

**评级：买入（首次覆盖）**

市场价格：21.00

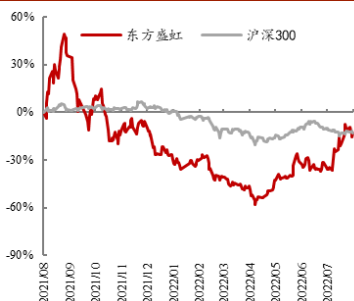
分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	6,213
流通股本(百万股)	4,835
市价(元)	21.00
市值(百万元)	130,478
流通市值(百万元)	101,535

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,777	51,722	94,793	159,083	169,059
增长率 yoy%	-8%	127%	83%	68%	6%
净利润(百万元)	316	4,544	6,371	13,067	14,557
增长率 yoy%	-80%	1336%	40%	105%	11%
每股收益(元)	0.05	0.73	1.03	2.10	2.34
每股现金流量	0.33	0.86	3.58	1.81	6.93
净资产收益率	1%	15%	18%	28%	24%
P/E	412.5	28.7	20.5	10.0	9.0
P/B	7.4	4.7	4.1	3.0	2.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价取自2022年8月25日收盘

**报告摘要**

- 以聚酯长丝为起点，构建“炼化+聚酯+新材料”全产业链布局。**公司深耕化纤领域30年，是国内化纤行业龙头企业。2021年并购斯尔邦100%股权，主营业务增加20万吨/年光伏级EVA产品，切入新能源新材料领域。2022年炼油能力1600万吨/年的盛虹炼化一体化项目正式投产，为公司下游产品提供大宗石化原料保障平台。公司形成“炼化+聚酯+新材料”的全产业链一体化经营发展的架构。
- 盛虹炼化一体化全面投产，构筑产业链上游原料平台。**2022年5月，盛虹炼化一体化项目常减压蒸馏装置一次开车成功，具备炼油能力1600万吨/年，是我国规模最大的单套炼油装置，配套280万吨/年PX和110万吨/年乙烯裂解装置及下游应用。该项目在工艺路线、规模经济、降油增化等方面具有明显优势。对于以聚酯长丝为主营业务的企业来说，向上游发展炼化一体化使得企业能够获得“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链利润，增强公司议价和抗风险能力。
- 整合斯尔邦产业链，布局精细化工开辟成长新曲线。**斯尔邦目前主要建设运营240万吨/年醇基多联产项目，主要产能包括30万吨EVA树脂，可全部生产光伏料。此外丙烯腈产能78万吨/年、MMA产能17万吨/年，EO装置改造完成后将达到30万吨/年。公司收购斯尔邦100%股权，一跃成为全国最大光伏级EVA生产商，随着光伏行业持续高景气叠加较高的技术壁垒，光伏EVA前景向好，公司作为其龙头或将充分受益。
- “金九银十”+“需求复苏”，长丝行业或将迎来底部反转。**2022年，受油价高企和需求遇冷影响，长丝行业进入景气低谷。目前，我国疫情已基本得到控制，消费终端需求有望持续复苏，同时传统消费旺季(9-10月)即将到来，下游需求或将逐步由消费终端向上游长丝端传递，今年下半年长丝有望迎来底部反弹。公司以高端DTY为主，主攻差别化纤维。由于差别化纤维的高端性，2020-2021年公司差别化丝平均价格为8586元/吨和10895元/吨，分别高于市场日均价格2155元/吨和2956元/吨。
- 盈利预测：**预计2022/2023/2024年公司归母净利润63.71/130.67/145.57亿元，同比增长40%/105%/11%，EPS分别为1.03/2.1/2.34元。以2022年8月25日收盘价计算，PE 20.5X/10.0X/9.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**油价及产品大幅波动风险。全球疫情反复风险。新建产能进度不按预期。

## 投资主题

### 报告亮点

本文针对公司布局的“大炼化-聚酯长丝-新材料”全产业链进行深入分析。大炼化方面，盛虹炼化一体化项目于 2022 年 5 月正式投产，具备炼油能力 1600 万吨/年，是我国规模最大的单套炼油装置，配套 280 万吨/年 PX 和 110 万吨/年乙烯装置，全面投产后将为下游产品提供原材料平台，大幅增强公司产业协同，降低下游聚酯生产成本。化纤方面，公司以高端 DTY 为主，主攻差别化纤维。2020-2021 年公司差别化丝平均价格为 8586 元/吨和 10895 元/吨，分别高于市场日均价格 2155 元/吨和 2956 元/吨。新材料方面，公司收购斯尔邦 100% 股权，具备 30 万吨/年光伏级 EVA 产能，一跃成为全国最大的光伏级 EVA 生产商，2021 年光伏级 EVA 产品毛利率高达 44%，随着光伏行业持续高景气叠加较高的技术壁垒，光伏 EVA 前景向好，公司作为行业龙头或将持续受益。

### 投资逻辑

以大炼化为原料平台，增强产品结构协同，提高业绩稳定性。公司大炼化项目顺利投产，具备炼油能力 1600 万吨/年，配套 280 万吨/年 PX 和 110 万吨/年乙烯装置，打通“原油-PX-PTA-长丝”产业链，获取全产业链利润，有效增强公司议价和抗风险能力，在油价和上游原料高企时，稳定公司业绩。

光伏行业持续高景气，公司作为光伏 EVA 龙头将长期受益。公司收购斯尔邦 100% 股权，获得 20 万吨/年光伏级 EVA 产能，一跃成为全国最大的光伏级 EVA 生产商，2021 年光伏级 EVA 产品毛利率高达 44%，随着光伏行业持续高景气，预计 2022-2025 年全球光伏级 EVA 需求量为 105/108/122/138 万吨，叠加较高的技术壁垒，光伏 EVA 前景向好，公司作为其龙头或将持续受益。

“金九银十”+“需求复苏”，长丝行业或将迎来底部反转。我国疫情已基本得到控制，消费终端需求有望持续复苏，同时传统消费旺季即将到来，下半年长丝有望迎来底部反弹。公司以高端 DTY 为主，主攻差别化纤维。2020-2021 年公司差别化丝平均价格为 8586 元/吨和 10895 元/吨，分别高于市场日均价格 2155 元/吨和 2956 元/吨。

### 估值与盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润 63.71/130.67/145.57 亿元，同比增长 40%/105%/11%，EPS 分别为 1.03/2.1/2.34 元。以 2022 年 8 月 24 日收盘价计算，PE 20.5X/10.0X/9.0X。炼化一体化项目完全投产将强化公司协同能力，降低下游产品成本并增强公司抗风险能力，光伏 EVA 高景气或将持续拉动公司业

绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

<b>1、以聚酯长丝为起点，构建“炼化+聚酯+新材料”全产业链布局</b> .....	<b>- 8 -</b>
1.1 公司简介：30 年化纤发展历程，构建炼油、石化、化纤之间协同发展 .....	- 8 -
1.2 股权结构：股权架构稳定，缪汉根、朱红梅夫妇为实控人 .....	- 8 -
1.3 业务介绍：以聚酯化纤为起点，不断深化完善全产业链布局 .....	- 9 -
1.4 盈利情况：收购斯尔邦，新材料助力业绩增长 .....	- 11 -
1.5 产业规划：上下游协同增厚业绩，三个“百万吨”布局未来 .....	- 14 -
<b>2、盛虹炼化一体化全面投产，构筑产业链上游原料平台</b> .....	<b>- 15 -</b>
2.1 原油仍是全球主要能源，亚太地区引领炼油产能增长 .....	- 15 -
2.2 我国炼油结构性过剩，乙烯进口替代仍需推进 .....	- 17 -
2.3 强势崛起，炼化一体化是大势所趋 .....	- 20 -
2.4 盛虹炼化优势明显，顺利投产即将发力 .....	- 24 -
<b>3、“金九银十”+“需求复苏”，长丝行业或将迎来底部反转</b> .....	<b>- 30 -</b>
3.1 PX：国内产能集中释放，进口替代持续推进 .....	- 31 -
3.2 PTA：产能过剩，行业景气静待复苏 .....	- 32 -
3.3 长丝：疫情终将褪去，长丝行业曙光将至 .....	- 34 -
3.4 以高端 DTY 为主要产品，公司主攻差别化纤维 .....	- 37 -
<b>4、整合斯尔邦产业链，布局精细化工开辟成长新曲线</b> .....	<b>- 38 -</b>
4.1 斯尔邦：从 MTO 出发，持续延伸高附加值烯烃衍生物 .....	- 38 -
4.2 EVA：行业有望持续高景气，斯尔邦助力公司充分受益 .....	- 39 -
4.3 丙烯腈：供需失衡成本施压，行业景气静待复苏 .....	- 44 -
4.4 MMA：行业景气相对平稳，期待下游需求复苏 .....	- 45 -
<b>5、盈利预测与估值</b> .....	<b>- 46 -</b>
5.1 重点假设 .....	- 46 -
5.2 盈利预测与估值 .....	- 47 -
<b>6、风险提示</b> .....	<b>- 49 -</b>

## 图表目录

图表 1: 从化纤龙头向全产业链迈进.....	- 8 -
图表 2: 公司实际控制人为缪汉根、朱红梅.....	- 9 -
图表 3: 公司形成“炼化+聚酯+新材料”产业矩阵.....	- 10 -
图表 4: 公司产品结构.....	- 10 -
图表 5: 2021 公司营业收入大幅增加.....	- 12 -
图表 6: 2021 公司营业业绩大幅增加.....	- 12 -
图表 7: 2020 年公司营收分布.....	- 12 -
图表 8: 2021 年公司营收分布.....	- 12 -
图表 9: 公司毛利及毛利率.....	- 13 -
图表 10: 2021 年公司毛利分布.....	- 13 -
图表 11: EVA、丙烯腈等产品提高公司毛利率水平 (2021 年).....	- 13 -
图表 12: 公司有息负债逐年增加.....	- 14 -
图表 13: 公司在建工程增加 (亿元).....	- 14 -
图表 14: 公司费用率 (%).....	- 14 -
图表 15: 公司净利率 (%).....	- 14 -
图表 16: 欧美国家出行指数逐渐恢复.....	- 15 -
图表 17: 我国主要城市拥堵指数逐渐复苏.....	- 15 -
图表 18: 原油消费增长率随 GDP 增长率波动 (%).....	- 16 -
图表 19: 亚洲引领全球炼油产能扩张 (百万桶/日).....	- 16 -
图表 20: 国外计划关闭、转型或计划出售的炼厂.....	- 17 -
图表 21: 我国炼油能力逐渐增加 (亿吨/年).....	- 17 -
图表 22: 民营炼油产能比重增加.....	- 17 -
图表 23: 国外大型石油公司资本开支情况.....	- 18 -
图表 24: 我国炼厂开工率低于欧美地区 (%).....	- 19 -
图表 25: 我国成品油产能过剩 (亿吨).....	- 19 -
图表 26: 我国乙烯缺口较大 (万吨).....	- 19 -
图表 27: 我国现有百万吨产能乙烯装置.....	- 19 -
图表 28: 我国在建百万吨产能乙烯装置.....	- 20 -
图表 29: 中国炼油行业部分政策.....	- 21 -
图表 30: 中国炼油行业部分政策.....	- 21 -
图表 31: 我国七大石化基地项目布局.....	- 22 -
图表 32: 七大石化基地外重点一体化项目布局.....	- 22 -
图表 33: 大炼化规模高于平均炼厂规模 (万吨/年).....	- 23 -

图表 34: 大炼化成品油收率低于我国平均成品油收率 .....	- 23 -
图表 35: 氢气下游需求分布 .....	- 23 -
图表 36: 不同技术制氢成本 (元/m <sup>3</sup> ) .....	- 23 -
图表 37: 天然气和煤价格变动 .....	- 24 -
图表 38: 盛虹炼化产品结构优化 .....	- 25 -
图表 39: 单位能力投资走势 .....	- 27 -
图表 40: 完全操作费用及单位能力成本 .....	- 27 -
图表 41: 吨油利润及项目投资内部收益率 .....	- 27 -
图表 42: 完全操作费用及单位能力成本 .....	- 27 -
图表 43: 民营大炼化原油种类 .....	- 28 -
图表 44: 盛虹炼化一体化项目主要工艺 .....	- 28 -
图表 45: 连云港石化基地区位图 .....	- 30 -
图表 46: 连云港石化基地主要项目及投产时间 .....	- 30 -
图表 47: 我国 PX 产能快速增加 .....	- 31 -
图表 48: PX 进口依赖度下降 .....	- 31 -
图表 49: 2021 全球 PX 产能分布 .....	- 31 -
图表 50: PX 现有及在建产能 .....	- 32 -
图表 51: 我国 PTA 产能快速增加 .....	- 33 -
图表 52: PTA 龙头产能集中度高 .....	- 33 -
图表 53: PTA 价差位于历史低位 (元/吨) .....	- 33 -
图表 54: 涤纶长丝供给稳定增长 (万吨/年) .....	- 34 -
图表 55: 长丝行业预计产能投放 (万吨/年) .....	- 34 -
图表 56: 服装零售现状低位复苏 .....	- 35 -
图表 57: 服装出口金额同比上升 .....	- 35 -
图表 58: 上游原料价格大幅上升 (元/吨) .....	- 36 -
图表 59: 长丝价差收窄 (元/吨) .....	- 36 -
图表 60: POY 长丝库存处于历史高位 (天) .....	- 36 -
图表 61: 长丝行业开工率持续下滑 (%) .....	- 36 -
图表 62: 织机开工率开始修复 (%) .....	- 37 -
图表 63: 坯布库存处于相对低位 (天) .....	- 37 -
图表 64: 公司 DTY 实现价格 vs 市场 DTY 日均价 .....	- 37 -
图表 65: 斯尔邦主要装置设备及产品生产图 .....	- 38 -
图表 66: 斯尔邦主要产品及下游应用 .....	- 39 -
图表 67: EVA 下游应用占比 .....	- 40 -
图表 68: 不同 VA 含量的 EVA 用途 .....	- 40 -

图表 69: 光伏发电成本下降 (美元/MWh) .....	- 40 -
图表 70: 全球光伏装机量快速增长 (GW) .....	- 40 -
图表 71: 全球光伏能源占比提升 .....	- 40 -
图表 72: 全球总装机占比 .....	- 40 -
图表 73: 我国新增光伏装机量远超其他国家 (GW) .....	- 41 -
图表 74: 2021 年新增光伏装机量占比 .....	- 41 -
图表 75: 全球新增光伏装机量 (GW) .....	- 42 -
图表 76: 我国新增光伏装机量 (GW) .....	- 42 -
图表 77: 全球光伏级 EVA 需求预测 .....	- 42 -
图表 78: 我国 EVA 产能和产量 (万吨, %) .....	- 43 -
图表 79: 我国 EVA 进口依存度 (万吨, %) .....	- 43 -
图表 80: 我国 EVA 企业产能分布 .....	- 43 -
图表 81: 我国 EVA 在产企业和在建装置 .....	- 43 -
图表 82: EVA 产品价格&价差走势 (元/吨) .....	- 44 -
图表 83: 丙烯酸供需失衡 (万吨) .....	- 45 -
图表 84: 丙烯酸价差低位震荡 (千元/吨) .....	- 45 -
图表 85: 丙烯酸在产企业及产能 (万吨/年) .....	- 45 -
图表 86: 丙烯酸在建产能 (万吨/年) .....	- 45 -
图表 87: 我国 MMA 供需格局 (万吨) .....	- 46 -
图表 88: 2021 年我国 MMA 下游应用占比 .....	- 46 -
图表 89: MMA 价格&丙酮氰醇装置价差 (千元/吨) .....	- 46 -
图表 90: 公司主营业务收入预测表 .....	- 47 -
图表 91: 可比公司估值 .....	- 48 -
图表 92: 盈利预测 .....	- 50 -



## 1、以聚酯长丝为起点，构建“炼化+聚酯+新材料”全产业链布局

### 1.1 公司简介：30 年化纤发展历程，构建炼油、石化、化纤之间协同发展

化纤龙头 30 年发展史，打造“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链。江苏东方盛虹股份有限公司是我国化纤行业龙头公司之一，公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售以及 PTA、热电的生产。盛虹股份控股公司盛虹集团成立于 1992 年，前身是江苏吴江盛泽镇盛虹洗沙厂。2003 年，公司成立江苏盛虹化纤有限公司，建设 20 万吨熔体直纺项目，正式进军化纤行业。2010 年，盛虹集团与连云港徐圩新区管委会成功签约，次年虹港石化 150 万吨 PTA 项目正式开工，标志着公司成功开拓产业链上游石化业务。2018 年底，盛虹（连云港）1600 万吨/年炼化一体化项目正式签约，再次向产业链上游扩展，待项目投产后，公司将打造成为完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展模式，实现炼油、石化、化纤之间协同发展。

图表 1：从化纤龙头向全产业链迈进



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

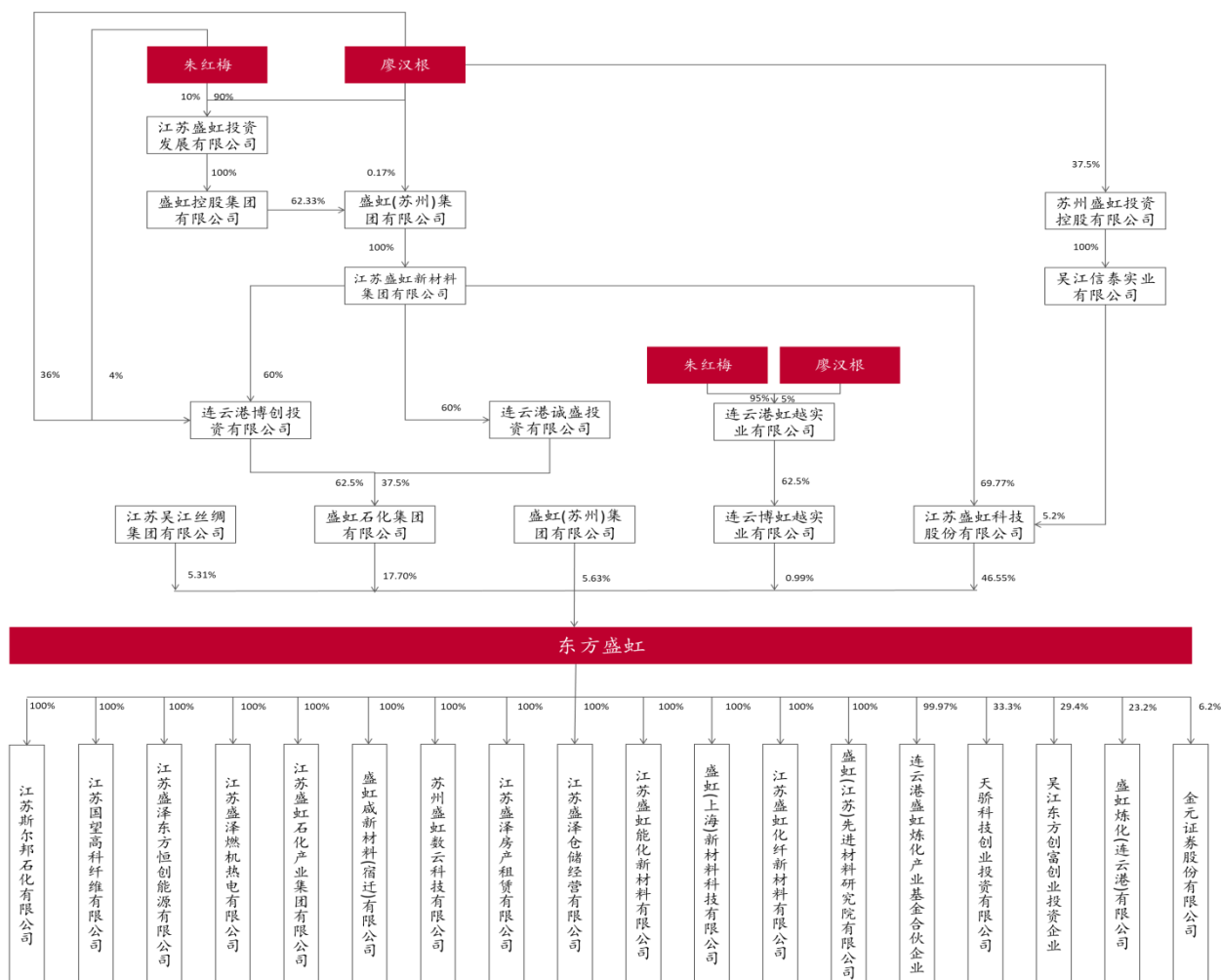
### 1.2 股权结构：股权架构稳定，缪汉根、朱红梅夫妇为实控人

缪汉根、朱红梅夫妇为实控人。截止 2022 年 6 月 30 日，公司控股股东为江苏盛虹科技股份有限公司，持有公司 46.55% 的股份。公司实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇，二人间接持有公司 36.41% 的股份，公司控股股东盛虹科技及其一致行动人盛虹石化集团、盛虹(苏州)集团、连云港博虹实业合计持有上市公司 70.87% 的股份。东方盛虹为东方市场与国望高科重组而成。2018 年，盛虹科技借壳上市，将旗下子公司国望高科并入东方市场，上市公司实际控制人由吴江区国资办变更为缪汉根、朱红梅夫妇。公司完成重组后，更名为江苏东方盛虹股份有限公司，证券简称更名为“东方盛虹”。反向重组将子公司国望高科的



化纤业务并入上市公司，上市公司主营业务由重组前的电力热能变更为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。

**图表 2：公司实际控制人为缪汉根、朱红梅**



资料来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

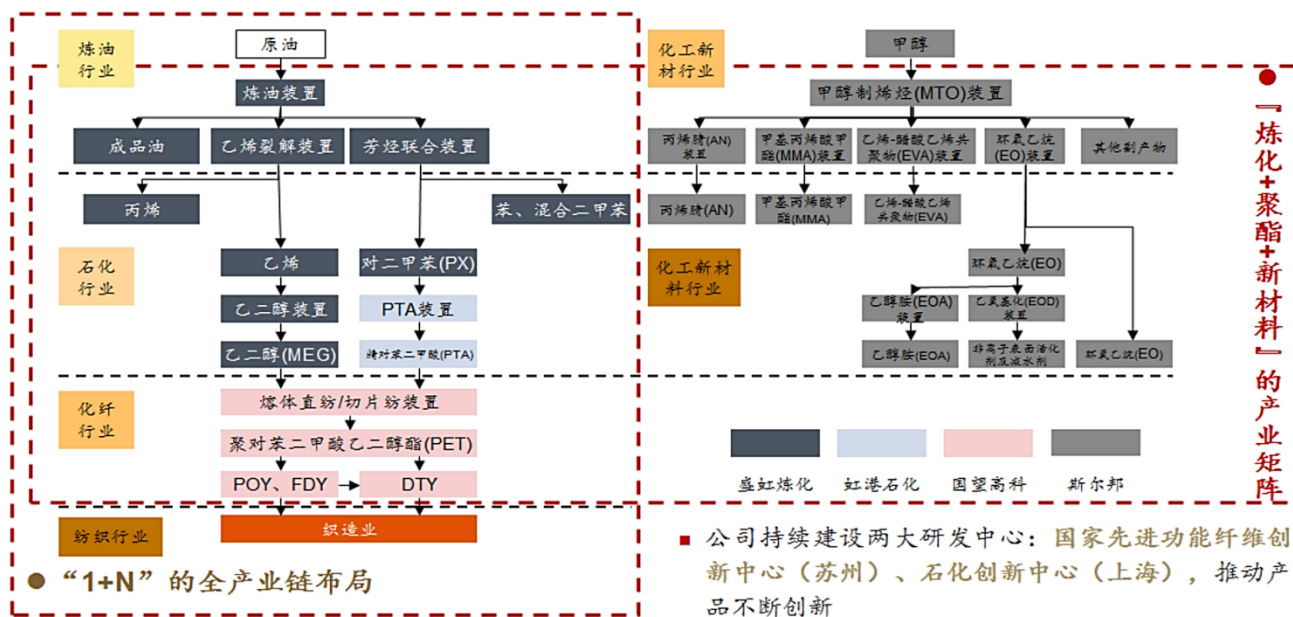
### 1.3 业务介绍：以聚酯化纤为起点，不断深化完善全产业链布局

公司以聚酯化纤为起点，不断深化完善全产业链布局。从下游聚酯化纤，到中游 PTA 再向上游石化、炼化，逐步布局“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展的架构。2021 年实施重大资产重组并购斯尔邦 100% 股权，主营业务进一步拓展高附加值烯烃衍生物，增加多元石化及新能源新材料化学品，标志着公司不仅拥有“从一滴油到一根丝”的全产业链布局，还切入新能源新材料领域，形成“炼化+聚酯+新材料”的产业矩阵。

炼化板块是下游产品链的原料保障平台。从产业链上下游关系来看，公司大炼化项目是聚酯化纤产业、新材料产业的原料保障平台。公司将以盛虹炼化一体化项目的大宗石化原料为平台保障基础，实施“1+N”的战略，进一步横向拓展新能源、新材料业务，形成核心原

料平台+新能源、新材料等多元化产业链条的“一体化”业务格局。

图表 3：公司形成“炼化+聚酯+新材料”产业矩阵



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

**炼化板块：**生产基地位于“国家七大石化基地”之一的连云港徐圩新区，经营主体包括虹港石化和盛虹炼化，虹港石化拥有 390 万吨/年 PTA 产能，盛虹炼化具有原油加工能力 1,600 万吨/年，PX 装置规模 280 万吨/年，乙烯裂解装置规模 110 万吨/年，具备较高的基础大宗化学品产能。

**新能源新材料板块：**以斯尔邦为经营主体，MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年，同时拥有 78 万吨/年丙烯腈产能、30 万吨/年 EVA 产能（包含 20 万吨/年光伏级产品）、17 万吨/年 MMA 产能、20 万吨/年 EO 产能。

**聚酯化纤板块：**公司分别在苏州吴江、宿迁泗阳设立化纤生产基地，截至 2022 年中期，拥有 260 万吨/年差别化纤维产能，其中包括超 30 万吨/年再生纤维产能，以高端 DTY 产品为主。经营主体包括国望高科及其下属企业，以及位于泗阳地区的国望宿迁、芮邦科技。

图表 4：公司产品结构

(万吨/年)	产品	产能	备注	实施主体
炼化板块	PTA	390	正常生产	虹港石化
	PTA	240	可研通过, 前期申报	
	原油加工	1600	炼化一体化项目, 已投产	盛虹炼化
	PX	280		
	乙烯裂解	110	在建/拟建	
	EOEG	10/90		
	苯酚丙酮	40/25		
	乙苯	50.8		
	POSM	20/45	在建/拟建	虹威化工
	聚醚多元醇	11.25		
聚合物多元醇	2.5			
新能源新材料板块	MTO (甲醇)	240	正常生产	斯尔邦
	丙烯腈	78	正常生产	
	EVA	30	正常生产	
	MMA	17	正常生产	
	EO	20	扩能改造, 增加10万吨至30万吨	
	PDH	70	在建, 其中1套丙烯腈装置已投产	
	丙烯腈	2*26		
	MMA	2*9		
	SAR (废酸再生)	21		
	EVA	3*20+10	规划中	
顺酐	34	可研完成, 前期报批	虹科新材料	
BDO	30			
PBAT	18			
聚酯化纤板块	差别化纤维	260	正常生产	国望高科
	涤纶长丝	25	前期申报	江苏芮邦科技
	超仿真功能性纤维	50	前期申报完成	国望高科
	智能化功能性纤维	100	前期报批	虹海新材料

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

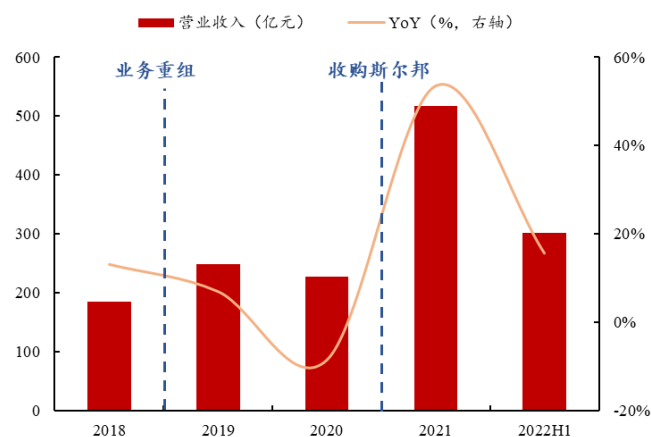
#### 1.4 盈利情况: 收购斯尔邦, 新材料助力业绩增长

**业务重组、收购斯尔邦, 公司业绩发生飞跃。**2018 年公司实现业务重组, 上市公司主营业务由电力、热能及房地产租赁变更为化纤业务和 PTA 业务, 随后公司营收稳定增长。2020 年, 受全球公共卫生事件影响, 化纤行业景气度持续低位, 公司营业收入 227.8 亿元, 同比-8.5%。2021 年, 公司收购斯尔邦, 并且国内疫情基本稳定, 海外开始大规模接种疫苗, 下游需求有所好转, 公司全年实现营收 517.22 亿元, 同比大幅增加 53%。2022 上半年, 国际油价高位震荡, 产品端价格随油价上行, 2022H1 公司实现营收 302.42 亿元, 同比增加 15.7%。

**净利润方面,**2018 年公司重组后计提商誉减值损失近 6 亿元, 当年公司归母净利润为 8.47 亿元, 同比下降 41%; 2019 年公司业绩恢复, 2020 年受疫情影响, 公司业绩大幅缩水 80.4%, 全年归母净利润仅为 3.16 亿元; 2021 年, 行业景气复苏同时公司合并斯尔邦业绩, 实现归母净利润 45.44 亿元, 同比增加 493%, 创造历史最佳业绩。2022H1, 受国内京沪等地疫情反复, 公司归母净利润同比下滑 44%, 为 16.4 亿

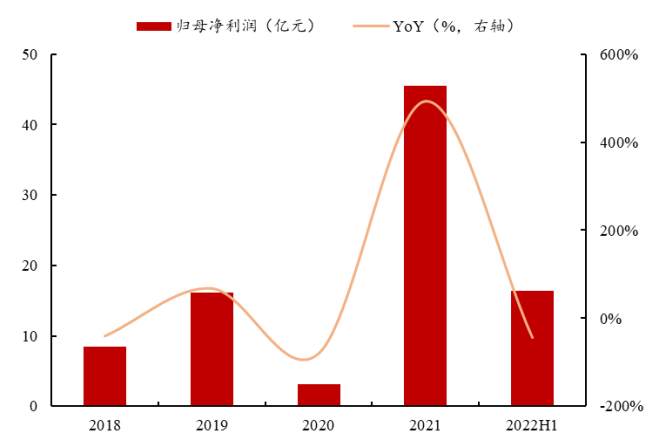
元。

图表 5：2021 公司营业收入大幅增加



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 6：2021 公司营业业绩大幅增加

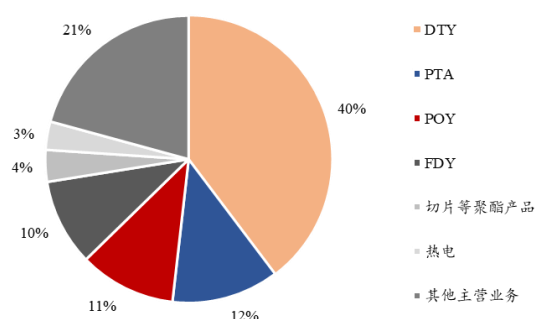


资料来源：Wind、中泰证券研究所

聚酯纤维是公司主营业务，DTY 营收占比最大。2018 年公司重组后，聚酯纤维和 PTA 成为公司主营业务，其中 DTY 为公司贡献营收最大，2020 年 DTY、POY、FDY、PTA 产品实现营业收入为 90.42 亿元、24.82 亿元、22.24 亿元、27.59 亿元，占比分别为 40%、11%、10%、12%，DTY/POY/FDY 三大聚酯纤维合计贡献占比超过 60%。

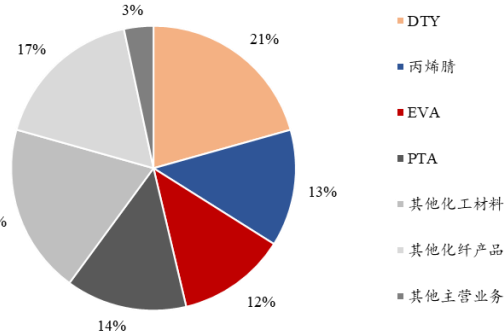
收购斯尔邦，新增 EVA、丙烯腈等新材料产品。2021 年，公司收购斯尔邦后，公司变更产品统计口径，新增丙烯腈、EVA 等新材料产品。同时公司营收格局发生变化，2021 年，公司前四大营收产品为 DTY、丙烯腈、EVA 和 PTA，实现营业收入 106.80 亿元、68.74 亿元、63.96 亿元、71.17 亿元，占比分别为 21%/13%/12%/14%，DTY 和其他化纤产品合计占比 38%。

图表 7：2020 年公司营收分布



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 8：2021 年公司营收分布

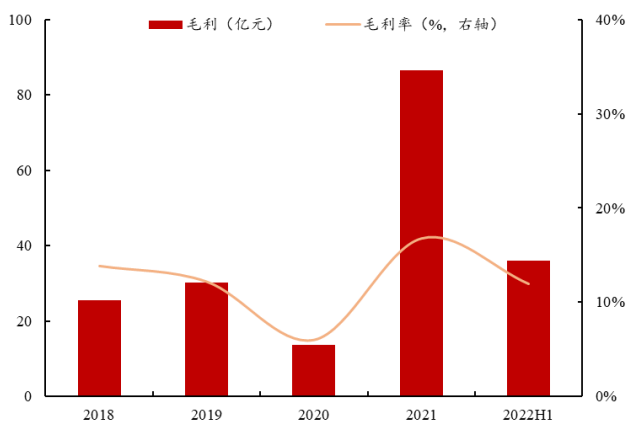


资料来源：Wind、中泰证券研究所

新材料提高公司毛利水平，EVA 为公司贡献最多利润。2021 年，公司

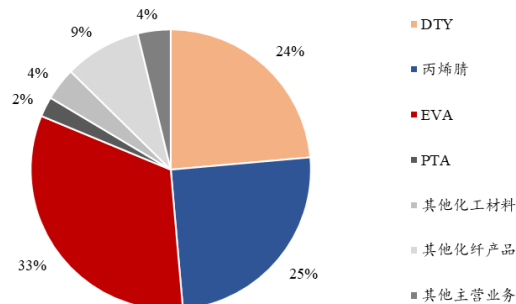
实现毛利 86.49 亿元，同比增加 538%，一方面由于疫情褪去，下游需求复苏，行业景气上行；另一方面由于公司新增具有高利润水平的 EVA、丙烯腈等产品，2021 年 EVA 和丙烯腈毛利率分别为 44%和 31%，远超 2021 年公司平均毛利水平 17%。由于其较高的毛利率水平，EVA 和丙烯腈成为当年为公司贡献利润最大的两种产品，2021 年 EVA、丙烯腈、DTY 分别实现毛利 28.23 亿元、21.64 亿元和 20.42 亿元，占比 33%/25%/24%。

图表 9：公司毛利及毛利率



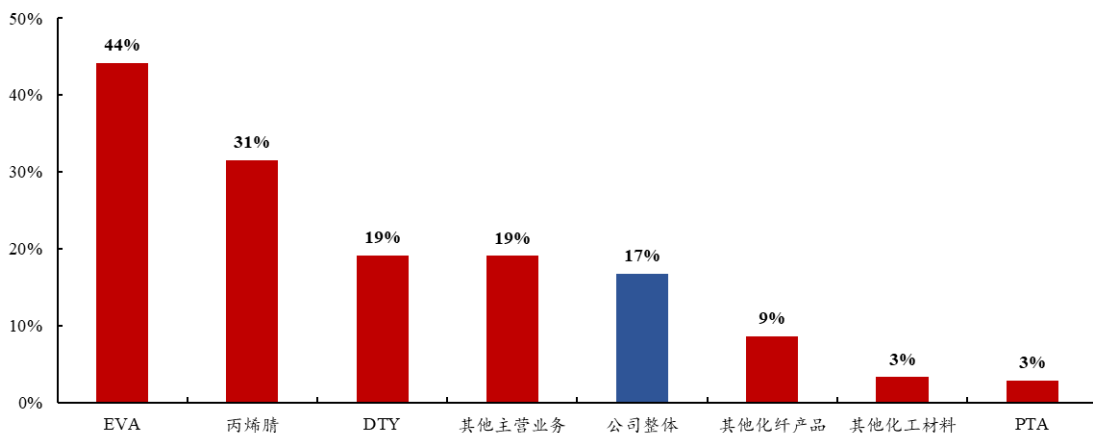
资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 10：2021 年公司毛利分布



资料来源：Wind、中泰证券研究所

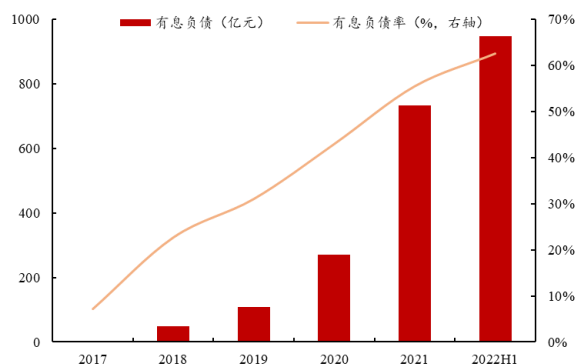
图表 11：EVA、丙烯腈等产品提高公司毛利率水平（2021 年）



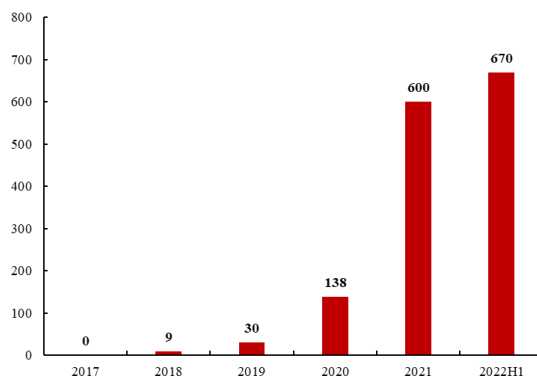
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

管理、研发、销售费率稳定，有息负债大幅增长推高财务费率。2018-2022H1，公司管理费用率和研发费用率保持相对稳定，分别为 1.9%和 0.8%左右。销售费率因会计处理（销售费用中去除运费）导致自 2019 年起大幅下调，2020-2022H1 销售费用率分别为 0.21%/0.3%/0.31%，变动不大。伴随着大炼化项目的进行及其他在建项目逐步展开，公司近年来有息负债持续走高，2018-2020 年分别为 50/109/271 亿元，2021 年则高达 733 亿元，同比大幅增长 171%，2022H1 公司有息负债

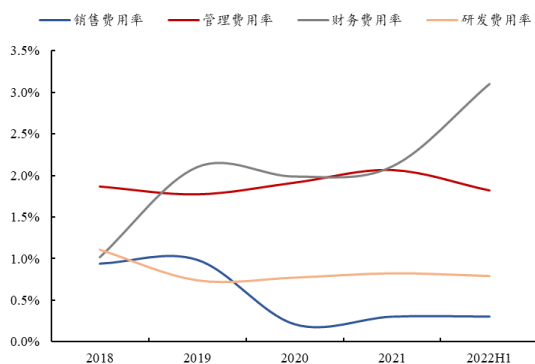
再次增加，达到 947 亿元，有息负债率达到 63%，在此基础上，公司财务费率也由 2018 年的 1.02% 增长至 2022H1 的 3.10%。根据公司公告，2022 年上半年公司累计新增借款 197.71 亿元，主要用于盛虹炼化 1600 万吨炼化一体化项目等重大项目建设，属于公司正常经营活动范围，公司财务状况稳健，目前所有债务均按时还本付息，上述新增借款事项不会对公司经营情况和偿债能力产生不利影响。2020 年，受疫情影响，公司净利率跌至最低，2021 年经济复苏，公司收购斯尔邦，开启 EVA 等业务，净利率达到 9.83%。

**图表 12：公司有息负债逐年增加**


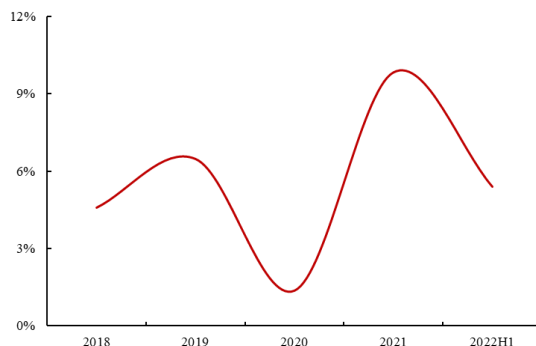
资料来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 13：公司在建工程增加 (亿元)**


资料来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 14：公司费用率 (%)**


资料来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 15：公司净利率 (%)**


资料来源：Wind、中泰证券研究所

### 1.5 产业规划：上下游协同增厚业绩，三个“百万吨”布局未来

公司各业务板块协同发展。公司依托炼化平台提供的丰富优质的低成本原料，充分发挥公司炼化、聚酯及新材料板块联动：

- (1) 炼化项目投产后，盛虹炼化产出的乙烯、丙烯、丙烷、醋酸乙烯、丙酮等基础原料，可持续输送到斯尔邦生产高附加值光伏级 EVA 树脂、丙烯腈、MMA 等新能源材料。
- (2) 利用 PTA 产能和炼化副产正丁烷，建设百万吨可降解材料项目，一期规划包括 34 万吨/年顺酐、30 万吨/年 BDO，18 万吨/年 PBAT 产业链。



- (3) 炼化生产的 280 万吨/年 PX，为公司生产 630 万吨/年 PTA 提供原料，继而匹配下游聚酯长丝。

**公司布局三个“百万吨”，确保未来高成长性。**依据现有产品结构及公司发展规划，公司提出打造三个“百万吨”的战略规划，包括“百万吨”的 EVA，“百万吨”的丙烯腈和“百万吨”的可降解材料：

- (1) **百万吨 EVA：**目前 EVA 产能 30 万吨/年，公司将继续建设 75 万吨 EVA 产能，以光伏级产品为主，EVA 总产能将超过 100 万吨/年，继续巩固领先地位。同时今年 10 月份会有 800 吨的 POE 中试装置，若中试理想，公司或将规划大型产能。
- (2) **百万吨丙烯腈：**公司目前具有 78 万吨/年丙烯腈产能，明年将再投产一套 26 万吨/年的丙烯腈装置，丙烯腈合计产能达到 104 万吨/年。同时，公司计划在尼龙 66 和碳纤维两个方向中匹配丙烯腈下游装置。
- (3) **百万吨可降解材料：**依托炼化平台，公司规划建设 34 万吨/年顺酐，30 万吨/年 BDO 和 18 万吨/年 PBAT，未来打造百万吨级绿色可降解塑料项目。

## 2、盛虹炼化一体化全面投产，构筑产业链上游原料平台

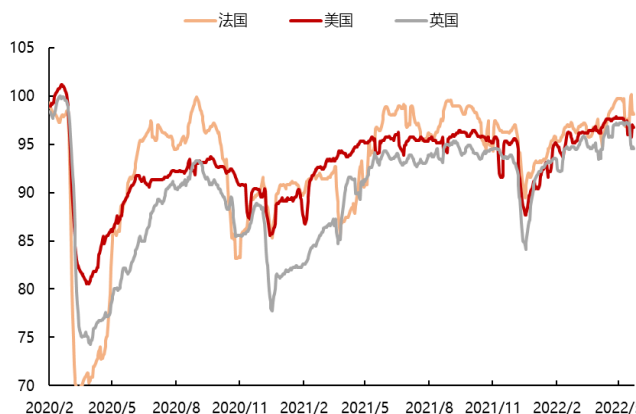
### 2.1 原油仍是全球主要能源，亚太地区引领炼油产能增长

**短期供需格局紧平衡，国际油价高位震荡。**国际油价自 2020 年 4 月低点以来持续复苏，进入 2022 年之后，受地缘政治、供给乏力、疫情反复、美联储加息等多重因素影响，国际油价持续在高位宽幅震荡。短期需求端复苏：全球主要国家地区出行数据呈快速恢复态势，据 Google Mobility Index 统计，欧美主要国家已基本恢复至疫情发生前水平；美国进入传统成品油需求旺季，成品油裂解价差处于 2015 年以来的高位；国内京沪等主要城市疫情已基本稳定，生活生产等方面逐步恢复正常，主要城市交通拥堵指数回升，对成品油和原油需求有望稳步复苏。

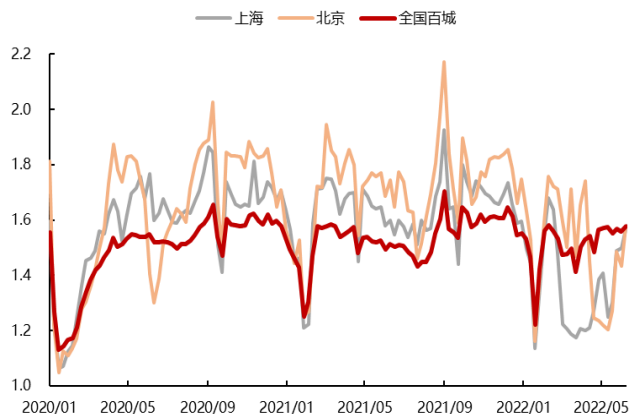
**长期原油仍是主要能源，与经济增速强相关。**尽管疫情仍然反复，但全球主要国家经济逐渐复苏，全球原油需求量也快速回复至疫情前水平。根据历史数据，全球原油需求随 GDP 变动，二者呈强相关性。IMF 预测 2022 年全球 GDP 增速为 3.6%，2023 年与 2022 年持平。EIA 预测 2022-2023 年全球原油需求为 99.4 百万桶/日和 101.5 百万桶/日，增速为 2.1%和 2.0%。

图表 16：欧美国家出行指数逐渐恢复

图表 17：我国主要城市拥堵指数逐渐复苏

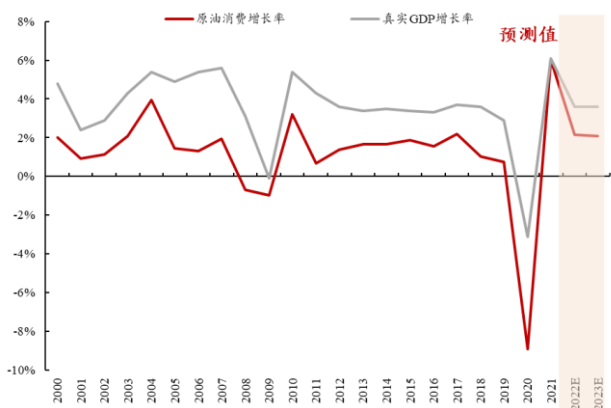


资料来源：Google Mobility Index、中泰证券研究所



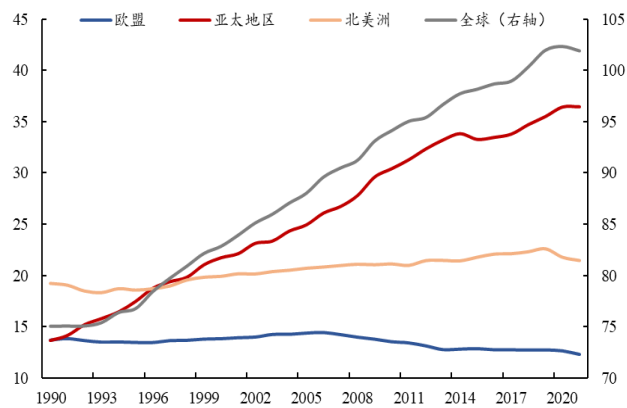
资料来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 18：原油消费增长率随 GDP 增长率波动 (%)**



资料来源：IMF、EIA、中泰证券研究所

**图表 19：亚洲引领全球炼油产能扩张 (百万桶/日)**



资料来源：Wind、中泰证券研究所

**亚太地区引领全球炼油产能扩张。**IEA 预计，2020~2026 年，全球将新增 850 万桶/日的炼油能力，其中大部分将在中国、中东地区和印度。2018 年起外资密集加码布局中国石化市场,巴斯夫、美孚、沙特基础工业公司、壳牌等国际石油石化公司陆续在国内开展新业务。2022 年 3 月，沙特阿美官宣将参与位于辽宁省盘锦市的大型炼油化工一体化联合装置项目。炼油化工厂总投资达 100 亿美元，建成后每日能够处理 30 万桶原油的加工，预计 2024 年投入运营。

**全球或将经历新一轮炼油产能关停潮。**2021 年，全球炼油规模约 101.91 百万桶/日，较 2020 年下降近 0.42 百万桶/日。2020 年受疫情影响，原油价格触底，全球炼油企业年均利润创下近 20 新低，炼油行业正在进行新一轮结构调整。历史分析表明，在全球平均开工率不足 80%时，将会触发炼厂关停，2020 年新冠疫情的爆发加速了全球炼厂开工率的下降，全球炼厂开工率从 2019 年的 81%大幅下降至 72%。在开工率持续低迷的情况下，整个炼油行业的利润受到了挑战，中小炼厂及设施老旧的炼厂的生存环境受到挤压，未来以汽油为代表的成品油需求下降将持续挤压以成品油为主要产品炼厂的生存空间。根据

IEA 的数据，2020-2026 年全球计划关闭或已关闭的炼油产能达到 360 万桶/日，若利用率恢复到 80% 以上，则至少需要关闭 600 万桶/日的产能。

**图表 20：国外计划关闭、转型或计划出售的炼厂**

国家	炼厂	炼油商	资产处置	炼油能力 (万桶/日)
美国	马丁内斯炼厂	马拉松石油	转型	16.1
美国	旧金山炼厂	菲利普斯66	计划转型	12.06
美国	马丁内斯炼厂	壳牌	出售后转型	15.64
美国	特拉华炼厂	PBF能源	计划改造	18.22
美国	Convent炼厂	壳牌	关闭	21.1
美国	Puget Sound炼厂	壳牌	计划出售	14.9
美国	阿纳科特斯炼厂	壳牌	计划出售	14.4
美国	蒙大拿州炼厂	埃克森美孚	计划出售	6.0
美国	费城炼厂	费城能源解决方案公司	计划出售	33.5
法国	Grandpuits炼厂	道达尔	转型	9.9
比利时	安特卫普炼厂	贡沃集团	计划关闭	11
挪威	斯拉根炼油厂	埃克森美孚	计划出售	11.6
英国	林赛炼油厂	道达尔	计划出售	20
澳大利亚	Kwinana炼厂	bp	计划关闭	13.87
新加坡	Pulau bukom炼厂	壳牌	计划削减能力	25
菲律宾	Tabangao炼厂	壳牌	永久关闭	11
日本	Osaka炼厂	ENEOS	永久关闭	11.5

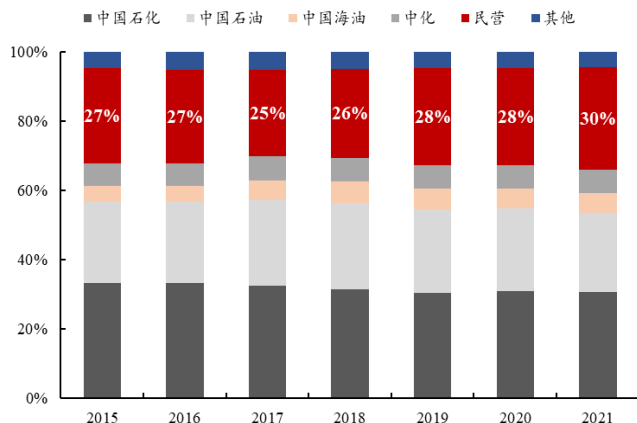
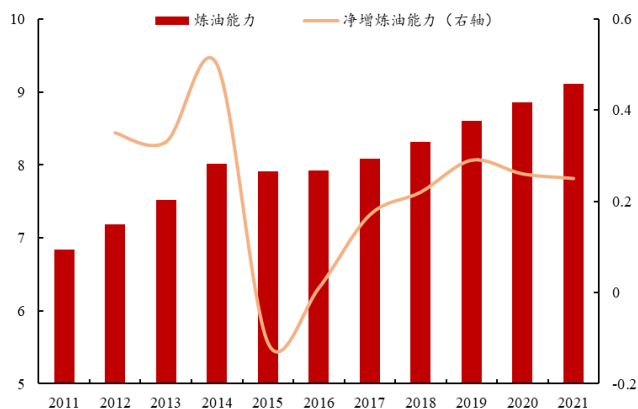
资料来源：中国知网、《能源转型推动全球炼化行业发生重大变化》、中泰证券研究所

## 2.2 我国炼油结构性过剩，乙烯进口替代仍需推进

**我国炼油产能持续增加。**我国炼油能力自 2011 年以来稳步增长，根据中石油经研院发布的《2021 国内外油气行业发展报告》，2021 年世界炼油能力出现了自 1988 年以来的首次净减少，发达国家炼油能力持续收缩，但我国炼油产能持续较快增长，净新增产能 2520 万吨/年，总炼油能力达 9.1 亿吨/年，赶上全球炼油能力第一的美国。2022 年，我国炼油产能预计新增 2560 万吨/年，达到 9.4 亿吨/年，将正式超过美国，位居全球第一。

**千万吨级成为“入场券”，民营炼油比重增加。**工艺流程相同时，1000 万吨/年炼厂的单吨完全操作成本比 500 万吨/年炼厂低 10% 左右。在收入端溢价空间有限情况下，装置规模大型化在成本端的摊薄作用对炼厂的市场竞争力至关重要。我国炼油行业正在向大型化、一体化、集群化方向发展。据统计，截至 2021 年底，我国千万吨级大型炼厂的数量已达 32 家，预计 2025 年将增至 38 家，合计原油一次加工能力超过 6 亿吨/年，有望占据总规模的六成以上，千万吨级加工能力将成为炼厂参与市场竞争的“入场券”。“十三五”期间，国家推动产业结构优化升级，积极鼓励民营和外资企业参与重组改造，民营炼化占比持续增加，截止 2021 年底，占比达到 30%。

**图表 21：我国炼油能力逐渐增加 (亿吨/年)**
**图表 22：民营炼油产能比重增加**



资料来源：中国知网、中石油经研院、中泰证券研究所

资料来源：中国知网、中石油经研院、中泰证券研究所

图表 23：国外大型石油公司资本开支情况



资料来源：亚化咨询、中国化工学会、中泰证券研究所

我国炼油产能体现为结构性过剩。目前我国炼油实际加工规模不足 7 亿吨/年，从加工规模上看，有超过 1 亿吨/年过剩产能。主要有两个方面：

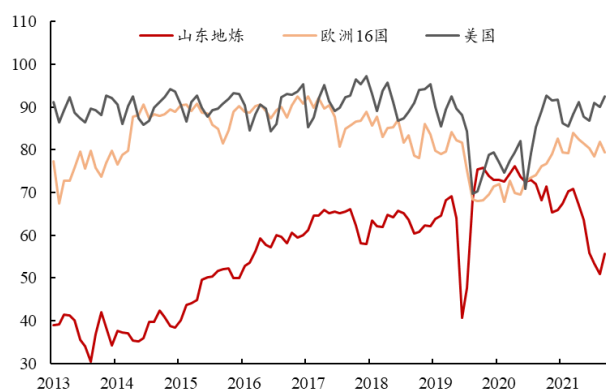
第一是小产能过剩，据隆众资讯的统计数据显示，2021 年山东独立炼厂共 56 家，其中年产能 500 万吨以上的 15 家，200-500 万吨的 24 家，200 万吨以下的 17 家，合计产能占比分别为 52.95%、42.11%、4.94%。由于相对较高的单吨成本，山东地炼的开工负荷远低于国外炼厂，开工率通常在 70% 以下。

第二是成品油产能过剩，据国家统计局和百川孚统计，我国成品油冗余产能长期维持在 4.5-5.5 亿吨左右，2021 年因能源结构调整，成品



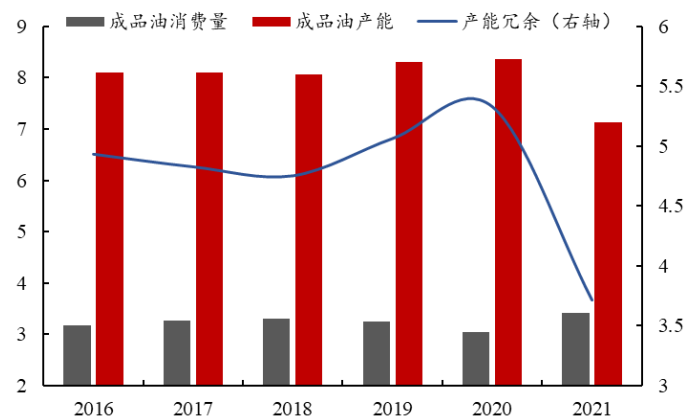
油产能略有下降，当年冗余产能约为 3.71 亿吨，未来短期内，随着浙江石化二期、盛虹炼化、广东石化等项目的投产，我国成品油产能过剩的局面将会加剧。长期来看，随着新能源的快速发展，成品油需求萎缩，亚太其他地区在建产能陆续投产，我国成品油出口利润空间将逐步降低，以燃料产品为主的炼厂未来盈利空间将受到挤压。

图表 24：我国炼厂开工率低于欧美地区（%）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 25：我国成品油产能过剩（亿吨）

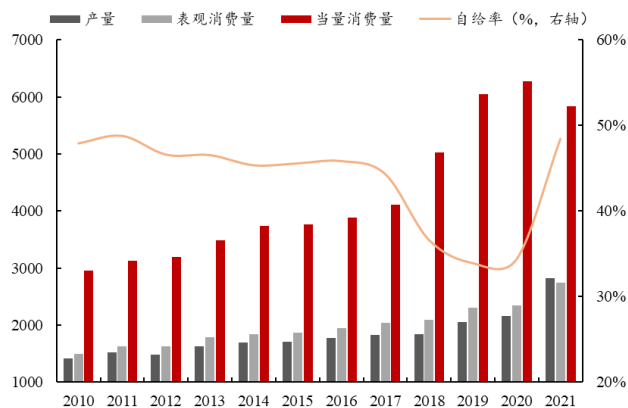


资料来源：Wind、中泰证券研究所

**我国乙烯产能快速扩张，但仍存在较大缺口。**2021 年，全球乙烯总产能达到 2.10 亿吨/年，国内恒力石化、浙石化、连云港石化、镇海炼化、中化泉州石化等大乙烯项目相继成功投产，国内乙烯产能迅速增加。根据中国油经研院发布的《国内外油气行业发展报告》，2020 年国内新增乙烯产能 451.5 万吨/年，总产能达到 3518 万吨/年，同比增长 5.2%。2021 年，我国共有乙烯生产企业 61 家，投产乙烯装置 79 套，合计总产能 4168 万吨/年，约占全球总产能的 18%。其中，蒸汽裂解制乙烯装置 41 套，生产能力 2948 万吨/年；煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）装置 27 套，乙烯生产能力 715 万吨/年；乙烷裂解制乙烯（含混合烷烃裂解）装置 6 套，生产能力 490 万吨/年。然而，我国乙烯当量自给率仍然较低，通常在 50% 以下，根据国家统计局，2021 年，我国乙烯产量约为 2826 万吨，而当量消费量达到 5832 万吨，当量缺口达到 3006 万吨左右，自给率约为 48.5%。2022-2024 年，我国有多套百万吨级乙烯装置将投入生产，包括盛虹炼化 110 万吨/年、广东石化 120 万吨/年、埃克森美孚 120 万吨/年、巴斯夫 100 万吨/年、华锦阿美 150 万吨/年、裕龙石化 2\*150 万吨/年等，我国乙烯当量自给率有望得到快速提升。

图表 26：我国乙烯缺口较大（万吨）

图表 27：我国现有百万吨产能乙烯装置



资料来源：Wind、国家统计局、中国石油石化、中国工业报、中泰证券研究所

企业	工艺路线	产能 (万吨/年)
浙江石化	蒸汽裂解	2*140
镇海炼化	蒸汽裂解	100+120
中海壳牌	蒸汽裂解	100+120
大连恒力	蒸汽裂解	150
独山子石化	蒸汽裂解	140
中沙天津石化	蒸汽裂解	100
连云港石化	乙烷裂解	125
福建联合	蒸汽裂解	110
上海赛科	蒸汽裂解	100
辽宁宝来	蒸汽裂解	100
茂名石化	蒸汽裂解	100
万华化学	蒸汽裂解	100
中化泉州	蒸汽裂解	100

资料来源：石油和化工园区、中泰证券研究所

图表 28：我国在建百万吨产能乙烯装置

企业	工艺路线	产能 (万吨/年)	预计投产时间
盛虹炼化	石脑油裂解	110	2022
广东石化	石脑油裂解	120	2022
海南炼化	石脑油裂解	100	2022
镇海炼化	轻烃裂解	120	2022
永荣集团	轻烃裂解	150	2022
中化旭阳石化	石脑油裂解	150	2022
埃克森美孚 (惠州)	原油直接裂解	120	2023
巴斯夫 (湛江)	蒸汽裂解	100	2023
陕煤集团	CTO	100	2023
富海唐山石化	石脑油裂解	120	2023
华锦阿美石化	石脑油裂解	150	2024
恒力石化	石脑油裂解+CTO	150+150	2024
缘泰石油	乙烷裂解	200	2024
南山裕龙石化	石脑油裂解	2*150	2024
天津南港	石脑油裂解	120	2024

资料来源：石油和化工园区、中泰证券研究所

### 2.3 强势崛起，炼化一体化是大势所趋

碳中和背景下，炼化一体化是大势所趋。2021 年，中央密集出台政策坚决遏制高耗能、高排放（“两高”）项目发展。对炼化行业而言，相关政策主要涉及以下几方面：严控新增炼油能力，未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建和改扩建炼油项目；推动过剩产能有序退出和转移，完善产能置换政策；推动炼油行业碳达峰，提出了行业节能降碳的行动目标、重点任务和工作要求；加快炼厂绿色改造提升，实现绿色高质量发展。2021 年 10 月国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，聚焦“十四五”和“十五五”两个碳达峰关键期，确立了提升能源利用效率、降低二氧化碳排放水平等方面主要目标，明确要求



到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。在此背景下，炼化一体化项目凭借其规模经济性、产能灵活性、装置协同性等优势，将成为炼化行业的发展方向。

**图表 29：中国炼油行业部分政策**

政策	发布单位	相关内容
《关于组织开展2021年工业节能诊断服务工作的通知》	工业和信息化部	重点行业节能诊断。以年综合能源消费量5000吨标准煤以上的工业企业为重点，全面实施节能诊断
《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》	生态环境部	对炼油、乙烯等环境影响大或环境风险高的项目类别，不得以改革试点名义随意下放环境影响评价审批权限或降低审批要求
《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	国家发展改革委	坚决管控高耗能高排放项目，合理设置能源消费总量指标，并向各省（自治区、直辖市）分解下达能耗“双控”5年目标
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	中共中央、国务院	坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展。未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建改扩建炼油项目。提升高耗能高排放项目能耗准入标准。加强产能过剩分析预警和窗口指导
《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部等5部门	提出了炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业节能降碳的行动目标、重点任务和工作要求
《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	推动石油化工行业碳达峰。加大落后产能淘汰力度，有效化解结构性过剩矛盾。严格项目准入，严控新增炼油能力。到2025年，中国原油一次加工能力控制在10亿吨/年以内
《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》	工业和信息化部、人民银行、银保监会、证监会	加快工业企业绿色化改造提升。全面推行绿色制造、共享制造、智能制造，支持企业创建绿色工厂。加快实施石油、化工等行业绿色化改造。引导企业加大可再生能源使用，推动电能、氢能、生物质能替代化石燃料
《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	中共中央、国务院	坚决遏制高耗能、高排放项目盲目发展。严控新增炼油产能
《“十四五”节水型社会建设规划》	国家发展改革委、工业和信息化部等	推动过剩产能有序退出和转移，完善炼油等行业产能置换政策
《“十四五”全国清洁生产推行方案》	国家发展改革委、生态环境部等10部门	在石油化工等行业实施清洁生产改造工程建设，推动一批重点企业达到国际清洁生产领先水平
《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》	国家发展改革委等5部门	对标全球先进能效水平，合理设置炼油、乙烯、对二甲苯（PX）的能效标杆水平；结合炼化行业发展实际和现行能效限额标准，推动炼化行业生产运行能效不断向标杆水平看齐，将能效水平的高标准转化为绿色发展的高质量

资料来源：中国知网、《2021年中国炼油工业发展状况与近期展望》、中泰证券研究所

**炼化一体化化已成为石油化工行业的重要发展战略。**炼化一体化已从最初的由先建炼油厂为后建石化厂乙烯和芳烃装置提供石脑油原料的简单分散的一体化，发展成为炼油与石油化工业物料互供、能量资源和公用工程共享的一种综合紧密的一体化，以提高石油资源的利用效率，降低投资和生产成本，适应油品和石化产品需求变化。炼油与化工的纵向一体化最为常见，由于通常具有互供物料（节省运费及储存）、流程得以优化、共享规模化的基础设施、减少占地、减少定员、运行效率高等优点，从本质上提高原料的综合利用水平，集中体现了集约化、大规模、短流程、低风险的结构组合优势。紧密结合的一体化项目与同等规模的炼油企业相比，炼化一体化企业的产品附加值可提高 25%，节省建设投资 10%以上，降低能耗 15%左右。

**图表 30：中国炼油行业部分政策**

**炼厂一体化经济优势**

节省一次性投资	整合炼油化工的中间物料，集约建设较大规模的二三次加工装置
	统筹考虑并共享规模化的公用工程、管理设施和厂外工程设施
	集约化布置，节省土地费用、管线和土建投资
运费	炼油化工互供物料内部化，节省原料产品储存设施投资和流动资金
原料成本	炼油化工互供物料内部化，可节省原料进厂运费
原料成本	通过一体化的流程安排，优化每个工艺过程原料，最大限度降低原料成本
运维成本	统筹考虑全厂油品储运、公用工程及其他辅助系统工程的建设，降低运维成本
谈判成本	避免中间物料定价的不确定性和高昂的谈判成本，降低风险和费用
税收	对炼油厂和化工厂的税收发挥优化整合作用

资料来源：中国知网、《炼油化工一体化经济特性研究》、中泰证券研究所

**布局七大石化基地，炼化一体化项目持续推进。**2014 年国家发改委颁布《石化产业规划布局方案》，提出将推动产业集聚发展，建设上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大世界级石化基地。截止目前，已有多套国企、民企、合资企业炼化一体化装置上马并陆续投产，包括 2020 年全面投产的恒力石化 2000 万吨/年一体化项目以及今年 5 月投产的 1600 万吨/年盛虹一体化项目等，预计到 2025 年，七大石化基地的炼油产能将占全国总产能的 40%。除了七大石化基地外，浙江舟山、广东茂名湛江、辽宁盘锦等地也掀起了建设炼化项目的高潮，化工大省山东也布局了 4000 万吨炼化一体化项目。2019-2022 年，浙江石化两期共 4000 万吨/年一体化装置成功投产，中石化海南炼化、华锦阿美、裕龙石化等项目正处于快速建设期。

**图表 31：我国七大石化基地项目布局**


资料来源：中石大 HSE、中泰证券研究所

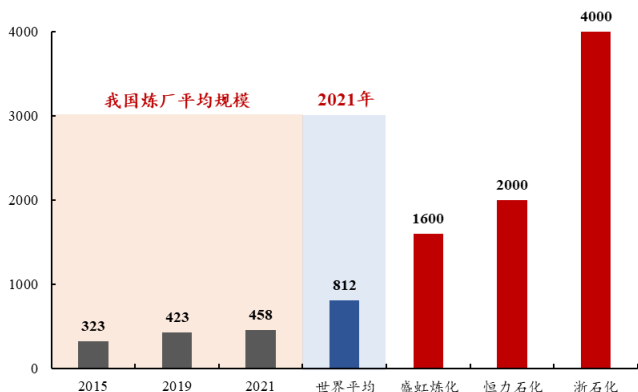
**图表 32：七大石化基地外重点一体化项目布局**


资料来源：中石大 HSE、中泰证券研究所

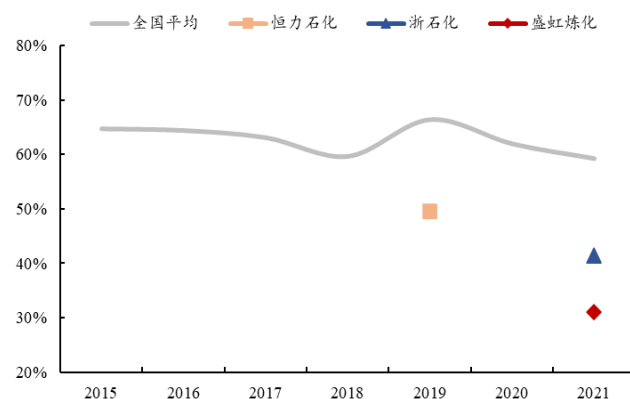
**炼化一体化项目拉动我国炼厂平均规模。**我国一体化项目已从最初的由先建炼油厂为后建石化厂乙烯和芳烃装置提供石脑油原料的简单分

散的一体化，发展成为炼油与石油化工物料互供、能量资源和公用工程共享的一种综合紧密的一体化。与我国传统炼厂相比，新建一体化规模大，恒力石化、浙江石化、盛虹炼化规模分别达到 2000 万吨/年、4000 万吨/年、1600 万吨/年，2021 年我国平均炼厂规模为 458 万吨/年，远低于世界平均水平 812 万吨/年，大型炼化一体化项目具有明显的规模经济优势。

**化工产品收率高，盈利能力强。**“减油增化”成为炼化一体化发展的新常态，我国传统大型炼厂，多数以炼油装置改扩建配套下游化工装置的形式。而新建装置，如恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等项目从设计开始就是以主产化工产品、副产成品油的方向建设，芳烃、烯烃收率高。2015-2021 年，我国平均炼化成品油收率区间为 60-70%，恒力、浙石化、盛虹等项目的成品油收率设计值分别为 50%、41.5%和 31%。考虑到我国成品油市场产能过剩的现状，芳烃、烯烃收率高的炼化一体化装置能够最大化项目的价值，提升盈利能力。同时，多元化的产品结构能够有效增强炼厂抵御油价波动风险的能力。

**图表 33：大炼化规模高于平均炼厂规模（万吨/年）**


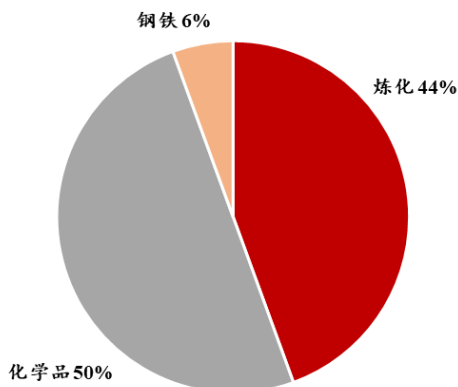
资料来源：前瞻产业研究院、中国知网、公司公告、中泰证券研究所

**图表 34：大炼化成品油收率低于我国平均成品油收率**


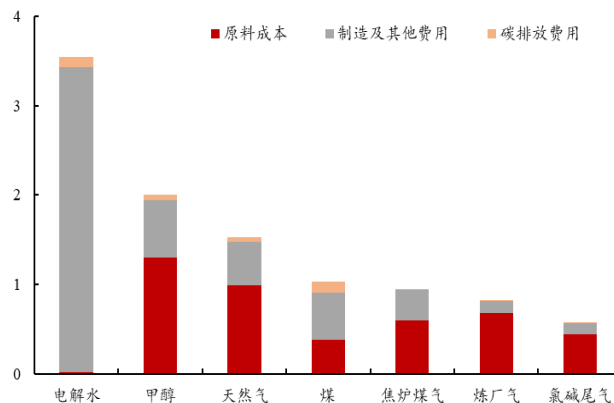
资料来源：中国知网、公司公告、中泰证券研究所

**炼化行业是氢气主要应用领域。**根据 IEA 统计，2020 年全球氢气需求为 90 百万吨，其中炼化行业需求量 40 百万吨，占比约为 44%。化工型炼厂盈利能力突出，但对氢气需求大幅提升，“降油增化”的实质路径为多种加氢技术与裂化、裂解技术的耦合，主要有：以“渣油加氢裂化+催化裂解”、“蜡油、柴油加氢裂化+催化裂解”、“渣油加氢处理+催化裂解”或“全加氢裂化”为核心的技术路线，目前氢气成本已经成为炼油企业中仅次于原油成本的第二成本要素，

**图表 35：氢气下游需求分布**
**图表 36：不同技术制氢成本（元/m<sup>3</sup>）**



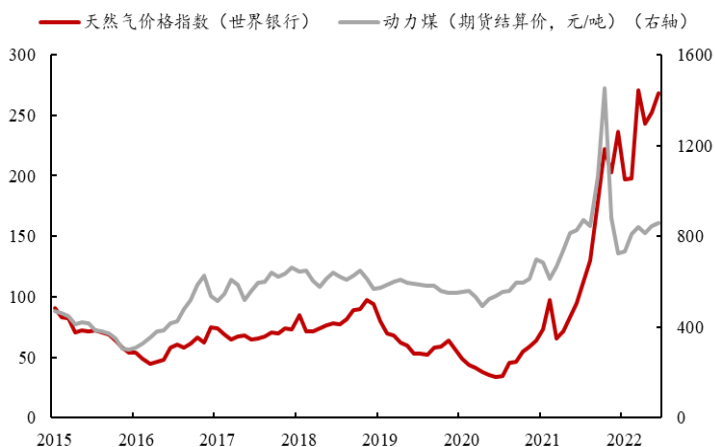
资料来源：IEA、中泰证券研究所



资料来源：中国知网、中泰证券研究所

**大规模连续重整装置降低企业用氢成本。**与其他制氢方式相比，炼厂气制氢的成本较低，据研究表明，当炼厂气、煤、天然气价格为 0.35 元/m<sup>3</sup>、500 元/吨和 2.5 元/m<sup>3</sup> 时，生产 1 m<sup>3</sup> 氢气成本分别为 0.810 元、0.904 元和 1.478 元。而随着近期天然气价格飙升，其氢气制备成本将随之大幅增加。炼化一体化装置可最大化重整装置的能力，最大程度提升副产氢比重。催化重整工艺可将低辛烷值烷烃转化为高辛烷值的芳烃和异构烷烃，现代重整工艺既可以生产高辛烷值汽油，又可以经芳烃分离得到苯、甲苯和二甲苯等关键芳烃，同时副产大量现代炼厂必不可少的低成本氢气。一般情况下重整副产氢气约为进料的 3.0%-6.0%，对于加氢炼油流程，氢气用量一般占原油加工量的 0.8-3.5%。民营大炼化企业作为涤纶长丝-PTA 行业龙头，最大化 PX 产能规模以获取上游原料，同时副产大量氢气以用于炼厂加氢裂化装置。

**图表 37：天然气和煤价格变动**



资料来源：Wind、中泰证券研究所

### 2.4 盛虹炼化优势明显，顺利投产即将发力

大炼化项目正式投产，构建公司底层原料平台。盛虹炼化一体化项目

于 2018 年 12 月正式动工，2019 年 3 月公司公告投资建设该项目，根据项目《可研报告》，盛虹炼化一体化项目总规模为 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯裂解装置。该项目拥有国内最大直径塔器、单体最重固定床反应器、最大规模常减压蒸馏装置、裂解炉等多项“第一”。其中，1600 万吨/年常减压蒸馏装置、蜡油加氢裂化装置国内单套规模最大；PX 装置为国内首次引进两段式重浆化回收工艺，也是目前全球规模最大的单系列 PX 装置；项目还拥有国内规模总量最大的 3\*310 万吨/年连续重整装置，并在关键技术上实现了完全自主化。2022 年 5 月，该炼化一体化项目常减压蒸馏装置一次开车成功，所产汽油、煤油、柴油、蜡油等馏分符合产品质量标准。盛虹炼化一体化项目的投产标志着公司构建完成了“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营格局，有利于公司内部形成良好协同效应，降低原料成本的同时提升公司的综合实力和抗风险能力。

**不断优化一体化方案，增强项目盈利能力。**该项目起始于 2018 年，为扩大经济利润并遵循“降油增化”原则，公司随后一体化方案不断进行结构优化。在维持原油加工量 1600 万吨/年、乙烯装置规模 110 万吨/年和 PX 产量 280 万吨/年与原方案一致条件下，对工艺装置、储运工程、公用工程和辅助设施等工程内容进行了优化调整。装置方面，炼油部分取消润滑油异构脱蜡装置，汽柴油加氢装置调整为柴油加氢裂化装置，新增正异构分离和液化气分离装置。芳烃部分新增 1 套连续重整装置和 1 套芳烃抽提装置。化工部分取消芳烃抽提、EVA、苯乙烯、丙烯腈、MMA、丙烯酸及酯和 SAP 等 7 套装置。项目新增一套乙二醇、一套苯酚丙酮装置。原料产品方面，项目变化调整后加工的原油种类和数量不变，仍为沙特轻质油和沙特重质油的混合油，混合比例仍为 1:1。原料煤设计煤种不变，年消耗量不变。原料取消了甲醇、MTBE、液氮、正丁醇、丙酮和浓硫酸等，新增了 MTO 混合 C4。产品取消了戊烷发泡剂、化工轻油、溶剂油、分子筛料、白油料、润滑油基础油、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、丙烯腈、乙腈、甲基丙烯酸甲酯、丙烯酸丁酯和高吸水性树脂（SAP）等，新增了丙烷、异丁烷、正戊烷、异戊烷、抽余油、混合二甲苯和硫酸铵等。根据国家全面推广乙醇汽油的要求，产品国 VI 汽油调整为国 VI 乙醇汽油调和组分油。扩建项目产品主要有一乙二醇（MEG）、二乙二醇（DEG）、三乙二醇（TEG）、环氧乙烷、苯酚、丙酮。

图表 38：盛虹炼化产品结构优化



	产品	原始产品组成(吨/年)	优化产品组成(吨/年)	变动(吨/年)
成品油	合计	590	496	-94
	汽油	240	278	38
	煤油	150	170	20
	柴油	200	49	-151
	合计	477	484	8
化工产品	戊烷发泡剂	10	0	-10
	异戊烷	0	20	20
	正戊烷	0	23	23
	200#溶剂油	18	0	-18
	化工清油	20	0	-20
	分子筛料	51	0	-51
	D110溶剂油料	6	0	-6
	D130溶剂油料	19	0	-19
	5#工业级白油料	13	0	-13
	7#工业级白油料	25	0	-25
	抽余油	0	45	45
	丙烷	0	49	49
	异丁烷	0	22	22
	丙烯	4	24	20
	丁二烯	15	14	-1
	EO	15	10	-5
	MEG	57	192	135
	DEG	6	16	10
	TEG	0	1	0
	SM	63	1	-62
	乙烯	12	0	-12
	EVA	30	0	-30
	丙烯腈	27	0	-27
	乙腈	1	0	-1
	甲基丙烯酸甲酯	9	0	-9
	丙烯酸丁酯	18	0	-18
	SAP	24	0	-24
	醋酸乙烯	23	30	7
	乙烯C5	8	9	1
	乙烯C9	3	2	-1
	丙酮	0	25	25
	合计	62	0	-62
润滑油基础油	2cst基础油	10	0	-10
	4cst基础油	40	0	-40
	8cst基础油	11	0	-11
合计	323	0	-323	
石油芳烃	苯	21	128	107
	PX	280	280	0
	C9+芳烃	23	3	-19
	苯酚	0	40	40
	混二甲苯	0	146	146
商品液化气	商品液化气	6	0	-6
其他产品	硫磺	43	41	-1
	硫酸铵	0	5	5
产品自用量	合计	0	189	189
	干气	0	69	69
	异丁烷	0	19	19
	液化气	0	4	4
	甲烷气	0	70	70
	甲烷气(发蒸汽)	0	26	26

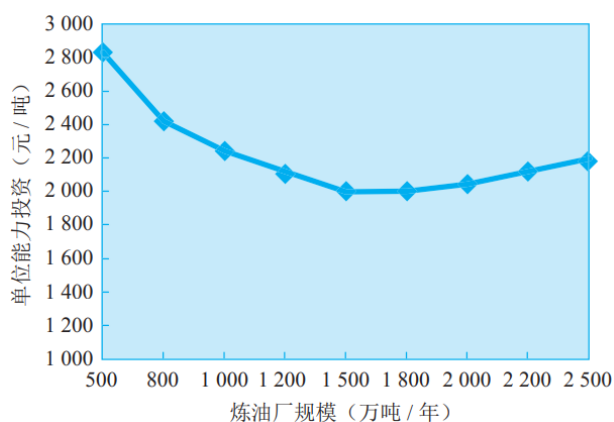
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司 1600 万吨/年单套炼油产能位于最佳产能范围内。国内炼化领域知名机构 SEI 以某沿海新建炼油厂为例，通过对多种规模方案的技术经济分析推断现阶段中国炼油厂的工程经济规模为单套炼油能力 1500-1800 万吨/年。其计算结果显示，以 500 万吨/年炼油厂为起点，随着



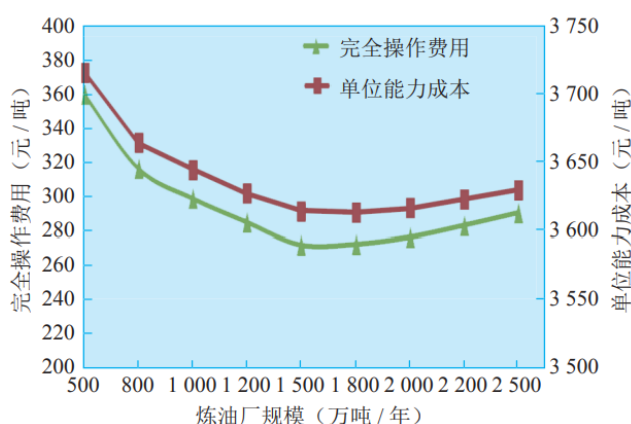
炼油厂规模的增大，单位能力投资、单位成本呈下降趋势，吨油利润、项目投资内部收益率呈上升趋势；至 1500~1800 万吨/年区间，单位能力投资、单位成本不再下降，吨油利润、项目投资内部收益率也不再上升，基本呈水平走势；在 1800 万吨/年以上区间，随着炼油厂规模的继续增大，单位能力投资、单位成本不降反升，吨油利润、项目投资内部收益率也不升反降。整体趋势体现为以 1500~1800 万吨/年区间为单位能力投资、单位成本的最低点和吨油利润、项目投资内部收益率的最高点，结合投资、成本和效率来看，1500~1800 万吨/年规模区间是炼油厂的最佳经济规模。盛虹炼化一体化项目炼油产能为单套 1600 万吨/年，位于我国炼厂最佳经济规模范围内。

图表 39：单位能力投资走势



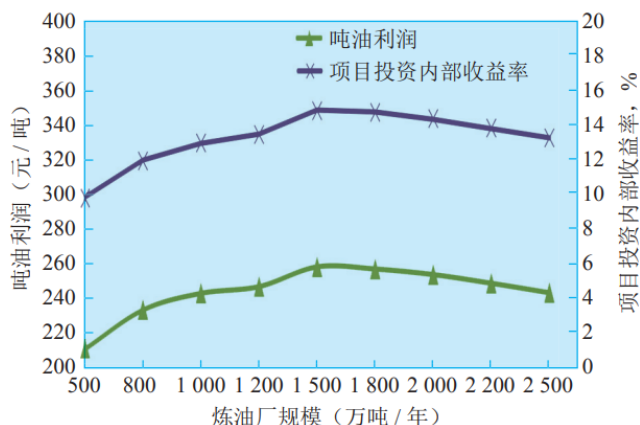
资料来源：中国知网、SEI、中泰证券研究所

图表 40：完全操作费用及单位能力成本



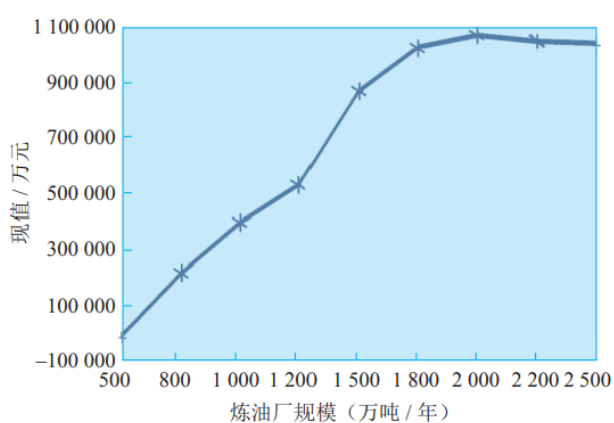
资料来源：中国知网、SEI、中泰证券研究所

图表 41：吨油利润及项目投资内部收益率



资料来源：中国知网、SEI、中泰证券研究所

图表 42：完全操作费用及单位能力成本



资料来源：中国知网、SEI、中泰证券研究所

炼化装置工艺先进，具备低价重质油加工能力。相比短链烃馏分更高的轻质原油，重质原油的一般特性和特点是：胶质和沥青质含量高、轻质馏分少；含蜡量低、稠油中杂原子含量高、含有较多的稀有金属；原油黏度较高，稠油的黏度对温度比较敏感，因此炼化过程相对复杂，对设备要求也会更高。但对于炼厂而言，重油采购成本相对更低。过往国

内炼厂装置复杂程度有限，原料以中质原油为主。据隆众化工统计，我国中质原油进口量占比为 76%，重质油占比仅为 19%。而得益于先进装置的投入，新兴民营炼化项目的重质油占比均超过一半，对比中质油装置原料成本优势明显。2017-2019 年间，重质原油均价较中质原油低 1.24 美元/桶（2020 年受疫情影响，全球原油需求低迷，中重原油价差急剧收窄，2021 年以来价差已逐步恢复正常）。

**图表 43：民营大炼化原油种类**

公司	原油种类	API	类别	数量（万吨/年）
盛虹炼化	沙特重油	27.5	重质油	800
	沙特轻油	33.4	轻质油	800
恒力石化	卡塔尔马林	19.6	重质油	200
	沙特重油	27.5	重质油	1200
	沙特中质油	30.7	中质油	600
浙石化	巴西高酸	20.5	重质油	300
	沙特重油	27.5	重质油	1000
	伊朗重油	29.6	重质油	700
	沙特中质油	30.7	中质油	500
	伊朗轻油	32.4	轻质油	500
	沙特轻油	33.4	轻质油	1000

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

**装置工艺先进，保证产品质量。**盛虹炼化一体化主要引进 Axens（阿克森斯）、Chevron（雪弗龙）、LUMMUS（鲁姆斯）、DuPont（杜邦）、ExxonMobil（埃克森美孚）、Shell（壳牌）、Lyondellbasell（利安德巴赛尔）等国际先进工艺包技术，常减压、加氢裂化、渣油加氢等炼化工艺达到国际领先水平。

**图表 44：盛虹炼化一体化项目主要工艺**

工艺装置	技术来源	技术说明
<b>炼油装置</b>		
常减压蒸馏	国内	采用初馏-常压蒸馏-减压蒸馏的工艺流程；初馏塔压操作无压缩机回收轻烃技术；轻烃回收采用经典的“吸收-解吸-再吸收-稳定”的流程。
煤油加氢	引进	采用高压加氢工艺。
延迟焦化	引进	采用CLG 延迟焦化工艺；密闭除焦采用Triplan 公司CCSS 专利技术。
蜡油加氢裂化	引进	采用CLG 的两段全循环加氢裂化工艺。
柴油加氢裂化	引进	采用CLG 的两段全循环加氢裂化工艺。
沸腾床渣油加氢	引进	选用AXENS 的两段全循环加氢裂化技术。
柴蜡油加氢裂化	引进	选用AXENS 的两段全循环加氢裂化技术。
<b>芳烃装置</b>		
芳烃抽提	引进	采用GTC 公司的抽提蒸馏工艺
PX	国内、引进	采用BP 公司开发的两段重浆法对二甲苯结晶分离工艺技术进行设计，其中异构化单元采用BP 公司的HSDE 乙苯脱烷基型催化剂及工艺，歧化单元采用上海石油化工研究院技术
<b>化工装置</b>		
乙烯裂解装置	引进	采用S&W 的成套乙烯技术。
乙二醇装置	引进	采用SD 公司技术。
IGCC 联合装置	国内、引进	煤气化采用贵州航天航天迈末科技有限公司粉煤气化技术；耐硫变换由华陆工程科技有限责任公司提供工艺流程；酸性气体脱采用林德股份公司工程公司低温甲醇洗工艺技术；煤制氢气采用冲洗再生的PSA 工艺流程；甲烷化采用托普索有限公司TREMPP 技术；清洁热中心采150MW 级别燃气轮机发电，配备双压余热锅炉及除氧水系统。

资料来源：公司公告、盛虹炼化可研报告、中泰证券研究所

**“少油多化”的极致，国内成品油收率最低的炼化一体化装置。**由于国内炼化产能过剩，新能源汽车发展迅速，石油产品中作为燃料的成品油盈利能力远不及化工产品，成品油收率低，化工产品比重高的炼化一体化企业拥有更强的盈利能力，因此“少油多化”是目前炼化一体化发展的主要方向。从产品结构上看，公司炼化项目采用少产油、多产化工品的模式，与近年新建的国内主要大型炼化一体化装置一致。目前国内新建炼化一体化装置（恒力石化、浙江石化）的成品油收率介于 40%-50%之间，而中石油、中石化炼厂大多建设时间早，以炼油为主的炼化一体化装置居多。根据公司的公告，公司炼化项目油品：化工原料比值仅为 3：7，是国内目前已建成炼化一体化项目中成品油收率最低的炼化一体化项目。

**位于我国七大石化基地之一，形成良好的园区协同效应。**盛虹炼化位于我国七大石化基地之一的连云港徐圩新区，基地面积 61.34 平方公里，规划建设 4000 万吨级炼油、700 万吨级芳烃、600 万吨级乙烯石化装置。连云港是长江经济带及“一带一路”的交汇点，江苏省是我国经济最发达地区之一，具有良好的石化基础，产品供应可以辐射整个华东地区直至内地的安徽等地，具有良好的区域优势和战略地位；项目位于亚欧大陆桥的最东端，加工进口原油具有得天独厚的海运优势，既靠近消费市场又贴近原料产地，能够达到资源优化配置、减少原料和产品的运输距离、降低运输成本的目的；连云港基地具备建设深水原油码头的基础，项目建有 30 万吨级原油码头，并且紧邻原油罐区，原油远洋运输成本较低。园区内有多家大型石化企业，形成较强产业协同效应。据统计，徐圩新区已全面形成独具特色的盛虹石化、

卫星化学、中化国际三大石化产业集群，目前徐圩新区已基本完成石化为龙头的临港主导产业布局，斯尔邦石化、虹港石化、卫星化学一期等 12 个项目已建成投产，卫星化学烯烃综合利用项目二阶段装置完成中交，嘉宏新材料等 22 个项目正在加快建设。

**图表 45：连云港石化基地地区位图**


资料来源：公司公告、盛虹炼化可研报告、中泰证券研究所

**图表 46：连云港石化基地主要项目及投产时间**

基地项目	进程
虹港石化扩建项目	已投产
斯尔邦石化表面活性剂项目	已投产
思派新能源锂电池点解溶剂项目	一期已投产
鹏辰新材料重芳烃分离系列产品项目	一期已投产
斯尔邦石化240万吨/年醇基多联产及扩建项目	已投产
赛科化学脂肪仲醇聚氧乙烯醚项目	2021年
瑞兆科电子科学品项目	2021年
圣奥化学聚合物添加剂项目	2021年
斯尔邦70万吨/年丙烷脱氢项目	2021年
盛虹炼化一体化	2021调试，2022年投产
中化连云港循环经济产业园部分项目	2021年建成投产
鹏辰新材料	2021年投产达效
虹港石化PTA二期	2021年投产达效
卫星化学一阶段烯烃综合利用项目	2021年4月正式建成投产
斯尔邦石化二期丙烷产业链项目	2021年12月29日开车成功
连云港石化320万吨烯烃综合加工利用项目	2021年1月开工
瑞恒新材料项目	2021-2022年
卫星化学烯烃综合利用项目二阶段	已中交，2022年投产
卫星化学绿色化学新材料产业园项目	2022年3月30日前开工建设
嘉宏高性能新材料	2022年
中化碳三碳四全产业链	2022年2月22日首批装置试生产
斯尔邦二氧化碳制甲醇	2022年
连云港石化苯乙烯项目	2022年
连云港石化超塑新材料项目	2022年
中化轻量化材料项目	2022年
台湾李长荣高性能溶剂及特级橡胶项目	2022年6月17日签约
日本禾基株式会社生物科技项目	2022年6月17日签约
德国欧德油储公共罐区项目	2022年6月17日签约
中乌兄弟公司进口资源加工基地项目	2022年6月17日签约
高端包装新材料项目(EAA)-卫星化学与SK致新共建	2022年8月8日签约
奥升德尼龙树脂产业链项目	2022年8月8日签约

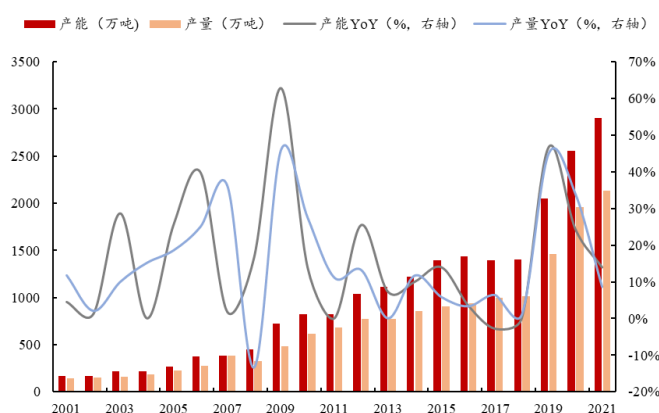
资料来源：连云港网站、化工油报、中泰证券研究所

### 3、“金九银十”+“需求复苏”，长丝行业或将迎来底部反转

### 3.1 PX: 国内产能集中释放, 进口替代持续推进

国内 PX 产能不足, 对外依赖性较强。PX 是重要的芳烃产品之一, 作为炼油及化工关键衔接点, 是“原油-PX-PTA-PET 长丝”聚酯产业链的主要原料。目前下游产品以 PTA 为主, 进而生产聚对苯二甲酸二醇酯 (PET), 另有小部分应用于医药中间体对苯二甲酸二甲酯 (DMT)、涂料等其他领域。我国是 PX 的需求大国, 然而受制于项目投资、原料保障、担忧环保风险等诸多因素, 2018 年之前我国 PX 产能扩增相对缓慢, 根据 wind, 2018 年我国 PX 表观消费量为 2601 万吨, 但产能仅有 1400 万吨/年, 进口依赖度约为 61%, 每年需要从我国台湾地区、日本、韩国等大量买入。

图表 47: 我国 PX 产能快速增加



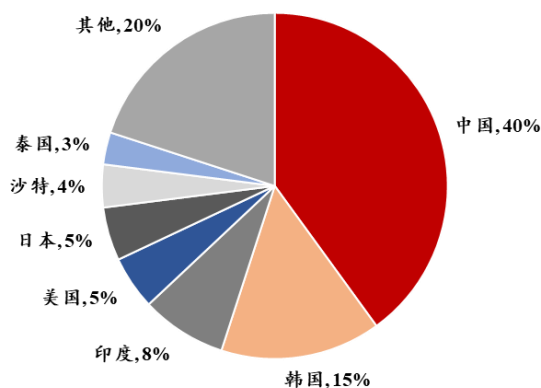
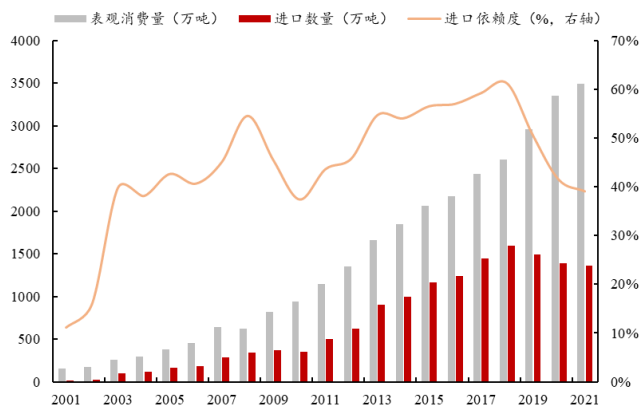
资料来源: 全国能源信息平台、中泰证券研究所

民营大炼化项目陆续投产, PX 产能集中释放。2019 年以来, 基于 PX 供应的巨大缺口以及其良好的经济效益, 以民营大炼化项目为代表, 中国掀起 PX 项目建设热潮, 恒力石化 475 万吨/年、浙江石化 900 万吨/年和恒逸文莱 150 万吨/年 PX 陆续投产。2019-2021 年 PX 产能增长率分别为 47%/24%/14%, 截止 2021 年底, 我国 PX 产能已经达到 2908 万吨/年, 约占全球 PX 产能的 40%。2021 年, 我国 PX 表观消费量为 3497 万吨/年, 进口依赖度下降至 39%。根据卓创资讯, 我国目前有 2680 万吨产能在建, 计划在 2025 年之前陆续投产, PX 进口替代持续推进。

图表 48: PX 进口依赖度下降

图表 49: 2021 全球 PX 产能分布





资料来源：Wind、卓创资讯、中泰证券研究所

资料来源：Wind、卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 50：PX 现有及在建产能**

企业	产能 (万吨/年)	工艺路线
浙江石化	900	芳烃联合
大连恒力	475	芳烃联合
宁波中金	160	芳烃联合
海南炼化	160	芳烃联合 (60万吨) + 二甲苯异构化 (100万吨)
福化福海创	160	芳烃联合
福佳大化	140	芳烃联合 (80万吨) + 二甲苯异构化 (80万吨)
华联石化	100	芳烃联合
辽阳石化	100	芳烃联合 (75万吨) + 二甲苯异构化 (25万吨)
福建联合	100	芳烃联合
乌石化	100	芳烃联合
青岛丽东	100	二甲苯异构化
惠州中海油	95	芳烃联合
九江石化	90	芳烃联合
上海石化	85	芳烃联合
扬子石化	80	芳烃联合
中化弘润	80	芳烃联合
中化泉州	80	芳烃联合
四川石化	75	芳烃联合
镇海炼化	65	芳烃联合
金陵石化	60	芳烃联合
天津石化	37	芳烃联合
洛阳石化	22.5	芳烃联合
齐鲁石化	6.5	芳烃联合
<b>总计</b>	<b>3271</b>	
企业	产能 (万吨/年)	工艺路线
江苏盛虹	400	芳烃联合
唐山旭阳	350	芳烃联合
古雷石化	320	芳烃联合
唐山浅海	300	芳烃联合
广东石化	260	芳烃联合
宁波中金	200	芳烃联合
新华联合	200	芳烃联合
宁波大榭	160	芳烃联合
华锦阿美	130	芳烃联合
华联石化	100	芳烃联合
扬帆能源	100	芳烃联合
惠州中海油	80	芳烃联合
河北玖瑞	80	芳烃联合
<b>总计</b>	<b>2680</b>	

资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

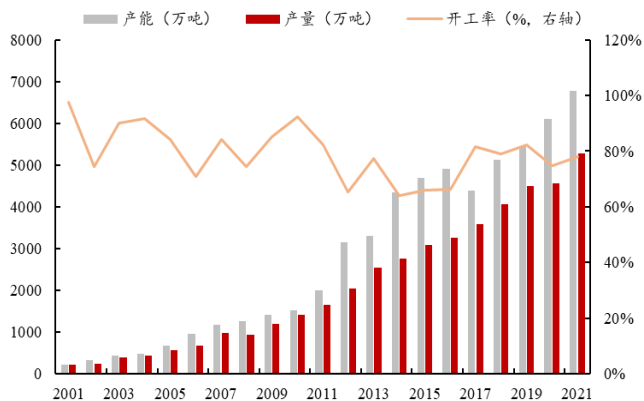
### 3.2 PTA：产能过剩，行业景气静待复苏

PTA 产能过剩，龙头企业集中度较高。与 PX 有所不同，我国 PTA 目前已面临产能过剩的现状。2011 年以来，我国 PTA 产能经历多次集中



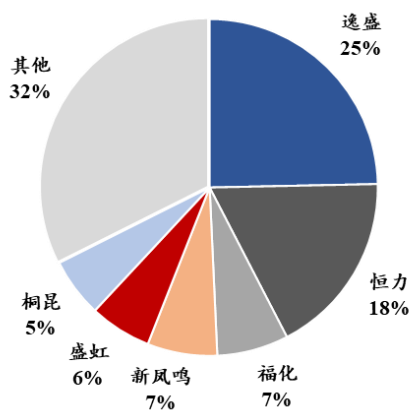
释放，到 2021 年底，我国拥有 PTA 产能 6776 万吨/年，2011-2021 年，PTA 产能 CAGR 约为 13%。目前我国 PTA 行业逐步形成了寡头垄断的格局。截止 2021 年底，国内 6 大 PTA 生产企业产能占比达到 68%，其中由荣盛石化和恒逸石化合资的逸盛占比最大，为 25%，恒力、福化、新凤鸣、盛虹、桐昆分别占比 18%、7%、7%、6%和 5%，PTA 行业已充分形成寡头垄断的格局，龙头逐渐掌握 PTA 的定价权。

图表 51：我国 PTA 产能快速增加



资料来源：Wind、中泰证券研究所

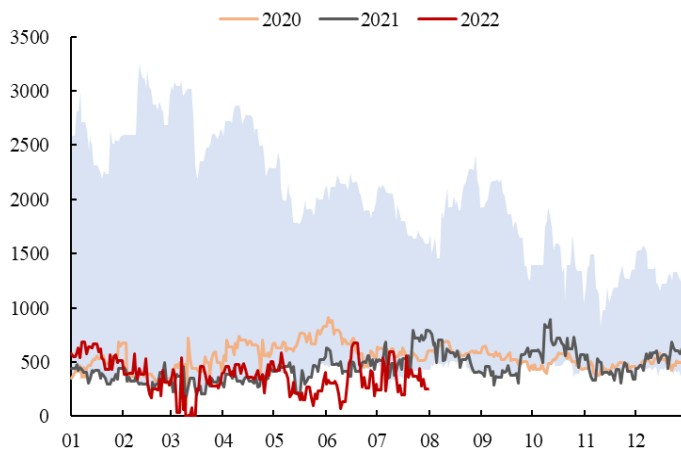
图表 52：PTA 龙头产能集中度高



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

产业链利润难以向下游传导，PTA 价差位于历史低位。进入 2022 年，海外成品油裂解价差持续上涨，海外部分 PX 装置转产 MX 用于调和油，全球 PX 供给相对收紧，PX 价格一路走高。而由于下游长丝纺织行业需求下滑，产业链利润难以向下游传递，PTA-PX 价差持续位于历史低位，截止 2022 年 7 月，PTA-PX 均价差为 363 元/吨，较 2020 和 2021 年同比下降 197 元/吨和 44 元/吨，降幅分别为 35%和 11%，与疫情前 2019 年同期 1174 元/吨相比，跌幅为 69%。目前 PTA 已处于历史盈利底部，行业正在迎来新一轮洗牌，未来随着落后产能的逐步退出，看好具有完整产业链以及规模优势的龙头炼化一体化企业的盈利能力。

图表 53：PTA 价差位于历史低位（元/吨）



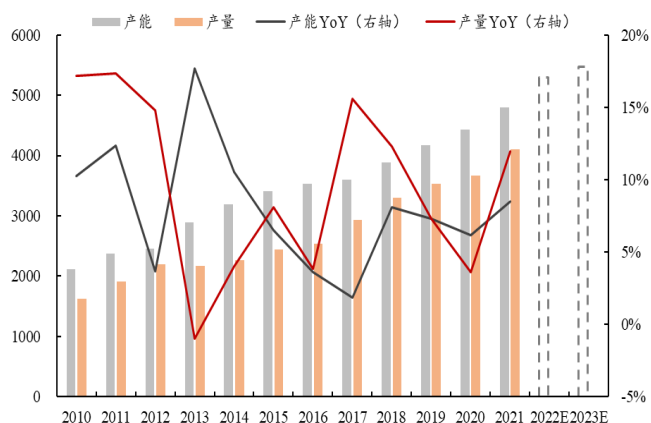
资料来源：Wind、中纤网、中泰证券研究所

### 3.3 长丝：疫情终将褪去，长丝行业曙光将至

我国涤纶长丝产能稳步增长。据 CCFEI 统计，我国涤纶长丝产能保持稳步增长，2021 年产能达 4798 万吨，同比增长 8.5%，2017-2021 年 CAGR 约为 6%，根据现有产能规划，预计 2022-2023 年长丝产能分别为 5293 万吨/年和 5473 万吨/年，同比分别增长 10%和 3%，产能增速逐渐进入平稳期。2021 年长丝产量约 4100 万吨，同比增长 11.9%，2017-2021 年 CAGR 约为 7%。据百川统计，2022 年 1-7 月长丝产量 1704 万吨，同比 2021 年小幅下降 1%。

长丝行业集中度较高，新增产能仍以龙头企业为主。2021 年行业龙头企业（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹和荣盛石化）产能占比约 63%，产量占比约 78%。预计 2022 年下半年将新增产能 290 万吨，2023 年新增产能 180 万吨/年，仍以桐昆股份、新凤鸣、恒力石化等龙头企业扩产为主。

图表 54：涤纶长丝供给稳定增长（万吨/年）



资料来源：中纤网、百川盈孚、中泰证券研究所

图表 55：长丝行业预计产能投放（万吨/年）

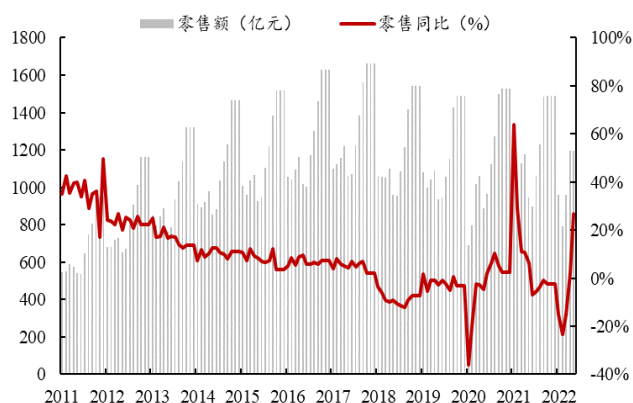
预计投产时间	企业	产能
2022/06	桐昆（如东）	30
2022/06	新疆中泰	25
2022/06	恒科新材料	55
2022/07	宿迁逸达	60
2022/09	桐昆（如东）	30
2022/12	新凤鸣	30
2022/12	绍兴元垄	30
2022/12	桐昆（如东）	30
2023/04	恒力（泸州）	120
2023/10	恒力（宿迁）	60

资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

疫情终将褪去，服装零售额下滑渐缓。涤纶长丝下游主要终端应用是纺织服装领域，2021年占比约为85%。自2011年起，我国服装零售业渠道扩张空间逐步缩减，原来通过单纯开店扩张支撑营收增长的经营模式难以为继，服装业零售额增速大幅下降；疫情前增速已放缓至个位数甚至负增长。进入2022年，我国疫情再度爆发，服装零售额同比增速持续为负，最低时跌幅超23%，随着疫情逐步被控制，服装零售额拐点已现，5/6/7三个月份服装零售额为959亿元、1198亿元和1198亿元，同比2021年-15%/+2%/+27%。

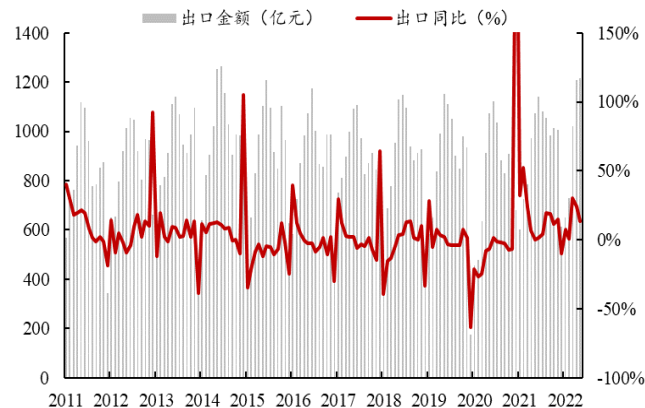
海外疫情管制逐渐放开，服装出口金额同比上升。2022年以来，随着新冠疫苗接种率不断提升，全球经济活动恢复，海外因疫情采取的管制措施已基本放开，终端需求大幅回升。受益于此，我国服装出口额显著增加，5/6/7三个月份同比去年分别增长30%/24%/13%。

图表 56：服装零售现状低位复苏



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 57：服装出口金额同比上升

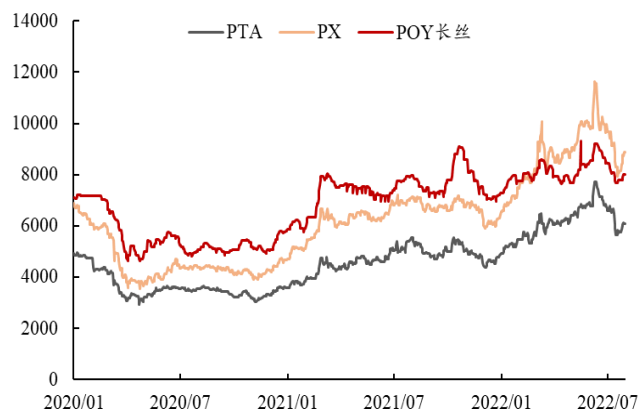


资料来源：Wind、中泰证券研究所

原料成本催动，长丝价格向上。进入2022年以来，国际油价持续上涨，Brent期货价从年初79美元/桶上涨至7月底的110美元/桶，长丝上游原料PX和PTA价格一路上涨，PX价格从6555元/吨上涨至8892元/吨，涨幅36%，期间最高超过11600元/吨，涨幅78%；PTA价格从4945元/吨上涨至6105元/吨，涨幅23%，价格最高时7730元/吨，涨幅超56%。

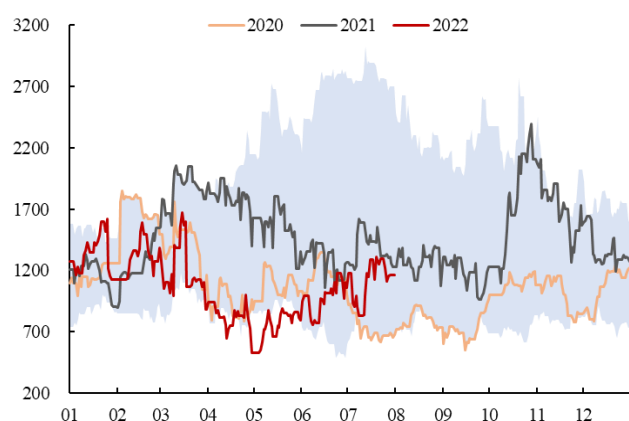
疫情反复下游需求承压，长丝价差实现反弹。3月以来，我国主要城市相继发生较为严重的疫情反复，封锁管控政策影响服装纺织品等行业需求，长丝需求遇冷，产销率处于较低位置，上游成本价格上涨无法顺利向下游传导，长丝（POY）价格仅出现小幅上涨，自年初7300元/吨上涨至8000元/吨，涨幅不到10%，与原料PTA出现价格倒挂。今年5月前长丝行业价差持续收窄，从年初1276元/吨下降至4月底的530元/吨，降幅近58%，随后逐渐开始反弹，7月底POY价差为1162元/吨，恢复至历史相对中枢位置。

图表 58：上游原料价格大幅上升（元/吨）



资料来源：中纤网、中泰证券研究所

图表 59：长丝价差收窄（元/吨）

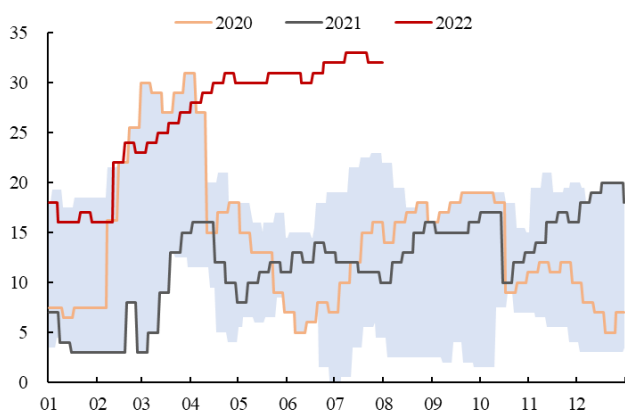


资料来源：中纤网、中泰证券研究所

**下游需求走弱，长丝库存处于高位。**本轮疫情爆发后，国内服装纺织行业需求持续走弱，长丝销量下滑，行业进入持续累库阶段，2022年初 POY 长丝库存 16-18 天，到 7 月份，库存天数已高达 30-31 天，远超历史同期数据。

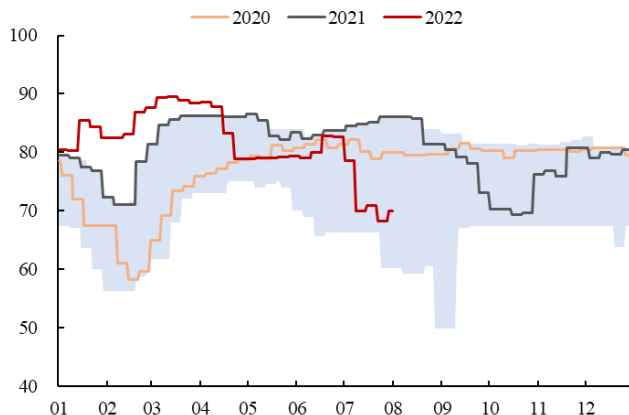
**行业开工负荷由积极转为稳健。**2022 年初，基于对下游需求复苏的强预期，长丝行业开工率维持在 85%-90% 的历史高位，随着主要城市疫情爆发，长丝企业从 4 月起开始装置检修，目前仍处于检修或减产的长丝产能约 691 万吨。行业开工率下降至 70% 以下。

图表 60：POY 长丝库存处于历史高位（天）



资料来源：中纤网、中泰证券研究所

图表 61：长丝行业开工率持续下滑（%）

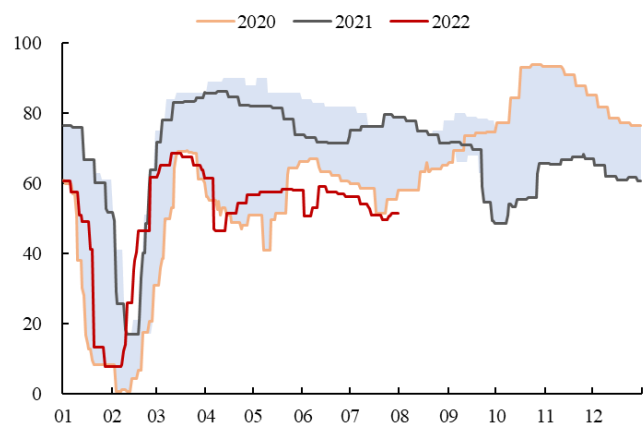


资料来源：中纤网、中泰证券研究所

**“复工复产”+“金九银十”，长丝行业终将走出景气底部。**4 月以来，织机开工率持续维持在较低位置，6-7 月下滑至 50%-60% 的历史低位。坯布库存处于相对低位，7 月份库存天数维持 36.5 天左右，同时，坯布成交量仍处于历史较低位置。目前，我国疫情已基本得到控制，生产生活将逐步回归正常，消费终端需求有望持续复苏，同时传统消费

旺季（9月-10月）即将到来，我们认为国内“复工复产”经济拉动叠加“金九银十”订单驱动，下游需求预期将逐步由消费终端向上游长丝端传递，今年下半年长丝有望迎来底部反弹，行业利润或将从PX等上游原料向下游传导，长丝行业进入景气行情。

图表 62：织机开工率开始修复（%）



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 63：坯布库存处于相对低位（天）



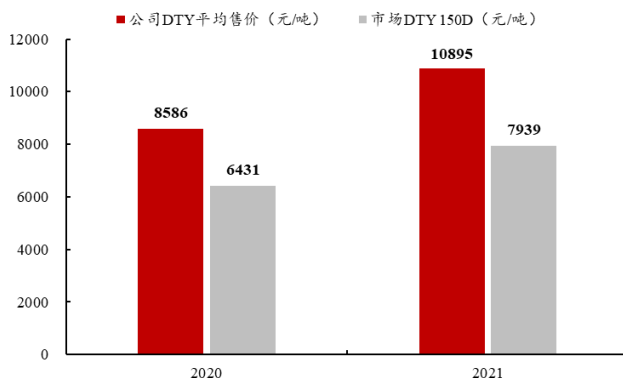
资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

### 3.4 以高端 DTY 为主要产品，公司主攻差别化纤维

以高端 DTY 为主，主攻差别化纤维。公司化纤板块的主体公司为国望高科，目前拥有产能 230 万吨/年。上游公司虹港石化拥有 390 万吨/年 PTA 产能。公司根植错位竞争战略，主攻超细纤维、差别化功能性纤维的开发和生产。公司拥有完整自主知识产权、世界领先的资源可再生 PTT 聚酯、纤维产业链，同时是全球领先的全消光系列纤维生产商和细旦差别化纤维生产商。目前产品的差别化率达到 90%，差别化细分产品品类超百种，以高端 DTY 产品为主。

公司差别化丝是指技术或性能上有很大创新或具有某种特性、与常规丝有差别的新品种，主要通过改变物理形态、添加添加剂、复合纺丝或前述方法的组合使用来增加新特性或克服原有的缺陷，从而进一步拓展涤纶长丝的应用领域。市面上现有差别化丝主要有细旦、超细旦纤维、异形截面纤维、全消光、大有光等异光泽度纤维、海岛纤维等复合纺等。由于差别化纤维的高端性，2020-2021 年公司差别化丝平均价格为 8586 元/吨和 10895 元/吨，分别高于市场日均价格 2155 元/吨和 2956 元/吨。

图表 64：公司 DTY 实现价格 vs 市场 DTY 日均价



来源：公司公告、中纤网、中泰证券研究所

## 4、整合斯尔邦产业链，布局精细化工开辟成长新曲线

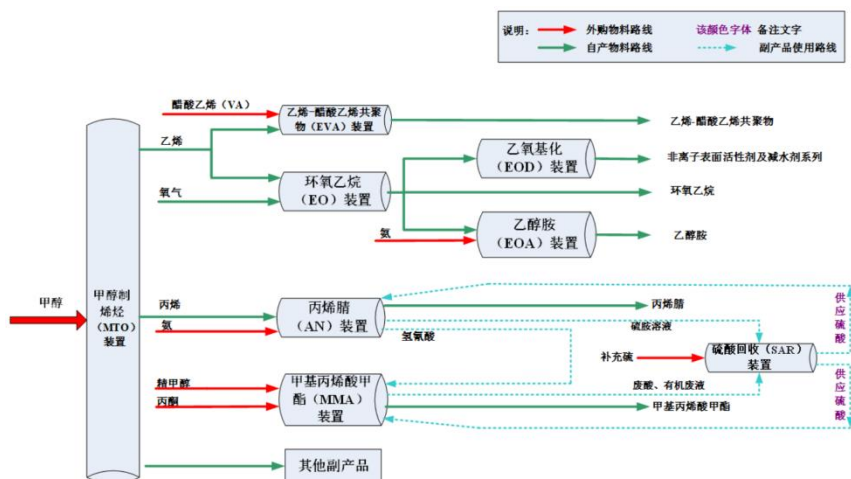
### 4.1 斯尔邦：从 MTO 出发，持续延伸高附加值烯烃衍生物

斯尔邦于 2021 年起由东方盛虹全资控股。斯尔邦成立于 2010 年，目前主要建设运营 240 万吨/年醇基多联产项目，以甲醇为原料，依托 MTO 主体装置生产丙烯、乙烯及衍生精细化工产品，主要包括乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (EVA)、环氧乙烷 (EO)、乙醇胺、非离子表面活性剂、聚羧酸减水剂单体、丙烯腈 (AN)、甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、丁二烯、高吸水树脂 (SAP) 等产品，具备多年的烯烃下游高附加值深加工经验。2021 年，东方盛虹公司获得斯尔邦 100% 股权，斯尔邦成为其的全资子公司。

从 MTO 出发，专注于生产高附加值烯烃衍生物。斯尔邦当前主要产能包括 30 万吨 EVA 树脂，其中 20 万吨为管式工艺，10 万吨为釜式工艺，可全部用于光伏料的生产。此外丙烯腈产能 78 万吨/年、MMA 产能 17 万吨/年，环氧乙烷装置目前正在扩能改造，完成后将达到 30 万吨/年产能。目前，斯尔邦在建 70 万吨/年 PDH 装置，2 套 26 万吨/年丙烯腈装置以及 2 套 9 万吨/年 MMA 装置。同时，规划有 3 套 20 万吨/年光伏级 EVA 装置以及 1 套 10 万吨/年热溶级 EVA 装置。









图表 65：斯尔邦主要装置设备及产品生产图





资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 66：斯尔邦主要产品及下游应用

	丙烯下游衍生物		乙烯下游衍生物	
	丙烯腈	甲基丙烯酸甲酯	乙烯-醋酸乙烯共聚物	环氧乙烷及其衍生物
外观及基本性质	 英文名Acrylonitrile (缩写为AN) 无色的有刺激性气味液体，微溶于水，易溶于多数有机溶剂	 英文名Methyl methacrylate (简称MMA) 无色液体，可溶于乙醇、乙醚、丙酮等	 英文名ethylene-vinyl acetate copolymer (简称EVA) 可燃，燃烧气味无刺激性	 环氧乙烷是一种无色气体，简称EO 乙醇胺是一种无色透明的液体，简称EOA 非离子表面活性剂大多为液态和浆状态 聚羧酸减水剂单体是一种白色或浅黄色固体
应用领域	 可用于制备ABS树脂及轮胎等产品，在家电、服装、汽车行业得到广泛应用	 可用于生产PMMA等，广泛应用于液晶显示器导光板、光学纤维等	 主要下游消费领域为发泡材料、太阳能光伏、电线电缆	 环氧乙烷及其下游衍生物的应用十分广泛，包括基建、洗涤、造纸、农药、医药等领域

资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

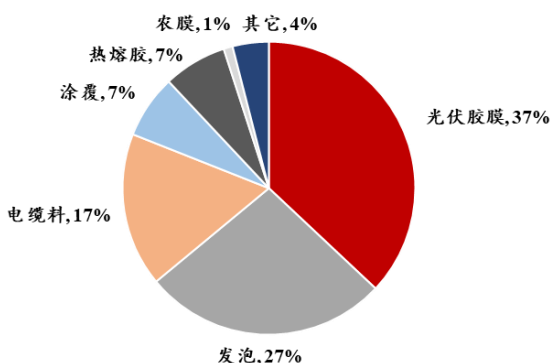
#### 4.2 EVA：行业有望持续高景气，斯尔邦助力公司充分受益

光伏胶膜成为 EVA 最大下游需求领域。EVA 树脂是一种通用高分子聚合物，伴随着国内产业结构调整，EVA 行业呈现差异化发展。发泡鞋材、薄膜属于 EVA 树脂的传统应用领域，需求接近饱和，消费占比有所萎缩。与此同时，随着中国光伏产业、预涂膜技术和无卤阻燃电缆的发展，太阳能电池、涂覆、电线电缆已成为 EVA 树脂的重要应用领域，需求稳步增长。2021 年我国 EVA 下游应用最多的领域是光伏胶膜，占比 37%，其次是发泡、电缆料、涂覆、热熔胶，分别占比 27%、17%、7%和 7%。

光伏级 EVA 中 VA 含量在 28%-33%之间。EVA 是由乙烯和醋酸乙烯酯共聚得到，EVA 树脂一般是指 VA 含量为 5%-40%的共聚物。VA 含量的不同，决定了 EVA 的性能和用途，通常来讲，VA 含量越高的品

类生产难度越大，由于其粘度会越高，越容易造成装置停车。光伏 EVA 胶膜是光伏组件的关键材料，其 VA 含量通常高于 28%。光伏胶膜主要用于光伏组件的封装环节，由于光伏电池的封装过程的不可逆性，并且电池组件的运营寿命一般要求 25 年以上，光伏胶膜成为决定光伏组件产品质量、寿命的关键性因素。

图表 67: EVA 下游应用占比



资料来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

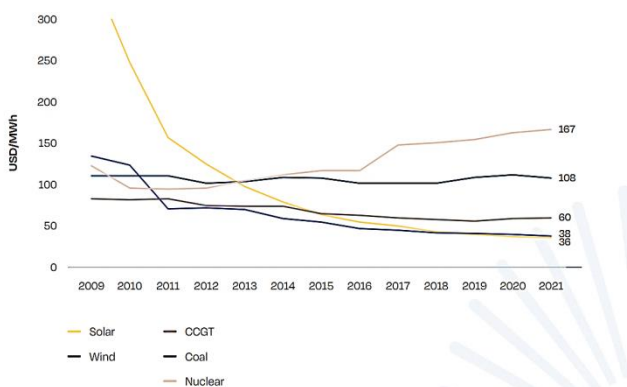
图表 68: 不同 VA 含量的 EVA 用途

VA 含量	用途
5% 以下	薄膜、电线电缆、LDPE 改性剂
5%-10%	弹性薄膜、注塑、发泡制品等
20%-28%	热熔粘合剂和涂层制品
28%-33%	太阳能电池封装用膜
38%-40%	胶黏剂

资料来源: 华经产业研究院、中泰证券研究所

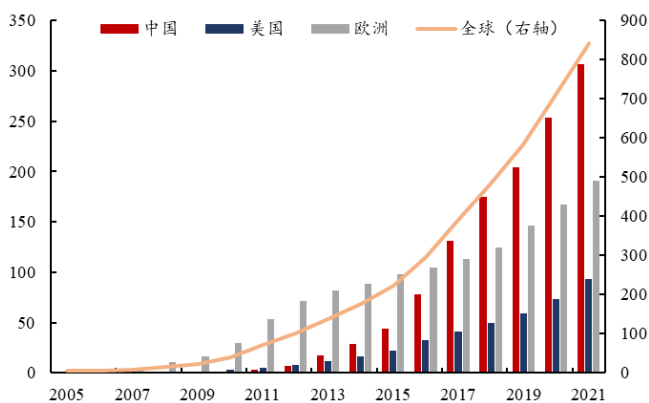
光伏发电进入平价时代，全球光伏装机量持续增加。受益于相关技术的快速发展，光伏发电成本从 2009 年的 300 美元/MWh 快速降低到 2021 年的 36 美元/MWh，远低于核能、煤炭等发电方式，可媲美风能发电。光伏厂商的盈利能力及发展动力也将持续增强。根据欧洲光伏产业协会统计数据，2021 年全球光伏新增装机量为 168GW，同比增长 19%，全球光伏总装机量超过 800 GW，光伏能源在全球能源消费中的占比从 2015 年的 1.1% 提升到 2021 年的 3.7%。

图表 69: 光伏发电成本下降 (美元/MWh)



资料来源: Solar Power Europe、中泰证券研究所

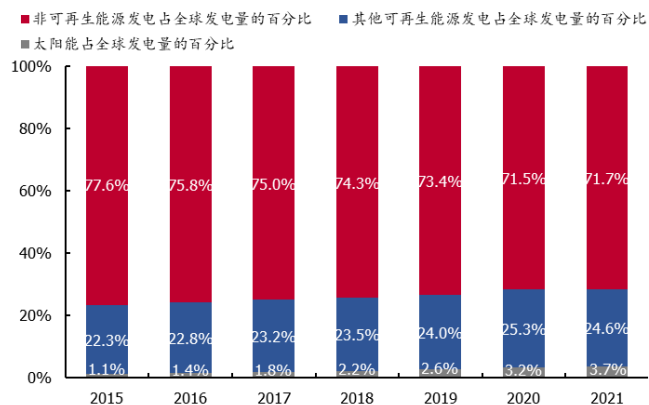
图表 70: 全球光伏装机量快速增长 (GW)



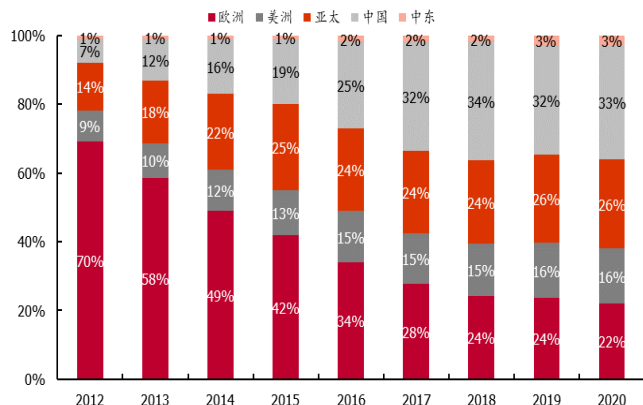
资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 71: 全球光伏能源占比提升

图表 72: 全球总装机占比



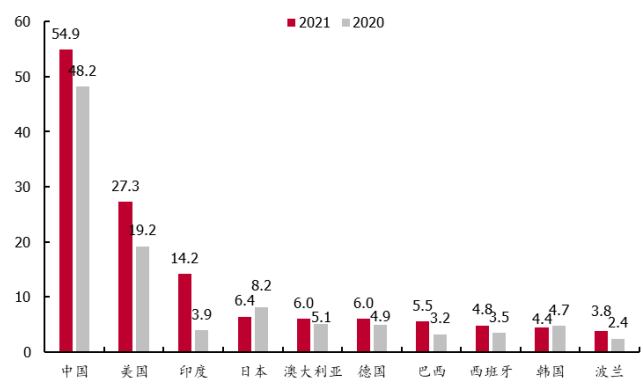
资料来源：Solar Power Europe、中泰证券研究所



资料来源：Solar Power Europe、中泰证券研究所

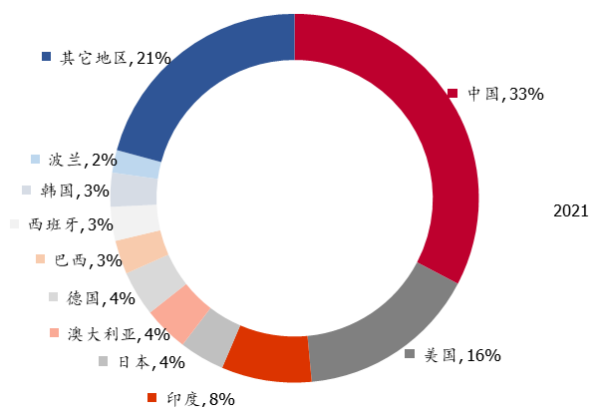
亚太地区光伏行业快速发展，我国光伏装机量持续高速增长。2012年欧美是光伏行业的主要市场，总装机量占比接近80%。近些年来，中国和亚太地区光伏行业快速增长，据IEA发布的《光伏全球供应链特别报告》显示，受益于我国能源结构转型，自2011年以来，中国已经投资超过500亿美元来扩张光伏设备产能，规模是欧洲的10倍，2020年中国在全球总装机量中占比达到33%，其他亚太地区占比26%。根据国家能源局统计，2020-2021年中国光伏新增装机量分别为48.2GW和54.9GW，同比增长60%和14%，新增光伏装机量占全球新增量的35%和33%，2021年，我国总装机量达到300GW，占全球比重的33%。

图表 73：我国新增光伏装机量远超其他国家（GW）



资料来源：Solar Power Europe、中泰证券研究所

图表 74：2021 年新增光伏装机量占比

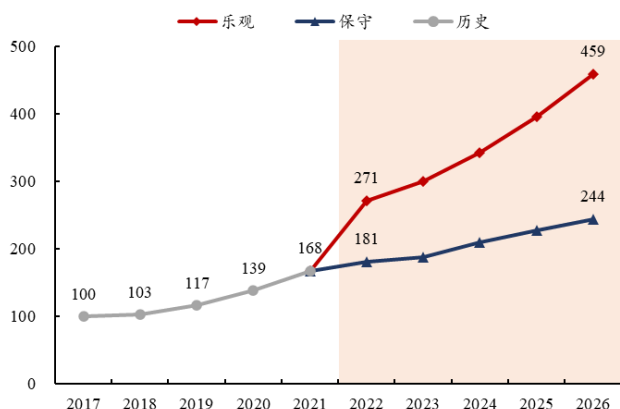


资料来源：Solar Power Europe、中泰证券研究所

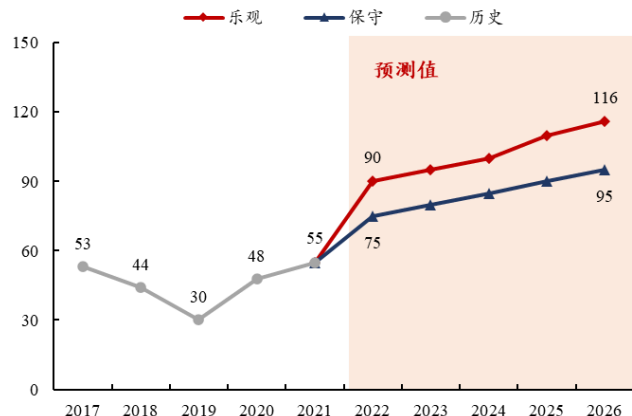
光伏行业长期发展向好，新增装机量有望持续快速增加。未来5年，全球及我国光伏新增装机量或将维持高速增长。根据欧洲光伏产业协会（Solar Power Europe）和中国光伏行业协会（CPIA）预测，2022年，保守估计全球光伏新增装机量将达到181GW，同比增长7.8%，乐观情境下有望达到271GW，同比增长61%；我国光伏新增装机量在保守估计下将达到75GW，乐观情境下或将达到90GW，占到全球的三分

之一。到 2026 年，预计全球新增装机量在乐观/保守情境下分别为 244GW/459GW，我国新增装机量在乐观/保守情境下分别为 95GW/116GW。

**光伏级 EVA 材料需求有望快速增长。**基于欧盟发布的 REPowerEU 以及我国 CPIA 对未来全球光伏新增装机量的预测，我们测算 2022-2026 年全球 EVA 需求为 105/108/122/138/155 万吨，CAGR 约为 10%。其中，假设（1）采用乐观和保守情境下的均值作为新增装机量估计；（2）组件生产容配比为 1.2；（3）根据 PV InfoLink 预计，2022 年单位 GW 胶膜需求量为 0.095 亿平米/GW，2023 年为 0.094 亿平米/GW，我们假设 2024-2026 年保持 0.094 亿平米/GW；（4）根据 PV InfoLink 预计 2022 年 EVA 胶膜占比 74%，2023 年占比 71%，假设 2024-2026 年与 2023 年保持一致；（5）EVA 单平重量为 480g/m<sup>2</sup>。

**图表 75：全球新增光伏装机量（GW）**


资料来源：Solar Power Europe、中泰证券研究所

**图表 76：我国新增光伏装机量（GW）**


资料来源：Solar Power Europe、CPIA、中泰证券研究所

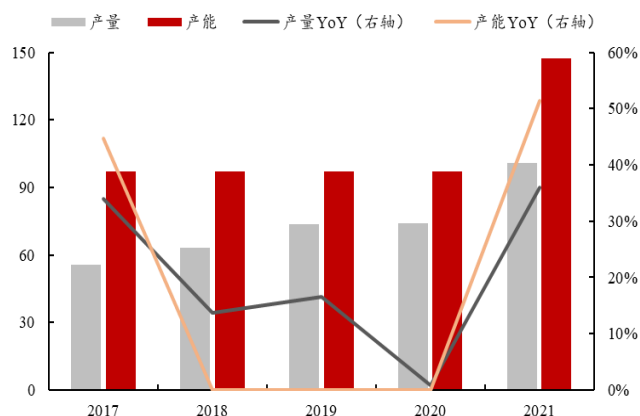
**图表 77：全球光伏级 EVA 需求预测**

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
全球新增装机量（乐观）		271	301	343	397	459
全球新增装机量（保守）		181	188	210	228	244
全球新增装机量（均值）	173	226	245	277	313	352
全球组件生产量（容配比1.2）		271	293	332	375	422
单位GW胶膜需求量（亿平米/GW）	0.096	0.095	0.094	0.094	0.094	0.094
全球胶膜需求量（亿平米）	19.15	25.76	27.58	31.19	35.25	39.65
EVA合计占比(%)	75%	74%	71%	71%	71%	71%
其中：透明EVA占比(%)	52%	50%	48%	48%	48%	48%
白色EVA占比(%)	23%	24%	23%	23%	23%	23%
POE占比(%)	10%	9%	9%	9%	9%	9%
EPE占比(%)	14%	17%	20%	20%	20%	20%
EVA单平重量（g/m <sup>2</sup> ）	480	480	480	480	480	480
全球EVA需求（万吨）	78	105	108	122	138	155

资料来源：Solar Power Europe、CPIA、InfoLink、中泰证券研究所

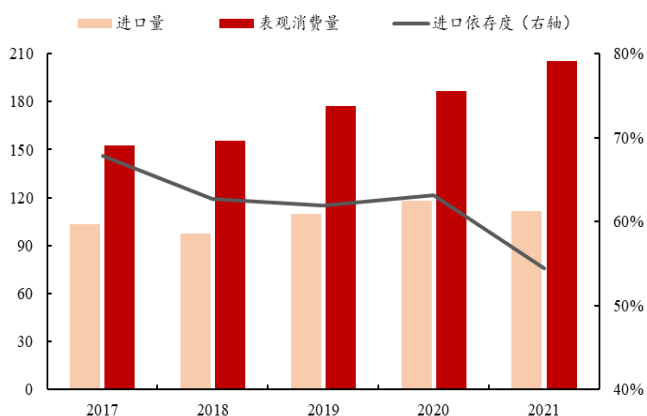
我国 EVA 行业进口依存度高，2021 年前后产能爆发式增长。据卓创资讯，2017-2020 年我国 EVA 产能维持在 97.2 万吨/年，没有增长，2021 年前后中国 EVA 集中扩能的时期，新增装置包括产能 10 万吨/年的扬子石化、产能为 10 万吨/年的中化泉州石化以及产能 30 万吨/年的浙石化，2021 年底我国 EVA 总产能增加至 147.2 万吨/年，同比增长 51%。由于我国光伏行业的快速发展，EVA 需求不断增加，2017-2021 年 EVA 表观消费量从 153 万吨增加至 205 万吨，涨幅 34%，然而受限于产能制约，我国 EVA 供不应求，需要大量进口，2017-2020 年进口依存度超过 60%。2021 年，虽然产能有所提高，但 EVA 进口量仍有 110 万吨，进口依存度达 55%，替代空间巨大。

图表 78：我国 EVA 产能和产量（万吨，%）



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 79：我国 EVA 进口依存度（万吨，%）



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

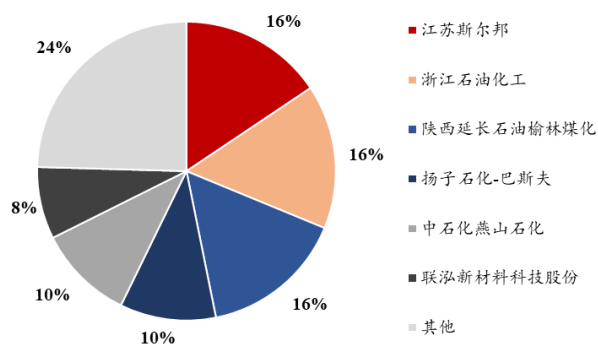
**EVA 产能集中度高。**截至 2022 年 6 月底，我国共拥有 EVA 产能 192.2 万吨，其中江苏斯尔邦、浙江石油化工及陕西延长石油榆林煤化分别拥有 30 万吨产能，各占比 16%，CR5 为 68%，产能集中度高，头部效应明显。

**光伏级 EVA 技术壁垒高，仍然需要大量进口。**EVA 有 4 种生产工艺：溶液聚合、乳液聚合、悬浮聚合和高压本体连续聚合法。当前工业化生产均为高压本体连续聚合法，其可分为管式法或釜式法。巴塞尔的管式技术和 ExxonMobil 的釜式技术是当前生产光伏料的主流，相对而言巴塞尔管式法由于配备脉冲阀，反应过程中可以冲刷反应器内壁，减轻聚合物粘结，减少晶点的形成，可以持续、高比例的产出光伏料。而釜式法由于未配备脉冲阀，在超高压状态下，EVA 溶于乙烯和 VA，并在管壁上遇冷析出，造成粘壁，时间越长析出越多，最终脱落形成晶点，因此釜式法在生产光伏料时需频繁对反应器进行清洗，光伏料比例偏低。光伏级 EVA 料国内目前只有斯尔邦、联泓新科、宁波台塑、荣盛石化等少数几家公司具备稳定生产技术，国产替代缺口亟待解决。

图表 80：我国 EVA 企业产能分布

图表 81：我国 EVA 在产企业和在建装置



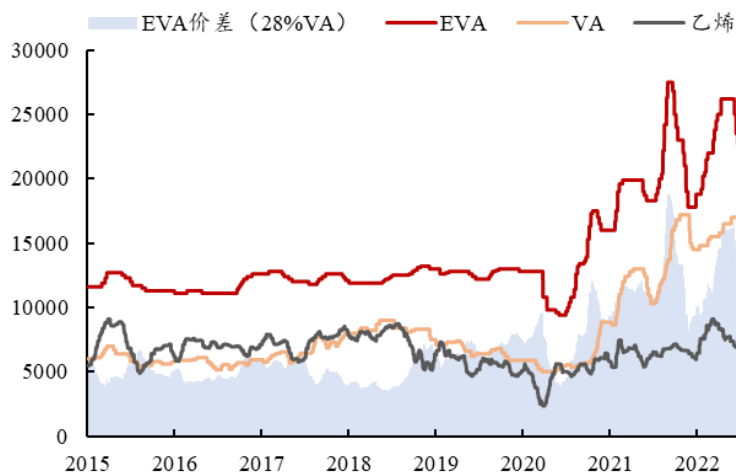


资料来源：百川盈孚、华经产业研究院、中泰证券研究所

在产企业	工艺路线	产能
江苏斯尔邦	MTO-聚合	30
浙江石油化工	乙烯裂解-聚合	30
陕西延长石油榆林煤化	CTO-聚合	30
扬子石化-巴斯夫	乙烯裂解-聚合	20
中石化燕山石化	乙烯裂解-聚合	20
联泓新材料科技股份有限公司	MTO-聚合	15
中国石化扬子石油化工	乙烯裂解-聚合	10
中科(广东)炼化	乙烯裂解-聚合	10
中化泉州石化	乙烯裂解-聚合	10
台塑合成橡胶工业(宁波)	乙烯裂解-聚合	7.2
北京华美聚合物	乙烯裂解-聚合	6
北京东方石油化工	乙烯裂解-聚合	4
<b>在产装置合计</b>		<b>192.2</b>
在建装置	工艺路线	产能
新疆天利高新	乙烯裂解-聚合	20 (2022投产)
福建古雷石化	乙烯裂解-聚合	30 (2022投产)
<b>在建装置合计</b>		<b>50</b>

资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

**EVA 价格持续走高，行业维持高景气。**光伏行业快速发展拉动高端 EVA 需求，而国内产能限制叠加疫情导致 EVA 进口受限，EVA 价格从 2020 年中期开始快速上行，根据中塑在线统计，2021 年 10 月 EVA 价格达到历史高点 27500 元/吨，随后进行价格回调，但仍高于 2020 前水平。进入 2022 年，EVA 价格继续上扬，上涨速率超过其原料 VA 价格，今年 6 月，EVA 价格再次逼近高点，达到 26200 元/吨。价差方面，EVA 价差自 2020 年中期后随其价格上涨，2021 年 10 月和 2022 年 6 月价差分别达到 18774 元/吨和 16194 元/吨。2022 年 7 月底，EVA 价格和价差分别为 22700 元/吨 13419 元/吨，仍处于历史高位。本轮需求主导的 EVA 行情爆发推动有望持续推动现有的 EVA 光伏龙头企业业绩快速增长。斯尔邦作为国内最大的光伏级 EVA 生产商，有望在本轮行业高景气中充分受益，助力公司业绩腾飞。

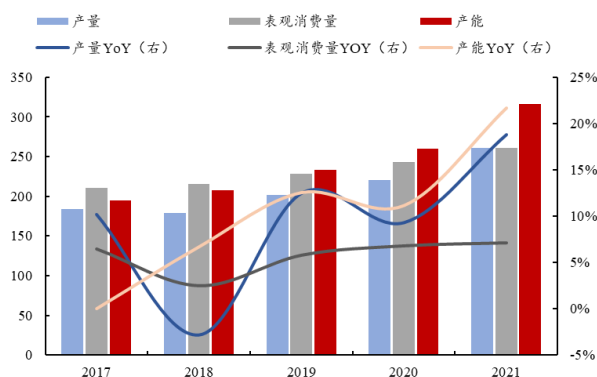
**图表 82：EVA 产品价格&价差走势（元/吨）**


资料来源：Wind、中泰证券研究所

#### 4.3 丙烯腈：供需失衡成本施压，行业景气静待复苏

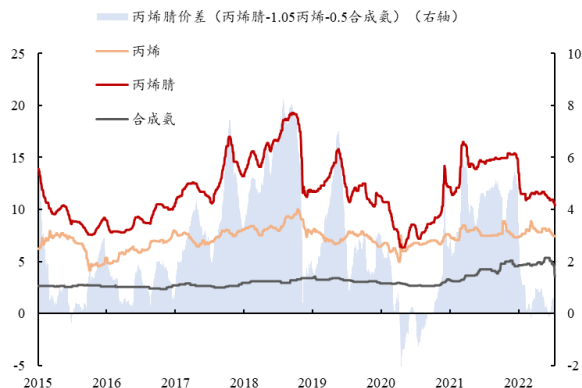
供需失衡成本施压，行业景气静待复苏。供给端，自 2021 年以来，我国丙烯腈新增装置较多，据卓创资讯，我国丙烯腈 2021 年产能较 2020 年增加 562 万吨/年，达到 315.9 万吨/年。再加上今年上半年利津炼化投产 26 万吨/年以及天辰齐翔投产 13 万吨/年，截止 2022 年 6 月底，我国丙烯腈产能已经达到 354.9 万吨/年。需求端：丙烯腈主要用于生产 ABS、腈纶、丙烯酰胺等产品。而这些产品在 2020~2022 年产能增长有限，下游需求很难消化丙烯腈突飞猛进式的产能增长。与 2020 年相比，2021 年丙烯腈表观消费量仅增长 17.3 万吨/年，远小于产能增速。受市场供需失衡影响，与去年高景气市场相比，今年丙烯腈景气下滑，价格从年初约 1.5 万元/吨大幅下降至约 1.1 万元/吨，到 7 月份，丙烯腈价格再次快速下跌，7 月底价格中枢已下探至 9000 元/吨。价差方面，2021 年丙烯腈均价差为 4311.3 元/吨，而 2022 年 1-7 月均价差为 634.6 元/吨，降幅 85.3%。到 2023 年，我国仍将有 164 万吨/年的丙烯腈产能投产，行业景气度静待复苏。

图表 83：丙烯腈供需失衡（万吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 84：丙烯腈价差低位震荡（千元/吨）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 85：丙烯腈在产企业及产能（万吨/年）

在产企业	产能
斯尔邦	78
上海赛科	52
浙江石化	52
吉林石化	45.2
利津炼化	26
科鲁尔	26
安庆石化	21
天辰齐翔	13
山东海江	13
抚顺石化	9.2
大庆石化	8
大庆炼化	8
兰州石化	3.5
<b>总计</b>	<b>354.9</b>

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

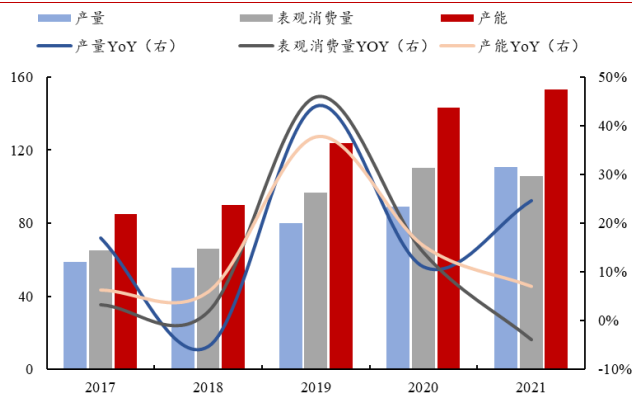
图表 86：丙烯腈在建产能（万吨/年）

在/拟建装置	产能
斯尔邦	26 (规划)
宝来新材料	26 (2022)
连云港石化	26 (2022)
山东裕龙石化	26 (2023)
中海油东方石化	20 (2022)
河南南浦化工	14 (2023)
昊庆化工	13 (2023)
揭阳炼厂	13 (2022)
<b>总计</b>	<b>164</b>

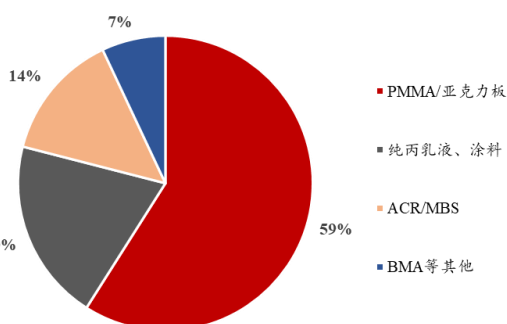
来源：Wind、中泰证券研究所

#### 4.4 MMA：行业景气相对平稳，期待下游需求复苏

行业景气相对平稳，期待下游需求复苏。供给端，我国 MMA 产能自 2018 年起稳步增加，根据卓创资讯，随着山东宏旭 5 万吨/年和利津炼化 10 万吨/年产能投产，2021 年我国 MMA 产能达到 153 万吨/年。

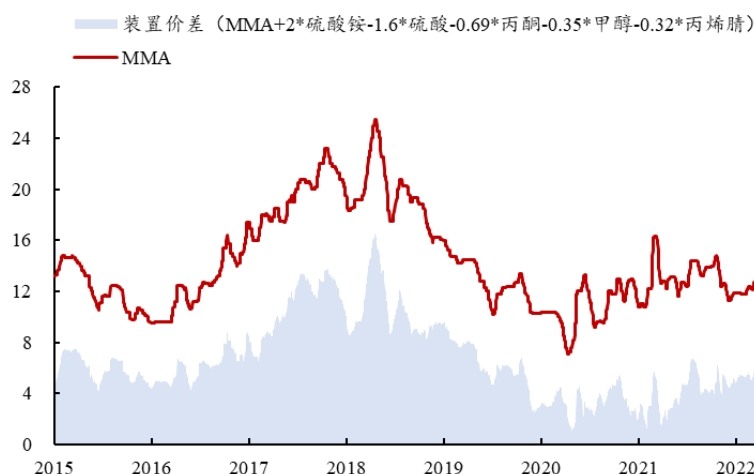
**图表 87：我国 MMA 供需格局（万吨）**


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 88：2021 年我国 MMA 下游应用占比**


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

需求端，我国 MMA 产品主要用于生产 PMMA、PVC 加工助剂 ACR 和 MBS 及涂料等。2021 年，PMMA 需求占比 59%，纯丙乳液、涂料等占比 20%，塑料加工助剂 ACR 和 MBS 等约占 14.0%，其他领域约占 7%。2017-2020 年，我国 MMA 表观消费量从 65 万吨增长至 110 万吨。由于 MMA 下游 PMMA/亚克力板材行业终端需求在广告标牌、建筑装饰、卫浴家具等多个领域，受国内公共卫生事件影响广告展会延期较多，另外 ACR、乳液树脂下游终端行业多跟房地产行业息息相关，2021 年 MMA 需求有所下降，表观消费量为 105.9 万吨/年，降幅 3.9%。进入 2022 年，由于供需格局相对平衡，MMA 价格、价差维持相对平稳，后续随着疫情褪去，下游需求或将逐渐复苏，行业景气或将上行。

**图表 89：MMA 价格&丙酮氰醇装置价差（千元/吨）**


资料来源：Wind、中泰证券研究所

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 重点假设

- 1、大炼化：公司大炼化项目常减压等核心装置已于今年 5 月正式投产，预计大炼化乙烯部分或将在今年 9-10 月投产，我们预计 2022 年公司大炼化将贡献一个季度的业绩，2023-2024 年将全面生产。原油是公司最主要的原材料，2022 年受政治冲突、疫情反复、美国加息等多方影响，原油价格维持高位震荡，预计 2023-2024 年局面相对稳定后，原油价格有所回落并逐渐企稳，我们预计 2022-2024 年原油价格为 100、90、90 美元/桶。随着原油价格下滑，公司大炼化领域盈利能力有望提升，我们预计 2022-2024 年公司大炼化板块毛利率分别为 22.1%/22.5%/25.5%。
- 2、聚酯长丝：公司过去化纤业务产能利用率和产销率相对平稳，公司主要提供差异化 DTY 产品，我们假设公司 2022 年-2024 年的聚酯长丝开工率略高于市场行情，为 85%。长丝下游随疫情复苏而逐步恢复，需求及盈利能力有望向上游顺利传导，我们预计 2022-2024 年公司大炼化板块毛利率分别为 6.53%/7.16%/8.17%。
- 3、新材料：我们假设 EVA 在 2022-2023 年保持相对高景气，公司作为头部企业将充分收益，同时其他厂家有望深化光伏级产品技术，2024 年光伏级产品供需或将略显宽松，盈利能力略有下降。丙烯酸腈和 MMA 等产品供需格局相对宽松，行业较为平稳。我们预计 2022-2024 年斯尔邦整体毛利率分别为 25.2%/25.7%/15.4%。
- 4、假设公司在建产能及规划产能能够顺利进行；公司费用率与之前几年维持相当水平。

## 5.2 盈利预测与估值

公司大炼化项目即将全面投产并贡献业绩，同时随着光伏行业需求爆发，光伏级 EVA 维持高景气，公司作为 EVA 龙头有望充分受益。根据我们的预测，东方盛虹 2022-2024 年的营业收入将分别达到 947.93 亿元、1590.83 亿元和 1690.59 亿元，同比增速 83%、68%和 6%。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 63.71 亿元、130.67 亿元和 145.57 亿元，对应每股收益（摊薄）分别为 1.03 元、2.10 元和 2.34 元。

---

图表 90：公司主营业务收入预测表

---

	(亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
合计	营收	517.22	948.45	1591.90	1692.25
	成本	455.99	792.61	1280.98	1356.78
	毛利	61.23	155.84	310.92	335.47
	毛利率	11.84%	16.43%	19.53%	19.82%
大炼化	营收	-	279.74	981.23	1023.42
	成本	-	217.73	760.79	762.74
	毛利	-	62.01	220.44	260.68
	毛利率	-	22.17%	22.47%	25.47%
长丝	营收	267.44	394.40	351.34	401.09
	成本	237.36	368.65	326.18	368.31
	毛利	30.08	25.75	25.16	32.78
	毛利率	11.25%	6.53%	7.16%	8.17%
新材料	营收	232.86	256.18	240.30	247.76
	成本	179.40	191.56	178.60	209.56
	毛利	53.46	64.62	61.69	38.20
	毛利率	22.96%	25.22%	25.67%	15.42%

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司 2021 年实际 PE 为 61.88X，高于传统大炼化龙头企业（恒力石化、荣盛石化、恒逸石化）均值 12.7X，根据 8 月 25 日价格，我们预期 2022-2024 年公司 PE 估值分别为 20.5X/10.0X/9.0X，高于大炼化公司平均预期水平 9.6/7.7/6.6。主要由于公司在 2021 年获得斯尔邦 100% 股权，成为全国最大光伏级 EVA 生产商。根据 Wind 一致预期，联泓新科作为另外一家光伏级 EVA 头部企业，其 2022-2024 年 PE 预期为 52.56/41.33/33.82，估值水平高于东方盛虹。

随着 1600 万吨/年大炼化装置的全面贯通，公司一跃成为国内炼化领域龙头企业，该板块能够为下游聚酯长丝和新材料板块提供原料，降低生产成本，有效增强公司产品结构协同性和业绩稳定性；同时，EVA 是光伏组件的重要原料，随着新能源和光伏行业贝塔持续上行，叠加公司作为现有光伏级 EVA 龙头企业的强阿尔法属性，公司在该板块盈利前景广阔。考虑到公司作为双龙头，大炼化提供基本面，EVA 贡献业绩增量，相较于传统大炼化企业，我们给予东方盛虹更高的市场估值。

图表 91：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值	归母净利润 (亿元)					PE				PB
			2022/8/25	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600346.SH	恒力石化	1379.66	155.31	151.94	193.13	243.33	9.93	9.08	7.14	5.67	2.34	
002493.SZ	荣盛石化	1475.29	128.24	129.82	170.53	201.78	15.61	11.36	8.65	7.31	2.86	
000703.SZ	恒逸石化	342.06	34.08	40.39	46.11	50.53	12.57	8.47	7.42	6.77	1.27	
	平均						12.70	9.64	7.74	6.58	2.15	
000301.SZ	东方盛虹	1496.77	45.44	63.71	130.67	145.57	61.88	20.48	9.99	8.96	4.22	

资料来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预测 2022-2024 年公司归母净利润 63.71



亿元、130.67 亿元和 145.57 亿元，对应每股收益（摊薄）分别为 1.03 元、2.10 元和 2.34 元。对应动态市盈率（以 2022 年 8 月 25 日收盘价计算）分别为 20.5 倍、10.0 倍和 9.0 倍。炼化一体化项目完全投产将强化公司协同能力，降低下游产品成本并增强公司抗风险能力，光伏 EVA 高景气或将持续拉动公司业绩，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

## 6、风险提示

**油价及产品大幅波动风险。**公司 1600 万吨/年大炼化项目正式投产，原油价格波动将大幅影响企业原料成本及下游产品价格。

**公司新建及规划项目进度不及预期。**2022-2024 年公司预计将有多套装置投产，期间若出现意外导致项目进度缓慢，公司业绩可能不及预期。

**全球疫情反复风险。**若疫情再度反复，或将导致产品终端需求及成品油需求波动，影响公司业绩。

**国际政治风险。**地缘政治冲突，可能导致国际贸易遭受影响，进而影响相关产品价格价差。

**能源结构转型政策影响。**若国家政策、宏观环境导致新能源包括光伏行业发展变化，或将对公司经营造成影响。

研究报告中使用公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。