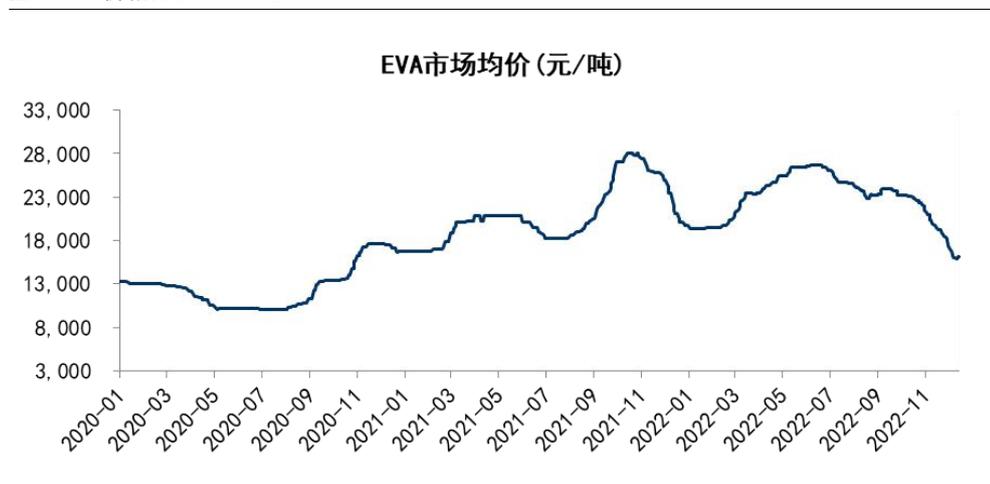


◆ EVA 处在淡季，静待需求改善

目前华东地区国产发泡料和线缆料价格约 14000-15500 元/吨，光伏料价格约 13000-15000 元/吨。卓创资讯测算，目前行业税前毛利约 2000-4000 元/吨。今年 1-10 月份国内 EVA 进口量为 98.9 万吨，同比增长 5.4%。此前由于硅料持续处于高位，组件价格过高导致四季度组件排产低于预期，近期硅料贸易商出货价格部分已接近 20 万元/吨，个别出货价格已经在 20 万元/吨以下，若按硅料价格 20 万元/吨测算，组件价格能够稳定在 1.7-1.8 元/W，将刺激国内大基地、欧洲电站大规模的补装需求，下游组件排产有望快速放量，预计 2023 年光伏装机增速仍维持在 40%以上，现阶段上游辅材有望进入补库存量、价齐升阶段。考虑到 2023 年硅料投产后光伏新增装机容量的乐观需求，2023 年光伏料新增需求量有望较 2022 年超过 40 万吨，如果按照 400GW 新增装机量测算，2025 年全球光伏料需求量可达 200 万吨以上，因此高端光伏料供需紧张格局进一步加剧，我们认为 2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期，国内新增产能很难满足需求端的高速增长，高端光伏料处于供不应求的状态，考虑到今年国内的主要新增产能已经投放，2025 年前全球范围内只有三套装置合计 75 万吨产能投产，同时光伏行业需求继续明显提升，我们看好 EVA 价格未来中长期的继续上涨，2023 年随着硅料投产后光伏组件需求有望环比明显改善，我们看好 2023-2024 年 EVA 产品价格迎来上涨通道。

图2: EVA 价格走势 (元/吨)



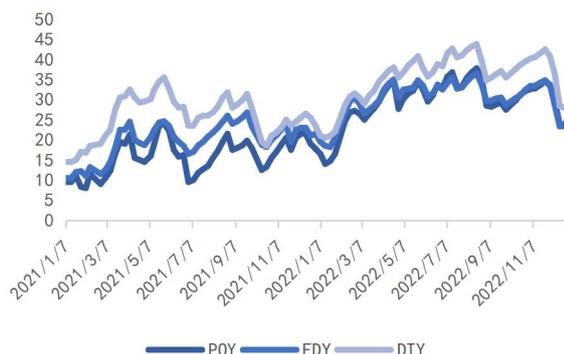
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

◆ 聚酯板块表现不佳，明年或将迎来拐点

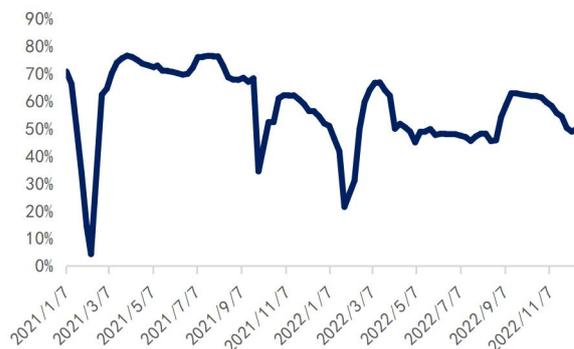
在需求走弱和成本大幅上涨的压力下，今年以来公司聚酯业务表现不佳，当前涤纶长丝正处在年前的淡季，库存整体处在历史中高水平，POY/FDY/DTY 库存分别维持在 23/24/28 天，下游织机开工率为 46.85%。展望 2023 年，在疫情修复之后，聚酯长丝板块有望迎来需求反弹，并且目前油价基本维持在 80-90 美金/桶的区间内，对于长丝来说成本压力尚可，因此可以期待明年长丝板块的复苏。

图3: 聚酯长丝库存 (天)

图4: 聚酯长丝下游织机开工率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 在建新材料项目提升综合竞争力

未来斯尔邦将继续围绕光伏级 EVA 和 POE 的研发和产能扩张，EVA 方面，公司规划继续建设 70 万吨产能，包括 3 套 20 万吨光伏级 EVA、10 万吨热熔级 EVA；POE 方面，公司规划分两期建设 50 万吨产能，目前 800 吨 POE 中试项目于 9 月底一次性开车成功，顺利打通全流程。此外，公司在建 2 万吨超高分子量聚乙烯，计划将于今年年底前投料试车。光伏 POE 粒子价格目前在 15000-16000 元/吨，而供给端预计短期内，国内 POE 粒子供应仍会延续高度进口依赖，POE 的国产替代进程正在加快。

◆ 风险提示

大炼化项目盈利不达预期；EVA 价格下跌风险；原油价格波动风险；聚酯长丝复苏不达预期。

相关研究报告：

- 《东方盛虹（000301.SZ）-短期业绩承压，大炼化+新材料推动未来成长》——2022-10-31
- 《东方盛虹（000301.SZ）-EVA 带动业绩上行，大炼化及新材料值得期待》——2022-08-21
- 《东方盛虹（000301.SZ）-斯尔邦带动业绩大幅增长，大炼化打通一体化发展链条》——2022-04-19
- 《东方盛虹-000301-重大事件快评：斯尔邦完成过户，业绩预告大幅增长》——2022-01-06
- 《东方盛虹-000301-2021 年三季度报点评：聚酯业务略有下滑，关注斯尔邦资产注入进展》——2021-10-30

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15147	13398	15000	15780	15143	营业收入	22777	51722	69688	133145	157504
应收款项	251	973	955	1824	2158	营业成本	21421	43073	63599	111407	124926
存货净额	2729	6086	8200	14893	16670	营业税金及附加	132	209	369	3117	3780
其他流动资产	1666	4418	4878	9320	11025	销售费用	47	155	320	1546	2044
流动资产合计	20314	25017	29175	41958	45138	管理费用	259	642	766	1388	1631
固定资产	27541	91159	97579	101661	104592	研发费用	176	427	573	1805	2299
无形资产及其他	2238	3055	3032	3010	2988	财务费用	453	1092	2137	3939	4130
投资性房地产	12768	12632	12632	12632	12632	投资收益	112	(23)	100	100	100
长期股权投资	72	140	160	180	200	资产减值及公允价值变动	30	235	700	0	0
资产总计	62934	132003	142578	159441	165550	其他收入	(182)	(746)	(573)	(1805)	(2299)
短期借款及交易性金融负债	8802	16711	22333	20000	20000	营业利润	424	6017	2725	10043	18793
应付款项	7838	18489	16401	26807	26671	营业外净收支	20	42	0	0	0
其他流动负债	1700	4586	6083	8922	8767	利润总额	444	6059	2725	10043	18793
流动负债合计	18341	39786	44817	55729	55438	所得税费用	131	972	656	2310	4322
长期借款及应付债券	18199	56301	61301	66301	71301	少数股东损益	(4)	543	50	500	1000
其他长期负债	3846	6507	7007	7507	8007	归属于母公司净利润	316	4544	2019	7233	13471
长期负债合计	22045	62808	68308	73808	79308	现金流量表 (百万元)					
负债合计	40386	102595	113125	129538	134747	净利润	316	4544	2019	7233	13471
少数股东权益	5002	1793	1838	2288	3188	资产减值准备	63	133	175	112	50
股东权益	17545	27615	27615	27615	27615	折旧摊销	1217	2107	4227	5929	7141
负债和股东权益总计	62934	132003	142578	159441	165550	公允价值变动损失	(30)	(235)	(700)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	453	1092	2137	3939	4130
每股收益	0.04	0.51	0.22	0.79	1.46	营运资本变动	(1650)	9635	(2472)	1854	(3557)
每股红利	0.15	0.43	0.22	0.79	1.46	其它	(54)	(54)	(130)	338	850
每股净资产	2.24	3.09	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流	(137)	16129	3119	15466	17954
ROIC	2%	9%	3%	11%	16%	资本开支	0	(66034)	(10100)	(10100)	(10100)
ROE	2%	16%	7%	26%	49%	其它投资现金流	172	380	0	0	0
毛利率	6%	17%	9%	16%	21%	投资活动现金流	156	(65723)	(10120)	(10120)	(10120)
EBIT Margin	3%	14%	6%	10%	14%	权益性融资	(32)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	18%	12%	15%	19%	负债净变化	14918	35171	5000	5000	5000
收入增长	-8%	127%	35%	91%	18%	支付股利、利息	(1177)	(3885)	(2019)	(7233)	(13471)
净利润增长率	-80%	1336%	-56%	258%	86%	其它融资现金流	(17632)	(14727)	5622	(2333)	0
资产负债率	72%	79%	81%	83%	83%	融资活动现金流	9817	47845	8603	(4567)	(8471)
息率	1.0%	3.3%	1.7%	6.1%	11.4%	现金净变动	9836	(1749)	1602	780	(636)
P/E	327.0	26.0	60.2	16.8	9.0	货币资金的期初余额	5312	15147	13398	15000	15780
P/B	5.9	4.3	4.4	4.4	4.4	货币资金的期末余额	15147	13398	15000	15780	15143
EV/EBITDA	73.4	23.7	28.3	12.7	8.6	企业自由现金流	0	(48236)	(5261)	8372	11057
						权益自由现金流	0	(27791)	3738	8006	12877

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032