

相关研究

《首次覆盖报告: 内核持续升级, 炼化切换估值逻辑》

2021. 05. 25

《聚酯业绩大幅反弹, 大炼化核心装置中交》2021. 07. 08

《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

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

斯尔邦、大炼化为公司发展再添双翼

2022 年 5 月 10 日

事件 1: 2022 年 4 月 18 日, 东方盛虹发布《2021 年年度报告》, 2021 年, 公司实现营业收入 517 亿元, 同比增长 53.48%; 实现归母净利润 45 亿元, 同比增长 492.66%; 实现基本每股收益 0.76 元, 同比增长 443%。其中 2021 年第四季度实现营业收入 124.47 亿元, 同比增长 74.55%, 环比下降 1.15%; 实现归母净利润 6.28 亿元, 同比增长 675.31%, 环比下降 38.67%; 实现扣非后归母净利润-1.32 亿元, 同比下降 71.43%, 环比下降 271.43%; 实现基本每股收益 0.64 元, 同比增长 966.67%。

事件 2: 2022 年 4 月 30 日, 东方盛虹发布《2022 年一季度报告》, 2022 年一季度, 公司实现营业收入 137.73 亿元, 同比增长 23.58%, 环比增长 10.65%; 实现归母净利润 6.88 亿元, 同比下降 53.72%, 环比增长 9.73%; 实现扣非后归母净利润 6.89 亿元, 同比增长 9.49%; 实现基本每股收益 0.12 元, 同比下降 52%。

点评:

➤ **受益于行业需求复苏, 21 年业绩大幅增长。**2021 年, 受能源短缺预期叠加原油库存下降的影响, 公司产业链上游原材料价格攀升, 2021 年布伦特原油均价为 70.94 美元/桶, 同比增长 63.8%, 石化企业原材料价格支撑强劲。需求端受益于全球从疫情中持续复苏, 石化产品价格持续上涨, 产品价差扩大, 公司营收和盈利同比大幅增长 53% 和 493%。分产品来看, 2021 年, 涤纶长丝 POY、FDY、DTY 的市场年均加工价差 (不含税) 分别为 1374、1526、2759 元/吨, 同比上涨 29%、10% 和 13%。公司主要新材料产品 EVA、丙烯腈的市场年均加工价差 (不含税) 为 10367、3917 元/吨, 分别同比上涨 74%、629%。从毛利来看, EVA、丙烯腈和 DTY 为公司业绩主要贡献者, 三者毛利率分别为 44%、31% 和 19%。

➤ **成本端上涨过快, 22Q1 公司业绩承压。**2022 年 1 季度, 布伦特原油均价为 97.79 美元/桶, 同比增长 60%。受上游原材料价格上涨过快, 公司营业成本同比上涨 41%, 归母净利润同比下降 54%。POY、FDY、DTY 第一季度平均价差分别为 1110、1379、2476 元/吨, 同比下降 19.89%、7.91%、13.9%, 环比下降 22.51%、13.22%、15.67%。公司主要新材料产品 EVA、丙烯腈的市场第一季度平均加工价差为 9160、800 元/吨, 分别同比上涨 7.71%、下降 75.08%, 环比下降 23.83%、82.22%。

➤ **炼化一体化投产在即, “一滴油到一根丝” 即将实现。**公司把握产业链自下而上延伸、产品链自上而下拓展的经营方向, 以下游聚酯化纤为起点, 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。

在石化板块, 公司拥有两大经营主体, 一是虹港石化: 拥有年产 390 万吨 PTA 产能, 二是盛虹炼化: 即将建成投产拥有 1600 万吨原油加工能力的大炼化项目。在现有大炼化的基础上, 公司将新增建设 “10/90 万

吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置，有效消化上游烯烃和芳烃产能，同时为下游聚酯化纤产线提供稳定原材料。在建的 POSM 及多元醇项目具备 50.8 万吨/年乙苯装置规模，20/45 万吨/年 POSM 装置规模，11.25 万吨/年 PPG 装置规模，2.5 万吨/年 POP 装置规模，产品下游覆盖汽车、家电、建材等多领域，进一步丰富产品结构和推动业绩增长多元化，产业链综合实力大幅增强。2022Q1，公司完成收购江苏走泉盛虹炼化债转股投资基金（有限合伙）持有的盛虹炼化 13.2861% 股权，公司合计持有盛虹炼化 99.9952% 的权益。

在聚酯板块，截至 2021 年报告期末，公司拥有年产 260 万吨差别化纤维产能，主要聚焦高端 DTY 产品，增强产品高附加值属性和盈利能力。目前公司在建聚酯产能：国望高科年产 50 万吨超仿真功能性纤维项目、虹海新材料年产 100 万吨智能化功能性纤维项目、国望高科二期年产 50 万吨超仿真功能性纤维项目、芮邦科技二期年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目。2022 年 4 月 19 日，公司公告完成 2018 年对国望高科收购的业绩承诺，承诺累计净利润 40.57 亿元，实际累计净利润 43.35 亿，产业重组顺利完成。从产业链上下游关系来看，公司的炼化板块是聚酯化纤产业、新材料产业的原料保障平台。未来大炼化项目和配套项目均投产后，公司将在一体化更高、多样化越高的产业链上获取更加丰厚的利润。

- **斯尔邦注入顺利完成，公司发展再添一翼。**2021 年 12 月 31 日，斯尔邦完成过户，公司直接持有斯尔邦 100% 股权，全面打通炼化精细化工全产业链。目前，斯尔邦已投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年（以甲醇计），截至 2022 年 1 季度，斯尔邦拥有 78 万吨/年丙烯腈产能、30 万吨/年 EVA 产能、17 万吨/年 MMA 产能、20 万吨/年 EO 产能。2022 年 4 月 25 日，公司 70 万吨/年丙烷脱氢（PDH）装置一次性开车成功，丙烯总产能提升至 120 万吨/年，PDH 装置的投产，意味着公司在丙烯原料的获取方面可以实现“甲醇制烯烃”和“丙烷脱氢制丙烯”的优势互补，可以根据甲醇和丙烷的市场行情，灵活调整 MTO 和 PDH 装置产能，进一步降本增效。目前，丙烷产业链仍在推进建设，在建产能包括 26 万吨丙烯腈、18 万吨 MMA 和 21 万吨 SAR。待丙烷产业链项目建设完成后，斯尔邦将拥有 104 万吨/年丙烯腈产能。另外，斯尔邦还在规划建设 70 万吨/年 EVA 产能（包括 60 万吨光伏级 EVA 和 10 万吨热熔级 EVA），待投产后，将实现 EVA 百万吨产能。此外，斯尔邦在建 EO 扩能 10 万吨项目，拟建 18 万吨 PBAT 可降解塑料项目，以丙烯和乙烯为基础，向下延伸高附加值产品，提升自身盈利能力。
- **光伏级 EVA 供不应求，高行情助力公司业绩。**近年来，EVA 在光伏行业的应用规模增长迅速，EVA 在光伏行业中主要用于生产 EVA 太阳能电池胶膜。随着光伏行业的相关技术不断取得新突破，光伏发电的成本将进一步下降，进而推动光伏发电行业可持续发展。随着国内外市场积极推进碳中和，未来光伏胶膜的需求量将持续扩大，成为 EVA 下游需求的主要增长点。目前国内 EVA 产品中低端产品供应相对充足，高端产品供应仍有较大缺口。光伏材料提升拉动高端 EVA 需求，但海外疫情影响高端 EVA 进口。2021 年，EVA 年均市场价格为 17873 元/吨，同比上涨 63%。目前，EVA 已经达到了十年来的价格高点，并依旧呈现上行

趋势，截至 2022 年 5 月初，EVA 市场价格已到达 25000 元/吨。由于国内新建 EVA 产能落地仍需时间，本轮需求主导的 EVA 行情将有利于 EVA 光伏料龙头企业，斯尔邦作为光伏级 EVA 生产龙头之一，将优先收益于这一波高景气。

- **计划发行公司债，募资推进项目建设。**2022 年 4 月 19 日，公司拟发行不超过 30 亿元绿色公司债券，债券期限不超过 3 年，固定利率形式。本次债券 70%以上的净募集资金拟用于“江苏芮邦科技有限公司年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目”、“江苏芮邦科技有限公司二期年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目”等绿色项目建设、运营、收购或偿还绿色项目贷款等，剩余募集资金用于绿色产业领域的业务发展。
- **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 72.05、132.53 和 142.02 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.21 元/股、2.23 元/股和 2.39 元/股，对应 2022 年 5 月 10 日的收盘价，PE 分别为 10.70 倍、5.82 倍和 5.43 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	107,695	159,207	178,813
增长率 YoY %	35.4%	53.5%	108.2%	47.8%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	767	4,544	7,205	13,253	14,202
增长率 YoY%	-52.5%	492.7%	58.6%	83.9%	7.2%
毛利率%	7.9%	16.7%	14.8%	15.9%	15.6%
净资产收益率ROE%	3.2%	16.5%	22.6%	33.2%	29.3%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.76	1.21	2.23	2.39
市盈率 P/E(倍)	73.53	25.31	10.70	5.82	5.43
市净率 P/B(倍)	2.35	4.16	2.41	1.93	1.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 5 月 10 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	66,239	111,672	143,608
货币资金	18,557	13,398	54,900	80,418	108,805
应收票据	0	349	727	1,074	1,207
应收账款	336	531	1,106	1,635	1,836
预付账款	638	739	1,574	2,295	2,590
存货	3,911	6,086	2,351	18,908	21,334
其他	2,220	3,914	5,582	7,342	7,837
非流动资产	57,671	106,985	123,481	135,416	146,917
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	5,902
其他	28,715	72,604	47,550	57,495	67,441
资产总计	83,332	132,003	189,720	247,088	290,525
流动负债	24,195	39,786	65,827	88,279	97,286
短期借款	9,218	11,640	11,640	11,640	11,640
应付票据	4,633	5,793	12,341	17,998	20,307
应付账款	4,680	12,696	27,046	39,445	44,506
其他	5,665	9,657	14,799	19,197	20,833
非流动负债	28,991	62,808	89,783	116,746	142,656
长期借款	23,151	52,374	77,418	104,552	130,641
其他	5,839	10,435	12,365	12,195	12,015
负债合计	53,186	102,595	155,610	205,026	239,942
少数股东权益	6,108	1,793	2,173	2,173	2,173
归属母公司股	24,039	27,615	31,938	39,890	48,410
负债和股东权益	83,332	132,003	189,720	247,088	290,525

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	107,695	159,207	178,813
同比(%)	35.4%	53.5%	108.2%	47.8%	12.3%
归属母公司净利润	767	4,544	7,205	13,253	14,202
同比(%)	-52.5%	492.7%	58.6%	83.9%	7.2%
毛利率(%)	7.9%	16.7%	14.8%	15.9%	15.6%
ROE%	3.2%	16.5%	22.6%	33.2%	29.3%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.76	1.21	2.23	2.39
P/E	73.53	25.31	10.70	5.82	5.43
P/B	2.35	4.16	2.41	1.93	1.59
EV/EBITDA	25.04	25.03	7.23	5.20	4.66

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	107,695	159,207	178,813
营业成本	31,048	43,073	91,758	133,820	150,999
营业税金	145	209	494	686	772
销售费用	127	155	599	655	755
管理费用	366	642	1,205	1,910	2,146
研发费用	248	427	827	1,236	1,413
财务费用	824	1,092	3,423	4,429	5,491
减值损失	-114	-216	-342	-342	-344
投资净收	137	-23	0	0	0
其他	146	132	264	390	438
营业利润	1,110	6,017	9,313	16,519	17,339
营业外收	7	42	25	25	30
利润总额	1,117	6,059	9,337	16,544	17,370
所得税	278	972	1,753	3,291	3,168
净利润	840	5,086	7,585	13,253	14,202
少数股东	73	543	379	0	0
归属母公	767	4,544	7,205	13,253	14,202
EBITDA	3,678	9,324	22,376	31,410	34,500
EPS(当年)(元)	0.13	0.76	1.21	2.23	2.39

现金流量

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	3,982	5,334	47,235	31,264	37,571
现金流					
净利润	840	5,086	7,585	13,253	14,202
折旧摊销	1,912	2,110	9,562	10,510	11,764
财务费用	830	1,186	3,490	4,703	5,893
投资损失	-134	-137	21	0	0
营运资金	372	-3,375	26,319	2,536	5,462
其它	166	307	279	261	250
投资活动	-17,579	-41,008	-26,336	-22,705	-23,520
资本支出	-18,225	-41,563	-26,336	-22,705	-23,512
长期投资	429	-276	0	0	-8
其他	216	831	0	0	0
筹资活动	23,134	29,412	20,603	16,959	14,335
吸收投资	7,547	0	0	0	0
借款	17,250	36,645	25,045	27,134	26,089
支付利息或股息	-2,295	-3,885	-6,372	-10,004	-11,574
现金流净增加额	9,500	-6,255	41,502	25,518	28,387

研究团队简介

陈淑娴，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。

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	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。

评级说明

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。	

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。