

投资评级 优于大市 维持

PTA 价差大幅扩大，三季度业绩创新高

股票数据

10 月 19 日收盘价(元)	13.64
52 周股价波动(元)	8.80-17.95
总股本/流通 A 股(百万股)	5053/919
总市值/流通市值(百万元)	68920/12540

相关研究

《1H18 归母净利润同比大幅增长 133%》
2018.07.29

《收购 PTA、炼化资产完成，2018Q1 归母净利润同比大幅增长》2018.05.02

《长丝高景气，公司业绩同比大幅增长》
2018.03.12

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.4	12.6	-1.2
相对涨幅(%)	3.1	15.2	13.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱军军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

联系人:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

投资要点:

- 2018Q3 归母净利润创上市以来单季新高。**2018 年前三季度，公司实现营业收入 438.32 亿元，同比+34.43%；实现归母净利润 36.53 亿元，同比+98.94%。其中，三季度单季归母净利润 17.70 亿元，同比+72.41%，环比+127.30%，创上市以来单季度业绩新高。三季度，公司 PTA、民用涤纶长丝产量分别为 172 万吨、33 万吨，销量分别为 167 万吨、33 万吨。
- 三季度 PTA 价格、价差大幅上涨。**三季度以来，人民币贬值近 4%，PX 韩国 FOB 价格同比+44%，环比+20%；PTA 社会流通库存从 6 月底 93 万吨下降至 8 月底最低 70 万吨。成本上涨、供应短缺推动三季度 PTA 价格、价差大涨。3Q18，PTA 平均价格 7415 元/吨，同比+45%，环比+32%；平均价差（不含税）1125 元/吨，同比+36%，环比+51%。公司参控股 PTA 产能 660 万吨，三季度业绩主要受益 PTA 价差扩大。
- 三季度长丝整体价差环比有所回落。**在成本端推动下，三季度涤纶 FDY 均价 10671 元/吨，同比+19%，环比+11%；DTY 均价 11967 元/吨，同比+22%，环比+12%。但由于 PTA 价格大幅上涨，FDY 平均价差（不含税）1496 元/吨，同比-17%，环比-21%；DTY 平均价差（不含税）2613 元/吨，同比+3%，环比-9%。9 月以来，随着下游聚酯减产，PTA 价格回落，长丝价差企稳回升，FDY、DTY9 月价差分别环比+11%、+5%。
- 2000 万吨/年炼化一体化项目稳步推进。**恒力炼化项目总投资 562 亿元，将建成以 450 万吨/年芳烃联合装置为核心的 2000 万吨/年炼油、化工装置。目前炼化项目已处于全面安装建设的施工尾声，公司预计将于 4Q18 投料生产。150 万吨/年乙烯项目完成前置审批、工艺包设计与长周期设备采购等工作，加快推进详细设计与基础施工，公司预计 2019Q4 调试生产。
- 扩建 PTA-涤纶，完善产业链。**250 万吨 PTA-4 项目预计 2018 年底完成土建，2019Q4 调试生产；同时，公司启动 250 万吨 PTA-5 项目。此外，135 万吨高品质纺织新材料项目计划 2018 年完成 DTY 厂房建设、设备安装调试以及 POY 厂房建设。上述三个项目建成后，公司 PTA 产能将达 1160 万吨/年，聚酯产能超过 400 万吨/年，产业链布局进一步完善。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 42、87、110 亿元，EPS 分别为 0.84、1.71、2.17 元，2018 年 BPS 为 5.89 元。参考可比公司估值水平，给予其 2018 年 2.5-3.0 倍 PB，对应合理价值区间 14.73-17.67 元（2018 年 PEG 为 0.12-0.14），给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**产品价格大幅波动的风险；炼化、乙烯项目进程不及预期；PTA-涤纶新增产能进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19239.96	22287.97	59657.95	122941.13	148944.74
(+/-)YoY(%)	2188.56%	15.84%	167.67%	106.08%	21.15%
净利润(百万元)	1179.83	1719.33	4244.43	8657.34	10976.28
(+/-)YoY(%)	585.33%	45.73%	146.87%	103.97%	26.79%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.34	0.84	1.71	2.17
毛利率(%)	13.46%	16.27%	14.60%	20.92%	20.96%
净资产收益率(%)	20.13%	24.03%	14.25%	22.52%	22.21%

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

2018Q3 归母净利润创上市以来单季新高。2018 年前三季度，公司实现营业收入 438.32 亿元，同比+34.43%；实现归母净利润 36.53 亿元，同比+98.94%。其中，三季度单季归母净利润 17.70 亿元，同比+72.41%，环比+127.30%，创上市以来单季度业绩新高。三季度，公司 PTA、民用涤纶长丝产量分别为 172 万吨、33 万吨，销量分别为 167 万吨、33 万吨。

表 1 1Q17-3Q18 恒力股份主要产品单季度产销量

产量(万吨)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	同比	环比
PTA	-	-	-	-	179.37	175.16	171.80	-	-1.9%
民用涤纶长丝	31.84	30.38	31.96	28.61	32.55	32.98	33.05	3.4%	0.2%
工业涤纶长丝	3.59	3.65	3.69	2.64	3.64	3.63	3.25	-12.0%	-10.5%
聚酯切片	20.74	19.96	21.11	21.04	20.31	20.85	21.28	0.8%	2.1%
工程塑料	3.78	4.29	3.80	3.07	4.78	4.22	4.44	16.9%	5.2%
聚酯薄膜	4.12	3.76	3.76	4.14	3.02	4.17	4.38	16.4%	5.0%
销量(万吨)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	同比	环比
PTA	-	-	-	-	104.43	188.05	167.02	-	-11.2%
民用涤纶长丝	21.62	37.38	29.98	29.80	28.47	30.70	32.98	10.0%	7.4%
工业涤纶长丝	3.14	4.66	3.77	3.68	3.05	3.79	2.95	-21.7%	-22.2%
聚酯切片	15.99	28.66	16.03	20.78	17.03	21.46	21.19	32.2%	-1.3%
工程塑料	2.88	3.95	4.10	3.98	3.78	3.26	4.79	16.7%	46.9%
聚酯薄膜	2.59	4.07	5.17	4.37	2.88	4.16	4.48	-13.3%	7.7%

资料来源：恒力股份 1Q17-3Q18 主要经营数据公告，海通证券研究所

三季度 PTA 价格、价差大幅上涨。三季度以来，人民币贬值近 4%，PX 韩国 FOB 价格同比+44%，环比+20%；PTA 社会流通库存从 6 月底 93 万吨下降至 8 月底最低 70 万吨。成本上涨、供应短缺推动三季度 PTA 价格、价差大涨。3Q18，PTA 平均价格 7415 元/吨，同比+45%，环比+32%；平均价差（不含税）1125 元/吨，同比+36%，环比+51%。公司参控股 PTA 产能 660 万吨，三季度业绩主要受益 PTA 价差扩大。

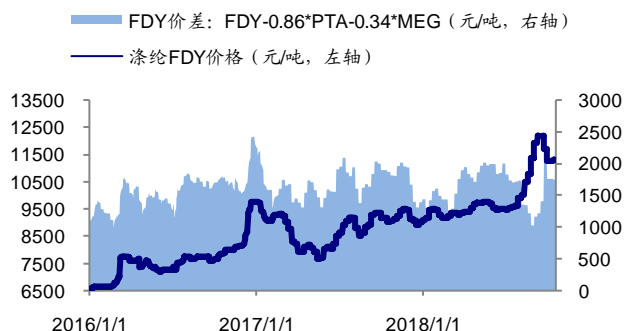
图1 2016 年以来 PTA 价格、价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

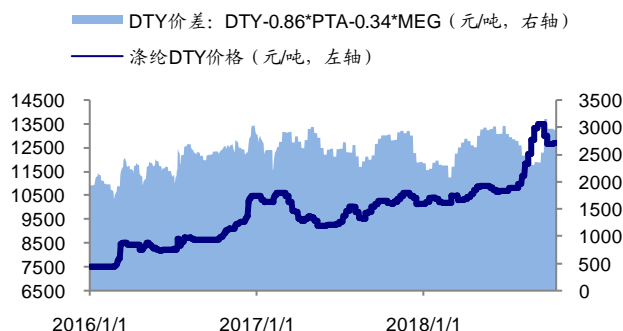
三季度长丝整体价差环比有所回落。在成本端推动下，三季度涤纶 FDY 均价 10671 元/吨，同比+19%，环比+11%；DTY 均价 11967 元/吨，同比+22%，环比+12%。但由于 PTA 价格大幅上涨，FDY 平均价差（不含税）1496 元/吨，同比-17%，环比-21%；DTY 平均价差（不含税）2613 元/吨，同比+3%，环比-9%。9 月以来，随着下游聚酯减产，PTA 价格回落，长丝价差企稳回升，FDY、DTY9 月价差分别环比+11%、+5%。

图2 2016年以来涤纶FDY价格、价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2016年以来涤纶DTY价格、价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

2000万吨/年炼化一体化项目稳步推进，预计4Q18投料生产。恒力炼化项目总投资562亿元，将建成以450万吨/年芳烃联合装置为核心的2000万吨/年炼油、化工装置、公用工程及辅助生产设施和码头工程，每年可生产对二甲苯约450万吨。目前炼化项目已处于全面安装建设的施工尾声，公司预计将于4Q18投料生产。项目建成后，我们认为一方面能够补充PTA所需的PX原料，另一方面能够为公司提供新的利润增长点。

投资建设150万吨/年乙烯工程，丰富炼化项目产品结构。公司计划投资209.78亿元在大连长兴岛建设150万吨/年乙烯工程。项目建设期2年，主要建设150万吨/年蒸汽裂解及上下游共12套装置，充分利用2000万吨/年炼化一体化项目所产的炼厂干气、正丁烷等自产原料资源，生产乙二醇、聚乙烯、聚丙烯等化工产品。目前，项目完成前置审批、工艺包设计与长周期设备采购等工作，加快推进详细设计与基础施工，公司预计2019Q4调试生产。我们认为此项目是对2000万吨/年炼化一体化项目的补充，有助于进一步丰富炼化项目产品结构，提高炼化项目整体盈利水平。

PTA产能进一步扩张。2018年4月9日公司发布公告，公司下属孙公司恒力石化（大连）公司拟投资29.08亿元建设年产250万吨PTA-4项目。项目毗邻一、二期现有产能，采用英威达工艺，公用工程与辅助设施依托现有装置预留。公司预计PTA-4项目2018年底完成土建，2019Q4调试生产。同时，公司启动250万吨PTA-5项目，计划总投资29.88亿元。项目建成后，公司PTA总产能有望增加至1160万吨/年。

启动年产135万吨纺织新材料项目，加码长丝。2018年2月10日，公司发布公告，拟通过孙公司恒科新材实施年产135万吨多功能高品质纺织新材料项目。项目计划总投资123亿元，建设熔体直纺FDY半消光多功能高品质聚酯纤维60万吨、熔体直纺POY半消光多功能高品质聚酯纤维30万吨（其中包括POY阳离子染料可染聚酯15万吨）、DTY45万吨。项目建设期48个月，拟采取分批投入、分批投产的方式进行。目前，公司拥有聚合能力281万吨，包括民用涤纶长丝产能155万吨，涤纶工业丝20万吨，聚酯切片70万吨，聚酯薄膜20万吨。项目建成后，公司聚酯总产能将突破400万吨规模。项目计划2018年完成DTY厂房建设、设备安装调试以及POY厂房建设。

实施年产20万吨高性能车用工业丝技改项目，优化产品结构。2018年9月8日，公司发布公告，子公司恒力化纤拟投资15.20亿元，利用原有年产20万吨聚酯切片为原料及生产配套设施，新增固相增粘、纺丝设备等，技改后年产20万吨高性能车用工业丝。我们认为此次技改有助于公司提升产品差异化和附加值，进一步提升工业丝的市场占有率。

盈利预测与投资评级。公司是国内领先的PTA-聚酯生产企业，2000万吨/年炼化一体化项目建成一方面有助于解决PX原料瓶颈，另一方面有助于提升公司业绩，具有较好市场前景。我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为42亿元、87亿元和110亿元，EPS分别为0.84、1.71、2.17元，2018年BPS为5.89元。参考可比公司估值水平，给予其2018年2.5-3.0倍PB，对应合理价值区间14.73-17.67元（2018年PEG为0.12-0.14），给予“优于大市”评级。

表2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
601233	桐昆股份	232	0.97	1.56	2.04	13.11	8.15	6.24	0.18	1.4
000703	恒逸石化	321	0.70	1.33	1.91	19.84	10.44	7.27	0.16	1.4
002493	荣盛石化	591	0.32	0.43	0.86	29.34	21.84	10.92	0.34	3.0
	均值		0.66	1.11	1.60	20.77	13.48	8.14	0.23	1.9

注：收盘价为2018年10月19日价格，EPS为Wind一致预期，PEG估值中增速g为2018-2019年EPS增速。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：产品价格大幅波动的风险；炼化、乙烯项目进程不及预期；PTA-涤纶新增产能进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	22287.97	59657.95	122941.13	148944.74
每股收益	0.34	0.84	1.71	2.17	营业成本	18662.37	50948.78	97217.89	117725.47
每股净资产	2.53	5.89	7.61	9.78	毛利率%	16.27%	14.60%	20.92%	20.96%
每股经营现金流	0.06	0.49	1.20	2.54	营业税金及附加	118.65	316.19	8605.88	10426.13
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.53%	0.53%	7.00%	7.00%
价值评估 (倍)					营业费用	205.87	548.85	1844.12	2234.17
P/E	40.09	16.24	7.96	6.28	营业费用率%	0.92%	0.92%	1.50%	1.50%
P/B	5.39	2.31	1.79	1.39	管理费用	1040.89	2386.32	4302.94	4766.23
P/S	3.09	1.16	0.56	0.46	管理费用率%	4.67%	4.00%	3.50%	3.20%
EV/EBITDA	22.90	12.62	6.13	4.84	EBIT	2260.19	5457.81	10970.30	13792.73
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	382.62	399.85	774.85	852.34
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.72%	0.67%	0.63%	0.57%
毛利率	16.27%	14.60%	20.92%	20.96%	资产减值损失	-1.24	1.47	1.86	2.17
净利率	7.83%	7.22%	7.08%	7.41%	投资收益	6.22	10.00	50.00	50.00
净资产收益率	24.03%	14.25%	22.52%	22.21%	营业利润	2035.48	5066.49	10243.59	12988.22
资产回报率	8.73%	5.69%	10.25%	12.33%	营业外收支	1.93	3.00	3.00	3.00
投资回报率	14.67%	7.26%	13.75%	16.92%	利润总额	2037.41	5069.49	10246.59	12991.22
盈利增长 (%)					EBITDA	3265.91	8150.31	15987.65	18267.95
营业收入增长率	15.84%	167.67%	106.08%	21.15%	所得税	292.70	760.42	1536.99	1948.68
EBIT 增长率	29.36%	141.48%	101.00%	25.73%	有效所得税率%	14.37%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	52.32%	146.98%	102.12%	26.79%	少数股东损益	25.38	64.64	52.26	66.26
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1719.33	4244.43	8657.34	10976.28
资产负债率	62.6%	59.7%	54.1%	44.1%					
流动比率	0.83	0.64	1.11	1.72	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.59	0.42	0.70	1.07	货币资金	2416.72	2000.01	1000.00	1000.00
现金比率	0.31	0.10	0.07	0.20	应收款项	44.05	148.57	306.48	372.77
经营效率指标					存货	2313.59	5583.43	10654.02	12901.42
应收帐款周转天数	0.90	0.90	0.90	0.90	其它流动资产	490.49	490.49	490.49	490.49
存货周转天数	40.41	40.00	40.00	40.00	流动资产合计	8876.29	17950.30	32380.77	38907.57
总资产周转率	1.13	1.27	1.55	1.72	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.30	2.33	2.78	3.30	固定资产	9424.99	44424.99	54424.99	55424.99
					在建工程	154.91	10154.91	154.91	1154.91
					无形资产	989.47	4489.47	4914.62	5333.40
					非流动资产合计	10807.92	56615.33	52097.99	50122.77
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	19684.21	74565.63	84478.77	89030.35
净利润	1744.71	4309.06	8709.60	11042.54	短期借款	7496.58	20102.32	14283.52	4729.75
少数股东损益	25.38	64.64	52.26	66.26	应付账款	719.37	1675.03	3196.20	3870.43
非现金支出	1004.48	2693.97	5019.20	4477.39	预收账款	443.22	1193.16	2458.82	2978.89
非经营收益	315.20	386.85	721.85	799.34	其它流动负债	11.84	11.84	11.84	11.84
营运资金变动	-2908.42	-4903.54	-8410.02	-3466.16	流动负债合计	10718.74	27913.05	29116.58	22625.62
经营活动现金流	181.35	2550.98	6092.90	12919.36	长期借款	497.00	15497.00	15497.00	15497.00
资产	-611.01	-48496.92	-497.00	-2497.00	其它长期负债	1113.06	1113.06	1113.06	1113.06
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	1610.06	16610.06	16610.06	16610.06
其他	-215.90	-10.00	-50.00	-50.00	负债总计	12328.80	44523.10	45726.63	39235.68
投资活动现金流	-826.91	-48506.92	-547.00	-2547.00	实收资本	2825.69	5052.79	5052.79	5052.79
债权募资	1942.64	27605.74	-5818.80	-9553.77	普通股股东权益	7155.22	29777.70	38435.05	49411.33
股权募资	0.00	18378.05	0.00	0.00	少数股东权益	200.19	264.83	317.08	383.34
其他	-923.45	-399.94	-774.85	-852.34	负债和所有者权益合计	19684.21	74565.63	84478.77	89030.35
融资活动现金流	1019.20	45583.86	-6593.65	-10406.10					
现金净流量	373.63	-372.07	-1047.75	-33.75					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日

资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 滨化股份,通源石油,上海石化,桐昆股份,胜利股份,中国石化,恒力股份,卫星石化,中化国际,新潮能源,中天能源,华锦股份,新奥股份,中国石油,荣盛石化,金正大,齐翔腾达,中海油服,华鲁恒升,恒逸石化

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。