

投资评级 买入
上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《143.6 亿收购斯尔邦, 精细化工版图扩张》2021.07.11
《大炼化即将投产, 斯尔邦打开格局》2021.08.25
《炼化一体化投产在即, 斯尔邦注入积极推进》2021.10.29
《斯尔邦、大炼化为公司发展再添双翼》2022.05.10
《大炼化即将发力, EVA 持续高景气, 聚酯盈利中枢上升, 看好未来成长》2022.06.13

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

光伏 EVA 持续高景气, 大炼化平台形成在即

2022 年 8 月 21 日

事件: 2022 年 8 月 19 日晚, 东方盛虹发布 2022 年度中期报告。2022 年上半年公司实现营业总收入 302.42 亿元, 同比增长 15.66%, 环比增长 18.25%; 实现归母净利润 16.36 亿元, 同比下降 44.06%, 环比增长 1.06%; 扣非净利润 15.96 亿元, 同比增长 32.79%, 环比增长 4626.90%; 经营活动产生的现金流量净额为 61.07 亿元, 同比增长 78.95%, 环比增长 217.86%; 基本每股收益为 0.28, 同比下降 42.86%, 加权平均资产收益率为 5.83%, 同比下降 5.37%。

2022 年二季度公司实现营业总收入 164.69 亿元, 同比增长 9.77%, 环比增长 19.57%; 实现归母净利润 9.48 亿元, 同比下降 34.06%, 环比增长 37.69%; 扣非净利润 9.07 亿元, 同比增长 58.38%, 环比增长 31.69%; 经营活动产生的现金流量净额为 56.13 亿元, 同比增长 417.15%, 环比增长 1036.76%。

点评:

- **油价高位震荡背景下, 公司 2022H1 利润同比下滑。**2022 年上半年, 受原油等原材料价格持续高位震荡, 公司产品价格大幅上调, 营收增长显著。其中, 公司主要产品 PTA、DTY、EVA、丙烯腈营业收入分别为 56.54、51.34、41.44、39.69 亿元, 同比分别+40.81%、+0.02%、+35.63%、+6.06%, 环比分别+82.32%、-7.44%、+24.06%、+26.72%。但公司产品及其下游涉及纺织、光伏、工程塑料等国民经济中的重要行业, 受宏观经济波动影响较为明显, 成本高企叠加需求不足, 生产经营压力明显增大, 公司毛利率同比有所下降。分产品来看, PTA、DTY、EVA、丙烯腈毛利率分别为 6.89%、15.78%、42.97%、0.47%, 同比分别+3.54、-7.83、-2.15、-36.09 个百分点, 环比分别+4.78、+0.82、-0.26、-24.93 个百分点。
- **成本端压力上行, EVA 贡献突出业绩。**2022 年第二季度, 国际油价整体震荡上行, 布伦特原油均价 111.98 美元/桶, 同比上涨 62.1%, 环比上涨 14.4%。成本端持续强劲, 石化产品价格上涨。在产品端, 聚酯方面, 2022Q2, POY、FDY、DTY、PTA 市场均价分别为 7390.35、7812.41、8495.09、5910.58 元/吨, 同比分别增长 13.13%、17.00%、9.46%、43.33%, 环比分别增长 5.96%、7.86%、1.86%、18.12%。POY、FDY、DTY、PTA 市场单吨利润分别为 -134.73、-83.67、-169.01、-111.38 元/吨, 同比分别下降 137.73%、141.78%、140.68%、88.95%, 环比分别下降 293.49%、1579.12%、173.18%、46.55%。新材料方面, 2022Q2, EVA、丙烯腈市场均价分别为 22473.01、10053.49 元/吨, 同比分别+29.11%、-21.15%, 环比分别+28.55%、-1.33%。EVA、丙烯腈市场单吨净利分别为 11771.57、27.09 元/吨, 同比分别+43.11%、-98.74%, 环比分别+57.06%、-80.36%。
- **炼化投产稳步推进, 大化工平台形成在即。**作为公司大炼化项目运营

主体，盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化项目常减压蒸馏装置等首批核心主装置于 2022 年 5 月成功投料开车标志着项目正式进入投产阶段，公司预计 2022 年内项目实现全面达产。此外公司拟投资建设“10/90 万吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置，全资子公司江苏虹威化工拟投资建设 POSM 及多元醇项目，包含 50.8 万吨/年乙苯装置、20/45 万吨/年 POSM 装置、11.25 万吨/年 PPG 装置和 2.5 万吨/年 POP 装置。项目在单线规模、生产工艺、市场区位等方面优势领先，并且通过上下游业务板块的协同发展，得以获取整个“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链利润，一体化布局的产业链整体利润水平高于单个产品竞争状态，同时也可加强公司上下游议价权和抗风险能力，提高业绩的稳定性。在双碳目标为石化行业提出更高挑战的背景下，盛虹炼化凭借其更高的能源利用率和更低的单位能耗、物耗强度助推产业链低碳协同发展，通过下游继续配套深加工拓展 MEG、苯酚等项目，进一步丰富和深化炼化产品结构，充分发挥炼化产业链规模化和一体化的平台作用，打造“炼化+精细化工”龙头。

- **光伏 EVA 持续高景气，新材料助力公司业绩。**2021 年公司并购斯尔邦后，在新材料领域率先布局，全面打通炼化精细化工全产业链。斯尔邦是当前国内光伏级 EVA 领域龙头，截至报告期末，其目前拥有 30 万吨/年光伏级 EVA 产能，产品性能和整体技术经专业评定，均已达到国际先进水平。未来公司规划建设 70 万吨/年 EVA 产能（包括 3 套 20 万吨/年光伏级 EVA 和 10 万吨/年热熔级 EVA 装置），待投产后，将实现 EVA 百万吨产能。随着双碳目标的提出与逐步落实、光伏等新能源领域需求快速扩大，EVA 产能扩张满足市场增量需求，对公司盈利贡献能力将进一步凸显。此外，公司在新能源新材料等项目持续布局，其中 800 吨 POE 中试项目及 2 万吨超高分子量聚乙烯计划将于今年年底前投料试车，10 万吨丁腈胶乳项目、可降解材料项目一期工程（包括年产 34 万吨顺酐装置以及年产 30 万吨 BDO 装置及年产 18 万吨 PBAT 装置）正处于项目前期阶段。
- **聚酯化纤竞争力显著，行业龙头优势凸显。**作为全球领先的差别化纤维生产商，公司下属子公司国望高科差别化细分品种达到上百种，做到了市场上差别化产品的全覆盖。同时差别化纤维难以被其他企业模仿和超越，公司建立起深厚的生产技术壁垒，根据公司披露信息，2015-2021 年公司 DTY 相比于行业平均的溢价为 1667.19 元/吨，产品附加值远高于行业水平。公司产能规划显示，芮邦科技二期年产 25 万吨再生纤维配套加弹项目、国望宿迁一期二期合计年产 100 万吨超仿真功能性纤维项目正在加紧建设中，虹港石化年产 240 万吨 PTA 三期项目和虹海新材料年产 100 万吨智能化功能性纤维项目处于前期报批阶段。从 2021 年新建产能格局来看，行业集中度将向龙头企业集中，产品议价权将逐渐由龙头企业掌握。在龙头企业在各自优势领域持续强化竞争内核、深耕差异化的背景下，公司具备差别化、高端化、高附加值的长丝生产能力，伴随公司产能陆续释放，公司业绩将有望持续增厚。
- **定向增发提高抗风险能力，集中资源发展主营业务。**公司于 2022 年 7 月 15 日发布公告确定本次发行价格为 15.33 元/股，发行股份数量为 2.67 亿股，共募集资金 40.89 亿元，上市日期为 2022 年 7 月 20 日，锁定期为 6 个月。本次交易募集配套资金拟用于支付收购斯尔邦的现

金对价以及补充流动资金、偿还借款，有利于公司降低资产负债率、改善资本结构，并节约经营成本，提高抗风险能力，集中现有资源发展主营业务。本次定增对于公司治理和股权结构不产生实质性影响。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 63.78、125.63 和 138.79 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.03 元/股、2.02 元/股和 2.23 元/股，对应 2022 年 8 月 19 日的收盘价，PE 分别为 22.06 倍、11.20 倍和 10.14 倍。我们看好公司大炼化项目完全投产贡献业绩和斯尔邦石化注入后公司的价值显著提升，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；EVA 产能投产不及预期；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	33,699	51,722	105,579	186,860	209,319
增长率 YoY %	35.4%	53.5%	104.1%	77.0%	12.0%
归属母公司净利润 (百万元)	767	4,544	6,378	12,563	13,879
增长率 YoY%	-52.5%	492.7%	40.4%	97.0%	10.5%
毛利率%	7.9%	16.7%	14.1%	14.4%	14.4%
净资产收益率 ROE%	3.2%	16.5%	17.8%	28.2%	25.6%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.73	1.03	2.02	2.23
市盈率 P/E(倍)	76.83	26.45	22.06	11.20	10.14
市净率 P/B(倍)	2.45	4.35	3.93	3.16	2.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25,661	25,017	69,998	130,820	165,566
货币资金	18,557	13,398	48,440	95,589	127,887
应收票据	0	349	712	1,261	1,412
应收账款	336	531	1,084	1,919	2,149
预付账款	638	739	1,556	2,744	3,075
存货	3,911	6,086	12,037	21,326	24,337
其他	2,220	3,914	6,168	7,982	6,705
非流动资产	57,671	106,985	120,274	132,209	143,399
长期股权投资	72	140	140	140	140
固定资产(合)	26,054	31,187	71,856	72,885	73,435
无形资产	2,830	3,055	3,935	4,895	5,590
其他	28,715	72,604	44,343	54,289	64,234
资产总计	83,332	132,003	190,272	263,029	308,965
流动负债	24,195	39,786	66,792	103,621	113,752
短期借款	9,218	11,640	11,640	11,640	11,640
应付票据	4,633	5,793	12,204	21,516	24,111
应付账款	4,680	12,696	26,746	47,155	52,843
其他	5,665	9,657	16,202	23,311	25,158
非流动负债	28,991	62,808	85,882	113,016	139,105
长期借款	23,151	52,374	77,418	104,552	130,641
其他	5,839	10,435	8,464	8,464	8,464
负债合计	53,186	102,595	152,674	216,637	252,857
少数股东权益	6,108	1,793	1,793	1,793	1,793
归属母公司股	24,039	27,615	35,805	44,599	54,315
负债和股东权	83,332	132,003	190,272	263,029	308,965
益					

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,699	51,722	105,579	186,860	209,319
同比(%)	35.4%	53.5%	104.1%	77.0%	12.0%
归属母公司净	767	4,544	6,378	12,563	13,879
利润					
同比(%)	-52.5%	492.7%	40.4%	97.0%	10.5%
毛利率(%)	7.9%	16.7%	14.1%	14.4%	14.4%
ROE%	3.2%	16.5%	17.8%	28.2%	25.6%
EPS(摊	0.12	0.73	1.03	2.02	2.23
薄)(元)					
P/E	76.83	26.45	22.06	11.20	10.14
	2.45	4.35	3.93	3.16	2.59
P/B					
EV/EBITDA	25.04	25.03	12.62	8.08	6.93

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,699	51,722	105,579	186,860	209,319
营业成本	31,048	43,073	90,739	159,977	179,274
营业税金	145	209	1,248	3,263	3,366
销售费用	127	155	587	768	884
管理费用	366	642	1,181	2,242	2,512
研发费用	248	427	810	1,450	1,653
财务费用	824	1,092	3,357	4,333	5,295
减值损失	-114	-216	-342	-342	-344
投资净收	137	-23	0	0	0
其他	146	132	258	457	512
营业利润	1,110	6,017	7,573	14,941	16,503
营业外收	7	42	25	25	30
利润总额	1,117	6,059	7,598	14,965	16,533
所得税	278	972	1,219	2,402	2,654
净利润	840	5,086	6,378	12,563	13,879
少数股东	73	543	0	0	0
归属母公司	767	4,544	6,378	12,563	13,879
净利润					
EBITDA	3,678	9,324	20,576	29,668	33,704
EPS(当	0.12	0.73	1.03	2.02	2.23
年)(元)					

现金流量
表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	3,982	5,334	35,258	51,054	39,649
现金流					
净利润	840	5,086	6,378	12,563	13,879
折旧摊销	1,912	2,110	9,562	10,510	12,075
财务费用	830	1,186	3,424	4,575	5,773
投资损失	-134	-137	21	0	0
营运资金	372	-3,375	15,556	23,155	7,682
其它	166	307	338	252	239
投资活动	-17,579	-41,008	-23,072	-22,695	-23,503
资本支出	-18,225	-41,563	-26,337	-22,695	-23,501
长期投资	429	-276	0	0	-2
其他	216	831	3,265	0	0
筹资活动	23,134	29,412	22,855	18,789	16,152
吸收投资	7,547	0	267	0	0
借款	17,250	36,645	25,045	27,134	26,089
支付利息	-2,295	-3,885	-5,337	-8,344	-9,937
或股息					
现金流净	9,500	-6,255	35,042	47,149	32,298
增加额					

研究团队简介

陈淑娟，女，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

胡晓艺，石化行业研究助理。中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

刘奕麟，团队成员。香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。