

恒力股份

600346

审慎增持 (维持)

业绩同比大幅增长，静待炼化项目投产

2018 年 07 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2018-07-27
收盘价(元)	16.15
总股本(百万股)	5052.79
流通股本(百万股)	919.36
总市值(百万元)	81602.56
流通市值(百万元)	14847.65
净资产(百万元)	28000.21
总资产(百万元)	94030.48
每股净资产	5.54

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22288	57424	144244	184357
同比增长	15.8%	157.6%	151.2%	27.8%
净利润(百万元)	1719	4024	10158	12275
同比增长	45.7%	134.0%	152.4%	20.8%
毛利率	16.3%	12.8%	19.7%	19.0%
净利润率	7.7%	7.0%	7.0%	6.7%
净资产收益率(%)	24.0%	22.0%	35.7%	30.1%
每股收益(元)	0.34	0.80	2.01	2.43
每股经营现金流(元)	0.03	0.81	0.99	1.24

相关报告

《兴证化工 - 恒力股份 (600346): PTA 景气助业绩增长，炼化项目值得期待》
2018-05-03

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

团队成员: 徐留明、唐婕、王云
 骢、张志扬、庄伟彬、黄彦东、邓
 先河

投资要点

- **事件:** 恒力股份发布 2018 年半年报, 公司 2018 年上半年实现营业收入 264.52 亿元, 同比增长 26.87%, 实现归属于上市公司股东的净利润 18.82 亿元, 同比增长 132.61%; 2018Q2 单季度实现营收 148.68 亿元, 环比增长 28.34%, 实现归属于上市公司股东的净利 7.79 亿元, 环比下滑 29.42%。公司同时发布第二期员工持股计划(草案)及控股股东及关联附属企业之部分员工成立信托计划增持公司股份的公告, 拟分别成立总规模不超过 10 亿元和 5 亿元的信托计划, 并按照 1:1 的比例设置优先、劣后级, 上市公司及关联方员工认购劣后级。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**PTA、涤纶价格上行, 助力营收同比增长; 涤纶长丝景气延续, PTA-PX 价差同比提高, 助力公司业绩大幅提升。

恒力股份为国内 PTA 龙头企业, 拥有产能 660 万吨, 为全球单体规模最大的工厂, PTA 终端产品需求较为强劲, 未来国内新增产能有限, 预计供需格局趋好。终端纺服消费及出口增长带动涤纶长丝需求快速增长, 年内新增涤纶长丝产能有限, 预计行业景气延续。公司在建 2000 万吨炼化一体化项目有望于 10 月建成投产, 未来将成为公司新的盈利增长点。我们维持对公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.80、2.01 和 2.43 元的预测, 维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示: PTA 需求不及预期的风险; 涤纶长丝需求不及预期的风险; 国际原油价格大幅回落的风险; 炼化项目推进不及预期的风险。

报告正文

事件

恒力股份发布 2018 年半年报, 2018 年上半年公司实现营收 264.52 亿元, 同比增长 26.87% (与调整后相比, 下同), 实现归属于上市公司股东的净利润 18.82 亿元, 同比增长 132.61%, 实现基本每股收益 0.39 元, 实现摊薄每股经营性现金流净额 0.33 元。2018Q2 单季度实现营收 148.68 亿元, 环比增长 28.34%, 单季度实现归母净利 7.79 亿元, 环比下滑 29.42%。

公司发布半年度分红预案, 拟以公司现有总股本为基数, 向全体股东每 10 股派人民币 2.5 元现金 (含税), 共计派发现金红利 12.63 亿元。

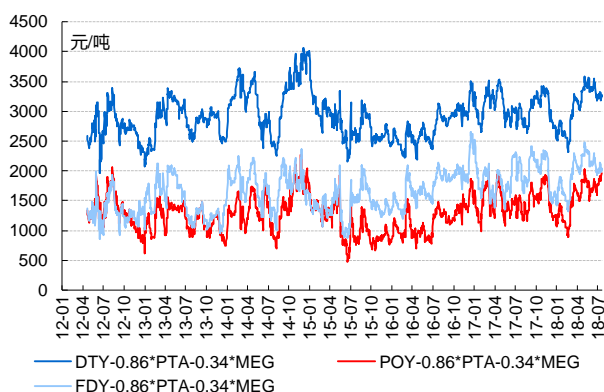
公司发布第二期员工持股计划 (草案) 及控股股东及关联附属企业之部分员工成立信托计划增持公司股份的公告。员工持股计划总规模不超过 5 亿元, 认购信托计划劣后级, 信托计划按照 1:1 设置优先、劣后级, 总规模不超过 10 亿元; 关联方增持信托计划总规模不高于 5 亿元, 按照 1:1 设置优先、劣后级, 增持人员认购劣后级份额。

点评

报告期内 PTA、涤纶价格上行, 助力营收同比增长; 涤纶长丝景气延续, PTA-PX 价差同比提高, 助力公司业绩大幅提升。

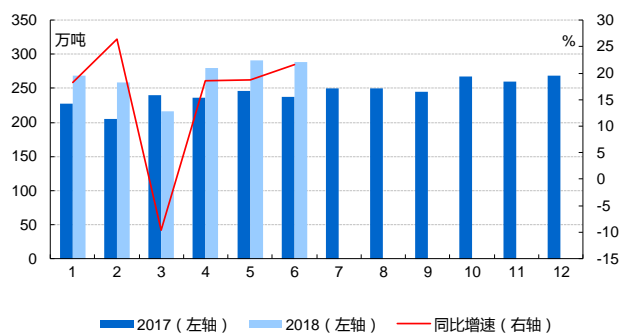
- **终端需求快速增长, 涤纶长丝景气延续。**2018 年上半年我们监测的 DTY、POY 和 FDY-原材料价差分别为 3037、1505 和 1957 元/吨 (含税, 下同), 相较于去年同期的 3110、1481、1837 元/吨, 分别提高-73、24 和 120 元/吨, 整体而言涤纶长丝处于景气周期。

图 1、涤纶长丝-原材料价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、国内涤纶长丝月度产量

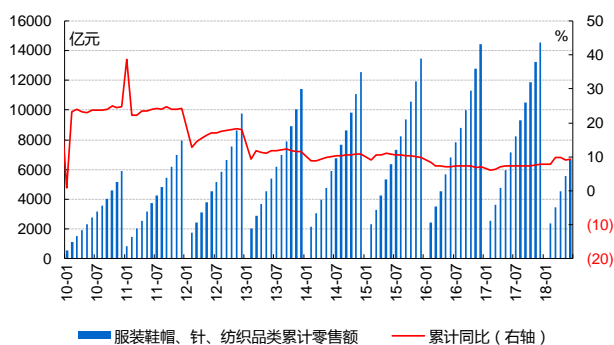


资料来源：中纤网 兴业证券经济与金融研究院整理

据中纤网统计, 2018 年上半年国内涤纶长丝产量 1604.5 万吨, 同比增长 15.3%, 需求较为强劲, 助力长丝行业景气延续。我们认为国内纺服需求的快

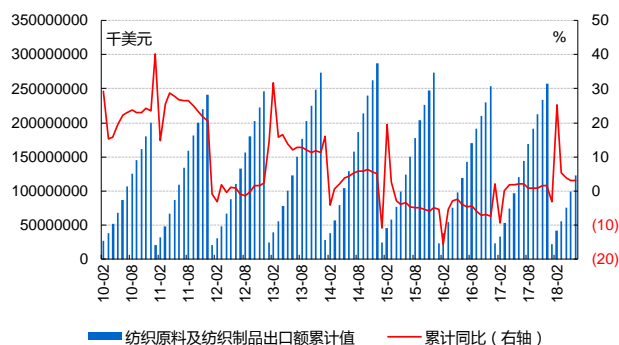
速增长、纺织品出口恢复正增长带动了国内涤纶长丝需求较快增长：2018 年 1~6 月，国内服装鞋帽等零售额为 6650.9 亿元人民币，同比增长 9.2%，较去年同期 7.3% 的增速提高 1.9 个百分点；受益于欧美经济的复苏以及人民币贬值，国内纺织原料及纺织制品自 2017 年起恢复正增长，根据海关数据，截至 2018 年 6 月，国内纺织原料及纺织制品出口金额为 1229.99 亿美元，同比增长 3%，较去年同期 2.1% 的增速提高 0.9 个百分点。同时，国内涤纶长丝、坯布、服装产成品库存均位于相对较低的位置，并未出现库存积压现象，而此时为涤纶长丝需求淡季，亦表明终端需求较为强劲。

图 3、国内服装鞋帽、针、纺织品零售额



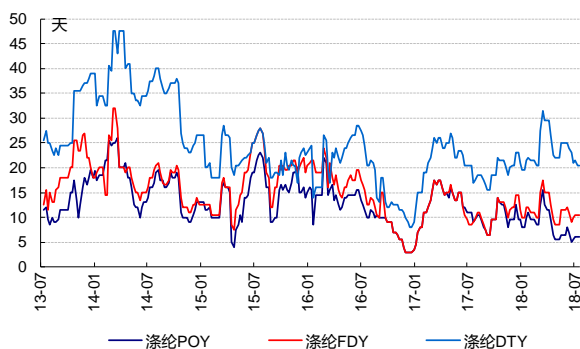
资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、纺织原料及纺织制品出口金额



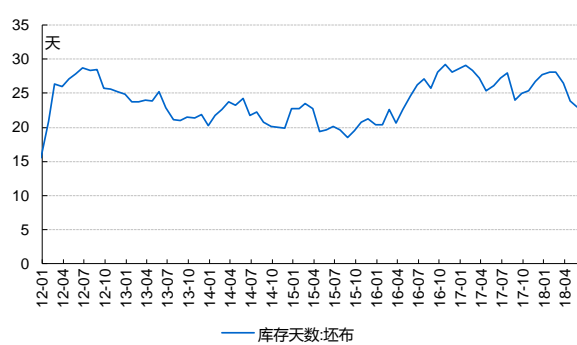
资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、涤纶长丝库存



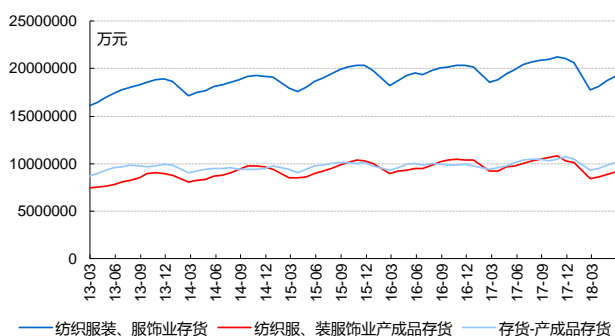
资料来源：中纤网 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、坯布库存



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、国内服装鞋帽、针、纺织品零售额



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

供给方面，年内涤纶长丝新增产能约为 302 万吨，考虑到长丝产能投放节点，新增产能年内产量贡献量将小于 302 万吨。中纤网数据显示仅 2018 年上半年国内涤纶长丝产量即增长 213.5 万吨，目前纺服产品国内消费及出口保持较快增长，而通常下半年涤纶长丝需求相对旺盛，需求增量有望进一步提升，预计全年需求增量大于年内产能投放量，涤纶长丝景气有望延续。

表 1 2018 年国内新增涤纶长丝产能

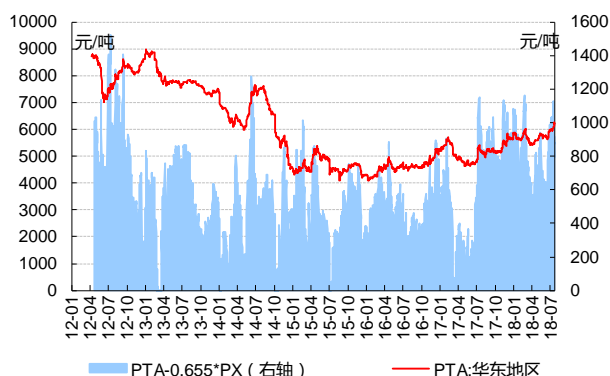
企业	投产产能 (万吨)	时间	备注
盛虹	25	待定	阳离子 POY
福建百宏	25	2018.4	POY+FDY
新凤鸣中石一期	30	2018.3	FDY100D 以下
新凤鸣中石二期	30	2018.5	POY
新凤鸣中欣二期	28	2018.9	POY
新凤鸣中维	4	2018 年底	差别化
桐昆恒邦三期	30	2018.3	POY 为主
桐昆嘉兴石化	30	2018.4	FDY
恒腾三期	60	2018.6	POY
福建经纬	20	2018Q2-Q3	POY 和 FDY 各半
福建山力	20	2018Q2-Q3	POY 和 FDY 各半
2018 年总计	302		

资料来源：中纤网，上市公司公告 兴业证券经济与金融研究院整理

- **PTA 价差同比提高，助力业绩大幅增长。**报告期内公司完成重大资产重组，恒力投资、恒力炼化实现并表。恒力投资旗下恒力石化拥有 PTA 产能 660 万吨，2018 年上半年 PTA-PX 均价差为 780 元/吨，较去年同期的 366 元/吨提高 414 元/吨，助力公司上半年业绩大幅上行。然 2018 年 Q2 国内 PTA-PX 均价差为 694 元/吨，环比下滑 173 元/吨，拖累公司 Q2 单季度业绩；同时 2018

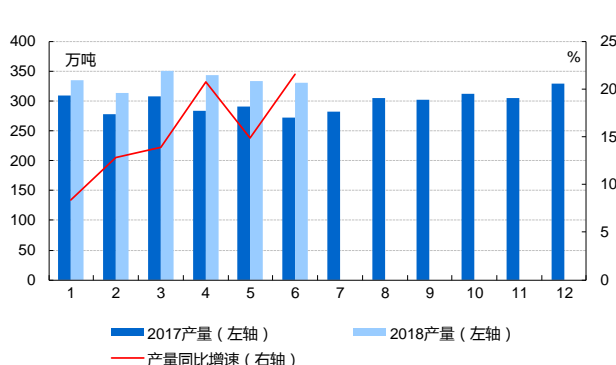
年 Q2 公司所得税为 2.06 亿元, 相较 Q1 的 0.56 亿元大幅提高, 预计为恒力石化可抵扣亏损额减少所致, 因而拖累二季度单季度业绩环比下滑 29.42%。

图 8、PTA-PX 价差走势



资料来源: Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、国内 PTA 月度产量情况



资料来源: 中纤网 兴业证券经济与金融研究院整理

终端需求带动下, PTA 产量快速增长。据中纤网统计, 2018 年上半年国内 PTA 产量 2006.3 万吨, 同比增长 15.22%, 按照有效产能 4638.5 万吨测算, 2018 年上半年国内 PTA 有效产能开工率达 86.51%, 下半年进入需求旺季预计有效产能开工率将进一步提升, PTA 行业有望持续景气。历经 2012~2016 行业低迷, 国内 PTA 新增产能逐渐减少, 未来新增产能主要为新凤鸣、中泰化学、恒力石化和中金石化等, 但该等产能或将于 2019 年底之后投产, PTA 行业供需格局有望持续改善。

- **炼化项目投产在即, 成为公司新的利润增长点。**公司在建 2000 万吨炼化一体化项目预计将于 10 月建成投产, 该项目规模、配套优势明显, 吨油加工成本较低, 具有将强的竞争力, 预计未来盈利能力较强。未来伴随公司炼化一体化项目的投产, 上市公司将形成炼油-PX-PTA-聚酯涤纶全产业链格局, 随着产品的多元化, 公司抵御周期波动风险的能力将不断提升。
- **实施员工持股计划, 彰显公司对未来的信心。**公司发布第二期员工持股计划(草案), 同时发布关于控股股东及关联附属企业之部分员工成立信托计划增持公司股份的公告。员工持股计划总规模不超过 5 亿元, 认购信托计划劣后级, 信托计划按照 1:1 设置优先、劣后级, 总规模不超过 10 亿元; 关联方增持信托计划总规模不高于 5 亿元, 按照 1:1 设置优先、劣后级, 增持人员认购劣后级份额。目前公司在建炼化项目进入攻坚阶段, 此时实施员工持股计划有望提高员工积极性、确保炼化项目按时、保质完成, 同时彰显公司对未来的信心。
- **维持“审慎增持”的投资评级。**恒力股份为国内 PTA 龙头企业, 拥有产能 660 万吨, 为全球单体规模最大的工厂, PTA 终端产品需求较为强劲, 未来国内新增产能有限, 预计供需格局趋好。终端纺服消费及出口增长带动涤纶长丝需求, 年内新增涤纶长丝产能有限, 预计行业景气延续。公司在建 2000 万吨

炼化一体化项目有望于 10 月建成投产，未来将成为公司新的盈利增长点。我们维持对公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.80、2.01 和 2.43 元的预测，维持“审慎增持”的投资评级。

- **风险提示：**PTA 需求不及预期的风险；涤纶长丝需求不及预期的风险；国际原油价格大幅回落的风险；炼化项目推进不及预期的风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8876	20769	50687	67988
货币资金	2417	7322	13904	15061
交易性金融资产	0	6	8	5
应收账款	44	463	658	906
其他应收款	8	19	49	63
存货	2314	4488	12447	15047
非流动资产	10808	66338	65192	62412
可供出售金融资产	0	5	2	2
长期股权投资	0	1	0	0
投资性房地产	5	29	39	25
固定资产	9425	8797	49252	52934
在建工程	155	56155	14167	7389
油气资产	0	0	0	0
无形资产	989	1257	1621	1916
资产总计	19684	87108	115878	130399
流动负债	10719	27279	45646	47897
短期借款	7497	17887	23188	21959
应付票据	1541	6155	15176	16740
应付账款	719	1638	3897	5218
其他	962	1600	3384	3980
非流动负债	1610	41339	41545	41498
长期借款	497	40497	40497	40497
其他	1113	842	1048	1001
负债合计	12329	68618	87191	89395
股本	2826	5053	5053	5053
资本公积	907	5753	5753	5753
未分配利润	3019	6654	15503	26496
少数股东权益	200	226	251	276
股东权益合计	7355	18490	28688	41005
负债及权益合计	19684	87108	115878	130399

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1745	4024	10158	12275
折旧和摊销	989	644	2061	3724
资产减值准备	-1	154	-23	92
无形资产摊销	16	15	16	16
公允价值变动损失	9	12	15	17
财务费用	320	439	2932	2884
投资损失	-6	-3	-5	-4
少数股东损益	25	25	25	25
营运资金的变动	-2908	1050	10358	12647
经营活动产生现金流量	156	4113	4996	6283
投资活动产生现金流量	-827	-56317	-896	-901
融资活动产生现金流量	1019	57108	2482	-4225
现金净变动	355	4905	6582	1157
现金的期初余额	1365	2417	7322	13904
现金的期末余额	1719	7322	13904	15061

利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	22288	57424	144244	184357
营业成本	18662	50081	115814	149239
营业税金及附加	119	243	9225	12220
销售费用	206	476	851	996
管理费用	1041	1423	2706	3133
财务费用	383	439	2932	2884
资产减值损失	-1	22	30	33
公允价值变动	-9	12	15	17
投资收益	6	3	5	4
营业利润	2035	4755	12704	15873
营业外收入	4	82	74	53
营业外支出	2	5	3	3
利润总额	2037	4833	12775	15923
所得税	293	784	2592	3623
净利润	1745	4049	10183	12300
少数股东损益	25	25	25	25
归属母公司净利润	1719	4024	10158	12275
EPS(元)	0.34	0.80	2.01	2.43

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	15.8%	157.6%	151.2%	27.8%
营业利润增长率	60.9%	133.6%	167.2%	24.9%
净利润增长率	45.7%	134.0%	152.4%	20.8%
盈利能力				
毛利率	16.3%	12.8%	19.7%	19.0%
净利率	7.7%	7.0%	7.0%	6.7%
ROE	24.0%	22.0%	35.7%	30.1%

偿债能力

资产负债率	62.6%	78.8%	75.2%	68.6%
流动比率	0.83	0.76	1.11	1.42
速动比率	0.61	0.59	0.84	1.10

营运能力

资产周转率	1.13	1.08	1.42	1.50
应收帐款周转率	397.45	205.85	239.63	221.69

每股资料(元)

每股收益	0.34	0.80	2.01	2.43
每股经营现金	0.03	0.81	0.99	1.24
每股净资产	1.42	3.61	5.63	8.06

估值比率(倍)

PE	47.46	20.28	8.03	6.65
PB	11.40	4.47	2.87	2.00

分析师声明

本人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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn