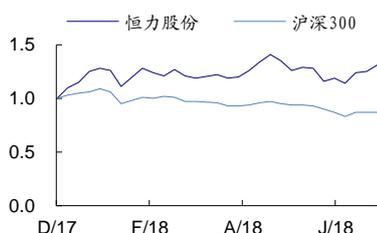


**证券研究报告—动态报告**
**基础化工**
**化学纤维**
**恒力股份(600346)**
**买入**
**2018 年半年报点评**

(维持评级)

2018 年 07 月 30 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	5,053/919
总市值/流通(百万元)	81,603/14,848
上证综指/深圳成指	2,874/9,296
12 个月最高/最低(元)	17.95/8.61

**相关研究报告:**

《恒力股份-600346-公告点评: PTA-涤纶行情火热, 一季报业绩预计大幅增长》——2018-04-02

《恒力股份-600346-公告点评: 业绩靓丽, 炼化项目进展顺利》——2018-03-12

《恒力股份-600346-公告点评: 扩大下游规模, 强化产业链优势》——2018-02-12

《恒力股份-600346-公告点评: 上游资产注入, 完善产业链一体化》——2017-12-19

**联系人: 龚诚**

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 聚酯产业链景气持续, 炼化项目进入冲刺阶段

事件: 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入 264.52 亿元(同比 26.87%, 调整后), 归母净利润 18.82 亿元(同比 132.61%, 调整后)。同时公司拟定 2018 年上半年利润分配预案: 向全体股东每 10 股(以现有股本为基础)派人民币 2.5 元现金(含税), 共计派发现金红利约 12.63 亿元(折合年股息率 3.10%)。

**● 2 季度净利润环比下滑主要受汇兑损失影响**

2 季度 PTA-PX 平均价差为 754 元/吨(1 季度 945 元/吨), 2 季度 POY-PTA-MEG 平均价差为 1705 元/吨(1 季度 1246 元/吨)。公司 2 季度毛利润为 20.62 亿元(1 季度为 17.93 亿元), 环比增长 15.01%。公司 2 季度营收和归母净利润分别为 148.68 亿元、7.79 亿元, 环比分别增长 28.34%、-29.42%。净利润环比下滑的主要原因是财务费用增长较快, 2 季度公司财务费用达到 6.74 亿元, 1 季度为 1.10 亿元。受汇率影响, 1 季度人民币升值, 汇兑损益有正收入, 2 季度人民币快速贬值, 汇兑损失较大, 上半年汇兑净损失 1.17 亿元。另外公司前期 PTA 亏损抵扣所得税已经基本抵扣完成, 2 季度公司所得税 2.05 亿元(1 季度为 0.56 亿元), 但公司未来还可享受部分前征后返优惠。

**● 炼化项目进入冲刺阶段, 即将开启化工巨头之路**

公司位于大连长兴岛的 2000 万吨原油炼化一体项目预计在今年 10 月份完工, 目前已经进入建设冲刺阶段。公司分别于 7 月 10 日和 7 月 27 日召开“项目建设百日攻坚大会”及“项目安装大会战动员大会”, 调集多方资源, 保障项目在 10 月份顺利完工。该项目建设完成后, 公司将形成“原油-PX-PTA-涤纶”产业链, 后续规划的 150 万吨乙烯、135 万吨聚酯新材料、250 万吨 PTA 等项目陆续建成之后, 公司将进一步完善上下游产业链、提高盈利能力。

**● 下游纺织业需求旺盛, 长丝和 PTA 预计景气仍可持续**

2017 年以来, 纺织业复苏带动长丝行业进入景气周期, 同时 PTA 新增供给明显低于需求增长, 2018 年长丝和 PTA 景气持续。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 37.16/107.87/121.00 亿元, 同比增长 116.1%/190.3%/12.2%, 对应 EPS 0.74/2.13/2.39 元, 当前股价对应 PE22.0/7.6/6.7 倍, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 油价大幅波动, PTA 盈利低于预期; 人民币汇率波动, 影响汇兑损益; 下游纺织业需求回落, 影响产品盈利。**
**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,240	22,288	56,441	143,257	157,394
(+/-%)	2188.6%	15.8%	153.2%	153.8%	9.9%
净利润(百万元)	1,180	1,719	3,716	10,787	12,100
(+/-%)	-585.3%	45.7%	116.1%	190.3%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.61	0.74	2.13	2.39
EBIT Margin	9.8%	10.1%	9.5%	10.3%	10.5%
净资产收益率(ROE)	20.1%	24.0%	22.1%	44.2%	36.8%
市盈率(PE)	62.2	26.5	22.0	7.6	6.7
EV/EBITDA	27.1	17.7	17.8	8.8	8.2
市净率(PB)	10.25	6.38	4.85	3.35	2.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2417	8623	11340	27435	营业收入	22288	56441	143257	157394
应收款项	3374	8543	21684	23823	营业成本	18662	48737	122088	133814
存货净额	2314	6143	15584	17057	营业税金及附加	119	300	763	838
其他流动资产	772	1956	4965	5455	销售费用	206	521	1323	1454
<b>流动资产合计</b>	<b>8876</b>	<b>25265</b>	<b>53572</b>	<b>73770</b>	管理费用	1041	1507	4337	4761
固定资产	9582	37777	44769	41783	财务费用	383	964	1963	2189
无形资产及其他	989	950	910	871	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	237	237	237	237	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	160	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>19684</b>	<b>64229</b>	<b>99488</b>	<b>116660</b>	营业利润	2035	4403	12783	14338
短期借款及交易性金融负债	7767	7767	7767	7767	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	2260	6001	15225	16664	<b>利润总额</b>	<b>2037</b>	<b>4403</b>	<b>12783</b>	<b>14338</b>
其他流动负债	692	1791	10184	17347	所得税费用	293	633	1836	2060
<b>流动负债合计</b>	<b>10719</b>	<b>15558</b>	<b>33176</b>	<b>41777</b>	少数股东损益	25	55	159	179
长期借款及应付债券	497	30497	40497	40497	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1719</b>	<b>3716</b>	<b>10787</b>	<b>12100</b>
其他长期负债	1113	1113	1113	1113					
<b>长期负债合计</b>	<b>1610</b>	<b>31610</b>	<b>41610</b>	<b>41610</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>12329</b>	<b>47168</b>	<b>74786</b>	<b>83387</b>	净利润	1719	3716	10787	12100
少数股东权益	200	231	322	423	资产减值准备	2	(3)	(1)	(0)
股东权益	7155	16829	24380	32850	折旧摊销	1006	1839	3049	3525
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19684</b>	<b>64229</b>	<b>99488</b>	<b>116660</b>	公允价值变动损失	8	8	0	0
					财务费用	383	964	1963	2189
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3278)	(5346)	(7974)	4499
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	12	34	91	101
每股收益	0.61	0.74	2.13	2.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>(531)</b>	<b>248</b>	<b>5953</b>	<b>20225</b>
每股红利	0.26	0.22	0.64	0.72	资本开支	(362)	(30000)	(10000)	(500)
每股净资产	2.53	3.33	4.83	6.50	其它投资现金流	19	0	0	0
ROIC	14%	15%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(344)</b>	<b>(30000)</b>	<b>(10000)</b>	<b>(500)</b>
ROE	24%	22%	44%	37%	权益性融资	0	7073	0	0
毛利率	16%	14%	15%	15%	负债净变化	(193)	30000	10000	0
EBIT Margin	10%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(743)	(1115)	(3236)	(3630)
EBITDA Margin	15%	13%	12%	13%	其它融资现金流	2599	0	0	0
收入增长	16%	153%	154%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>727</b>	<b>35958</b>	<b>6764</b>	<b>(3630)</b>
净利润增长率	46%	116%	190%	12%	<b>现金净变动</b>	<b>(147)</b>	<b>6206</b>	<b>2717</b>	<b>16095</b>
资产负债率	64%	74%	75%	72%	货币资金的期初余额	2564	2417	8623	11340
息率	1.6%	2.4%	7.1%	8.0%	货币资金的期末余额	2417	8623	11340	27435
P/E	26.5	22.0	7.6	6.7	企业自由现金流	(700)	(28904)	(2297)	21677
P/B	6.4	4.8	3.3	2.5	权益自由现金流	1706	271	6022	19802
EV/EBITDA	17.7	17.8	8.8	8.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032