

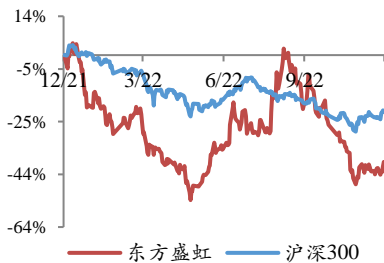
入局锂电材料赛道，布局 POE 加码光伏材料

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-12-03

收盘价（元）	14.18
近 12 个月最高/最低（元）	24.55/10.85
总股本（百万股）	6,213
流通股本（百万股）	4,835
流通股比例（%）	77.82
总市值（亿元）	881
流通市值（亿元）	686

公司价格与沪深 300 走势比较


联系人：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

(1) 11 月 29 日晚，东方盛虹发布公告，二级控股子公司湖北海格斯新能源股份有限公司拟投资建设配套原料及磷酸铁、磷酸铁锂新能源材料项目，项目总投资 186.84 亿元，建设期为 2 年。

(2) 11 月 29 日晚，东方盛虹发布公告，三级控股子公司江苏盛景新材料有限公司拟投资建设聚烯烃弹性体（POE）等高端新材料项目，项目总投资 97.30 亿元，建设期为 2 年。

● 布局磷酸铁锂及上游配套材料，产业链优势突出

由于磷酸铁锂经济性、安全性、循环次数等显著优势，磷酸铁锂电池在新能源车领域渗透率持续提升，应用空间广阔。公司此前布局光伏上游（光伏 EVA 树脂、POE）、风电上游（碳纤维原料丙烯腈），此次加码布局新能源车上游锂电材料，完善公司产品矩阵。根据公司公告，配套原料及磷酸铁、磷酸铁锂新能源材料项目主要包括 180 万吨/年选矿装置、80 万吨/年硫磺制酸装置、40 万吨/年湿法磷酸装置、28 万吨/年湿法磷酸净化装置、50 万吨/年磷酸铁装置、30 万吨/年磷酸铁锂装置、10 万吨/年水溶肥装置、50 万吨/年专用复合肥装置、200 万吨/年磷石膏无害化处理装置、100 万吨/年路基材料装置、100 万吨/年水泥缓凝剂装置、2 万吨/年无水氟化氢装置。从布局来看，公司此次投资包含从选矿到磷酸铁锂生产到磷石膏处理各环节，具有全产业链优势。

● POE 填补国内空白，完善光伏材料产品矩阵

POE 弹性体目前主要用于汽车轻量化领域，随着 N 型电池放量，POE 在光伏领域占比有望快速提升。目前 POE 的主要生产厂商为陶氏、Mitsui 等海外企业，国内企业的进展基本还处在起步阶段，其技术难点集中在茂金属催化剂。2022 年 9 月 28 日，公司发布公告，POE 800 吨/年成功实现了 POE 催化剂及全套生产技术完全自主化，项目一次性开车成功，打通全流程，成为少数能够打通中试流程企业之一。此次布局项目主要包括 20 万吨/年 α -烯烃装置、30 万吨/年 POE 装置、30 万吨/年丁辛醇装置、30 万吨/年丙烯酸及酯装置、24 万吨/年双酚 A 装置。其中 POE 装置是在中试项目基础上的产业化配套，同时配套上游紧缺原料 α -烯烃装置。公司 9 月 28 日公告宣布后续，POE 总体规划年产能 50 万吨，产能将分期建设，完全投产后公司将凭借 EVA 和 POE 成为光伏材料领先企业。此外，此次布局的丁辛醇、丙烯酸、双酚 A 等装置将消耗剩余乙烯、丙烯原料，优化炼化产品结构。

● 炼化一体化即将投产，为新材料布局带来持续现金流

公司的 1600 万吨/年炼化一体化项目预计将在年底打通全流程投产，为公司后续发展带来原料支持以及持续的现金流。我们认为民营炼化公司

在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。公司多布局内亟需进口替代、下游增速较快的新能源化工品或高性能材料，盈利能力突出。

● 投资建议

预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 21.98、89.77、129.52 亿元，同比分别-51.6%、308.4%、44.3%，当前股价（12 月 2 日收盘价格）对应 PE 分别为 38.92、9.53、6.61 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51722	60711	116949	149316
收入同比 (%)	53.5%	17.4%	92.6%	27.7%
归属母公司净利润	4544	2198	8977	12952
净利润同比 (%)	492.7%	-51.6%	308.4%	44.3%
毛利率 (%)	16.7%	13.4%	17.1%	18.1%
ROE (%)	16.5%	6.6%	21.2%	23.5%
每股收益 (元)	0.76	0.36	1.49	2.15
P/E	25.45	38.92	9.53	6.61
P/B	3.39	2.58	2.03	1.55
EV/EBITDA	16.75	11.64	6.44	4.74

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25017	23901	55166	82414	营业收入	51722	60711	116949	149316
现金	13398	10703	33962	56441	营业成本	43073	52581	96977	122351
应收账款	531	617	1185	1521	营业税金及附加	209	278	504	644
其他应收款	93	148	213	302	销售费用	155	337	481	631
预付账款	739	963	1810	2208	管理费用	642	679	1343	1747
存货	6086	6975	12928	16609	财务费用	1092	3831	5091	6033
其他流动资产	4170	4495	5068	5333	资产减值损失	-216	-80	-140	-187
非流动资产	106985	138585	169672	199591	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	140	151	183	220	投资净收益	-23	182	258	237
固定资产	31187	46348	58243	70057	营业利润	6017	2873	12238	17297
无形资产	3055	4494	5514	6607	营业外收入	53	30	36	39
其他非流动资产	72604	87593	105731	122707	营业外支出	11	11	13	11
资产总计	132003	162487	224837	282006	利润总额	6059	2892	12260	17325
流动负债	39786	38601	63546	78756	所得税	972	543	2439	3160
短期借款	11640	14403	17165	19814	净利润	5086	2349	9822	14165
应付账款	12696	9624	20317	28030	少数股东损益	543	151	844	1213
其他流动负债	15450	14575	26063	30911	归属母公司净利润	4544	2198	8977	12952
非流动负债	62808	88803	116253	144091	EBITDA	9203	15181	28537	40608
长期借款	52374	77418	102463	128900	EPS (元)	0.76	0.36	1.49	2.15
其他非流动负债	10435	11384	13790	15191					
负债合计	102595	127404	179798	222846					
少数股东权益	1793	1944	2789	4002					
股本	8935	10134	10134	10134					
资本公积	10162	13984	13984	13984					
留存收益	8518	9021	18133	31040					
归属母公司股东权益	27615	33138	42250	55158					
负债和股东权益	132003	162487	224837	282006					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	5334	11287	40416	47332	成长能力				
净利润	4544	2198	8977	12952	营业收入	53.5%	17.4%	92.6%	27.7%
折旧摊销	2110	8813	11801	17843	营业利润	441.8%	-52.3%	326.0%	41.3%
财务费用	1186	3999	5435	6916	归属于母公司净利	492.7%	-51.6%	308.4%	44.3%
投资损失	21	-182	-258	-237	获利能力				
营运资金变动	-3375	-3683	13598	8571	毛利率 (%)	16.7%	13.4%	17.1%	18.1%
其他经营现金流	8769	6024	-3758	5668	净利率 (%)	8.8%	3.6%	7.7%	8.7%
投资活动现金流	-41008	-40317	-42616	-47712	ROE (%)	16.5%	6.6%	21.2%	23.5%
资本支出	-41563	-41804	-41650	-50771	ROIC (%)	5.8%	3.8%	7.6%	8.4%
长期投资	-276	227	185	167	偿债能力				
其他投资现金流	831	1261	-1151	2892	资产负债率 (%)	77.7%	78.4%	80.0%	79.0%
筹资活动现金流	29412	26334	25459	22859	净负债比率 (%)	348.9%	363.2%	399.2%	376.7%
短期借款	2422	2762	2762	2649	流动比率	0.63	0.62	0.87	1.05
长期借款	29223	25045	25045	26437	速动比率	0.46	0.41	0.64	0.81
普通股增加	1112	1199	0	0	营运能力				
资本公积增加	-2865	3822	0	0	总资产周转率	0.39	0.37	0.52	0.53
其他筹资现金流	-479	-6493	-2348	-6227	应收账款周转率	97.39	98.47	98.69	98.18
现金净增加额	-6255	-2695	23259	22479	应付账款周转率	3.39	5.46	4.77	4.36

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。