等因素影响，中国汽油产量及进口量双双下降。

图表 29：中国汽油供需平衡情况(万吨)



资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

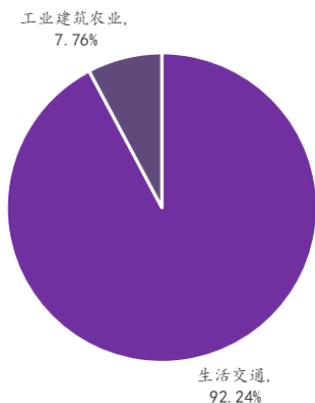
图表 30：中国汽油价格及价差(元/吨)



资料来源：卓创资讯，WIND，华鑫证券研究

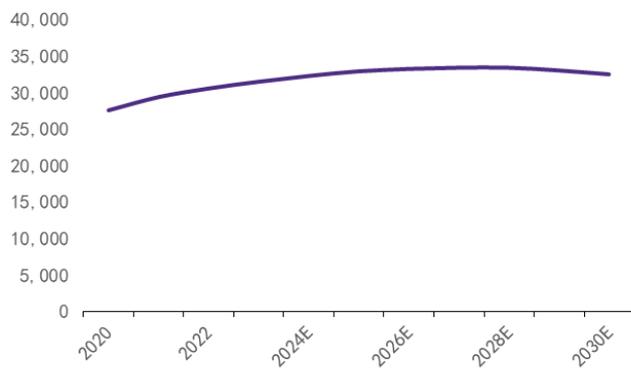
汽油需求仍将增长。2022 年我国汽油供应量达到 1.45 亿吨，同比下降 6%左右。按照《2030 年前碳达峰行动方案》要求，为了实现 10 亿吨炼油产能上限及复杂炼厂减油增化的趋势，我国汽油产量预计长期保持在 1.5 亿吨左右。需求端快速发展的新能源汽车对汽油消费替代作用愈发明显，但根据预测，汽油车保有量将于 2027 年达到峰值，汽油需求量拐点离现在仍有 5 年，长时间内汽油仍维持增长态势，供需状态逐步趋紧。

图表 31：国内汽油消费结构



资料来源：隆众资讯，华鑫证券研究

图表 32：中国汽油车保有量及预测(万辆)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

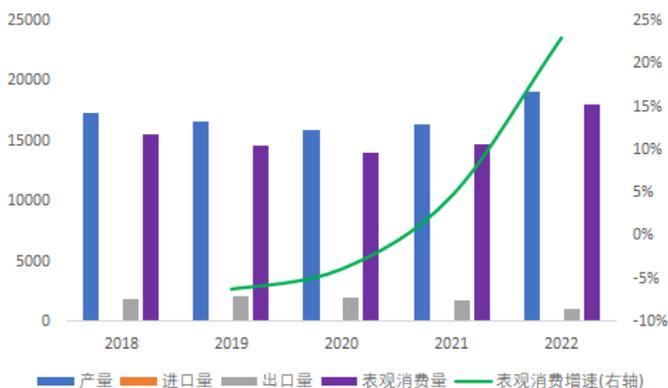
图表 33: 国内汽油车保有量预测(万辆)

| | 乘用车销量 | 新能源乘用车销量 | 汽车保有量 | 新能源汽车保有量 | 新能源车保有量占比 | 汽油车保有量 |
|-------|-------|----------|-------|----------|-----------|--------|
| 2018 | 2254 | | 24028 | | | |
| 2019 | 2103 | | 26000 | | | |
| 2020 | 1961 | 111 | 28100 | 492 | 2% | 27608 |
| 2021 | 2050 | 299 | 30200 | 784 | 3% | 29416 |
| 2022 | 2082 | 566 | 31900 | 1310 | 4% | 30590 |
| 2023E | 2144 | 736 | 33566 | 2046 | 6% | 31520 |
| 2024E | 2209 | 920 | 35271 | 2966 | 8% | 32306 |
| 2025E | 2275 | 1104 | 37017 | 4069 | 11% | 32948 |
| 2026E | 2343 | 1302 | 38620 | 5351 | 14% | 33269 |
| 2027E | 2414 | 1498 | 40261 | 6822 | 17% | 33439 |
| 2028E | 2486 | 1722 | 41942 | 8511 | 20% | 33432 |
| 2029E | 2561 | 1929 | 43454 | 10397 | 24% | 33057 |
| 2030E | 2637 | 2122 | 45005 | 12467 | 28% | 32538 |

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

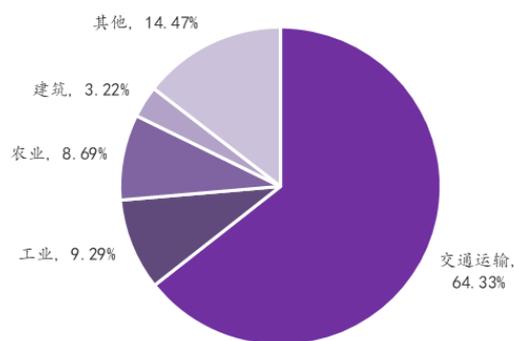
2022 年中国柴油产量在 19126 万吨, 固定资产投资、物流业经济指数及仓储指数等数据较乐观, 支撑柴油需求稳健。2022 年因成品油出口配额下发量较少, 中国柴油出口量同比明显收窄, 净出口量为 1050 万吨, 中国市场柴油表观消费量 18077 万吨。

图表 34: 中国柴油供需平衡情况(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

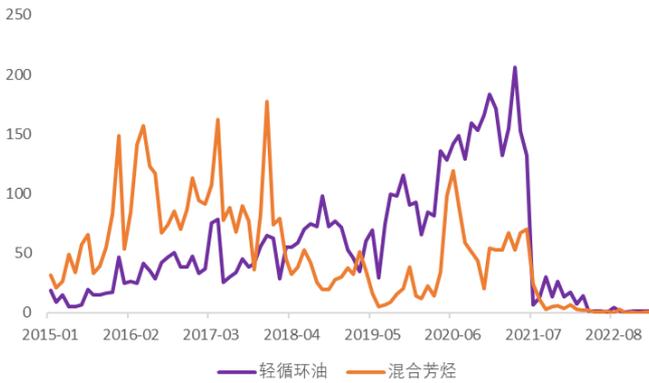
图表 35: 中国柴油需求结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研究

2021 年 5 月 12 日, 财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于对部分成品油征收进口环节消费税的公告》, 指出对进口混合芳烃及轻循环油, 视同石脑油按 1.52 元/升的单位税额征收进口环节消费税。轻循环油是一种低质量的馏分油, 可以直接被调合成柴油, 因此往往作为柴油替代品进口。加征消费税后进口经济性下降, 市场成交迅速转弱。2020 年国内进口轻循环油 1576 万吨, 约占当年柴油表观消费量 10%, 2022 年轻循环油进口量为 53 万吨, 已基本可忽略不计。轻循环油进口量大幅下降等同减少柴油供应量, 同时部分工业白油纳入消费税范畴, 导致部分非标柴油产能退出, 给柴油价格带来支撑。

图表 36: 混合芳烃及轻循环油进口大减(万吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

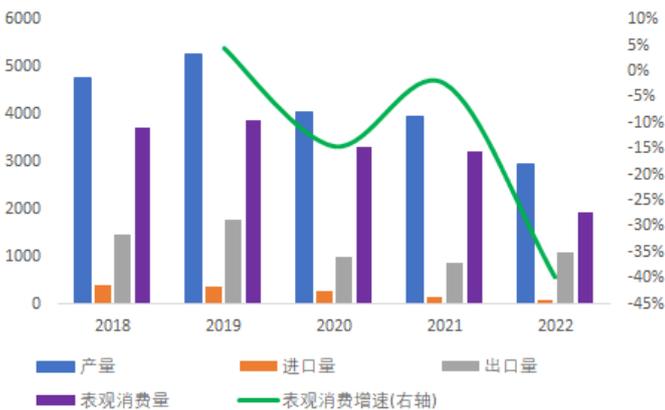
图表 37: 白油与柴油价格趋近(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

2010 年以来, 煤油市场表观消费量呈逐年增长态势, 其中, 民航运输业为航煤需求市场增长提供强力支撑。2019 年煤油表观需求量为 3870 万吨, 同比增长 4.3%。2020 年开始受疫情影响, 民航运输业承受较大冲击, 煤油整体表观消费量出现下滑, 2022 年煤油年度表观消费量为 1945 万吨, 同比大幅下降 40%。

图表 38: 中国煤油供需平衡情况(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

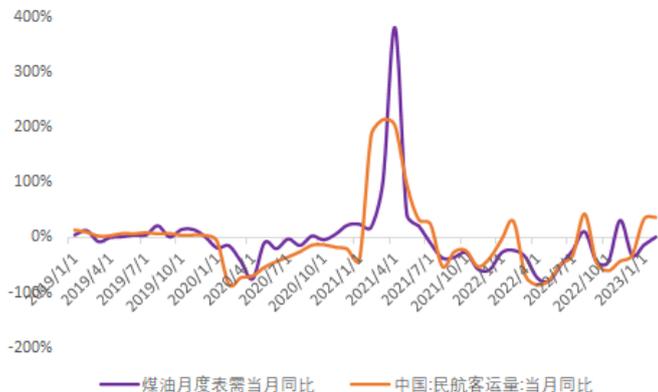
图表 39: 中国航煤均价(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

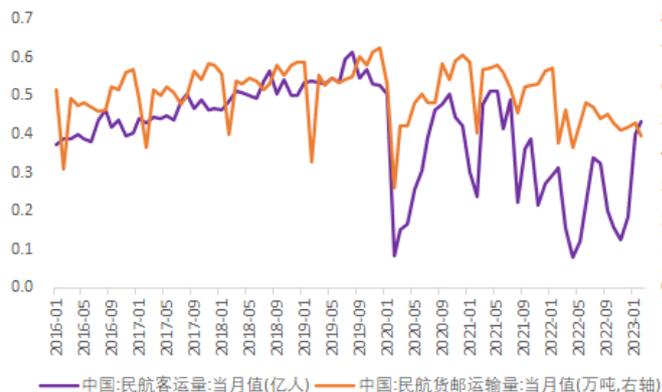
2023 年随着“乙类乙管”措施实施以来, 民航市场迅速恢复。今年 2 月份, 全行业完成运输总周转量 79.3 亿吨公里, 同比增长 28.6%; 民航旅客运输规模快速回升, 完成旅客运输量 4320 万人次, 同比增长 38%。今年春运我国民航旅客运量大幅增长, 累计运输旅客 5500 多万人次, 同比增长 39%, 恢复至 2019 年的 76%。截止 3 月份我国境内机场保障客运航班起降 72.28 万次, 较去年同期上涨 126%。在国际航线航班方面, 我国已经恢复与 58 个国家间的客运定期航班, 国外航班执飞班次达 1.83 万架次, 同比上涨 465%。航空市场修复对煤油消费量提振作用明显, 未来随着对《“十四五”民用航空发展规划》的落实, 航煤需求有望进一步提升。

图表 40：中国民航客运量与航煤表需同比增速拟合



资料来源：卓创资讯，WIND，华鑫证券研究

图表 41：我国民航客运量及货运量

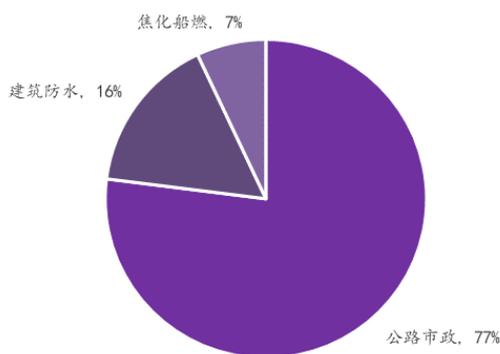


资料来源：WIND，华鑫证券研究

3.2、基建托底，沥青供需格局改善

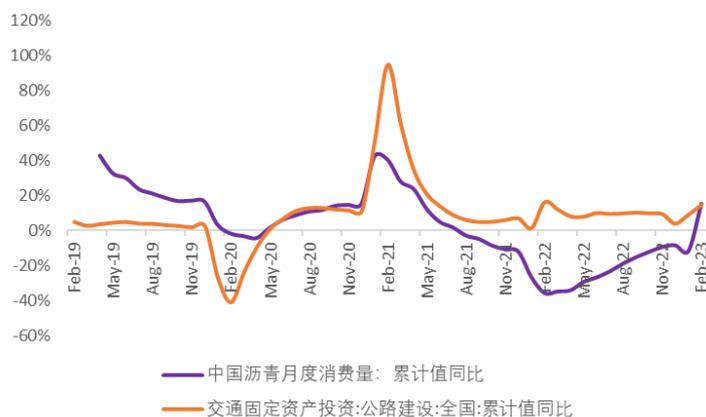
石油沥青主要用于道路工程，约占 77%；部分高标号沥青也可用做焦化装置原料以及船用重油的调和原料，二者合计占 7%左右；另有 16%左右的沥青用作建筑防水材料的生产。由于沥青主要用于道路建设方面，因此国家宏观经济变化、宏观规划以及其他政策面的影响较为明显。产能集中度方面，中石化、中石油拥有较强的市场话语权，但地方炼厂及进口也有较大产能，沥青市场并不存在行业垄断的情形，价格竞争比较充分。

图表 42：沥青下游需求结构



资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

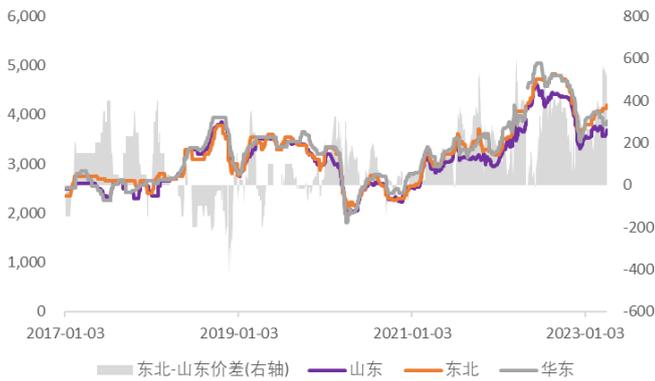
图表 43：沥青需求量与公路建设投资增速拟合



资料来源：WIND，卓创资讯，华鑫证券研究

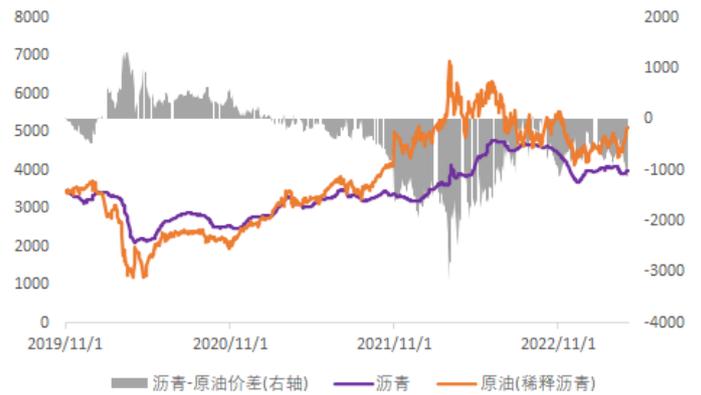
IMO2020 开启船燃低硫时代，中国炼厂开始生产低硫燃料油。东北地区部分炼厂低硫渣油（沥青）越来越多的流入保税船燃市场，使得东北地区沥青供应大幅减少。同时东北地区部分地炼停产沥青，前期生产道路沥青的地炼常减压产能普遍在 100 万吨/年左右，没有获得原油配额，随着对原油管理趋严，很多小型地炼结束了沥青生产。低硫渣油（沥青）资源的紧俏以及原油配额管理趋严，东北地区沥青供应减量较国内其他地区更为明显。

图表 44: 东北-山东沥青价差扩大(元/吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 45: 沥青-原油裂解价差整体回升(元/吨)

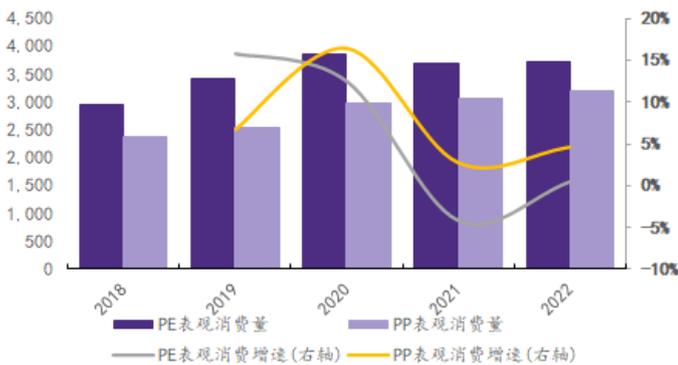


资料来源: 卓创资讯, 上海钢联, 华鑫证券研究

3.3、聚乙烯扩产进入尾声, ABS 仍有进口替代空间

2018-2022 年国内聚乙烯产能持续增长, 代表性企业有万华化学, 连云港石化和浙江石化等, 轻烃工艺也开始进入国内, 聚乙烯原料更加丰富多元化。需求方面, 近五年表需复合增长率在 6%左右, 需求增量相对有限。2022 年受上游原料上涨影响, 现货价格走高, 且暴雨、高温等气候因素导致下游工厂开工偏低以及海外市场需求回落等, 多重因素加大了市场的下跌压力。聚乙烯大的格局仍处于扩产周期, 但全球新增产能压力将有所缓解, 整体上处于略宽松格局。随着扩产周期进入尾声, 聚烯烃供需格局将逐步好转, 整体来看聚乙烯早于聚丙烯回归平衡。

图表 46: 聚烯烃表观消费量(万吨)及增速



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

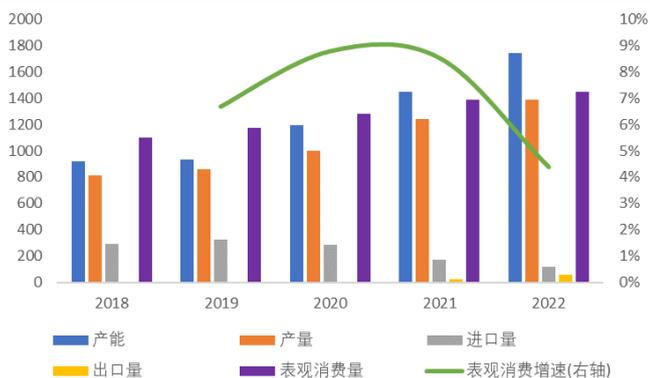
图表 47: 国内聚乙烯/聚丙烯均价(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

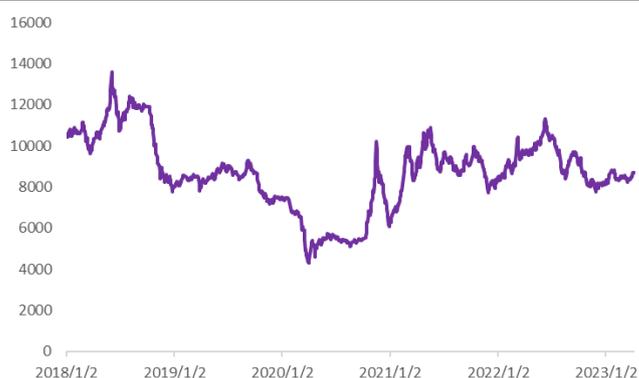
近年随着国内炼化项目陆续投放, 国内苯乙烯产能同步大幅增长。2018-2022 年国内苯乙烯产量年均复合增速约为 14%。2022 年中国新投产产能 284 万吨/年, 中国苯乙烯总产能达到 1759.2 万吨/年, 占据全球总产能的 41%。2023-2027 年中国苯乙烯生产装置拟在建产能达到 1063.5 万吨, 由于 2022 年新增产能集中投放后, 企业产销利润大幅萎缩, 或影响后期部分新产能投放进度。下游方面, PS、ABS、EPS 等新建装置将继续提升对苯乙烯的消费量。供应增加及终端需求增速受限, 未来苯乙烯价格重心或逐步走低, 但幅度将收窄。

图表 48: 国内苯乙烯供需平衡情况(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

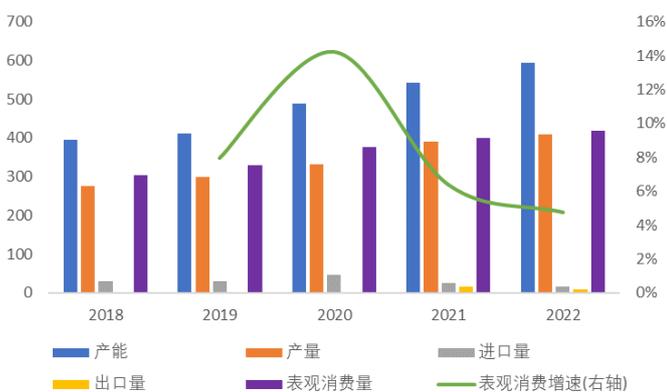
图表 49: 国内苯乙烯价格(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

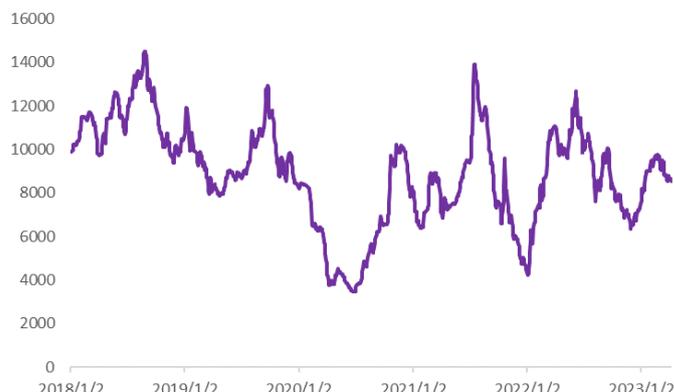
丁二烯进入产能释放周期, ABS 仍有进口替代空间。2022 年我国丁二烯有效产能为 595 万吨, 产量 410 万吨, 开工率 69%, 表观需求 418 万吨。预计 2023-2025 年, 我国丁二烯将新增产能 57 万吨。近年丁二烯行业产能快速增长, 随着供应逐步增量, 产业格局处于供需的平衡到供应过剩的转变中。2022 年我国 ABS 有效产能为 552 万吨, 产量 477 万吨, 开工率 86%, 表观需求 606 万吨。预计 2023-2025 年, 我国 ABS 将新增产能 448.5 万吨。ABS 下游需求方面, 家用电器占比 58%, 办公设备占比 14%, 交通领域占比 13%, 轻工业领域占比 8%, 建材及其他占比 7%。随着防控政策改变及地产行业触底, 未来几年家电行业有望修复。新能源车增速较快, 预计 2022 年后新能源车将带动未来 ABS 新增需求。

图表 50: 国内丁二烯供需平衡情况(万吨)



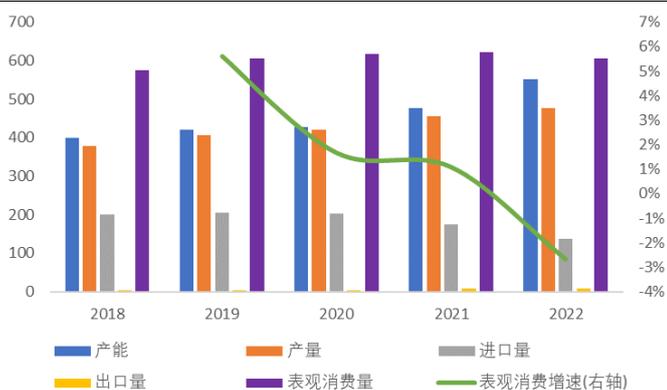
资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

图表 51: 国内丁二烯价格(元/吨)



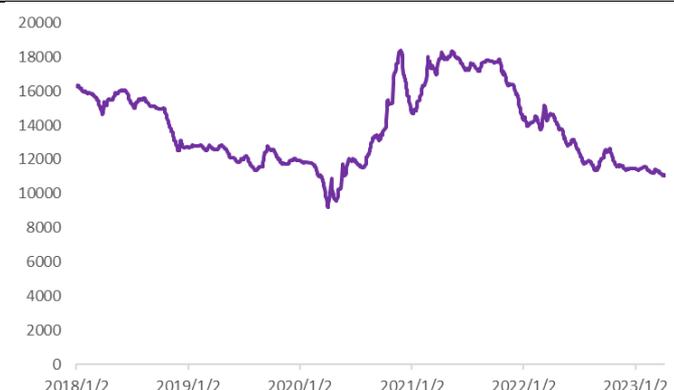
资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

图表 52: 国内 ABS 供需平衡情况(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

图表 53: 国内 ABS 价格(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

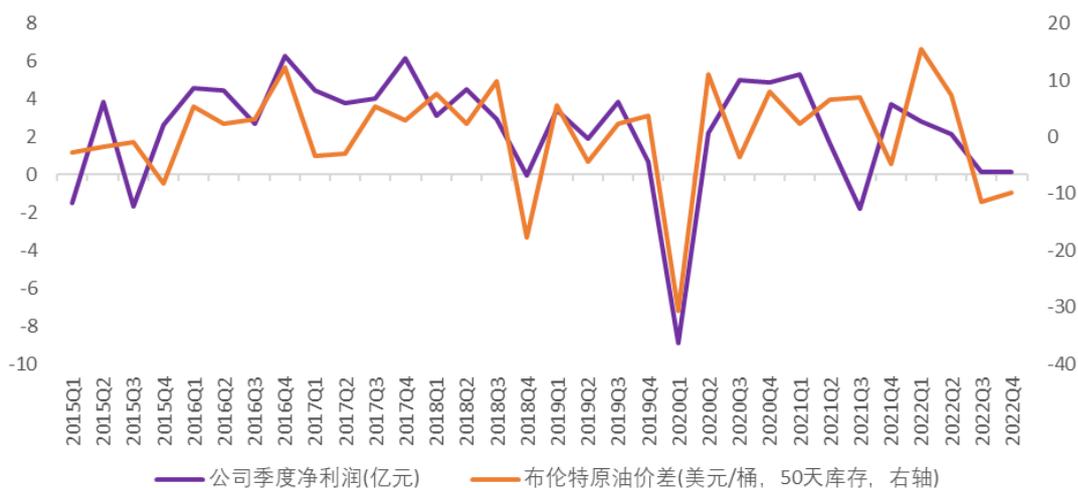
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究

3.4、发力原油储备及商品套保，降低成本及经营风险

公司拟与振华石油、凌港实业共同设立合资公司，建设大有原油储备库项目，包括 200 万立方米原油地面储备库及配套工程，其中振华石油占股 75%，华锦股份占股 15%，凌港实业占股 10%。未来锦州、盘锦地区将成为辽宁省重要的石油石化产业聚集地，对进口原油的需求量将持续增大，对原油仓储需求也将大幅上升。大有原油储备库项目的实施，有利于持续开拓炼厂客户，带来更多的贸易增长机会。同时公司能源对外依存度较高，海运航线途经地区面临地缘政治风险，投资原油储备库可进一步保障公司能源供应安全稳定。

油价波动对公司盈利带来的影响主要有几个方面，原材料存货减值及转回；产成品存货减值及转回；点价时间差导致的亏损等，公司季度净利润与原油价差存在较大相关性。从近期基本面来看原油不存在大跌基础，供应端 OPEC+ 主动加码减产实际供应将减少超过 100 万桶/日，需求端有中国放开及美国补充战储计划，2023 年下半年原油市场将呈现出供不应求格局，油价高位运行将成为常态。

图表 54：原油季度价差(美元/桶)与公司季度净利润(亿元)

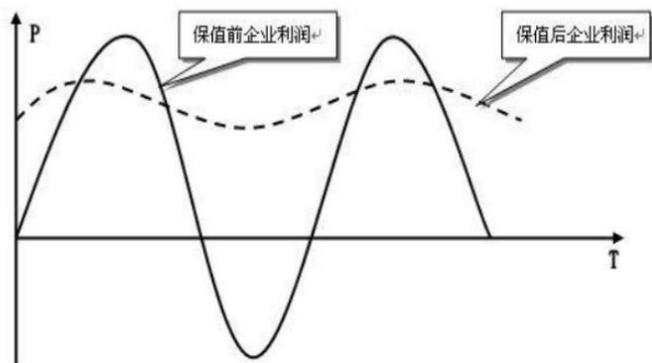


资料来源：WIND，华鑫证券研究

公司及控股子公司盘锦北方沥青股份有限公司将开展与生产经营所需原材料和产品相关的套期保值业务。实体企业进行套期保值可实现“两锁一降”：锁定原材料成本，锁定产品销售利润，降低原材料或产品的库存成本和风险，达到保护核心利润、扩大市场份额、稳定产业链条等目的。

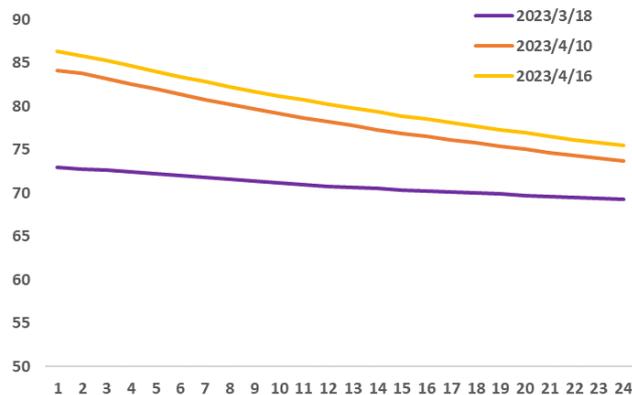
公司可根据实际情况进行买入原油套期保值锁定原材料成本，卖出产成品(沥青、外盘柴油、塑料等)锁定产品售价或库存价值，双边同时套保锁定炼油利润等操作，或很大程度减少原材料和产品价格变动给企业带来的经营风险，平滑企业利润。

图表 55: 期货套保平滑企业利润



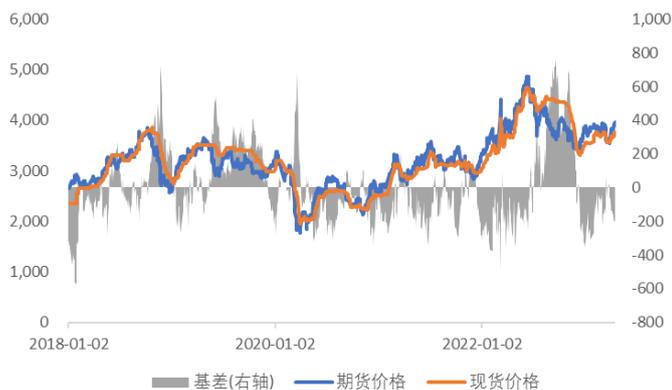
资料来源: 上海期货交易所, 华鑫证券研究

图表 56: 买入套保控制原油采购成本(布伦特远期曲线, 美元/桶)



资料来源: BLOOMBERG, 华鑫证券研究

图表 57: 负基差利于沥青生产企业卖出套保(元/吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 58: 高利润区间双边套保锁定加工利润(元/吨)

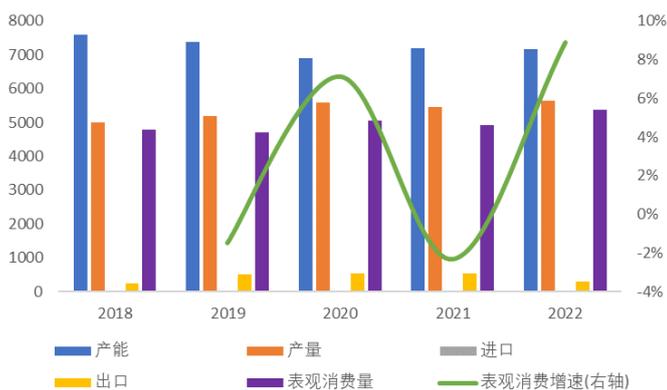


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

4、粮食安全背景下尿素价格中枢上移

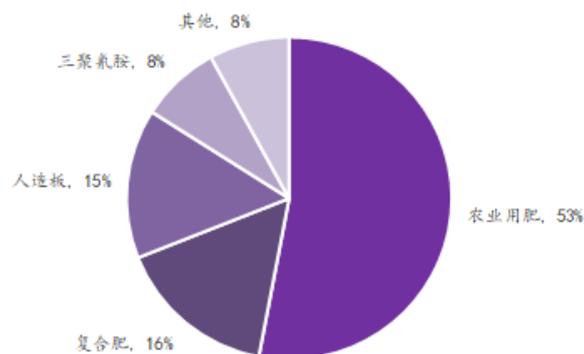
尿素是最常用的脱水氮肥产品, 主要分为农业用和工业用两类, 农业需求指直接施用于农作物的尿素, 工业需求主要包括用来加工复合肥、人造板、三聚氰胺、烟气脱硝、车用尿素、氰尿酸、尿醛树脂等。尿素作为大宗商品, 供需关系变化直接影响价格走势。中国是主要的尿素生产国, 自产尿素满足国内需求。需求端尿素作为适用范围最广的氮肥, 种植面积和用肥季节的变化决定着尿素农业需求的增减。工业需求方面, 下游产品的开工和产量影响尿素价格走势。2022 年我国尿素有效产能为 7165 万吨, 产量 5652 万吨, 表观需求 5370 万吨。预计 2023-2025 年, 我国将新增尿素产能 390 万吨。

图表 59: 国内尿素供需平衡情况(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

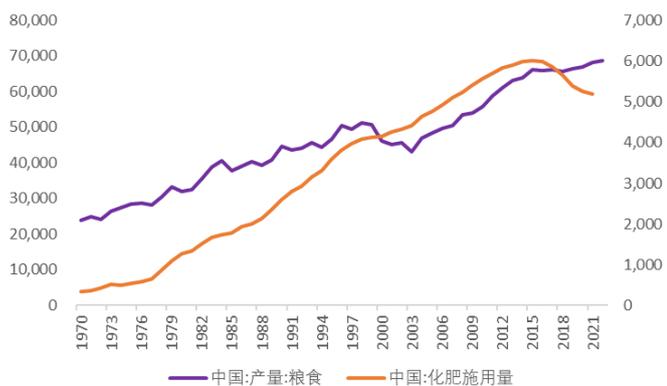
图表 60: 国内尿素需求结构



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

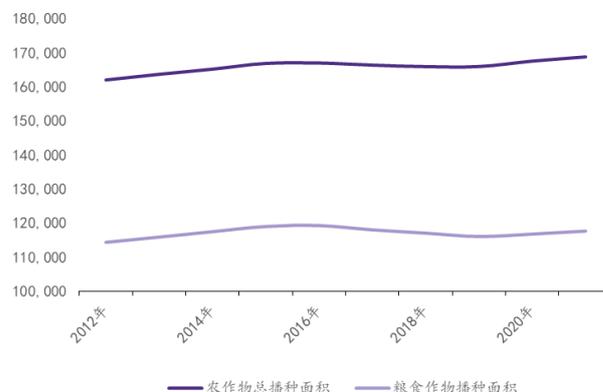
人口持续增长, 提振粮食及化肥需求。据联合国粮农组织统计, 全球耕地面积增长空间有限, 未来极限可能在 120 亿亩。人口持续增长下, 人均耕地减少对粮食产量提出了更高的要求。而粮食产量的提高依赖农资品的持续投入, 全球肥料需求较为刚性, 全球肥料单位消耗量逐步提升下化肥长期需求向上。据国家统计局公布数据, 2020 年全国农作物播种面积为 1.67 亿公顷, 同比 2019 年增加 0.94%, 结束了连续 4 年的下降趋势, 预计农作物种植面积的提升将为化肥开辟新的增量空间。

图表 61: 粮食产量与化肥施用量(万吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

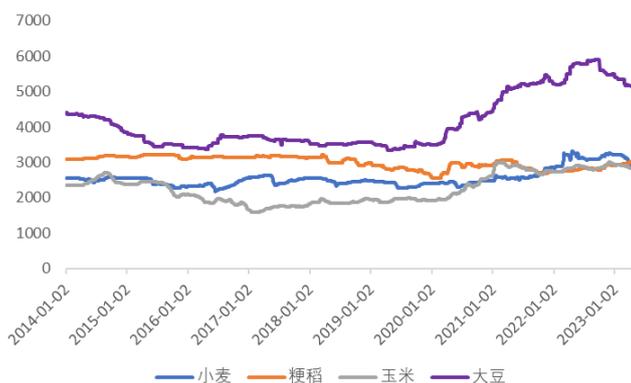
图表 62: 国内种植面积(千公顷)



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

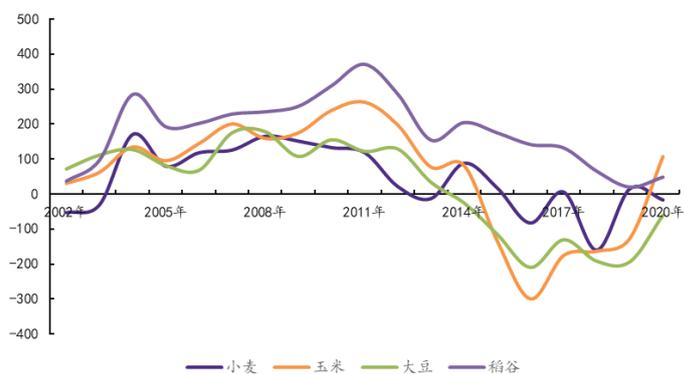
化肥需求与种植业景气度息息相关, 农产品价格会改变作物的种植面积和单位面积化肥施用量。农产品价格和种植利润是农资行业需求端的主驱动, 同时生产企业的产能建设节奏会阶段性造成过剩或者供应不足。从 2014 年开始, 主要粮食作物的种植利润就有所下降, 甚至部分粮食作物的种植利润已到负值。从 2020 年开始, 大部分品种种植利润回升, 四大粮食产物的现货价格也明显上涨, 驱动化肥需求走强。

图表 63: 主要粮食作物现货价格走势(元/吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

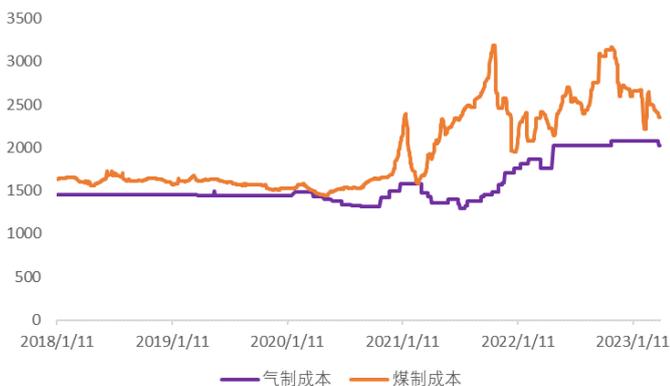
图表 64: 主要粮食产品种植利润(元/吨)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

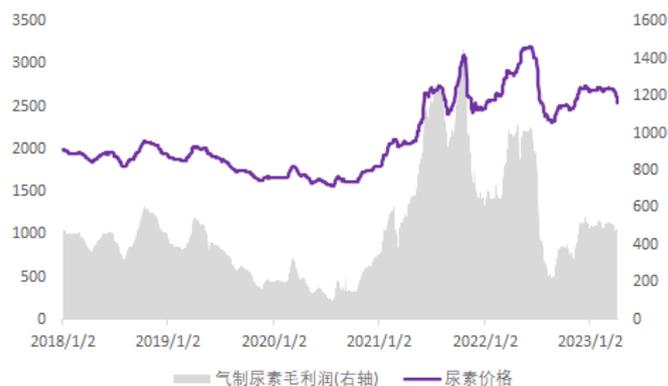
国内尿素生产工艺中煤制工艺占比 75%左右, 剩余主要为天然气制尿素, 国际上尿素装置则基本上以天然气制为主(煤制尿素生产成本=1.5*吨煤价格+500; 气制尿素生产成本=600*立方米天然气价格+700)。2022 年以来, 受俄乌冲突对煤炭格局重塑以及国内双碳政策的影响, 全球煤价持续高位运行。尽管国家对煤炭实施了调控, 根据化工企业到厂煤数据显示, 目前内蒙古 Q5500 原料煤到厂价格平均为 920 元/吨, 仍处于较高位置。新疆阿克苏地区具有充足的天然气资源, 天然气供给充足, 气头企业生产成本维持较低水平。煤制成本支撑、农需拉动及出口法检政策预期放宽等背景下尿素价格或长时间维持高位, 气头企业可持续享受高毛利周期。

图表 65: 尿素生产成本(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

图表 66: 尿素价格及气制尿素毛利(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华鑫证券研究

5、中沙携手, 盘锦项目正式落子

中国和沙特的友谊, 源远流长, 历久弥新。海关数据显示, 沙特是我国 2021 年的第一大原油供应国, 沙特出口的石油有 25%进入中国市场。同时, 中国已成为阿拉伯国家的第一大贸易伙伴国和最大的外国投资国。在一带一路、人民币国际化、能源安全等背景下, 新时代中沙全面战略合作伙伴关系迎来明显跃升。

图表 67：一带一路战略



资料来源：中华网，华鑫证券研究

图表 68：沿线国家、人口及经济规模等



资料来源：百度百科，华鑫证券研究

2023年3月29日，中沙两国携手共建的精细化工及原料工程项目正式开工。该项目由中国北方工业集团所属华锦集团、沙特阿美公司与盘锦鑫诚集团三方共同出资，三方持股比例分别为51%、30%和19%，由华锦阿美石油化工有限公司实施建设，共占地8.9平方公里，总投资837亿元，主要建设1500万吨/年炼油和乙烯、PX等共32套工艺装置，以及配套公用工程及辅助设施。沙特阿美将供应最多21万桶/日的原油，项目预计2025年机械竣工，投产后可实现年销售收入超千亿元。

图表 69：华锦阿美项目开工仪式



资料来源：辽宁日报，华鑫证券研究

华锦阿美项目投产后，华锦集团将合计拥有2300万吨年炼油产能。根据国资委在国有企业创建世界一流专业领军示范企业推进会上表示，世界一流示范企业应当利用上市平台、发挥资本市场资源配置功能。华锦股份表示将适时参与华锦集团及沙特阿美等共同投资的精细化工及原料工程项目，作为兵器集团唯一的石化上市平台，华锦股份将充分受益于母公司大型炼化项目的协同发展。

6、盈利预测及评级

核心假设：石化板块维持高景气度，化肥板块盈利能力有所回落但仍处高位；华锦阿美项目 2025 年下半年竣工，产能逐步爬坡，华锦股份深度参与该项目。

图表 70：公司业绩拆分与盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 石化 | | |
| 营业收入(亿元) | 422.5 | 396.1 | 391.3 | 606.7 |
| 营业成本(亿元) | 354.0 | 334.5 | 325.2 | 506.8 |
| 毛利润(亿元) | 68.5 | 61.6 | 66.1 | 99.9 |
| 毛利率 | 16.2% | 15.5% | 16.9% | 16.5% |
| | | 精细化工 | | |
| 营业收入(亿元) | 38.2 | 37.3 | 36.4 | 35.8 |
| 营业成本(亿元) | 36.4 | 35.5 | 34.7 | 34.1 |
| 毛利润(亿元) | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 毛利率 | 4.9% | 4.7% | 4.8% | 4.9% |
| | | 化肥 | | |
| 营业收入(亿元) | 26.7 | 28.0 | 28.0 | 27.3 |
| 营业成本(亿元) | 16.2 | 19.0 | 19.6 | 19.1 |
| 毛利润(亿元) | 10.5 | 8.9 | 8.4 | 8.2 |
| 毛利率 | 39.3% | 32.0% | 30.0% | 30.0% |
| | | 其他 | | |
| 营业收入(亿元) | 3.1 | 4.0 | 4.0 | 6.0 |
| 营业成本(亿元) | 2.8 | 3.7 | 3.7 | 5.5 |
| 毛利润(亿元) | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.5 |
| 毛利率 | 7.4% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| | | 合计 | | |
| 营业收入(亿元) | 490.6 | 465.3 | 459.7 | 675.8 |
| 同比增长 | | -5.2% | -1.2% | 47.0% |
| 营业成本(亿元) | 409.5 | 392.7 | 383.1 | 565.5 |
| 毛利(亿元) | 81.1 | 72.6 | 76.6 | 110.4 |
| 毛利率 | 16.5% | 15.6% | 16.7% | 16.3% |

资料来源：WIND，华鑫证券研究

预测公司 2023-2025 年收入分别为 465、460、676 亿元，EPS 分别为 0.41、0.61、0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 16.8、11.3、9.4 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

7、风险提示

原油价格大幅下跌风险；经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 49,062 | 46,530 | 45,971 | 67,584 |
| 现金及现金等价物 | 10,040 | 10,761 | 11,471 | 9,385 | 营业成本 | 40,950 | 39,274 | 38,311 | 56,546 |
| 应收款 | 123 | 117 | 116 | 170 | 营业税金及附加 | 5,249 | 4,978 | 4,918 | 7,230 |
| 存货 | 5,104 | 5,515 | 5,388 | 7,949 | 销售费用 | 340 | 323 | 319 | 469 |
| 其他流动资产 | 3,304 | 3,133 | 3,095 | 4,551 | 管理费用 | 1,117 | 1,060 | 1,047 | 1,539 |
| 流动资产合计 | 18,571 | 19,527 | 20,069 | 22,054 | 财务费用 | 243 | 7 | -13 | 46 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 144 | 137 | 135 | 199 |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 费用合计 | 1,846 | 1,526 | 1,488 | 2,252 |
| 固定资产 | 11,702 | 10,950 | 10,231 | 9,554 | 资产减值损失 | -242 | -242 | -242 | -242 |
| 在建工程 | 47 | 19 | 8 | 3 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,181 | 1,121 | 1,062 | 1,006 | 投资收益 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 长期股权投资 | 91 | 91 | 91 | 91 | 营业利润 | 794 | 998 | 1,500 | 1,802 |
| 其他非流动资产 | 1,042 | 1,042 | 1,042 | 1,042 | 加:营业外收入 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 非流动资产合计 | 14,063 | 13,224 | 12,434 | 11,696 | 减:营业外支出 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 资产总计 | 32,633 | 32,750 | 32,504 | 33,751 | 利润总额 | 822 | 1,026 | 1,528 | 1,830 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 222 | 277 | 412 | 493 |
| 短期借款 | 1,001 | 1,001 | 1,001 | 1,001 | 净利润 | 601 | 750 | 1,116 | 1,337 |
| 应付账款、票据 | 2,899 | 3,133 | 3,061 | 4,516 | 少数股东损益 | 72 | 90 | 134 | 160 |
| 其他流动负债 | 7,372 | 7,372 | 7,372 | 7,372 | 归母净利润 | 529 | 660 | 982 | 1,176 |
| 流动负债合计 | 11,272 | 11,506 | 11,434 | 12,889 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 5,850 | 5,850 | 5,850 | 5,850 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 408 | 408 | 408 | 408 | 营业收入增长率 | 27.3% | -5.2% | -1.2% | 47.0% |
| 非流动负债合计 | 6,258 | 6,258 | 6,258 | 6,258 | 归母净利润增长率 | -40.8% | 24.8% | 48.9% | 19.7% |
| 负债合计 | 17,530 | 17,764 | 17,692 | 19,147 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 16.5% | 15.6% | 16.7% | 16.3% |
| 股本 | 1,599 | 1,599 | 1,599 | 1,599 | 四项费用/营收 | 3.8% | 3.3% | 3.2% | 3.3% |
| 股东权益 | 15,103 | 14,986 | 14,812 | 14,604 | 净利率 | 1.2% | 1.6% | 2.4% | 2.0% |
| 负债和所有者权益 | 32,633 | 32,750 | 32,504 | 33,751 | ROE | 3.5% | 4.4% | 6.6% | 8.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 53.7% | 54.2% | 54.4% | 56.7% |
| 净利润 | 601 | 750 | 1116 | 1337 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 72 | 90 | 134 | 160 | 总资产周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 2.0 |
| 折旧摊销 | 1553 | 839 | 786 | 735 | 应收账款周转率 | 397.8 | 397.8 | 397.8 | 397.8 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 营运资金变动 | -472 | -1 | 94 | -2616 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 1754 | 1678 | 2130 | -384 | EPS | 0.33 | 0.41 | 0.61 | 0.74 |
| 投资活动现金净流量 | -191 | 780 | 730 | 682 | P/E | 21.0 | 16.8 | 11.3 | 9.4 |
| 筹资活动现金净流量 | -842 | -866 | -1290 | -1545 | P/S | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 现金流量净额 | 722 | 1,591 | 1,570 | -1,246 | P/B | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。