

公司研究/首次覆盖

2017年03月18日

基础化工/化学纤维 II

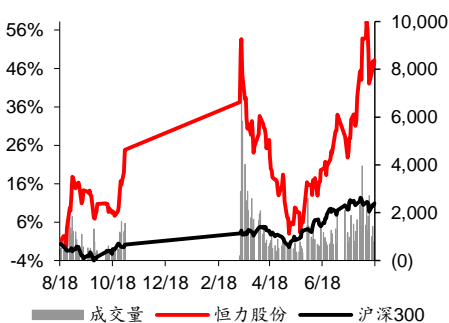
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 9.69
合理价格区间(元): 10.6-12.0

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

庄汀洲 010-56793949
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

聚酯高景气, 炼化项目带动飞跃式发展

恒力股份(600346)

国内聚酯龙头企业

恒力股份是国内聚酯龙头企业, 目前具备民用长丝产能 140 万吨, 位居全国前五, 工业长丝产能 20 万吨, 位居全国前三。公司 2016 年实现营业收入 192.4 亿元 (YoY 4.0%), 净利 11.8 亿元 (YoY 91.6%)。2017H1 公司实现营收 108.9 亿元 (YoY 18.1%), 净利 5.6 亿元 (YoY 32.8%)。

下游需求回暖, 涤纶长丝龙头高景气延续

2015 年国内涤纶长丝产量为 2910 万吨, 2010-2015 产量年复合增速分别为 12.3%。伴随人民币汇率走低带动出口改善, 涤纶长丝需求端趋势向好。国内总产能虽有一定程度过剩, 但大中型企业具备较大综合优势, 受到客户青睐。伴随秋冬季面料备货期临近, 且油价底部逐步夯实, 涤纶长丝市场稳步好转。公司目前具备 140 万吨/年涤纶长丝产能, 预计将充分受益。此外, 公司涤纶工业丝、BOPET 聚酯薄膜等产品作为涤纶产业链的补充, 整体发展稳健。

拟注入 PTA 资产, 完善产业链布局

公司拟定增购买恒力投资和恒力炼化股权, 恒力投资拥有 PTA 年产能 660 万吨, 2016 年实现收入 291.2 亿元, 亏损 5.1 亿元, 2017 年 1-4 月实现收入 92.4 亿元, 净利润 3.5 亿元, 其 2017-2019 年承诺扣非净利润 (包含政府补助) 分别不低于 6.0、8.0、10.0 亿元; 资产注入后公司化纤产业链将进一步完善; 同时由于翔鹭石化等产能难以重返市场, 而新增产能有限或存在不确定性, PTA 行业供需格局持续好转, 且 PX 进入扩产周期也利于 PTA 环节利润扩大, 上述资产有望受益于 PTA 行业整体景气的回升。

恒力炼化项目优势显著, 盈利能力突出

恒力炼化“2000 万吨/年炼化一体化项目”总投资额为 562 亿元, 以芳烃联合装置为核心, 产品包括 450 万吨 PX 等, 预计于 2018 年底试产, 届时将保证 660 万吨 PTA 装置的原料供应, 该项目具备规模、技术和一体化优势, 预计盈利能力可媲美国内先进装置, 即使按照比较保守的油品及芳烃价格假设, 粗略估计完全达产后也可实现 60 亿元以上的净利, 盈利能力突出, 并有望带动公司实现飞跃式发展。

首次覆盖给予“增持”评级

恒力股份是国内聚酯行业龙头企业, 我们预计涤纶长丝高景气有望延续, 大股东拟注入恒力石化及恒力炼化资产, 有望受益于 PTA 供需格局的改善; 恒力炼化一体化项目投产后有望贡献丰厚盈利。我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.48、0.57 元 (暂未考虑 PTA 及炼化资产注入), 结合可比公司估值水平 (2017 年平均 17.1 倍 PE), 并考虑到公司后续拟注入的炼化资产规模优势明显, 预期盈利能力突出, 公司盈利有望实现飞跃式发展, 我们给予公司一定估值溢价, 2017 年为 22-25 倍 PE, 对应目标价为 10.6-12.0 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 炼化装置不能如期达产风险、PTA 停产装置复产风险、原油价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,826
流通 A 股(百万股)	919.36
52 周内股价区间(元)	6.65-10.35
总市值(百万元)	27,381
总资产(百万元)	20,235
每股净资产(元)	2.12

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,507	19,240	22,561	23,352	24,089
+/-%	2,013	3.96	17.26	3.51	3.15
净利润(百万元)	615.86	1,180	1,369	1,600	1,809
+/-%	422.09	91.58	16.02	16.90	13.06
EPS (元)	0.22	0.42	0.48	0.57	0.64
PE (倍)	44.46	23.21	20.00	17.11	15.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

国内聚酯龙头企业	4
下游需求回暖，涤纶长丝高景气延续	6
出口回暖带动涤纶长丝需求回升	6
供给端增速放缓，优势企业受益行业景气回升	6
涤纶工业丝等业务预计保持良好发展	9
拟注入 PTA 资产，完善产业链布局	10
拟增发购买恒力石化	10
PTA 供需格局显著改善	11
PX 进入扩产周期利于 PTA 环节利润扩大	12
恒力炼化项目优势显著，盈利能力突出	14
首次覆盖给予“增持”评级	16
风险提示	17
PE/PB – Bands	17

图表目录

图表 1：恒力股份产业链一览	4
图表 2：恒力股份业务构成	4
图表 3：恒力股份营收结构	5
图表 4：恒力股份毛利结构	5
图表 5：恒力股份股权结构	5
图表 6：恒力股份主要子公司情况	5
图表 7：国内涤纶长丝产量持续增长	6
图表 8：国内布产量 2016 年以来恢复增长	6
图表 9：2015Q3 以来人民币持续贬值	6
图表 10：2016 年 5 月以来涤纶出口恢复增长	6
图表 11：2012 年以来国内退出的涤纶长丝产能	7
图表 12：国内涤纶长丝产能增长较快	7
图表 13：2016 年国内产能 100 万吨以上的涤纶长丝生产企业	7
图表 14：2017 年国内涤纶长丝新产能一览	7
图表 15：江浙织机的涤纶长丝库存处于低位	8
图表 16：棉花价格走强从比价角度利好涤纶价格	8
图表 17：2016 年 9 月以来涤纶长丝价格持续上涨	8
图表 18：2014 年全球涤纶工业丝需求结构	9
图表 19：2016 年国内涤纶工业丝产能分布	9
图表 20：聚酯产品价格自 2016 年 Q4 以来回升	9
图表 21：2016 年公司聚酯产品毛利率显著回升	9

图表 22: 本次交易标的股权结构图	10
图表 23: 恒力投资主要子公司情况	10
图表 24: 2017 年以来聚酯产品开工情况	11
图表 25: 2016 年国内 PTA 产能占全球近半	11
图表 26: 国内 PTA 产能自 2012 年以来大幅增长	11
图表 27: 2016 年国内 PTA 问题产能统计	12
图表 28: 2017 年后国内 PTA 新增产能情况	12
图表 29: 国内 PX 供需平衡情况	13
图表 30: 2016 年初以来华东地区 PTA 价格及价差回升	13
图表 31: 2017-2018 年亚洲 PX 产能投放情况 (不完全统计)	13
图表 32: 恒力炼化项目主要产品分布	14
图表 33: 恒力炼化利润测算	15
图表 34: PX 及汽油价格下滑对恒力炼化的影响	15
图表 35: 炼化装置净利润对比	15
图表 36: 恒力股份盈利预测假设	16
图表 37: 可比公司估值情况	16
图表 38: 恒力股份历史 PE-Bands	17
图表 39: 恒力股份历史 PB-Bands	17

国内聚酯龙头企业

恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力股份”或“公司”）是国内聚酯龙头企业，目前具备民用长丝（FDY及DTY，高端差异化定位）、工业长丝、聚酯切片、PBT工程塑料及聚酯薄膜等多项产品。公司涤纶长丝产品种类丰富，民用长丝产能140万吨，位居全国前五，工业长丝产能20万吨，位居全国前三。

图表1：恒力股份产业链一览



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：恒力股份业务构成

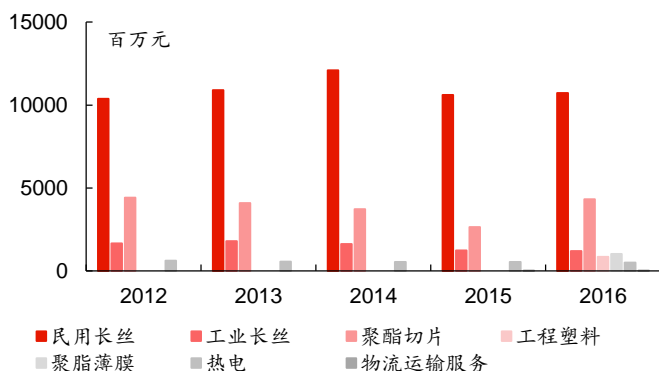
产品	公司	所在地	总产能	2016年销量	2017H1销量	持股比例
民用长丝	恒力化纤	苏州	80			99.99%
	德力化纤	宿迁	20	131.63	59.01	99.99%
	恒科新材料	南通	40			99.99%
工业长丝	恒力化纤	苏州	20	14.08	7.80	99.99%
聚酯切片	恒力化纤	苏州				99.99%
	康辉石化	营口	70	80.04	44.64	75.00%
工程塑料	康辉石化	营口	16	12.41	6.83	75.00%
聚脂薄膜	康辉石化	营口	20	15.27	6.66	75.00%
电	苏盛热电	苏州	10	9.29	4.54	99.99%
	苏盛热电	苏州	220	251.6	122.65	99.99%

注：产能单位——电为亿 kWh；蒸汽：其他为万吨/年；持股比例截止至 2017 年 6 月 30 日

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

聚酯化纤价格对公司的业绩影响较大，对恒力化纤、康辉石化业绩进行追溯调整后，2016 年实现营业收入 192.4 亿元，同比增长 4.0%，净利 11.8 亿元，同比增长 91.6%。2017H1 公司实现营收 108.9 亿元，同比增长 18.1%，净利 5.6 亿元，同比增长 32.8%。其中 2017Q2 实现营收 67.1 亿元，同比增长 71.2%，净利 2.8 亿元，同比下降 9.1%。

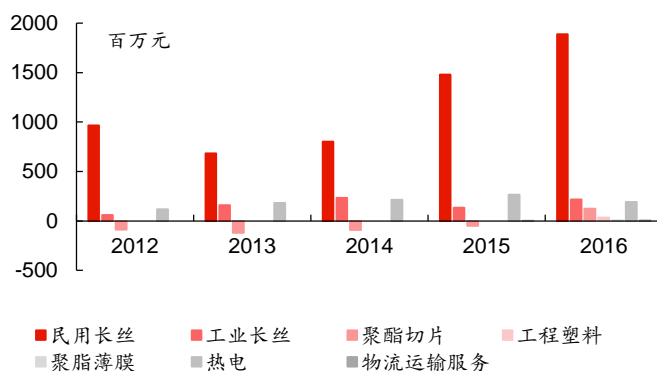
图表3: 恒力股份营收结构



注: 2012-2015年为恒力化纤业绩, 2016年加入康辉石化业绩

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 恒力股份毛利结构

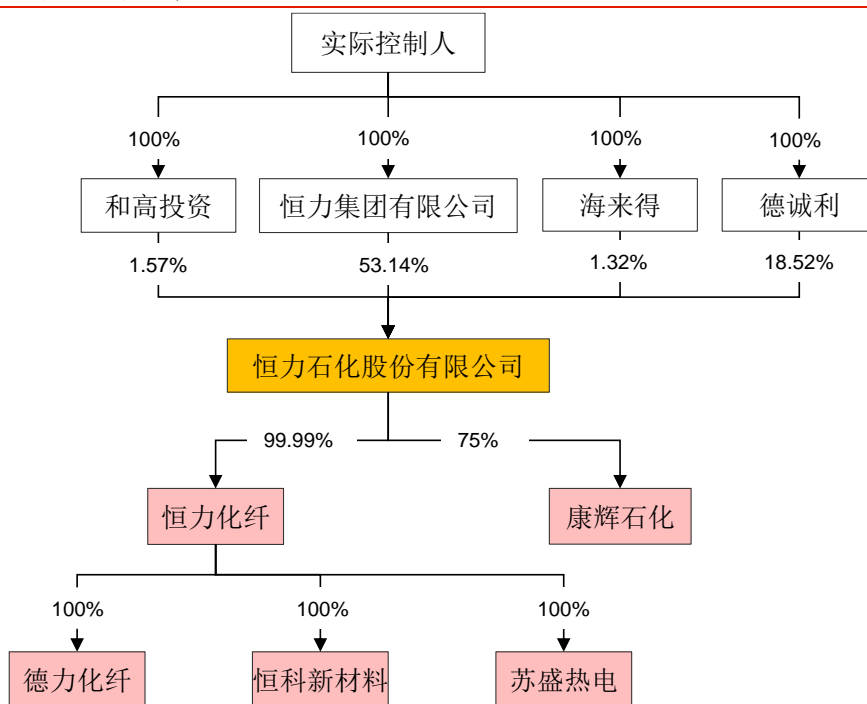


注: 2012-2015年为恒力化纤业绩, 2016年加入康辉石化业绩

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

恒力股份实际控制人为陈建华、范红卫夫妇, 合计持股比例为 74.55%, 上市公司目前共控股 12 家子公司, 其中: 1) 恒力化纤经营民用长丝、工业长丝及聚酯切片业务, 其中 FDY/DTY 产能 60/20 万吨, 工业长丝产能 20 万吨; 2) 德力化纤及恒科新材料经营民用长丝业务, 其中德力化纤 FDY/DTY 产能 10/10 万吨, 恒科新材料 FDY 产能 40 万吨; 3) 康辉石化主要产品包括聚酯切片、PBT 工程塑料 (产能 16 万吨) 及 BOPET 聚脂薄膜 (产能 20 万吨); 4) 苏盛热电为盛泽地区唯一的公用热电企业, 主要服务于周边企业; 5) 其他业务包括物流、电子商务及贸易等。

图表5: 恒力股份股权结构



注: 截止至 2017 年 6 月 30 日, 标红为主要经营实体

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 恒力股份主要子公司情况

公司名称	主要产品或服务	持股比例	净资产	2017H1 收入	2017H1 净利润	2016 年收入	2016 年净利润
恒力化纤	涤纶、聚酯切片、热电、物流	99.99%	46.7	82.4	5.77	157.2	12.99
康辉石化	聚酯切片、工程塑料、聚脂薄膜	75%	7.0	28.2	-0.13	35.3	-1.38

注: 截止至 2017 年 6 月 30 日, 单位: 亿元

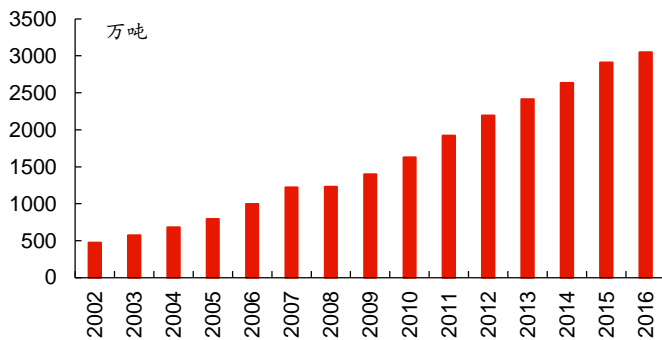
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

下游需求回暖，涤纶长丝高景气延续

出口回暖带动涤纶长丝需求回升

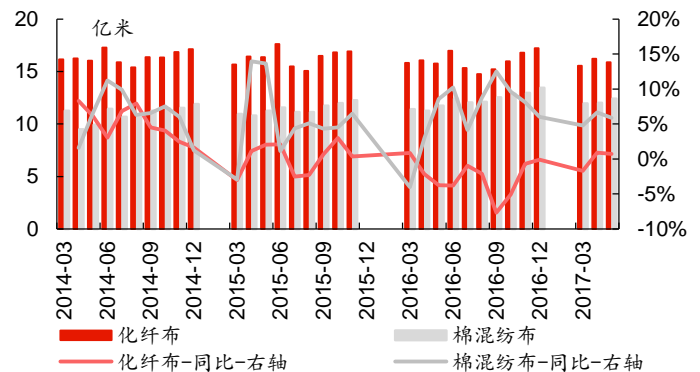
2016年国内涤纶纤维总产量4020万吨，其中涤纶长丝产量为3048万吨，2011-2016年产量年复合增速为9.7%。2017年1-5月，国内涤纶长丝累计产量为1246万吨，同比增长4.0%。伴随2015Q3以来人民币汇率持续走低，出口逐渐改善。2016年5月以来，国内涤纶出口恢复增长，2016年国内涤纶累计出口102万吨，同比增长6.5%，2017年1-6月涤纶累计出口53万吨，同比增长10.6%。

图表7：国内涤纶长丝产量持续增长



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表8：国内布产量2016年以来恢复增长



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

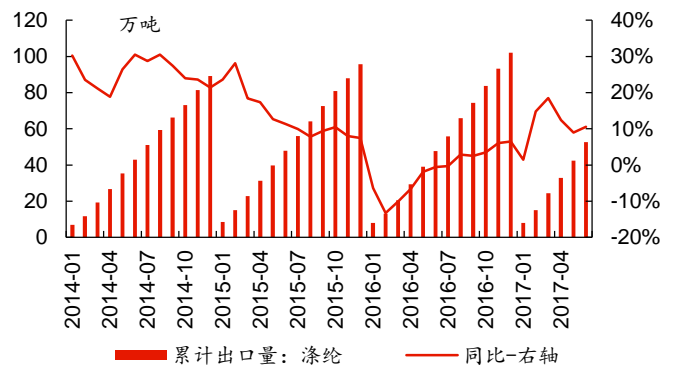
另一方面，人民币贬值也带动下游纺织行业逐步回暖，根据CEIC统计，国内化纤布、棉混纺织布产量同比增速自2016年9月以来持续回升，2017年5月分别为0.7%、5.9%；出口方面：据中国纺织品进出口商会数据，2017年4月中国纺织品服装出口1491亿元，同比增长9.7%，其中纺织品出口677亿元，同比增长7.5%；服装出口814亿元，同比增长11.6%，纺织服装行业及涤纶长丝的需求增长态势良好。

图表9：2015Q3以来人民币持续贬值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2016年5月以来涤纶出口恢复增长



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

供给端增速放缓，优势企业受益行业景气回升

2012年以来，由于产能过剩程度逐步加大，涤纶长丝价格持续下滑，行业盈利能力减弱，且多数中小规模企业难以结合市场需求变化进行产品结构调整，竞争力逐渐减弱，乃至退出市场，2012年以来国内累计淘汰涤纶长丝产能257万吨，且均为40万吨(含)以下的小产能。

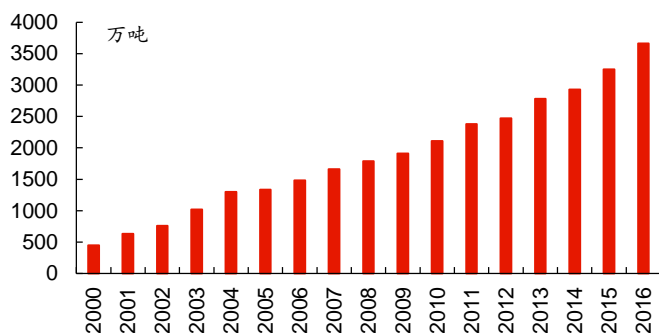
图表11： 2012年以来国内退出的涤纶长丝产能

公司	产能	退出时间
浙江绍兴化纤联合集团	30	2012年
江苏宜兴三鑫	10	2012年
浙江萧山建杰	10	2013年
江苏无锡神羊	20	2014年1月
浙江萧山龙达	18	2014年2月
浙江绍兴赐福	40	2014年8-9月
浙江宁波华鑫	20	2014年9月
浙江嘉兴龙腾	20	2015年8月
浙江萧山红剑	24	2015年8月
江苏太仓明辉	25	2015年11月
浙江绍兴亿丰	40	2016年6月

单位：万吨/年

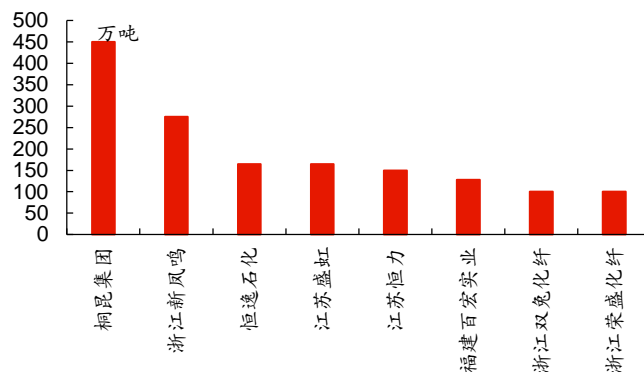
资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表12： 国内涤纶长丝产能增长较快



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表13： 2016年国内产能100万吨以上的涤纶长丝生产企业



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

截止2016年底，国内涤纶长丝名义产能为3661万吨（含DTY产能及停工产能），2017年预计新增有效产能约287万吨，较2016年410万吨有所减少，目前已投产150万吨，除去被恒逸集团收购后重启的原停工产能，2017年新增名义产能约217万吨，2018年新增约200万吨。

考虑到土地、环评及项目建设所需时间，近期投产的项目多为3-4年前所规划，而据了解，目前多数企业扩产意向已明显削弱（以大企业为主，中小企业扩产计划尤其少），因此预计未来3年左右涤纶长丝整体供给增速将明显放缓。

图表14： 2017年国内涤纶长丝新产能一览

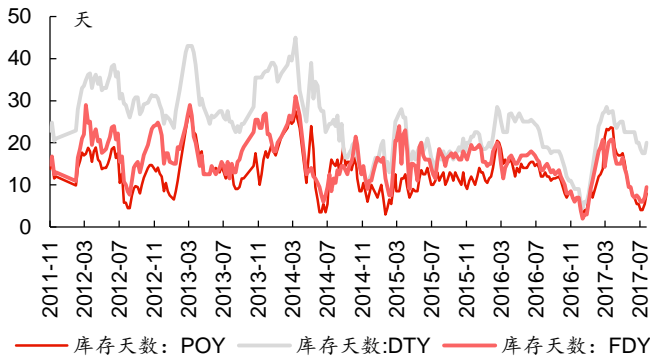
公司	产能	产品	(计划)投产时间	备注
福建经纬	20	POY和FDY各半	原计划2016年下半年投产，	
福建山力	20	POY和FDY各半	延期至2017年Q3	
江苏泗阳海欣	25	POY+FDY	2017年Q2	
浙江桐昆恒邦	30	POY	2017年Q2	已投产
浙江逸瞳	20	FDY	2017年Q2	恒逸集团收购，原嘉兴龙腾
浙江嘉兴逸鹏	25	FDY	2017年Q2	恒逸集团收购，原浙江红剑
辽宁龙栖湾	25	半光长丝	2017年Q3	
江苏太仓明辉	25	POY	2017年Q3	恒逸收购后，原停工产能重启
浙江桐昆恒通	20	POY	2017年Q3	
江苏盛虹国望	25	POY+FDY	2017年Q3	
浙江新凤鸣中石	30	POY为主	2017年下半年	
福建百宏	22	FDY+POY	2017年12月	

单位：万吨/年

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

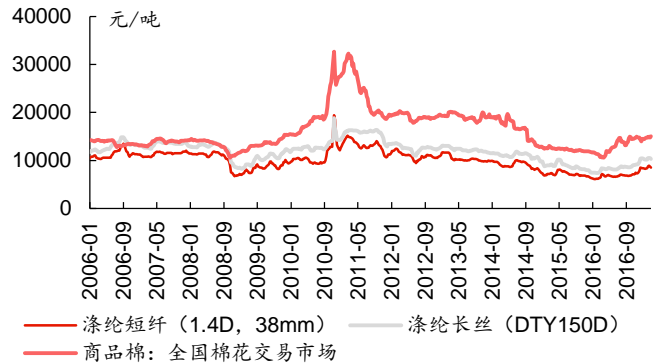
结合供需数据，目前涤纶长丝行业总体仍有一定程度过剩，但企业之间开工率、盈利等方面差异较大。大中型企业在产品质量、产品门类、供货稳定性等方面具备较大优势，受到下游织造企业青睐，优势企业即使在行业低迷时期也能保持较高开工率。2016年行业平均开工率约80%，而恒力化纤、桐昆股份等龙头企业基本能保持满产。

图表15: 江浙织机的涤纶长丝库存处于低位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

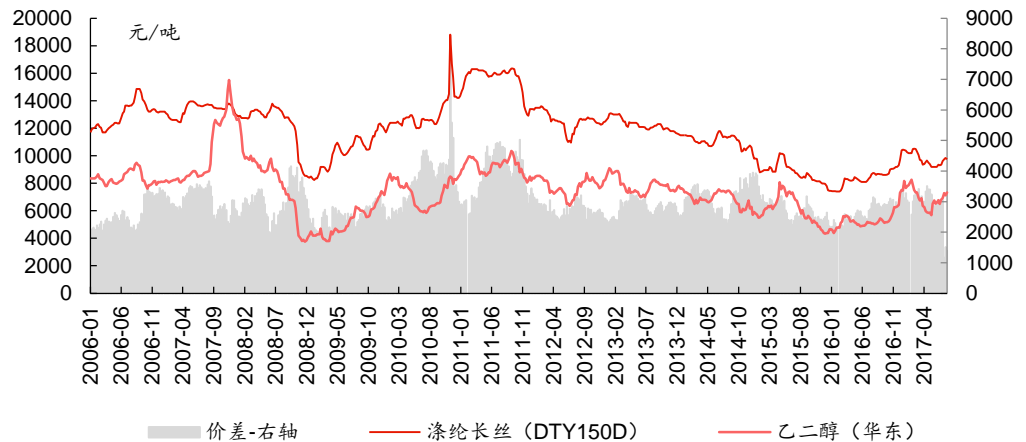
图表16: 棉花价格走强从比价角度利好涤纶价格



资料来源: 百川资讯, Wind, 华泰证券研究所

涤纶长丝价格和原油价格高度关联，2016年下半年以来，伴随油价上涨及下游需求回暖，涤纶长丝价格自2016年9月以来持续上涨，其中主流产品价格较2016年底部上涨逾30%；进入2017年，涤纶价格虽伴随油价有所反复，但整体价差仍保持在理想水平。

图表17: 2016年9月以来涤纶长丝价格持续上涨



注: 价差=涤纶长丝-0.86*PTA-0.34*乙二醇

资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

展望后市，我们预期伴随秋冬季面料备货期临近，且油价底部逐步夯实，涤纶长丝市场有望稳步好转；另一方面，近期棉花价格走强也从比价角度利好涤纶价格。恒力股份目前具备140万吨/年涤纶长丝产能，国内排名前五，具备规模优势，公司产品以FDY为主，在领域内具备一定话语权，产品规格多集中于100D以下，且以高端差异化定位为主，新品占有率达25%左右。

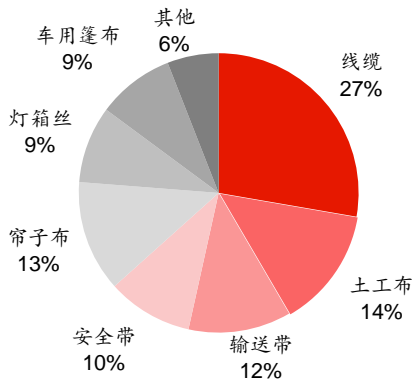
公司控股股东恒力集团以织造业务起家，目前旗下拥有14.2亿米/年织造产能，包括12000套自主研发的喷水织机及喷气织机，恒力股份对终端市场需求更新的敏感度更高，在产品研发方向和研发能力方面较竞争对手具备优势，将有助于公司化纤产品销售，预计将充分受益于涤纶行业高景气。

涤纶工业丝等业务预计保持良好发展

子公司恒力化纤拥有 20 万吨涤纶工业丝产能，2016 年销量 14.1 万吨，同比增 0.5%，实现营收 12.1 亿元，同比降 1.9%，毛利率增长 6.9pct 至 17.9%，2017 上半年实现销量 7.8 万吨，营收 8.1 亿元，同比增 42.1%。

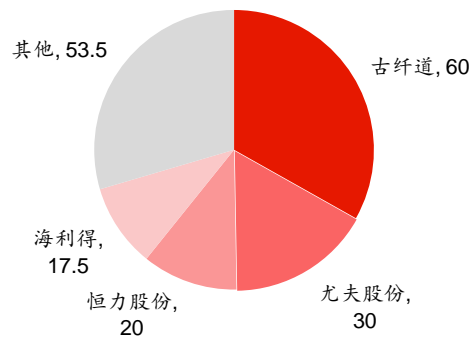
涤纶工业长丝是具备高强、高模量、耐磨、低收缩性的涤纶长丝，主要用于生产线缆、土工布、传输带、安全带、帘子布等，2016 年国内涤纶工业丝产能约 181 万吨，产量约 140 万吨，主要生产厂家包括古纤道、尤夫高新、海利得、恒力股份及晓星化纤等。

图表18： 2014 年全球涤纶工业丝需求结构



资料来源：中纤网，华泰证券研究所

图表19： 2016 年国内涤纶工业丝产能分布

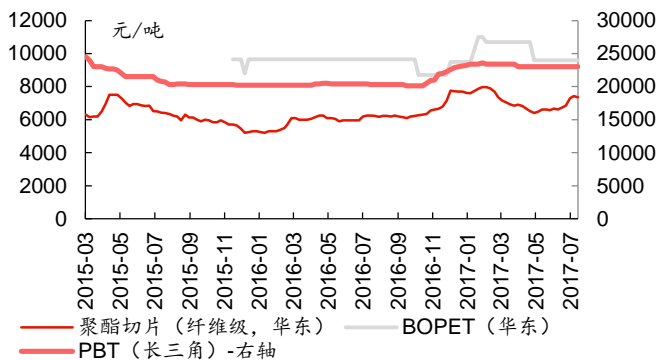


单位：万吨/年

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

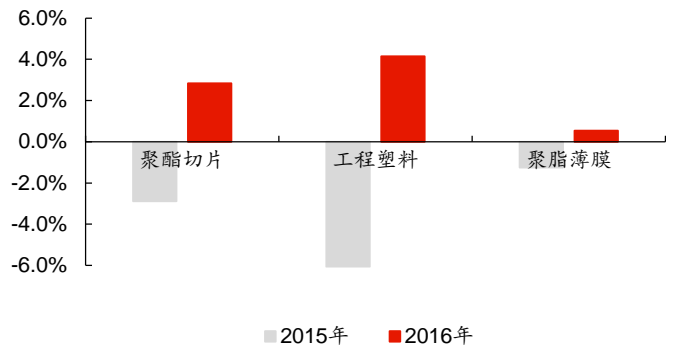
从产品结构来看，上述龙头企业的产品聚焦细分领域，差异化程度较高，功能性强，兼具成本和销售优势；公司的“超力特”工业丝产品在土工行业竞争力显著，并持续开拓汽车安全带、气囊、轮胎等高端领域，公司在涤纶方面研发能力较强，且拥有优秀的产品销售团队，伴随细分应用领域的拓展，预计后续发展态势良好。

图表20： 聚酯产品价格自 2016 年 Q4 以来回升



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表21： 2016 年公司聚酯产品毛利率显著回升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

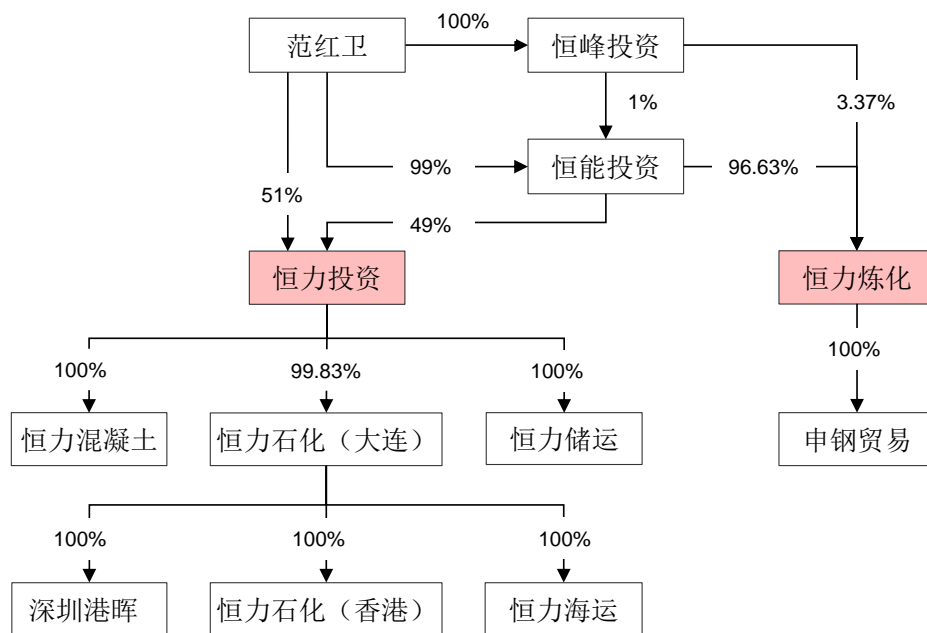
此外，公司其他产品如聚酯切片、BOPET 聚酯薄膜及 PBT 工程塑料，作为涤纶产业链的补充，整体发展稳健，毛利率均有显著提升。公司聚酯切片/聚酯薄膜/PBT 工程塑料产品 2016 年分别实现收入 43.3/10.3/8.6 亿元，毛利率分别为 2.8%/4.1%/0.5%，2017H1 分别实现收入 27.6/5.3/6.5 亿元，2017H1 塑料制品板块（切片、薄膜及工程塑料）整体毛利率提升 1.1pct 至 4.4%。

拟注入 PTA 资产，完善产业链布局

拟增发购买恒力石化

2017年3月，恒力股份公告拟向范红卫、恒能投资、恒峰投资以每股6.70元合计发行17.2亿股，购买恒力投资100%股权和恒力炼化100%股权，其中恒力投资作价83.1亿元，恒力炼化作价31.9亿元。另外公司拟向不超过10名特定对象非公开发行股票募集配套资金用于“恒力炼化2000万吨/年炼化一体化项目”。

图表22：本次交易标的股权结构图



注：标红为本次交易标的，PTA经营主体为恒力石化（大连）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

恒力投资主要资产为恒力石化（大连），拥有PTA年产能660万吨，恒力投资2016年实现营收291.2亿元，同比增3.5%，亏损5.1亿元（2015年为亏损10.0亿元）。恒力投资2017-2019年承诺扣非净利润（包含政府补助）分别不低于6.0、8.0、10.0亿元，不足部分由股东范红卫及恒能投资现金足额补偿。

图表23：恒力投资主要子公司情况

公司名称	主要产品或服务	持股比例	净资产	2016年收入	2016年净利润	2015年收入	2015年净利润
恒力石化（大连）	PTA（660万吨）等	99.83%	73.3	291.1	-5.7	283.4	-9.2
恒力混凝土	混凝土及其预构件	100%	0.5	0.1	0.1	0.1	-0.3
恒力储运	普通货物仓储	100%	0.1	-	-	-	-
恒力石化（香港）	贸易	99.83%	0.1	3.2	0.0	-	-
深圳港晖	信息咨询	99.83%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
恒力海运	沿海及长江货物运输	99.83%	0.2	1.8	0.3	1.1	-0.1

注：截止至2016年12月31日，单位：亿元，恒力石化（大连）为母公司口径数据，恒力储运目前无实际业务

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2017年1-4月，恒力投资实现营业收入92.4亿元，净利润3.5亿元，若恒力投资顺利注入，上市公司将拥有上游PTA相关业务，化纤整体产业链进一步完善，形成“芳烃-PTA-聚酯-民用丝及工业丝”完整产业链。

PTA 供需格局显著改善

PTA 大部分用于生产聚酯 (PET)，后端产品包括涤纶长丝和短纤 (85%)，瓶片 (10%) 及薄膜 (5%)，2016 年国内 PTA 表观消费量为 3141 万吨，2011-2016 需求的年复合增速为 7.5%。2017 年以来，PTA 下游产能投产较多，目前已开工产能 245 万吨，年内待开工产能 157 万吨，若假设年底所有聚酯产能均顺利投产，对应 PTA 增量需求 342 万吨。

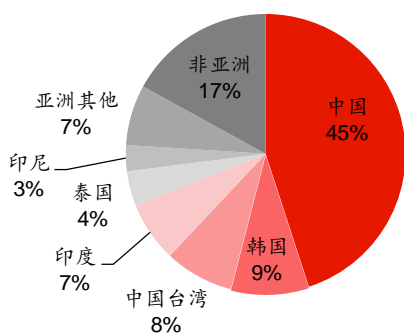
图表24： 2017 年以来聚酯产品开工情况

企业	产能	产品	投产时间
浙江万凯	55	瓶片	2017年3月
浙江桐昆恒邦	30	涤纶长丝	2017年4月
浙江逸暎	25	涤纶长丝	2017年5月
浙江嘉兴逸鹏	30	涤纶长丝	2017年5月
江苏江阴澄高	60	瓶片	2017年6月
浙江永盛薄膜	20	薄膜	2017年6月
海南逸盛	25	瓶片	2017年7月
浙江桐昆恒通	20	涤纶长丝	2017Q3
辽宁龙栖湾	25	涤纶长丝	2017Q3
江苏太仓明辉	35	涤纶长丝	2017Q3
江苏盛虹国望		25涤纶长丝	2017Q3
浙江新凤鸣中石		30涤纶长丝	2017年下半年
福建百宏		22涤纶长丝	2017年12月

注：单位：万吨/年

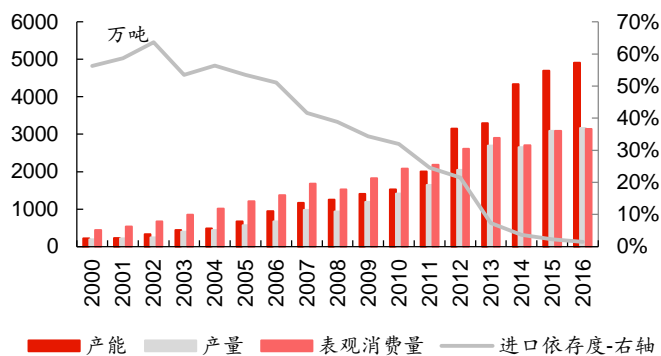
资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表25： 2016 年国内 PTA 产能占全球近半



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

图表26： 国内 PTA 产能自 2012 年以来大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内产能自 2012 年以来大规模释放，产能扩张速度远高于需求增速，导致产品价格持续走低，盈利情况大幅下降。据百川资讯统计，目前国内 PTA 产能约 4893 万吨，其中 1300 万吨处于停车或低开工状态；另据中纤网统计，截止 2016 年 12 月国内现存 PTA 淘汰产能 840 万吨，问题产能 675 万吨，主要对应厦门翔鹭石化 (615 万吨) 及绍兴远东石化 (320 万吨)。据此推算，国内 PTA 实际有效产能约为 3378-3593 万吨，其中恒逸石化及荣盛石化下属的逸盛宁波、逸盛海南、逸盛大连共 1295 万吨及恒力石化下属的 660 万吨产能已成为国内 PTA 主要供应力量，对市场具备较强影响力。

图表27： 2016年国内PTA问题产能统计

企业	产能	开工情况
翔鹭石化	615	因2013年腾龙芳烃爆炸而长期停车
扬子石化	130	70万吨装置长期停车
远东石化	320	2015年破产后长期停车
珠海BP	295	60万吨装置长期停车
辽阳石化	80	长期停车
蓬威石化	90	位于重庆，自产PX原料，运输劣势较大，2017年2月复产，开工率较低
逸盛宁波	65	停车
问题产能总计	1300	

注：单位：万吨/年

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

2017年主要新增产能仅有桐昆股份嘉兴石化二期项目（50万吨）及四川晟达项目（100万吨），且四川晟达项目在位置布局方面存在劣势，实际开工仍存在一定不确定性；远东石化被华彬国际集团收购后，部分产能（140万吨）虽有开车意向，但实际情况仍需跟踪；其余规划产能投产时间均在2018年底或之后且大多并未开始建设，部分产能甚至已无建设意向，2018年核心地区基本无PTA新增产能，行业供需格局预计将逐步好转。

图表28： 2017年后国内PTA新增产能情况

企业名称	产能规模	具体情况
嘉兴石化二期	120	2017年下半年
四川晟达	100	2017年投产，但有运输劣势
浙江远东石化	140	被收购后可能于2017年底复产
宁夏宝塔石化	120	预计2018年建成
浙江新凤鸣	200	原定2018年底建成，大概率推迟
台化宁波	150	仅宣称，未建
新疆蓝山屯河	120	仅宣称，未建
福建佳龙二期	110	仅宣称，未建

单位：万吨/年

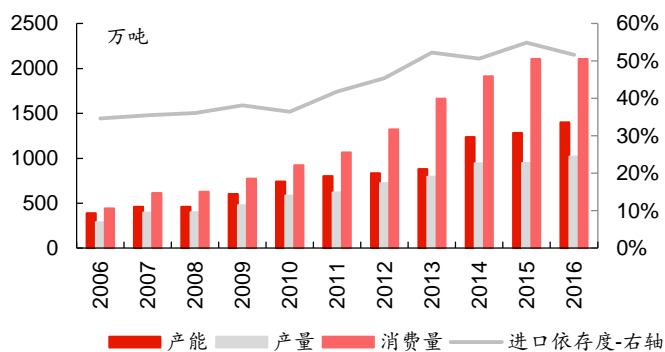
资料来源：中国绸都网，中纤网，华泰证券研究所

恒力投资全资子公司恒力石化（大连）具备三条220万吨/年PTA生产线，共计660万吨/年产能，单套规模全球最大，物耗及能耗均达到世界领先水平。2016年PTA销量678.1万吨，同比增长7%，其中33.8%销售给关联方客户（恒力股份及其他大股东所控股的化纤公司），其他主要客户包括桐昆股份、厦门国贸、中维化纤等。

PX进入扩产周期利于PTA环节利润扩大

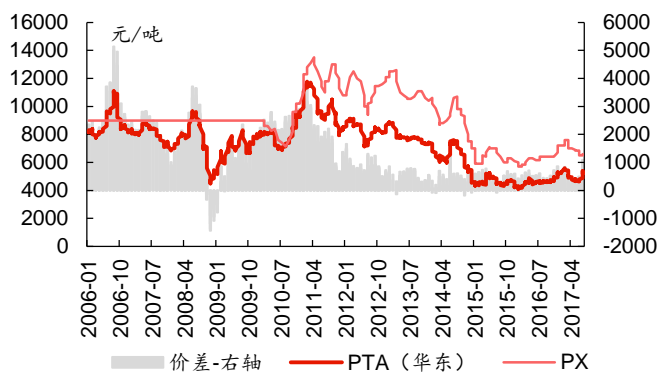
PX是PTA的核心原料，受公众事件（厦门、宁波、大连）影响，国内PX扩产进程多次放缓，进口依存度不断提升。目前国内PX产能为1402万吨，进口依存度自2010年36.5%上升至2016年的51.6%，产品价格居高不下，对PTA成本端构成较大压力。

图表29: 国内PX供需平衡情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表30: 2016年初以来华东地区PTA价格及价差回升



注: 价差=PTA-0.66*PX

资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

2013-2014年国务院和环保部相继将PX改扩建项目核准权利下放至省级政府和环保部门。2015年9月, 工信部和环保部共同制定了《对二甲苯项目建设规范条件》, 对PX项目的安全、环保等方面提出具体要求, 预计将有助于PX项目在国内合理扩产。

图表31: 2017-2018年亚洲PX产能投放情况 (不完全统计)

地区	装置名称	产能	投产情况
印度	信赖	220	原计划2016年Q4投产, 预计将于2017年释放产能
沙特	PetroRabigh	134	原计划2016年底投产, 预计将于2017年释放产能
沙特	Aramco Jazan	65	2017年下半年
越南	Nghi Son	70	2017年Q2
中国	中海油惠州炼化二期	100	2018年初
印度	Indian Oil	40	2018年
中国	海南炼化二期	60	2018年
俄罗斯	Bashneft	10	2018年扩产
中国	中化泉州	80	2018年
中国	恒力石化	450	2018年底
中国	浙江舟山石化一期	400	2018年底

单位: 万吨/年

资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

据卓创资讯等统计, 2016-2018年, 亚洲新增PX产能预计超过1300万吨, 其中包括印度, 沙特及越南2017年共有489万吨PX产能投放, 2018年国内将有240万吨PX产能投放 (不包括恒力石化及浙石化一期)。PX进入产能释放周期, 将有助于PTA生产环节利润的扩大。

综上所述, 我们判断PTA在历经多年低迷之后, 在部分产能退出或开工受限、下游需求回暖的背景下, 行业供需格局有望持续改善, 叠加油价稳步上涨和PX进入扩产周期的背景, 行业景气将大概率步入上行周期。若恒力投资顺利注入, 上述业务预计将受益于PTA景气回升。

恒力炼化项目优势显著，盈利能力突出

另一方面，公司本次定增拟募集配套资金用于“恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目”，该项目总投资额为 562 亿元，以芳烃联合装置为核心，产品包括 450 万吨 PX 等，投产后将基本保证 660 万吨 PTA 装置的原料供应，进一步完善产业链。项目已于 2016 年开始建设，预计于 2018 年 10 月试产。

图表32：恒力炼化项目主要产品分布

产品	产能
对二甲苯 (PX)	434
95#国五汽油	255
92#国五汽油	206
国五柴油	161
航空煤油	371
化工轻油	162
苯	97
液化石油气	65
聚丙烯	44
醋酸	35
润滑油基础油	54
硫磺	52
重芳烃	13

单位：万吨/年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据 2016Q4 国内均价计算，假设项目开工率 100%，恒力炼化投产首年可实现年净利润 122.7 亿元，其中汽油及 PX 分别占销售收入 30.3%、26.8%。考虑到 PX 进入扩产周期及汽油价格市场化对于产品价格的冲击，我们根据不同的情景假设测算了恒力炼化对应净利润。

图表33: 恒力炼化利润测算

成本项名称	单位	数量	单价(元/吨)	成本(亿元)	项目名称	单位	数量	单价(元/吨)	销售收入(亿元)
沙重	万吨	1200	2248	269.8	95#国V汽油	万吨	255	6127	156.2
沙中	万吨	600	2439	146.3	航煤	万吨	371	3358	124.6
马林	万吨	200	1991	39.8	92#国V汽油	万吨	206	5912	121.8
天然气	万吨	23	4181	9.6	国V柴油	万吨	161	4866	78.3
煤	万吨	260	427	11.1	化工轻油	万吨	162	2709	43.9
石脑油	万吨	54	2709	14.6	苯	万吨	97	5239	50.8
原料合计				491.3	对二甲苯	万吨	434	5654	245.4
					液化气	万吨	65	3114	20.2
辅助材料				16.1	聚丙烯	万吨	44	7411	32.6
					润滑油基础油	万吨	54	5043	27.2
水	万吨	1538	2.21	0.3	醋酸	万吨	35	2224	7.8
电	万度	213191	0.47	10.0	硫磺	万吨	52	636	3.3
煤	万吨	314	427	13.4	重芳烃	万吨	13	3005	3.9
能源合计				23.8	收入合计				916.1
工资及附加费	人	1760	80000	1.4	汽油消费税		461	2110	97.3
					柴油消费税		161	1411	22.7
修理费				13.7	润滑油消费税		54	1712	9.2
折旧费				31.4	消费税合计				129.2
其他制造费用				0.5	其他税费				16.2
制造费用合计				45.6	利润总额				163.6
财务费用				20.9	所得税				40.9
其他费用				8.0					
总成本				607.1	净利润				122.7

注: 1、单价均不含增值税,且按照国内2016Q4均价计算; 2、假设所有装置满产; 3、债务资金为422亿; 4、项目投资462亿元,折旧按15年计

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

若PX价格下滑30%,对应恒力炼化净利润仍有67.5亿元;而若汽油价格下滑30%,则对应净利润约60.1亿元。尽管原油价格波动对公司成本端影响同样较大,但考虑到原油价格波动会相应影响PX及汽油价格,在此不做测算。

图表34: PX及汽油价格下滑对恒力炼化的影响

PX价格下滑幅度	对应净利润	汽油价格下滑幅度	对应净利润
-30%	67.5	-30%	60.1
-20%	85.9	-20%	81.0
-10%	104.3	-10%	101.8

单位:亿元

资料来源:华泰证券研究所

另一方面,对比现有炼化装置近年来的利润情况,由于油品销售利润下滑所致,高油价对于炼化利润构成较大影响。考虑恒力炼化PX产能较大,且PX产品近年来利润丰厚,尽管未将其后续乙烯裂解项目纳入考虑,但盈利能力仍可与国内先进的炼化项目匹敌。

图表35: 炼化装置净利润对比

项目名称	主要产能	2016年	2015年	2014年	2013年
镇海炼化	2300万吨炼油,100万吨乙烯,60万吨PX	136	108	34	71
上海石化	1400万吨炼油,85万吨乙烯,85万吨PX	61	32	-6	20
金陵石化	1350万吨炼油,60万吨PX	50	25	-	36

单位:亿元

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级

恒力股份是国内聚酯行业龙头企业，2016Q3以来油价反弹及下游需求回暖带动公司业绩大幅好转，展望后市，我们预计涤纶长丝高景气有望延续，大股东拟注入恒力石化及恒力炼化资产，有望受益于PTA供需格局的改善；恒力炼化一体化项目以芳烃联合装置为核心，总炼油能力达2000万吨/年，投产后有望贡献丰厚盈利。

图表36：恒力股份盈利预测假设

产品	指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
民用长丝	收入(百万元)	10604	10734	12353	12599	12922
	毛利率	14.0%	17.6%	17.2%	17.4%	17.5%
工业长丝	收入(百万元)	1234	1211	1751	1957	2060
	毛利率	10.9%	17.9%	21.8%	21.8%	21.8%
聚酯切片	收入(百万元)	2651	4331	4800	4800	4800
	毛利率	-1.9%	2.8%	-1.8%	-1.2%	-0.7%
工程塑料	收入(百万元)	-	859	1235	1330	1425
	毛利率	-	4.1%	8.0%	8.0%	8.0%
聚酯薄膜	收入(百万元)	-	1035	1232	1326	1422
	毛利率	-	0.5%	7.0%	7.0%	7.0%
热电	收入(百万元)	549	518	550	600	620
	毛利率	48.4%	36.9%	40.0%	40.0%	40.0%
物流运输服务	收入(百万元)	5	26	40	40	40
	毛利率	0.7%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入(百万元)	255	526	600	700	800
	毛利率	45.6%	24.0%	30.0%	30.0%	30.0%
总计	收入(百万元)	15299	19240	22561	23352	24089
	同比增长	-16.1%	25.8%	17.3%	3.5%	3.2%
	毛利率	12.7%	13.5%	13.4%	13.8%	14.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

暂不考虑PTA及炼化资产注入(因重组进展不确定性)，我们预计公司2017、2018年EPS分别为0.48、0.57元，公司业绩相对涤纶长丝价格具备较大弹性(假设成本不变，涤纶长丝含税价格每上涨100元/吨，公司EPS提升约0.04元)。结合可比公司估值水平(2017年平均17.1倍PE)，并考虑到公司后续拟注入的炼化资产规模优势明显，预期盈利能力突出，公司盈利有望实现飞跃式发展，我们给予公司一定估值溢价，2017年为22-25倍PE，对应目标价为10.6-12.0元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表37：可比公司估值情况

上市公司	最新价(元)	EPS(元)		PE(倍)		BPS(元)	PB
		2017E	2018E	2017E	2018E		
桐昆股份	14.45	1.21	1.38	11.9	10.5	9.17	1.6
荣盛石化	9.96	0.76	0.92	13.1	10.8	5.22	1.9
恒逸石化	15.61	0.90	1.12	17.3	13.9	6.98	2.2
新凤鸣	35.99	1.78	2.24	20.2	16.1	6.30	5.7
海利得	7.11	0.31	0.4	22.9	17.8	5.87	1.2
平均				17.1	13.8		2.5

备注：股价为8月17日收盘价，桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化EPS采用华泰化工组预测数据，新凤鸣、海利得EPS采用Wind一致预期，BPS为2017年3月31日数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

炼化装置不能如期达产风险

恒力炼化项目是公司未来业绩增长的主要动力，以当前价格测算，盈利能力突出，但考虑到大炼化项目工期较长且初期投资额较大，若不能如期达产将影响公司后续发展进程。

PTA 停产装置复产风险

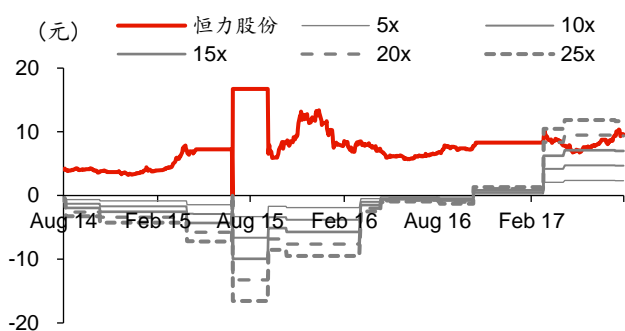
由于翔鹭石化及远东石化的 PTA 产能规模较大，若二者再快速复产，将导致 PTA 供需格局在短期内再次宽松，不利于 PTA 价格回升，并相应影响下游涤纶产品价格。

原油价格大幅波动风险

原油价格大幅波动对公司炼化项目、PTA 及涤纶产品的价格均将产生影响，若大幅下跌可能导致公司产品售价下滑，并导致产成品库存的资产减值损失。若大幅上涨则会压制炼化项目的利润水平。

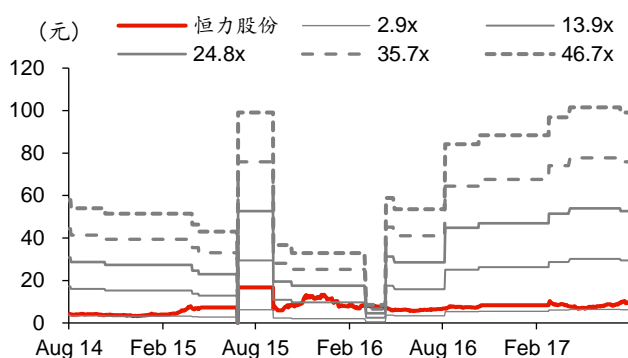
PE/PB – Bands

图表38：恒力股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表39：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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,267	8,692	7,283	8,188	8,469
现金	192.48	2,564	1,980	2,100	2,420
应收账款	301.72	65.60	200.29	163.42	183.67
其他应收账款	5.68	6.39	6.37	6.59	6.80
预付账款	34.53	217.72	183.91	214.06	211.64
存货	651.36	1,819	1,698	1,899	1,901
其他流动资产	81.55	4,019	3,215	3,805	3,746
非流动资产	1,630	11,007	10,445	10,219	10,641
长期投资	2.91	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,457	9,959	9,484	9,221	9,475
无形资产	133.46	719.88	719.88	719.88	719.88
其他非流动资产	36.70	328.37	241.28	277.74	445.97
资产总计	2,897	19,699	17,728	18,406	19,109
流动负债	1,930	11,785	9,496	8,452	7,185
短期借款	742.25	5,299	3,883	2,071	865.42
应付账款	496.86	494.66	581.60	598.81	615.73
其他流动负债	690.69	5,991	5,032	5,783	5,703
非流动负债	475.68	1,879	1,238	1,344	1,487
长期借款	252.68	690.00	690.00	690.00	690.00
其他非流动负债	223.00	1,189	548.32	654.36	797.21
负债合计	2,405	13,664	10,735	9,797	8,672
少数股东权益	78.90	174.90	188.66	204.86	223.46
股本	667.79	2,826	2,826	2,826	2,826
资本公积	213.56	907.22	907.22	907.22	907.22
留存公积	(448.74)	2,127	3,072	4,672	6,481
归属母公司股	412.66	5,860	6,805	8,405	10,214
负债和股东权益	2,897	19,699	17,728	18,406	19,109

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,301	730.01	1,798	2,730	2,898
净利润	540.45	1,145	1,383	1,616	1,828
折旧摊销	1,035	1,067	701.98	726.05	778.16
财务费用	471.45	488.40	421.27	297.58	172.62
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(681.21)	(1,845)	(78.48)	(14.37)	(24.55)
其他经营现金	(65.01)	(125.98)	(628.95)	104.14	143.94
投资活动现金	2,849	(314.92)	(121.11)	(500.00)	(1,200)
资本支出	371.07	380.33	140.00	500.00	1,200
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,220	65.40	18.89	0.00	0.00
筹资活动现金	(2,156)	(1,523)	(2,262)	(2,110)	(1,378)
短期借款	(43.14)	4,557	(1,416)	(1,812)	(1,205)
长期借款	(5.70)	437.32	0.00	0.00	0.00
普通股增加	377.44	2,158	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(377.44)	693.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,107)	(9,369)	(845.12)	(297.58)	(172.62)
现金净增加额	1,947	(1,141)	(584.19)	120.00	320.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,507	19,240	22,561	23,352	24,089
营业成本	16,646	16,650	19,546	20,135	20,700
营业税金及附加	53.35	125.41	76.71	79.40	81.90
营业费用	172.62	192.62	248.17	256.88	264.98
管理费用	533.58	524.51	654.25	677.22	698.58
财务费用	471.45	488.40	421.27	297.58	172.62
资产减值损失	4.59	(3.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	625.46	1,262	1,614	1,906	2,171
营业外收入	106.53	139.90	120.00	120.00	120.00
营业外支出	8.96	3.99	6.00	6.00	6.00
利润总额	723.03	1,398	1,728	2,020	2,285
所得税	182.58	252.50	345.65	404.08	456.94
净利润	540.45	1,145	1,383	1,616	1,828
少数股东损益	(75.40)	(34.41)	13.76	16.21	18.60
归属母公司净利润	615.86	1,180	1,369	1,600	1,809
EBITDA (倍)	2,132	2,817	2,737	2,930	3,121
EPS (元)	0.92	0.42	0.48	0.57	0.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2,013	3.96	17.26	3.51	3.15
营业利润	420.83	101.77	27.91	18.10	13.86
归属母公司净利润	422.09	91.58	16.02	16.90	13.06
获利能力 (%)					
毛利率	10.06	13.46	13.36	13.78	14.07
净利率	3.33	6.13	6.07	6.85	7.51
ROE	149.24	20.13	20.12	19.04	17.71
ROIC	52.97	12.60	14.95	16.51	16.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	83.03	69.37	60.55	53.22	45.38
净负债比率 (%)	43.41	49.92	50.35	36.68	27.54
流动比率	0.66	0.74	0.77	0.97	1.18
速动比率	0.29	0.58	0.59	0.74	0.91
营运能力					
总资产周转率	6.27	1.70	1.21	1.29	1.28
应收账款周转率	47.93	83.97	163.23	121.99	131.86
应付账款周转率	36.47	33.59	36.32	34.12	34.09
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.42	0.48	0.57	0.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.26	0.64	0.97	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	0.15	2.07	2.41	2.97	3.61
估值比率					
PE (倍)	44.46	23.21	20.00	17.11	15.13
PB (倍)	66.35	4.67	4.02	3.26	2.68
EV_EBITDA (倍)	14.88	11.26	11.58	10.82	10.16

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、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：Z23032000。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 2017 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