

审慎推荐-A (维持)

恒力股份 600346.SH

目标估值: 9.00-10.00 元
当前股价: 7.85 元
2017 年 04 月 24 日

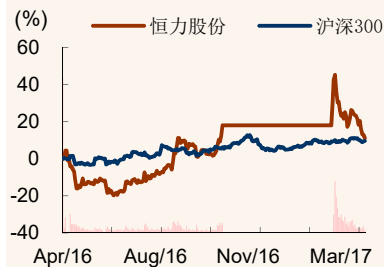
涤纶长丝景气促业绩高增长, 重组推进一体化龙头崛起

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	282569
已上市流通股(万股)	66779
总市值(亿元)	222
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	21.2
资产负债率	68.7%
主要股东	恒力集团有限公司
主要股东持股比例	53.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	9	9
相对表现	-15	5	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《*ST 橡塑(600346)——成功摘帽, 开启新篇章》2016-11-02
- 2、《*ST 橡塑(600346)——业绩稳步增长, 民用长丝特点鲜明》2016-08-23
- 3、《*ST 橡塑(600346)——民用丝业务有亮点, 资产注入值得期待》2016-06-08

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

事件:

公司发布 2017 年一季报, 报告期内实现营业收入 41.85 亿元, 同比下降 7.93%; 归属于上市公司股东净利润 2.87 亿元, 同比增长 124.74%; 实现 EPS 为 0.10 元, 业绩增长主要是涤纶长丝和工业丝毛利率改善, 业绩符合我们预期。

评论:

1、涤纶长丝价格和毛利率改善致公司业绩大幅增长

2017Q1 公司实现营业收入 41.85 亿元, 同比下降 7.93%, 报告期内公司营业收入有所下降主要是今年一季度受春节假期影响, 下游企业需求下降, 导致公司库存增加较多, 销量有所下降, 这从公司的存货量也得到体现, 2017 一季度末公司存货达到 31.91 亿元, 同比增长了 75.44%; 中纤网跟踪的数据显示, 2017 年一季度末 FDY 行业的平均库存天数为 17.5 天, 高于行业平均 7-10 天的库存水平, 不过从 2017 年 4 月份开始, 随着下游需求的回暖, FDY 的行业库存天数下降为 15.5 天, 我们预计随着涤纶长丝逐步进入消费旺季, 行业库存天数会逐步下降。

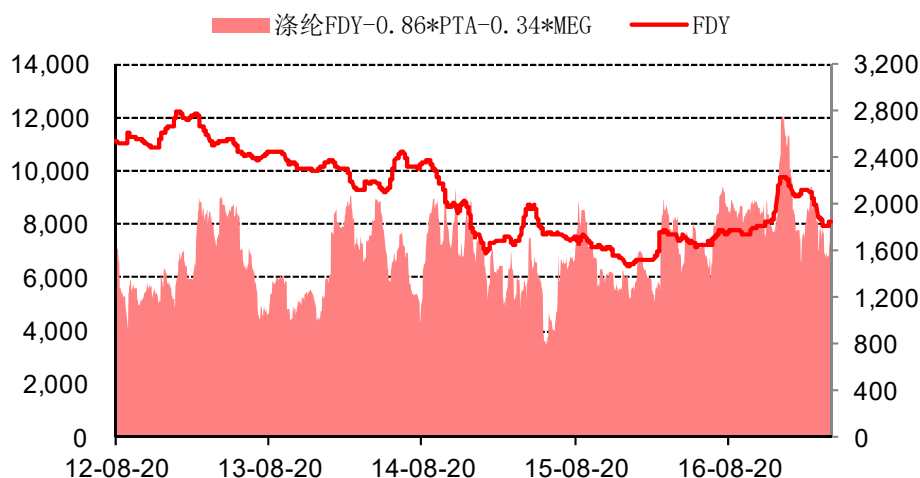
2017Q1 公司实现归属于上市公司股东的净利润 2.87 亿元, 同比增长 124.74%, 公司净利润增长主要来自涤纶长丝价格的上升和毛利率的改善, 2017 一季度公司毛利率达到 16.14%, 比去年同期的 11.21%, 提升了 4.92pct; 根据我们的监测, 2017Q1 涤纶 FDY 的平均价格为 9085 元/吨左右, 去年同期为 6950 元/吨, 同比增长了 30.72%, 以致公司业绩大幅改善。

2、公司重大资产重组有序推进, “PX-PTA-聚酯-涤纶民用长丝及工业丝”一体化龙头崛起

公司发行股份收购恒力投资 100% 股权和恒力炼化 100% 股权正在有序推进中, 发行股份价格为 6.85 元/股, 根据《利润补偿协议》, 范红卫、恒能投资承诺恒力投资 2017~2019 年的净利润不低于 6 亿、8 亿和 10 亿元。恒力投资持有恒力石化 99.83% 的股权, 恒力石化是目前全球单体产能最大的 PTA 工厂, 产能达到 660 万吨/年, 共三条 220 万吨/年 PTA 的产线。恒力炼化目前正在加速推进其 2000 万吨/年的炼化一体化项目, 项目计划总投资 591 亿元, 主要产品包括 450 万吨/年 PX、255 万吨/年国五汽油、161 万吨/年国五柴油、371 万吨/年航空煤油、162 万吨/年化工轻油等。

本次收购完成后, 恒力炼化生产的 450 万吨/年的 PX 将基本满足恒力石化 660 万吨/年 PTA 生产所需的 PX, 实现 PX 的自给自足, 降低了采购成本, 同时恒力石化的 PTA 将内部销售给恒力化纤, 减少了公司与集团的关联交易, 公司真正实现了“PX-PTA-聚酯-涤纶民用长丝和工业丝”的完整产业链, 提升公司的整体盈利能力和盈利稳定性。

图 1: 涤纶 FDY 的价格及价差



资料来源: Wind, 招商证券

3、PX-PTA-涤纶长丝产业链利润向中下游转移，涤纶长丝有望迎来景气周期

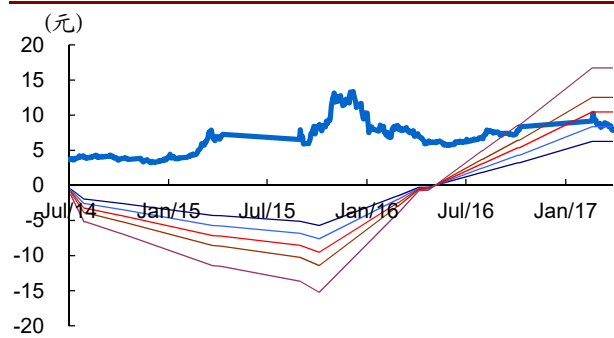
PX-PTA-涤纶长丝产业链中，受我国 PX 产能扩张受限影响，PX 盈利一枝独秀，在高盈利的驱使下国外近几年 PX 产能扩张较快，未来 PX 将从紧平衡向供过于求转变，而下游 PTA 和涤纶长丝之前均处于产能过剩的状态，随着行业新增产能的放缓，PTA 和涤纶长丝的盈利都有望改善。涤纶长丝的产能扩张在 2014 年开始有所放缓，2014 年原定项目有些推迟、有些取消，全年新增产能约 350 万吨/年，仅为年初计划的一半。2015 年全年新增产能较 2014 年进一步减少，仅为 240 万吨左右，且主要来自上年延后的产能释放，据统计 2016 年行业新增产能 140 万吨左右，进一步较少；根据目前的情况，预计 2017 年涤纶长丝的新增产能在 100 万吨/年左右，从消费量看，尽管最近几年增长有所放缓，但还是保持在 10% 左右的增长，每年新增需求量均超过 200 万吨，2016 年我国涤纶长丝的产量达到 2958 万吨左右，行业的开工率在 8 成以上，预计 2017 年行业的开工率将进一步提升，盈利继续改善。

投资建议

暂不考虑增发，我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.51、0.63 和 0.74，对应目前的股价 7.86 元/股，PE 分别为 16.3、13.3 和 11.3。公司完成增发后，将实现集团化工、石化资产的整体上市，完成“PX-PTA-聚酯切片-涤纶民用长丝及工业丝”的完整产业链整合，盈利能力将进一步提升，公司恒力炼化一体化项目未来投产后公司业绩有望再上一个台阶。维持“审慎推荐”评级。

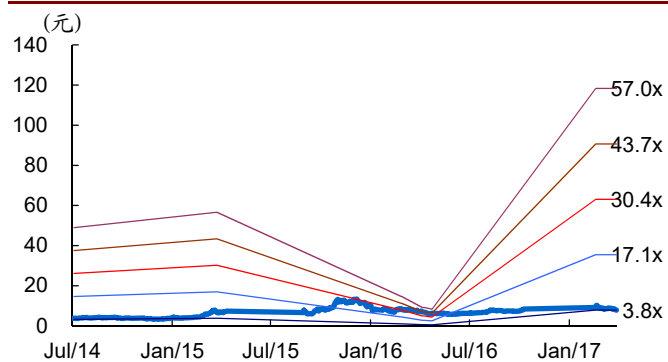
风险提示：国际原油价格大幅下跌，公司资产注入进程低于预期。

图 2: 恒力股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 恒力股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1267	8692	5055	5470	6256
现金	192	2564	1617	1744	2234
交易性投资	0	19	19	19	19
应收票据	32	3657	149	163	175
应收款项	302	66	957	1045	1126
其它应收款	6	6	7	8	8
存货	651	1819	1761	1903	2057
其他	85	561	545	588	636
非流动资产	1630	11007	10902	10793	10686
长期股权投资	3	0	5	5	5
固定资产	1457	9959	9859	9760	9663
无形资产	133	720	710	700	690
其他	37	328	328	328	328
资产总计	2897	19699	15957	16264	16942
流动负债	1930	11785	7979	6910	6000
短期借款	742	5299	3468	2236	1162
应付账款	497	495	908	981	1060
预收账款	176	370	1561	1608	1654
其他	515	5621	2042	2085	2124
长期负债	476	1879	1879	1879	1879
长期借款	253	690	690	690	690
其他	223	1189	1189	1189	1189
负债合计	2405	13664	9858	8789	7879
股本	668	2826	2826	2826	2826
资本公积金	194	907	907	907	907
留存收益	(449)	2127	2161	3501	5047
少数股东权益	79	175	204	241	283
归属于母公司所有者权益	413	5860	5894	7234	8780
负债及权益合计	2897	19699	15957	16264	16942

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(96)	730	3447	1993	2223
净利润	(243)	1180	1447	1774	2078
折旧摊销	80	1067	110	109	108
财务费用	74	361	313	199	127
投资收益	(3)	0	0	0	0
营运资金变动	1	(1851)	1492	(129)	(137)
其它	(6)	(27)	85	41	47
投资活动现金流	(39)	(315)	(5)	0	0
资本支出	(42)	(380)	0	0	0
其他投资	4	65	(5)	0	0
筹资活动现金流	104	(1523)	(4389)	(1865)	(1734)
借款变动	345	(4535)	(2664)	(1232)	(1074)
普通股增加	377	2158	0	0	0
资本公积增加	(384)	714	0	0	0
股利分配	(145)	(334)	(1413)	(434)	(532)
其他	(89)	475	(313)	(199)	(127)
现金净增加额	(30)	(1108)	(947)	127	489

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	841	19240	21296	23252	25055
营业成本	756	16650	18153	19616	21207
营业税金及附加	2	125	139	152	163
营业费用	47	193	170	233	200
管理费用	151	525	628	732	639
财务费用	87	488	313	199	127
资产减值损失	71	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0
营业利润	(271)	1262	1894	2320	2718
营业外收入	24	140	0	0	0
营业外支出	0	4	0	0	0
利润总额	(247)	1398	1894	2320	2718
所得税	2	253	417	510	598
净利润	(249)	1145	1477	1810	2120
少数股东损益	(6)	(34)	30	36	42
归属于母公司净利润	(243)	1180	1447	1774	2078
EPS (元)	(0.36)	0.42	0.51	0.63	0.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-4%	2189%	11%	9%	8%
营业利润	39%	-565%	50%	23%	17%
净利润	27%	-585%	23%	23%	17%
获利能力					
毛利率	10.0%	13.5%	14.8%	15.6%	15.4%
净利率	-28.9%	6.1%	6.8%	7.6%	8.3%
ROE	-58.9%	20.1%	24.6%	24.5%	23.7%
ROIC	-12.1%	11.2%	16.8%	18.9%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	83.0%	69.4%	61.8%	54.0%	46.5%
净负债比率	36.0%	34.6%	26.1%	18.0%	10.9%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.6	0.4	0.5	0.7
营运能力					
资产周转率	0.3	1.0	1.3	1.4	1.5
存货周转率	1.2	13.5	10.1	10.7	10.7
应收帐款周转率	2.8	104.8	41.6	23.2	23.1
应付帐款周转率	1.7	33.6	25.9	20.8	20.8
每股资料 (元)					
每股收益	-0.36	0.42	0.51	0.63	0.74
每股经营现金	-0.14	0.26	1.22	0.71	0.79
每股净资产	0.62	2.07	2.09	2.56	3.11
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.19	0.22
估值比率					
PE	-22.9	20.0	16.3	13.3	11.3
PB	13.5	4.0	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	-543.1	21.4	25.9	22.8	20.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

李舜，石化行业研究员。清华大学工程管理硕士，2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。