

公司研究/季报点评

2018年10月22日

基础化工/化学纤维 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 13.64
合理价格区间(元): 15.13~16.91

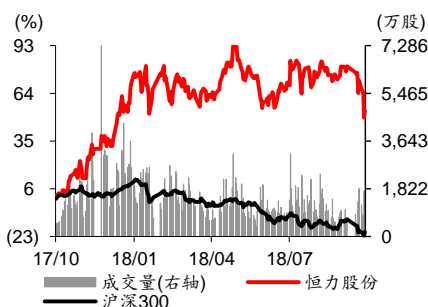
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《恒力股份(600346,增持): 三季报预增 98%, PTA 高景气带动 Q3 环比大增》2018.10
- 2 《恒力股份(600346,增持): 拟建 PTA 及工业丝项目, 产业链持续布局》2018.09
- 3 《恒力股份(600346,增持): H1 业绩增长 133%, PTA 仍存上行空间》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

PTA 高景气带动业绩大增, 炼化项目进展顺利

恒力股份(600346)

前三季度净利大增, 业绩符合预期

恒力股份于 10 月 20 日发布 2018 年三季报, 实现营收 438.3 亿元, 同比增 169%, 实现净利 36.5 亿元, 同比增 232% (追溯调整后增速为 98%), 按照最新 50.53 亿股的总股本计算, 对应 EPS 为 0.72 元, 业绩符合预期, 也与前期业绩预告基本相符。其中 Q3 实现营收 173.8 亿元, 同比增 221.3%, 实现净利 17.7 亿元, 同比增 228%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89/2.10/2.47 元, 维持“增持”评级。

聚酯板块整体高景气延续

报告期内, 公司民用长丝/工业长丝/聚酯切片/工程塑料/聚脂薄膜实现销量 92.2/9.8/59.7/11.8/11.5 万吨, 销售均价分别为 1.07/1.27/0.74/1.03/1.04 万元/吨, 同比上涨 13%/21%/20%/9%/32%, 对应营收分别变动 17%/2%/18%/18%/29%至 98.8/12.5/44.4/12.2/12.0 亿元。

PTA 景气走高带动 Q3 业绩大增

受产品供需格局改善及油价持续强势等因素影响, 根据百川资讯, 2018 前三季度华东市场 PTA 均价为 6322 元/吨 (其中 Q3 均价 7648 元/吨), 同比增 24.68%, PTA-PX 价差均价约 1263 元/吨 (其中 Q3 平均价差 2003 元/吨), 同比增 142%, 推动业绩增长。公司 PTA 销售均价为 5408 元/吨, 同比上涨 21.26%, 实现销量 459.5 万吨, 对应营收 248 亿元。公司综合毛利率同比上涨 1.7pct 至 16.5%, 财务费用率上涨 0.9pct 至 2.8%, 销售费用率为 0.9%, 同比持平, 管理费用率下降 2.6pct 至 1.1%。

PX 价格相对强势, PTA-聚酯环节盈利缩减

据中纤网资讯, 尽管至 10 月 19 日, 韩国 PX 报价 1242 美元/吨, 较 9 月初高位下跌 7%, 但华东地区 PTA 报价 7220 元/吨, 已较 9 月高点下跌 22%, PX 相对强势下, PTA-PX 价差由 9 月初的 3264 元/吨降至约 700 元/吨。而聚酯方面, 受下游工厂订单相对低迷影响, 目前涤纶长丝 (FDY150D) 价格较 9 月初下跌约 10%至 1.11 万元/吨。

恒力炼化投产在即, 乙烯及 PTA 等项目助力一体化成长

公司 2000 万吨炼化一体化项目目前项目工程调试和开工备料工作全面展开, 公司预计将于 2018Q4 投产。配套 150 万吨乙烯工程项目正在快速推进详细设计工作, 公司预计 2019 年底之前建成投产。年产 250 万吨 PTA-4 项目已启动, 2018 年计划完成投资 10 亿元, 预计 2019 年底达产, 另外年产 135 万吨涤纶长丝项目逐步推进, 公司一体化发展日渐完善。

维持“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89/2.10/2.47 元, 基于可比公司估值水平 (2018 年平均 14 倍 PE), 考虑公司 2019 年炼化投产后增量较大, 给予公司 2018 年 17-19 倍 PE, 对应目标价 15.13-16.91 元 (原值 17.80-19.58 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 油价大幅波动风险, 炼化项目建设进度不达预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	5,053
流通 A 股 (百万股)	919.36
52 周内股价区间 (元)	9.03-17.42
总市值 (百万元)	68,920
总资产 (百万元)	94,030
每股净资产 (元)	5.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19,240	22,288	51,548	101,448	140,736
+/-%	3.96	15.84	131.28	96.80	38.73
归属母公司净利润 (百万元)	1,180	1,719	4,507	10,600	12,482
+/-%	91.58	45.73	162.16	135.16	17.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.34	0.89	2.10	2.47
PE (倍)	58.42	40.09	15.29	6.50	5.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

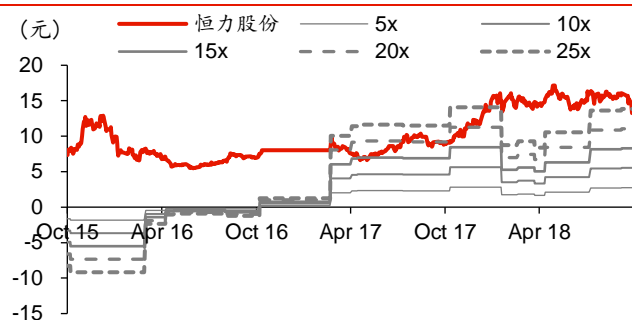
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE		BPS (元)	PB
		2018E	2019E	2018E	2019E		
荣盛石化	9.39	0.45	0.86	21	11	3.9	2.4
恒逸石化	13.89	1.2	1.8	12	8	7.6	1.8
桐昆股份	12.72	1.37	1.95	9	7	10.7	1.2
平均				14	8		1.8

注：股价为 10 月 19 日收盘价；所有公司 2018、2019 年 EPS 来自 Wind 一致预期，恒逸石化 BPS 截至 2018 年 9 月 30 日，其他公司 BPS 截至 2018 年 6 月 30 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

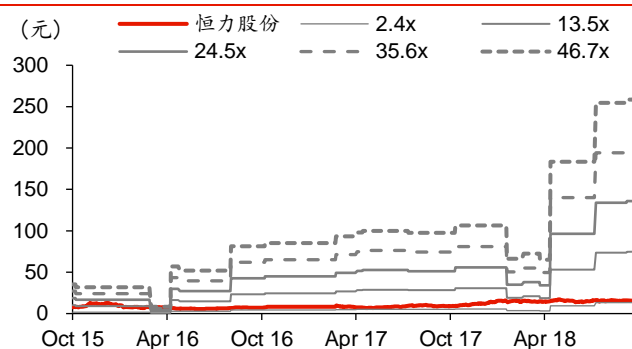
PE/PB - Bands

图表2：恒力股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：恒力股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8,692	8,876	21,855	28,092	39,286
现金	2,564	2,417	10,284	12,898	18,296
应收账款	65.60	44.05	455.43	1,446	2,005
其他应收账款	6.39	7.82	15.41	30.33	42.07
预付账款	217.72	281.96	409.52	2,491	3,469
存货	1,819	2,314	3,786	5,811	8,094
其他流动资产	4,019	3,812	6,906	5,416	7,380
非流动资产	11,007	10,808	10,048	51,093	106,985
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	9,959	9,425	8,875	37,469	82,136
无形资产	719.88	989.47	989.47	989.47	989.47
其他非流动资产	328.37	393.46	183.51	12,635	23,860
资产总计	19,699	19,684	31,903	79,185	146,272
流动负债	11,785	10,719	12,807	24,175	63,693
短期借款	5,299	7,497	1,500	1,500	32,534
应付账款	494.66	719.37	1,298	2,491	3,469
其他流动负债	5,991	2,503	10,009	20,185	27,690
非流动负债	1,879	1,610	1,341	26,546	41,500
长期借款	690.00	497.00	497.00	25,497	40,497
其他非流动负债	1,189	1,113	843.55	1,049	1,003
负债合计	13,664	12,329	14,148	50,722	105,193
少数股东权益	174.90	200.19	283.20	391.27	525.36
股本	2,826	2,826	5,053	5,053	5,053
资本公积	907.22	907.22	5,753	5,753	5,753
留存公积	2,127	3,422	6,667	17,266	29,748
归属母公司股东权益	5,860	7,155	17,472	28,072	40,554
负债和股东权益	19,699	19,684	31,903	79,185	146,272

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	730.01	155.97	8,025	19,093	22,632
净利润	1,145	1,745	4,590	10,708	12,616
折旧摊销	1,067	1,006	747.70	1,955	5,108
财务费用	488.40	382.62	275.01	645.47	2,768
投资损失	0.00	(6.22)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,845)	(2,908)	2,429	5,525	2,156
其他经营现金	(125.98)	(62.44)	(17.50)	259.68	(15.72)
投资活动现金	(314.92)	(826.91)	(217.02)	(43,000)	(61,000)
资本支出	380.33	611.27	140.00	43,000	61,000
长期投资	0.00	0.00	77.02	0.00	0.00
其他投资现金	65.40	(215.65)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(1,523)	1,019	59.20	26,522	43,765
短期借款	4,557	2,197	(5,997)	0.00	31,034
长期借款	437.32	(193.00)	0.00	25,000	15,000
普通股增加	2,158	0.00	2,227	0.00	0.00
资本公积增加	693.67	0.00	4,846	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,369)	(985.12)	(1,017)	1,522	(2,268)
现金净增加额	(1,141)	354.58	7,867	2,615	5,397

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,240	22,288	51,548	101,448	140,736
营业成本	16,650	18,662	43,566	83,018	115,628
营业税金及附加	125.41	118.65	175.26	344.92	478.50
营业费用	192.62	205.87	567.03	1,116	1,618
管理费用	524.51	1,041	1,495	2,942	4,081
财务费用	488.40	382.62	275.01	645.47	2,768
资产减值损失	(3.24)	(1.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(9.24)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,265	2,035	5,470	13,382	16,161
营业外收入	136.30	3.71	70.00	100.00	316.00
营业外支出	3.35	1.78	6.00	10.00	6.00
利润总额	1,398	2,037	5,534	13,472	16,471
所得税	252.50	292.70	943.68	2,764	3,856
净利润	1,145	1,745	4,590	10,708	12,616
少数股东损益	(34.41)	25.38	83.01	108.07	134.09
归属母公司净利润	1,180	1,719	4,507	10,600	12,482
EBITDA	2,820	3,424	6,493	15,982	24,037
EPS (元, 基本)	0.42	0.61	0.89	2.10	2.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	3.96	15.84	131.28	96.80	38.73
营业利润	102.25	60.91	168.74	144.64	20.77
归属母公司净利润	91.58	45.73	162.16	135.16	17.75
获利能力 (%)					
毛利率	13.46	16.27	15.49	18.17	17.84
净利率	6.13	7.71	8.74	10.45	8.87
ROE	20.13	24.03	25.80	37.76	30.78
ROIC	12.62	14.66	43.05	23.96	14.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.37	62.63	44.35	64.05	71.92
净负债比率 (%)	49.92	67.03	20.00	59.14	72.75
流动比率	0.74	0.83	1.71	1.16	0.62
速动比率	0.58	0.61	1.41	0.92	0.49
营运能力					
总资产周转率	1.70	1.13	2.00	1.83	1.25
应收账款周转率	83.97	397.45	196.02	101.39	77.48
应付账款周转率	33.59	30.74	43.19	43.82	38.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.89	2.10	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.03	1.59	3.78	4.48
每股净资产(最新摊薄)	1.16	1.42	3.46	5.56	8.03
估值比率					
PE (倍)	58.42	40.09	15.29	6.50	5.52
PB (倍)	11.76	9.63	3.94	2.46	1.70
EV_EBITDA (倍)	26.51	21.84	11.52	4.68	3.11

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com