

东方盛虹 (000301.SZ)

大炼化项目开启新征程，公司跨越式成长在即

公司概况：公司目前主要业务包括民用涤纶长丝的研发、生产和销售以及PTA、热电的生产、销售等，已形成“PTA—聚酯化纤”业务结构，2019年公司通过全资子公司收购盛虹炼化股权，加速推进盛虹炼化1600万吨炼化一体化项目建设，未来将形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展，进入炼油、石化、化纤之间协同发展的新阶段和新格局。

1600万吨大炼化项目开启新征程：积极响应国家发展高端石化产品，推进炼油和化工一体化的发展战略，公司实施的1600万吨炼化一体化项目预计将于2021年建成投产，带动公司跻身国内顶级炼厂序列。相比较于过国内目前已投产其他炼厂而言，我们认为盛虹炼化优势体现在：

- 1) 公司一期项目采用单条线1600万吨，单线产能全球排名第三，是国内目前单线最大产能，是我国炼厂平均规模的近5倍，在能耗、管理、工艺流程及配套方面更具优势；
- 2) 公司炼化一体化项目在炼油、芳烃、烯烃和下游化工品方面均采用世界先进技术，产品收率方面具备竞争优势；
- 3) 秉承“少产成品油、多产化工品”的理念，重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品，化工品占比达到69%，远高于国内平均及其他民营炼化项目水平。在下游精细化方面，公司还拟配套乙二醇、苯酚/丙酮等产品；
- 4) 连云港石化基地区位优势，靠近消费市场又贴近原料产地；
- 5) 除传统销售渠道外，盛虹集团与国家管网集团达成战略合作将合资共同建设、运营连云港—徐州—郑州成品油管道及配套油库项目。标志着盛虹向着构建完善的成品油销售渠道迈出了关键的一步。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2021~2023年的归母净利润分别为15.69、75.35、101.03亿元，分别对应47.1、9.8及7.3倍PE。考虑1600万吨炼化一体化项目投产后对公司营业及净利润带来的巨大增量贡献，同时公司未来将形成完整的“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链，因此我们首次覆盖并给予公司“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅下跌、宏观经济下行、新项目建设进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,888	22,777	29,672	94,626	123,450
增长率 yoy (%)	35.0	-8.5	30.3	218.9	30.5
归母净利润(百万元)	1,614	316	1,569	7,535	10,103
增长率 yoy (%)	90.6	-80.4	396.1	380.2	34.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.33	0.07	0.32	1.56	2.09
净资产收益率(%)	10.5	1.4	6.7	28.2	27.7
P/E(倍)	45.8	233.9	47.1	9.8	7.3
P/B(倍)	5.3	4.2	4.0	2.9	2.2

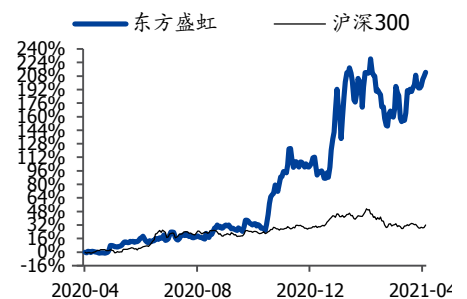
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月19日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	化学纤维
04月19日收盘价	15.30
总市值(百万元)	73,973.42
总股本(百万股)	4,834.86
其中自由流通股(%)	35.82
30日日均成交量(百万股)	15.60

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10457	20314	7268	22876	14786	营业收入	24888	22777	29672	94626	123450
现金	5312	15147	0	0	0	营业成本	21868	21421	26263	78811	100826
应收票据及应收账款	358	213	531	1841	1253	营业税金及附加	135	132	313	1136	1852
其他应收款	108	38	152	452	336	营业费用	246	47	59	554	864
预付账款	378	310	586	2270	1456	管理费用	256	259	297	1136	1605
存货	2859	2729	4122	16435	9864	研发费用	185	176	195	804	1049
其他流动资产	1444	1878	1878	1878	1878	财务费用	524	453	761	1708	3158
非流动资产	24585	42619	59380	107129	123152	资产减值损失	-20	-83	0	0	0
长期投资	56	72	90	113	139	其他收益	71	133	0	0	0
固定资产	13354	13773	21490	82838	92579	公允价值变动收益	16	-53	-9	-12	-14
无形资产	1431	2238	2513	2880	3357	投资净收益	134	112	77	57	60
其他非流动资产	9743	26536	35287	21299	27077	资产处置收益	9	25	0	0	0
资产总计	35042	62934	66648	130005	137938	营业利润	1898	424	1852	10523	14141
流动负债	13290	18341	21438	71098	72122	营业外收入	12	22	11	14	15
短期借款	6115	6914	7533	19873	40422	营业外支出	4	2	2	2	3
应付票据及应付账款	4768	7838	7618	38763	20573	利润总额	1906	444	1861	10535	14153
其他流动负债	2407	3588	6288	12462	11127	所得税	294	131	298	1686	2406
非流动负债	6453	22045	21881	27512	23455	净利润	1612	313	1563	8849	11747
长期借款	3280	18199	18035	23666	19610	少数股东损益	-2	-4	-6	1314	1645
其他非流动负债	3173	3846	3846	3846	3846	归属母公司净利润	1614	316	1569	7535	10103
负债合计	19742	40386	43319	98610	95577	EBITDA	3491	2827	4431	17304	25869
少数股东权益	1284	5002	4997	6311	7955	EPS (元/股)	0.33	0.07	0.32	1.56	2.09
股本	7017	7823	7823	7823	7823						
资本公积	4500	7269	7269	7269	7269						
留存收益	2364	2277	2172	392	-3064						
归属母公司股东权益	14016	17545	18332	25085	34405						
负债和股东权益	35042	62934	66648	130005	137938						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5215	2061	1775	34939	11853
净利润	1612	313	1563	8849	11747
折旧摊销	1158	1217	1762	5251	9174
财务费用	524	453	761	1708	3158
投资损失	-134	-112	-77	-57	-60
营运资金变动	2087	48	-2243	19177	-12182
其他经营现金流	-32	142	9	12	14
投资活动现金流	-4684	-16020	-18455	-52955	-25152
资本支出	6025	16784	16743	47726	15997
长期投资	730	207	-18	-23	-26
其他投资现金流	2071	971	-1730	-5251	-9180
筹资活动现金流	1568	22387	1533	18015	13299
短期借款	2791	798	619	12340	20549
长期借款	2656	14920	-164	5631	-4057
普通股增加	0	806	0	0	0
资本公积增加	1113	2769	0	0	0
其他筹资现金流	-4992	3094	1077	45	-3194
现金净增加额	2091	8395	-15147	0	0

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	35.0	-8.5	30.3	218.9	30.5
营业利润 (%)	72.1	-77.6	336.5	468.2	34.4
归属母公司净利润 (%)	90.6	-80.4	396.1	380.2	34.1
获利能力					
毛利率 (%)	12.1	6.0	11.5	16.7	18.3
净利率 (%)	6.5	1.4	5.3	8.0	8.2
ROE (%)	10.5	1.4	6.7	28.2	27.7
ROIC (%)	7.1	2.4	4.3	12.8	13.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.3	64.2	65.0	75.9	69.3
净负债比率 (%)	54.9	67.6	143.5	171.9	168.1
流动比率	0.8	1.1	0.3	0.3	0.2
速动比率	0.5	0.9	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.5	1.0	0.9
应收账款周转率	50.3	79.8	79.8	79.8	79.8
应付账款周转率	6.2	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.07	0.32	1.56	2.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.08	0.43	0.37	7.23	2.45
每股净资产 (最新摊薄)	2.90	3.63	3.79	5.19	7.12
估值比率					
P/E	45.8	233.9	47.1	9.8	7.3
P/B	5.3	4.2	4.0	2.9	2.2
EV/EBITDA	36.9	49.3	35.6	10.4	7.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

内容目录

1.公司概况	5
2.1600万吨大炼化项目开启新征程	8
2.1 民营大炼化崛起，一体化打造极致成本优势	8
2.2 炼化一体化项目投产在即，加速布局“炼化-化纤”全产业链	11
2.3 斯尔邦定位集团新材料平台，存在注入预期	17
3.长丝差别化龙头，受益行业景气上行	18
3.1 国内涤纶长丝新增产能较少，行业集中度提升	18
3.2 纺织业向好拉聚酯需求，需求端大幅增长	19
3.3 产业链格局向好，利好聚酯景气中长期改善	21
3.4 扩产差别化长丝，引领再生聚酯纤维行业发展	23
4.PTA集中度有望进一步提高	23
5.盈利预测与投资评级	25
6.风险提示	27

图表目录

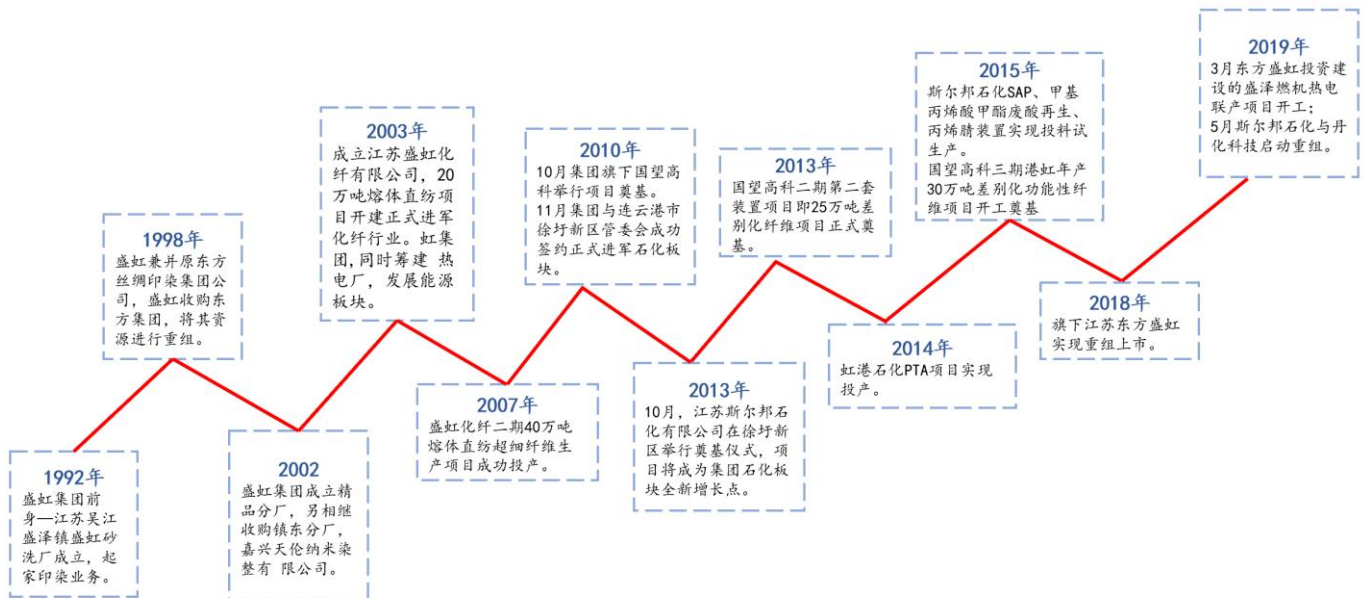
图表 1: 盛虹集团发展历程	5
图表 2: 公司产业链情况	6
图表 3: 公司收入构成 (亿元)	7
图表 4: 过去几年公司营业收入情况	7
图表 5: 过去几年公司归母净利润情况	7
图表 6: 过去几年公司毛利率及净利率情况	7
图表 7: 过去几年公司三项费用率情况	7
图表 8: 公司股权架构	8
图表 9: 世界炼油能力地区分布 (2019年)	8
图表 10: 过去几年中国炼油产能 (亿吨)	9
图表 11: 2018及2019年国内炼油主体份额占比 (内、外圈分别为2018及2019年)	9
图表 12: 国家七大石化基地规划	10
图表 13: 全球主要国家炼厂开工率 (2020年)	10
图表 14: 中国炼厂平均规模与世界平均、美国比较 (2020年)	10
图表 15: 2019年全球十大炼厂及产能	11
图表 16: 盛虹炼化一体化项目资金来源 (亿元)	11
图表 17: 盛虹炼化一体化项目工艺流程简图	12
图表 18: 盛虹炼化与其他大炼化装置成品油收率比较 (2020年)	13
图表 19: 2020年国内化工产品主要供需情况 (万吨)	13
图表 20: 连云港石化基地15大石化项目建设进展	14
图表 21: 连云港石化产业基地规划图	15
图表 22: 连云港石化基地产业链规划图	16
图表 23: 连云港石化基地地理位置示意图	17
图表 24: 我国涤纶长丝产能及增速	18
图表 25: 我国涤纶长丝产能区域分布 (2020年)	18
图表 26: 我国涤纶长丝业产能占比 (2020年)	18
图表 27: 我国涤纶长丝产量及需求增速	18
图表 28: 涤纶长丝2021年新增产能	19

图表 29: 近年来纺织行业主要产品产量	20
图表 30: 近年来化学纤维产量变化	20
图表 31: 涤纶长丝江浙地区开工率 (%)	20
图表 32: 近年来涤纶长丝库存天数 (天)	20
图表 33: 过去几年涤纶长丝价格走势 (元/吨)	21
图表 34: 过去几年涤纶长丝价差走势 (元/吨)	21
图表 35: 公司产品特征及主要用途	21
图表 36: 2019 年各公司 POY、DTY 及 FDY 产品实现收入 (亿元)	22
图表 37: 过去几年各公司涤纶长丝业务毛利率变化情况 (%)	22
图表 38: 公司主要差异化产品	22
图表 39: 固望高科的核心技术	23
图表 40: PTA 产量增速及消费量增速 (万吨, %)	24
图表 41: 我国 PTA 产能及增速	24
图表 42: 未来两年 PTA 新增产能	24
图表 43: PTA 厂家产能市占率 (%) (2020 年)	25
图表 44: PTA 库存天数变动	25
图表 45: PTA-PX 价差图 (元/吨)	25
图表 46: 公司各项业务营业收入及毛利润预测 (亿元)	26
图表 47: 公司与可比公司估值比较	26

1. 公司概况

盛虹集团从纺织下游印染起家，前身江苏吴江盛泽镇盛虹砂洗厂成立于1992年，2003年开始进军化纤领域，并配套能源业务。在董事长缪汉根的领导下，主攻有别于普通常规化纤的差别化、功能性纤维产品，实现后来居上。2010年集团与连云港市徐圩新区管委会成功签约年产石化项目正式进军石化板块。2018年旗下江苏东方盛虹重组借壳东方市场，注入长丝业务实现重组更名上市，实现控股股东和实际控制人变更，盛虹科技成为公司控股股东。目前上市公司东方盛虹主要业务包括民用涤纶长丝的研发、生产和销售以及PTA、热电的生产、销售等，已形成“PTA—聚酯化纤”业务结构，2019年公司通过全资子公司收购盛虹炼化股权，加速推进盛虹炼化1600万吨炼化一体化项目建设，未来将形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展的架构，进入炼油、石化、化纤之间协同发展的新阶段和新格局。

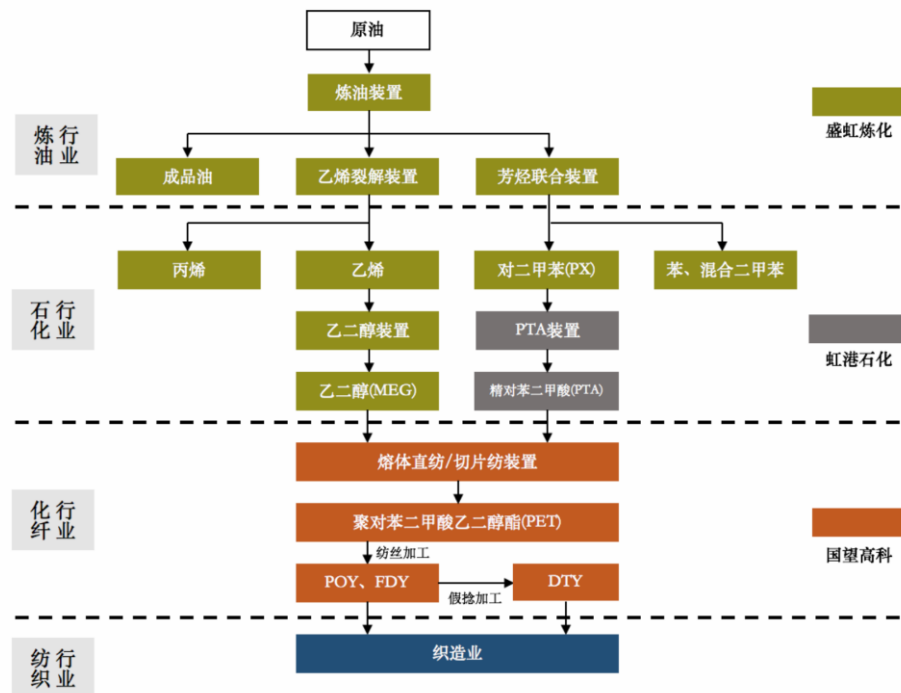
图表 1: 盛虹集团发展历程



资料来源：盛虹集团网站，公司公告，国盛证券研究所

公司实施产业链纵向整合后，形成了完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链。其中，聚酯化纤业务板块的生产主体为国望高科，截至2020年拥有230万吨/年差别化化学纤维产能，产品差别化率达到90%，差别化细分产品种类超百种，以高端产品DTY为主；PTA业务板块的生产主体为虹港石化，目前拥有390万吨/年PTA产能（其中240万吨于2021年3月投产）；炼化业务板块的实施主体为盛虹炼化，目前在建盛虹炼化一体化项目，项目规模为1600万吨/年炼油、280万吨/年对二甲苯、110万吨/年乙烯及下游衍生物、配套30万吨原油码头、4个5万吨液体化工码头等，预计将于2021年底投产。

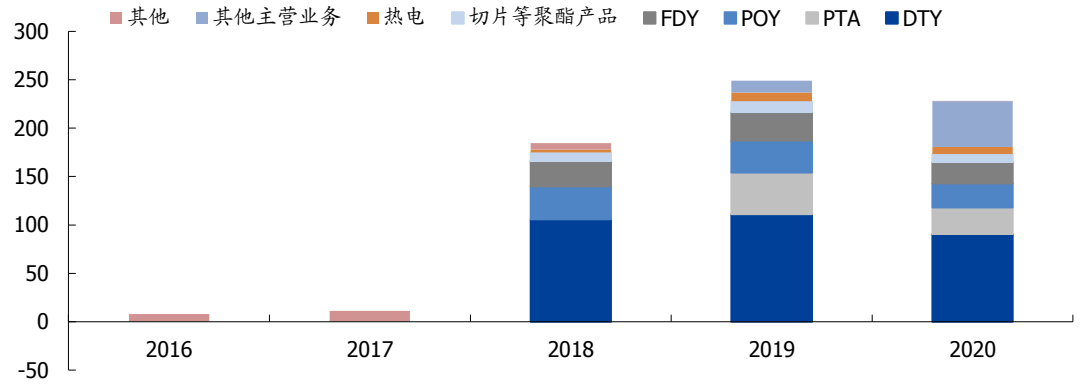
图表 2: 公司产业链情况



资料来源: 公司公告, 证券研究所

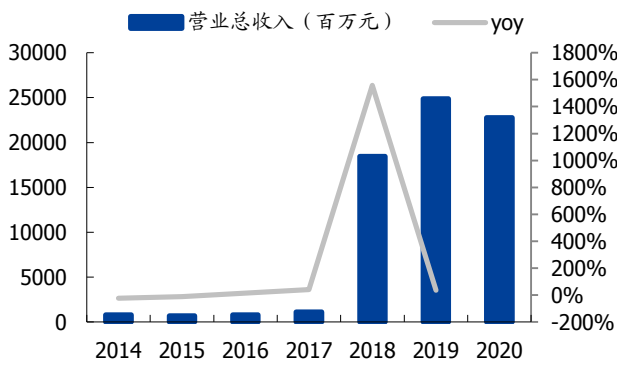
从收入构成情况来看, 2018 年之前公司主营业务收入主要来自电力热能和房地产租赁构成。2018 年公司收购国望高科, 公司收入和毛利来源主要变更为涤纶长丝产品, 2019 年注入虹港石化新增 PTA 业务。从 2020 年收入构成来看, 涤纶长丝整体实现收入和毛利分别为 137.48 亿元及 10.10 亿元, 占公司整体收入及毛利分别为 60.36%及 74.48%。其中 DTY 是公司最大的收入来源, 2020 年实现营业收入及毛利分别为 90.42 亿元及 8.59 亿元, 占公司整体收入及毛利比例分别为 39.70%和 63.35%。2020 年全年公司实现营业收入 227.77 亿元, 实现归母净利润 3.16 亿元, 同比下滑 80.40%, 2020 年公司业绩大幅下滑主要是受到疫情背景下下游需求显著下滑影响, 使得行业景气度下滑, 产品盈利能力缩窄。2021 年一季度根据公司公告, 预计将实现归母净利润 5.00~6.60 亿元, 预计同比实现 153.79%—235.00%的增长。随着 2021 年底盛虹炼化投产, 我们预期公司收入及净利润将实现跨越式的增长, 同时公司盈利结构也将发生较大变化。

图表3: 公司收入构成 (亿元)



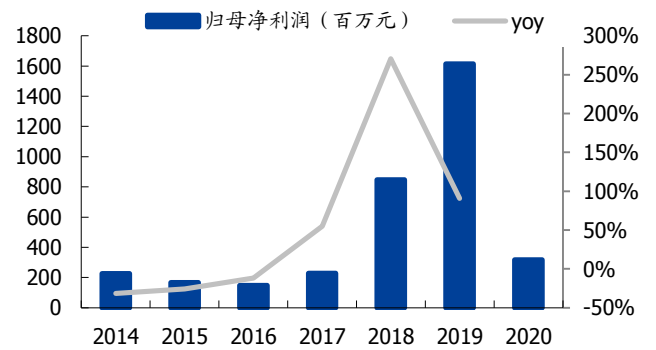
资料来源: Wind, 证券研究所

图表4: 过去几年公司营业收入情况



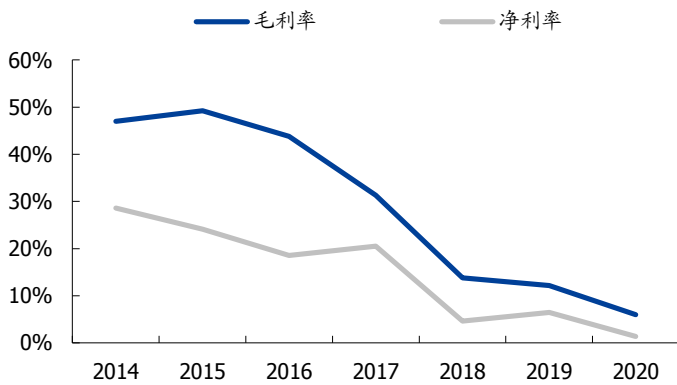
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 过去几年公司归母净利润情况



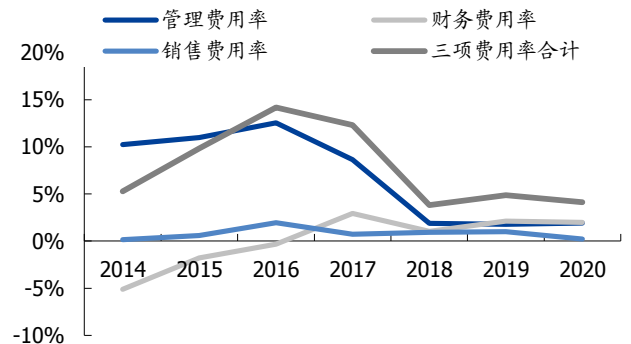
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 过去几年公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

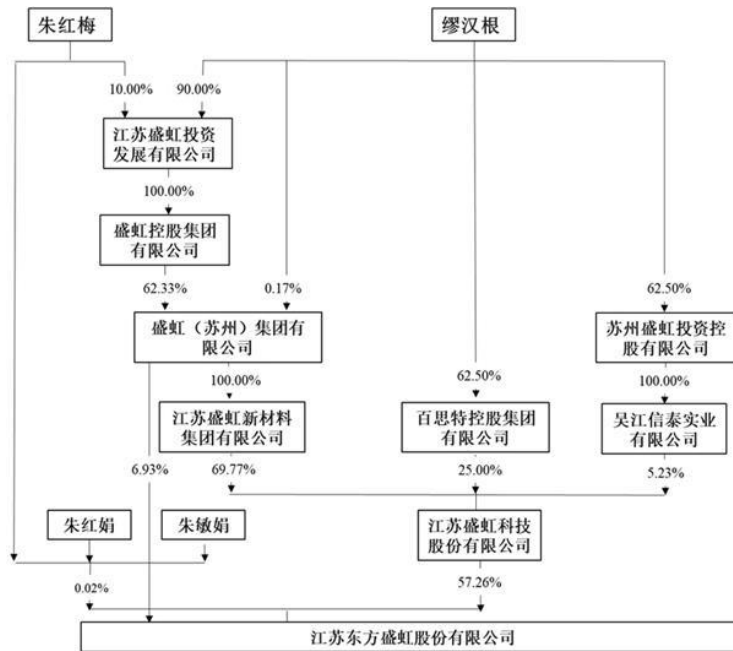
图表7: 过去几年公司三项费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇。

图表 8: 公司股权架构



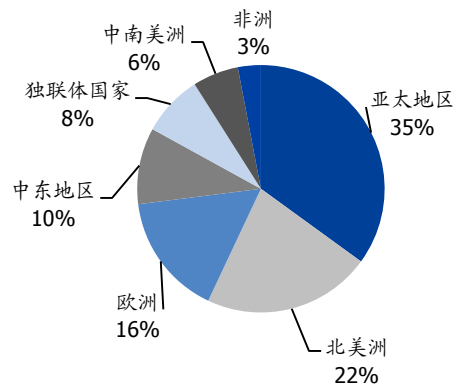
资料来源: 公司公告, 证券研究所

2.1600 万吨大炼化项目开启新征程

2.1 民营大炼化崛起，一体化打造极致成本优势

从全球炼油产能来看，随着全球炼油重心的东移，亚太地区炼油能力在 2008 年就超越北美地区，并保持持续上升的态势。根据英国石油公司（BP）发布的《世界能源统计年鉴》据统计数据，2019 年炼油能力 10134 万桶/日，同比增长 1.53%，其中亚太地区炼能占比高达 35%，排名第一，亚太地区炼油主要增量来自于中国，随着浙石化一期和恒力石化炼化一体化项目陆续投产，中国大幅增加约 85 万桶/日炼油能力；其次为北美 22%，西欧 16%，全球炼油格局依然维持三足鼎立局面，全球炼厂总数约 767 座，平均规模 640 万吨/年。

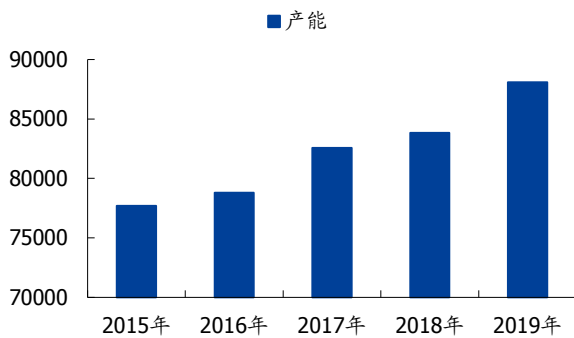
图表 9: 世界炼油能力地区分布 (2019 年)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

我国炼油产能结构性问题凸显，炼化一体化是发展趋势。2019年，中国炼油产能达8.6亿吨/年，原油加工量达6.52亿吨，较上年净增加4230吨，主要来自浙石化及恒力石化等民营炼化企业产能的增加，产能增加是近20年来次高。但与此同时，2017年我国石化业贸易逆差高达1974亿美元，精细化工产业发展仍旧不完善，一些高端化工产品自给率不足45%。目前来看，低端炼油过剩，高端炼化产能不足，我国炼油行业的结构性失衡问题未能得到有效解决，将在供给压力中持续凸显。因此以浙石化为代表的炼化一体化开启产业升级，是中国石油化工行业“十三五”的主导方向。2020年二季度开始，国际油价触底回升，炼油行业景气度一路上行，以烯烃为代表的化工产品盈利能力也大幅提升，我国炼油行业步入高景气周期。

图表 10: 过去几年中国炼油产能 (亿吨)



资料来源: 当代石油石化, 国盛证券研究所

图表 11: 2018 及 2019 年国内炼油主体份额占比 (内、外圈分别为 2018 及 2019 年)

■ 中国石化 ■ 中国石油 ■ 中国海油
■ 其他国营 ■ 传统地炼 ■ 新兴民营



资料来源: 当代石油石化, 国盛证券研究所

民营大炼化项目主要建于国家规划的七大石化产业基地内，不仅具有规模化的特点，同时具备炼化一体化程度高、加工能力强、产品丰富、生产成本低的特点，我国炼化行业未来供应格局将朝着装置大型化以及民营大炼化企业市场份额提升的方向发展。

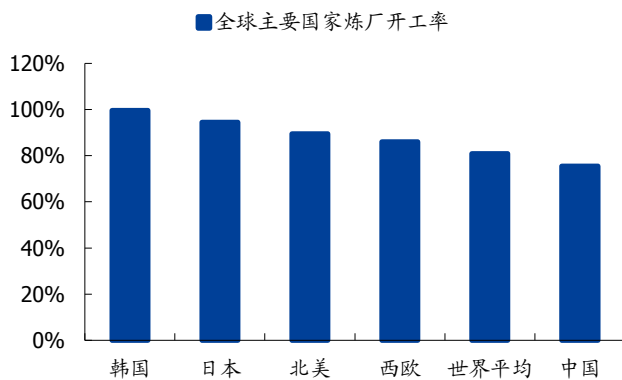
图表 12: 国家七大石化基地规划



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

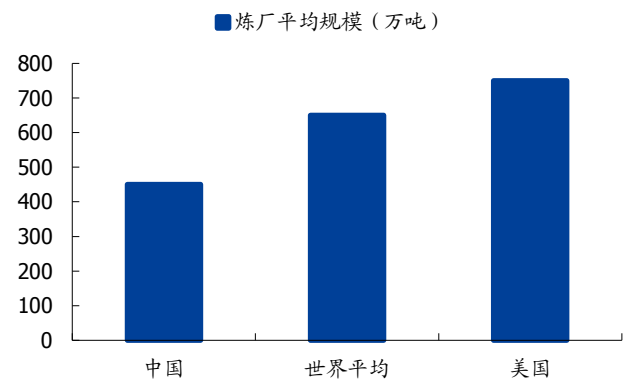
目前国内炼厂平均规模仅有 450 万吨, 仍然远低于美国平均 750 万吨的水平, 也显著低于全球平均水平, 并且从开工率来看也落后明显。2019 年是民营大炼化投产元年, 恒力石化 2000 万吨、恒逸文莱 800 万吨及浙石化舟山一期 2000 万吨装置陆续投产, 2020 年相继交出了优异的业绩答卷, 凸显全球竞争力, 这些民营一体化炼化装置不论是在单线规模、化工品收率、工艺技术方面较传统炼厂都有极其明显的优势, 我们认为即将于 2021 年投产的盛虹炼化未来也有望跻身国内一线炼厂的行列。

图表 13: 全球主要国家炼厂开工率 (2020 年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 14: 中国炼厂平均规模与世界平均、美国比较 (2020 年)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 15: 2019 年全球十大炼厂及产能

	所属炼油公司名称	炼厂地点	原油加工能力 (万吨/年)
1	印度信诚石油公司	印度贾姆纳格尔	6200
2	帕拉瓜纳炼油中心	委内瑞拉法尔孔	4800
3	SK 创新公司	韩国蔚山	4200
4	阿布扎比炼油公司	阿联酋 Ruwais	4000
5	浙江石化	中国浙江	4000
5	GS 加德士公司	韩国丽水	3925
6	S-Oil 公司	韩国昂山	3345
7	沙特阿美 Prot Arthur 炼厂	墨西哥湾	3015
8	Motiva 实业	美国德州阿瑟港	3015
9	埃克森美孚裕廊炼厂	新加坡裕廊岛	2960
10	马拉松 Galveston 炼厂	美国德州	2855

资料来源: EIA, 国盛证券研究所

2.2 炼化一体化项目投产在即, 加速布局“炼化-化纤”全产业链

响应国家发展高端石化产品, 推进炼油和化工一体化的发展战略, 盛虹炼化一体化项目于 2018 年 12 月正式动工, 预计将于 2021 年建成投产, 公司通过直接及间接方式持有盛虹炼化约 77.7% 股权。公司预计炼化项目投产后年均营业收入为 925.31 亿元, 年均净利润为 94.18 亿元。项目总投资约 677 亿元, 资金来源包括自有资金、公司 2020 年非公开发行募集资金 36.10 亿元及可转债募集资金 50 亿元。

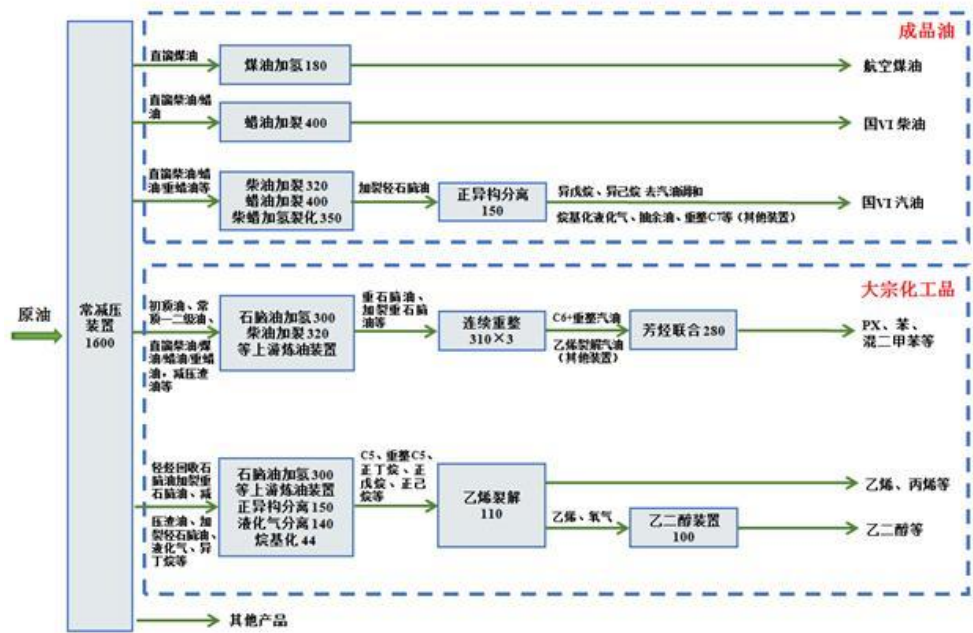
图表 16: 盛虹炼化一体化项目资金来源 (亿元)

	资金投入方	计划投入金额
项目资金	江苏盛虹石化产业发展有限公司	141.2
	连云港盛虹炼化产业基金合伙企业 (有限合伙)	24.8
	江苏建泉盛虹炼化债转股投资基金 (有限合伙)	30
	苏州市赢虹产业投资基金 (有限合伙)	30
债务资金	银团贷款	415
	流动资金贷款	35.64
	合计	676.64

资料来源: 公司公告, 证券研究所

盛虹炼化一体化项目建成投产后主营业务为原油炼化, 产出品包括成品油以及 PX、乙二醇等大宗化工产品。通过常减压蒸馏装置, 项目原油加工能力达到 1,600 万吨/年; 通过煤油加氢、柴油加裂等装置生产成品油约 496 万吨/年; 通过石脑油加氢、连续重整、芳烃联合装置, 生产 PX 产品 280 万吨/年; 同时利用炼厂副产的轻烃、轻石脑油, 新建 110 万吨/年乙烯裂解装置, 生产乙烯、丙烯、乙二醇等大宗化工产品。

图表 17: 盛虹炼化一体化项目工艺流程简图



资料来源: 公司公告, 证券研究所

对比恒力炼化、浙石化及国内其他炼厂来看, 盛虹炼化在单线产能、产品收率、化工品占比、区位优势及销售渠道方面等拥有明显优势:

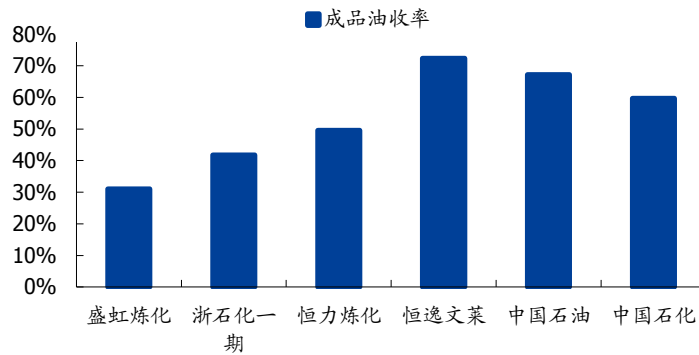
1) 单线产能国内排名第一

公司一期项目采用单线 1600 万吨, 单线产能全球排名第三, 较全球第一的产能仅少 100 万吨, 是我国目前单线最大产能, 是我国炼厂平均规模的近 5 倍, 也高于浙石化及恒力石化单线 1000 万吨的装置, 理论上来说装置规模越大能耗水平更低从而具备更低的成本, 同时管理更加便利, 并且在人员、工艺流程及配套方面更具优势。

2) 公司炼化一体化项目在炼油、芳烃、烯烃和下游化工品方面均采用世界先进技术, 工艺技术成熟可靠, 在炼油单套装置规模、芳烃工艺路线和烯烃产品收率方面具备竞争优势。项目选用结晶分离工艺生产对二甲苯, 与其他项目采用的吸附分离工艺相比, 结晶分离工艺在装置投资、占地、能耗和运行成本方面具备优势; 项目装置之间物料优化互供, 显著提高了资源利用率, 乙烯装置原料轻质化率达到 73.48%, 乙烯收率达到 40.79%, 双烯收率 56.24%, 处于国内领先水平。

3) 聚焦高附加值化工品, 油品收率显著降低: 由于我国成品油供应较为充足, 而化工品进口依赖度还较高, 尤其未来汽车电动化趋势下中长期汽柴油需求会受到压制, 2017 年国家发改委要求将汽、煤、柴等成品油的产量占原油加工量的比例进一步降低至 40% 以下。盛虹炼化项目秉承“少产成品油、多产化工品”的理念, 重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品, 将成品油产量降至约 31%, 化工品占比达到 69%, 远高于国内平均及其他民营炼化项目水平。2021 年 3 月 30 日公司公告将依托炼化一体化项目追加投资 557,299 万元, 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, 预计建设期为 3 年, 是公司产业链向下游高附加值化工领域布局的又一重要举措。

图表 18: 盛虹炼化与其他大炼化装置成品油收率比较 (2020 年)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

虽然我国 PTA 及涤纶长丝产能占全球比例已经达到 60%以上, 但聚乙烯、PX、MEG、聚丙烯、EVA 等产品仍然大量依赖进口, 通过建设盛虹炼化项目, 将进一步提升上述重点化工品的产品产能, 降低进口依存度, 保证国家产业安全, 从而促使我国化纤产业链在全球的地位进一步提升。

图表 19: 2020 年国内化工产品主要供需情况 (万吨)

品种	产能	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度
PX	2553	1963	1386	3349	41%
聚乙烯	2256	2031	1828	3860	47%
乙二醇	80	47	76.1	128	59%
醋酸乙烯	265	178	16.5	195	8%
聚丙烯	2816	2554	417	2971	14%
丙烯腈	260	220	23.4	243	10%
丁二烯	489	332	43.4	375	12%
苯乙烯	1197	999	280.3	1279	22%
乙二醇	1570.2	876.5	993.8	1924	52%
EVA	97.2	74	113	186	61%

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

4) 连云港石化基地区位优势

盛虹炼化一体化项目建设于连云港徐圩新区石化产业基地, 是国家石化产业规划明确建设的七大石化产业基地之一, 目标以国际标准打造世界一流石化产业基地。基地规划面积 62.6 平方公里, 主要布局炼化一体化、乙烯、丙烯、聚酯、多元化原料加工、化工新材料等产业, 是以炼油、乙烯、芳烃一体化为基础, 以多元化原料加工为补充, 以清洁能源、有机原料和合成材料为主体, 以化工新材料和精细化工为特色, 形成多产品链、多产品集群的烷烃资源深加工和炼化一体化基地。除盛虹炼化外, 虹港石化、盛虹集团旗下斯尔邦石化也处于该基地。

图表 20: 连云港石化基地 15 大石化项目建设进展

项目名称	产品	投产时间
1 盛虹石化 1600 万吨/年炼化一体化项目	对二甲苯 280 万吨/年	2021 年
2 斯尔邦石化 240 万吨/年醇基多联产及扩建项目	丙烯腈 52 万吨/年、MMA18 万吨/年。	已投产
3 斯尔邦 70 万吨/年丙烷脱氢项目	丙烯 70 万吨/年、丙烯腈 52 万吨/年、MMA18 万吨/年。	2021 年
4 虹港石化扩建项目	240 万吨/年 PTA。	已投产
5 年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 CAN 联合装置及公用工程设施项目	环氧乙烷 70 万吨/年、乙二醇 300 万吨/年、HDPE120 万吨/年。	2021 年
6 连云港石化苯乙烯项目	苯乙烯 60 万吨/年。	2022 年
7 连云港石化超塑新材料项目	HEPG20 万吨/年、TPEG20 万吨/年、PEG5 万吨/年、非离子表面活性剂 5 万吨/年。	2022 年
8 斯尔邦石化表面活性剂项目	乙醇胺 10 万吨/年、非离子表面活性剂 12 万吨/年、丁二烯 10 万吨/年。	已投产
9 圣奥化学聚合物添加剂项目	促进剂 M10 万吨/年、促进剂 NS4 万吨/年、促进剂 CBS4 万吨/年。	2021 年
10 瑞恒新材料项目	硝基氯苯 8 万吨/年、间二氯苯及三氯苯 2 万吨/年、芳烃衍生物 25.6 万吨/年、环氧氯丙烷及离子膜烧碱 12 万吨/年。	2021-2022 年
11 中化轻量化材料项目	ABS22.45 万吨/年。	2022 年
12 瑞兆科电子化学品项目	高级纯硫酸 1 万吨/年、高级氨水 0.5 万吨/年、高纯氯气 0.07 万吨/年、电镀添加剂 4 万吨/年。	2021 年
13 思派新能源锂电池电解液溶剂项目	EC10.7 万吨/年、EMC9 万吨/年、DEC3 万吨/年。	一期已投产
14 赛科化学脂肪仲醇聚氧乙烯醚项目	脂肪仲醇聚氧乙烯醚 16 万吨/年。	2021 年
15 鹏辰新材料重芳烃分离系列产品项目	均苯四甲酸二酐 1.6 万吨/年、均苯四甲酸 2.3 万吨/年、聚酰亚胺 2.5 万吨/年。	一期已投产

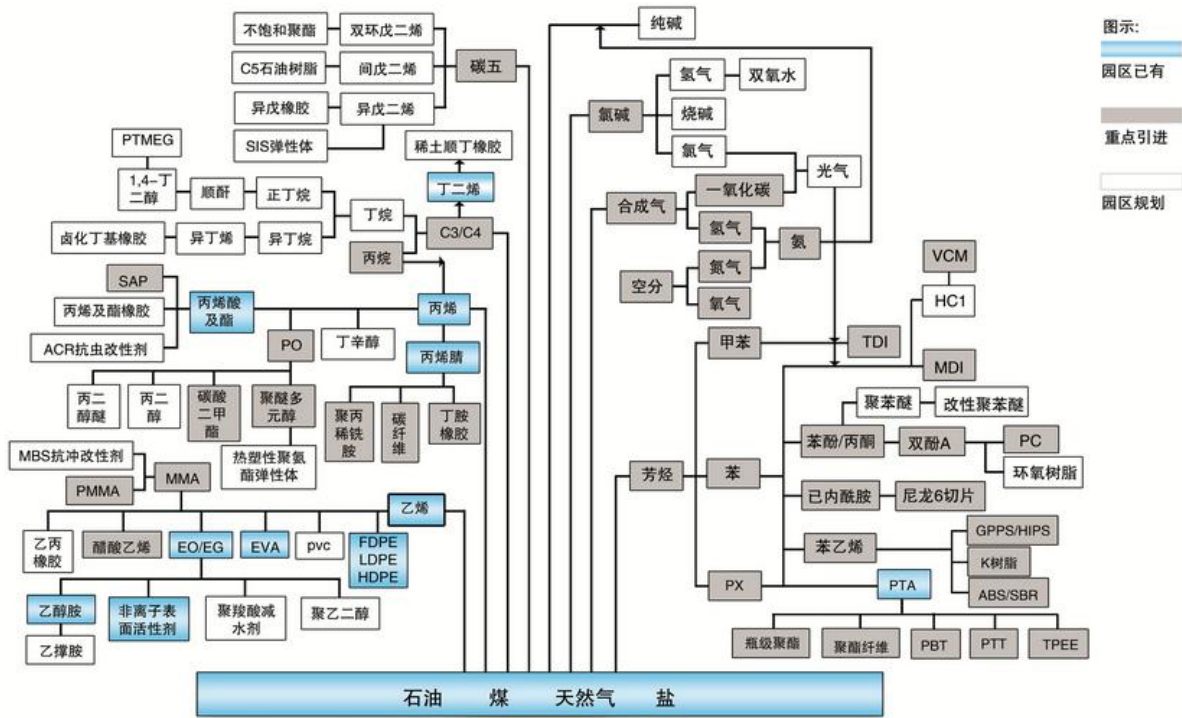
资料来源: 徐圩新区投资促进局, 国盛证券研究所

图表 21: 连云港石化产业基地规划图



资料来源: 徐圩新区投资促进局, 国盛证券研究所

图表 22: 连云港石化基地产业链规划图



资料来源: 徐圩新区投资促进局, 国盛证券研究所

从地理位置来看, 连云港石化基地是长江经济带发展、“一带一路”交汇点建设、江苏沿海开发等国家战略的核心发展区域, 具有良好的区域优势和战略地位, 盛虹炼化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。是长江经济带、“一带一路”的交汇点, 可以辐射整个华东地区直至内地的安徽等地, 同时石化园区内产业集群效应明显。既靠近消费市场又贴近原料产地, 便于优化资源配置、减少原料和产品的运输距离、降低运输成本, 加快存货周转, 均对公司 PTA 及盛虹炼化一体化项目建成后的运营形成有利条件。

图表 23: 连云港石化基地地理位置示意图



资料来源: 徐圩新区投资促进局, 国盛证券研究所

5) 除传统销售渠道外, 盛虹集团在 2020 年 11 月与国家管网集团达成战略合作, 双方将合资共同建设、运营连云港—徐州—郑州成品油管道及配套油库项目。标志着盛虹向着构建完善的成品油销售渠道迈出了关键的一步, 也将助力连云港石化产业基地更好地融入国内石化产业“大循环”。

2.3 斯尔邦定位集团新材料平台, 存在注入预期

斯尔邦石化项目是盛虹控股集团发展石化产业、完善主营业务产业链的龙头项目, 符合国家产业政策、符合国家“一带一路”建设、《石化工业“十三五”发展规划》和《江苏沿海地区发展规划》, 是实施江苏沿海发展战略、承接苏南产业转移、带动地区经济发展的重点骨干项目。项目于 2013 年 10 月动工, 现已全面建成投产。斯尔邦石化的顺利建成投产为大股东积累了丰富的精细化工行业经验, 并着力打造成为集团精细化工平台, 同时也将为连云港 1600 万吨炼化项目的顺利建成投产铺平道路。

斯尔邦石化主要负责建设、运营醇基多联产项目。以甲醇为原料, 经过甲醇转化制烯烃 (MTO) 工艺生产乙烯、丙烯, 进而生产下游衍生物, 包括乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (EVA)、环氧乙烷 (EO) 及衍生物、丙烯腈 (AN)、甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、高吸水树脂 (SAP) 等产品。斯尔邦石化目前拥有全球最大的单套 MTO 工厂, 烯烃产量每年可达到 90 万吨/年, 由于目前国内乙烯供需情况紧张, 乙烯行情持续向好, 公司斯尔邦石化项目产能较高, 盈利能力可观。由于斯尔邦石化与盛虹炼化在个别产品乙二醇、丁二烯、丙烯存在重合的情况, 公司实际控制人拟采取的解决未来同业竞争的方案如下:

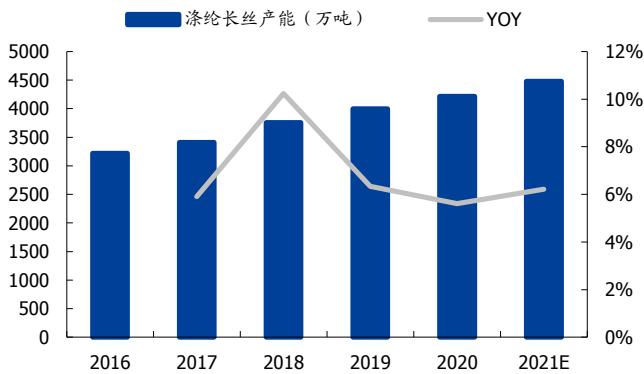
- (1) 按照前期承诺继续推进斯尔邦乙二醇、丁二烯转产项目, 计划在上市公司募投项目乙二醇和丁二烯产品产出前完成转产;
- (2) 在募投项目投产且乙二醇和丁二烯产品产出之日前启动将斯尔邦注入上市公司;
- (3) 如本次募投项目乙二醇和丁二烯产品产出日前未完成转产且斯尔邦未完成注入上市公司, 则斯尔邦不再生产乙二醇和丁二烯产品。

3.长丝差别化龙头，受益行业景气上行

3.1 国内涤纶长丝新增产能较少，行业集中度提升

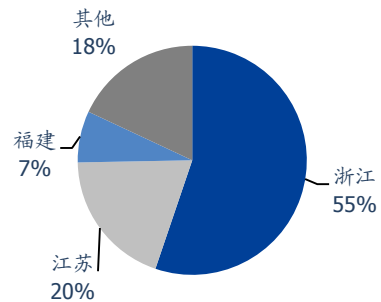
我国成为涤纶长丝第一大生产国，2019年我国涤纶长丝产量为3208万吨，占合成纤维产量的54%，占世界涤纶长丝产量的70%以上。从地域来看，我国涤纶长丝企业群主要集中在浙江、江苏、福建等地区，三个省的涤纶长丝产能占我国总产能的98.8%，其中江苏地区产能占比达到20%。

图表 24: 我国涤纶长丝产能及增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

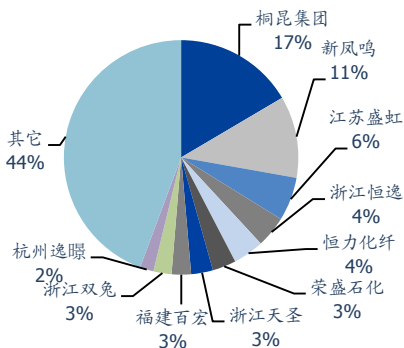
图表 25: 我国涤纶长丝产能区域分布 (2020年)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

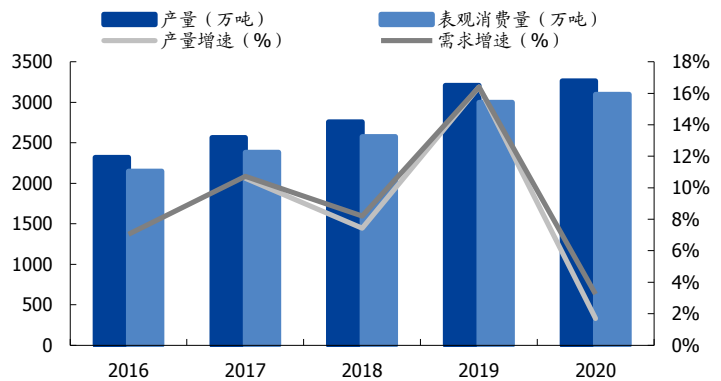
2014年以来涤纶长丝的价格大幅下滑，大量中小规模企业在价格战中折戟沉沙，部分厂家已退出市场，累计淘汰涤纶长丝产能达到207万吨，供给过剩情况有所缓解。2019年我国涤纶长丝产能达到3994万吨，增幅6.45%，2020年产能4218万吨，增幅5.62%，行业产能扩张有所放缓。根据百川资讯统计数据，2021年行业预计新投放的产能262万吨，同比增加6.21%。随着固定资产投资的增速下降，涤纶长丝的增产趋于理性，产能高速增长的时代已经结束。

图表 26: 我国涤纶长丝业产能占比 (2020年)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 27: 我国涤纶长丝产量及需求增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

2020年我国涤纶长丝表观消费量3105万吨，同比增长3.53%，而产量同比增速仅为

1.69%，需求增速高于供给增速，供需关系进一步改善，主要是由于国内终端纺织服装和家纺市场以及国外纺织订单回流带来的行业的景气度持续上行，拉动涤纶长丝需求提升。

图表 28: 涤纶长丝 2021 年新增产能

企业	产能 (万吨)
福建逸锦	25
新疆中泰+正凯	25
宿迁逸达	25
天龙化纤	20
盛元化纤	50
恒鸣化纤	60
宿迁国望高纤	25
华宝纺织	12
新凤鸣独山能源	60
新凤鸣化纤中跃化纤三期	30
福建逸锦	25
恒逸海宁新材料	25
吴江新民化纤	-40
江苏鹰翔化纤	-40
太仓振辉化纤	-40
总计	262

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

近年来涤纶长丝行业的集中度已经出现了明显的提升，龙头企业通过持续的纵向及横向延伸实现了持续的成长壮大。其中恒力石化、荣盛石化、恒逸石化已经成功实现了向上游大炼化领域的延伸，公司 1600 万吨炼化一体化项目也在按计划推进中，桐昆股份通过参股浙石化项目间接参与了炼化项目，在长丝领域未来两年新增产能将主要由桐昆股份及新凤鸣贡献。

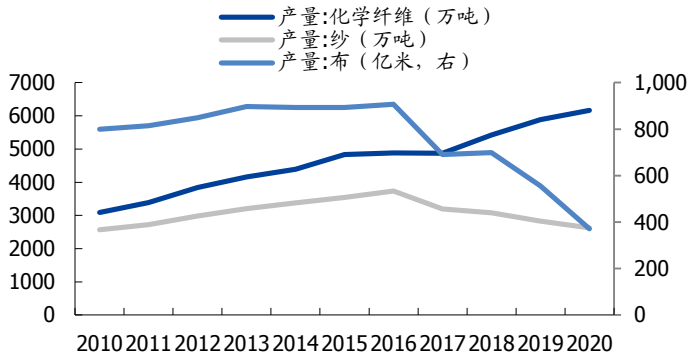
目前涤纶长丝产能 200 万吨以上的企业仅有 8 家，合计占国内总产能的 50% 以上，未来龙头的定价能力有望提升，并且头部企业通过控制核心设备的订购牢牢把控了产能扩张的节奏，预计集中度提升的趋势还将进一步延续。高端卷绕头是涤纶长丝生产的核心部件，其产能主要集中在德国巴马格及日本 TMT 两家公司手中，两者每年生产的卷绕头仅能对应每年约 250 万吨左右的产能增量，目前这两家公司在 2023 年及之前的出货订单已经被包括恒逸石化、桐昆股份及新凤鸣在内的企业买断，因此极大地限制了未来几年涤纶长丝产能的扩张，这意味着小企业扩产将非常困难。另一方面，过去受制于上游原材料大量依赖进口，聚酯产业链的利润主要集中在上游 PX 环节，未来随着大炼化项目投资带来的上游 PX、乙烯产能大量增加，以及中游 PTA 的大规模扩产，产业链利润有望重新，逐步向下游倾斜。

3.2 纺织业向好拉聚酯需求，需求端大幅增长

由于受土地资源所限，粮棉争地、城乡争地矛盾日渐突出，棉花等天然纤维难以满足纺织工业发展需要，纤维消费量的增长主要依靠化纤的增长来支撑，化纤是纺织工业增长的主要原料保障，根据国家统计局的数据，2020 年我国布和纱产量 371 亿米和 2630 万

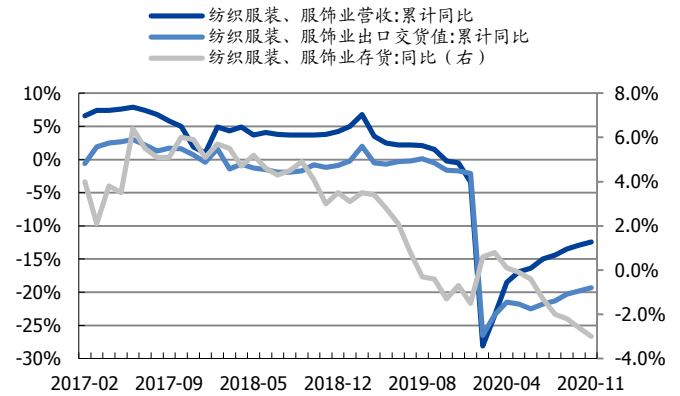
吨，同比分别下滑 33.2%和 7.0%，化学纤维产量 6168 万吨，同比增长 4.8%。

图表 29: 近年来纺织行业主要产品产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

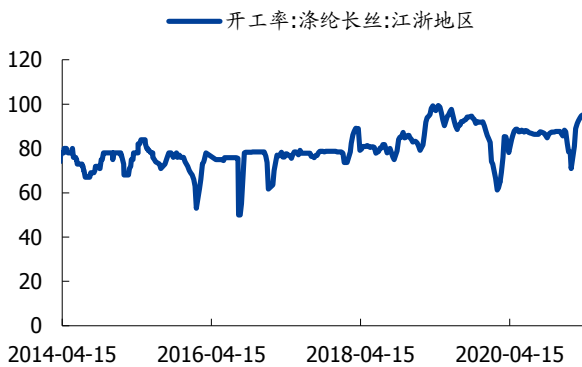
图表 30: 近年来化学纤维产量变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

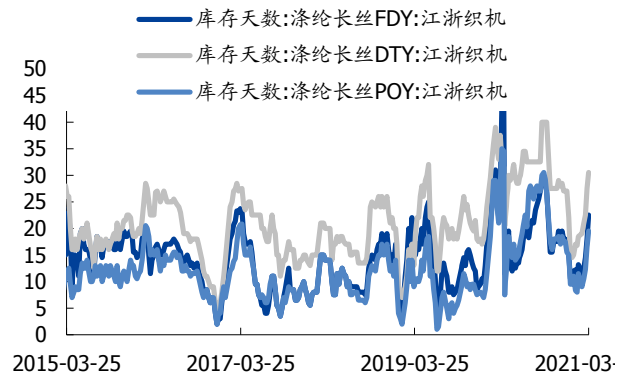
下游纺织服装、服饰业回暖，库存增速放缓。受到疫情影响，2020 年一季度下游纺织服装行业需求大幅下滑，随着国内疫情缓解，下游需求逐步复苏。在下游需求拉动下，上游涤纶长丝开工率一直维持 85%以上的开工负荷，最新开工率已经达到约 94%的水平。从价格及价差情况来看近期都迎来了比较强的修复。

图表 31: 涤纶长丝江浙地区开工率 (%)



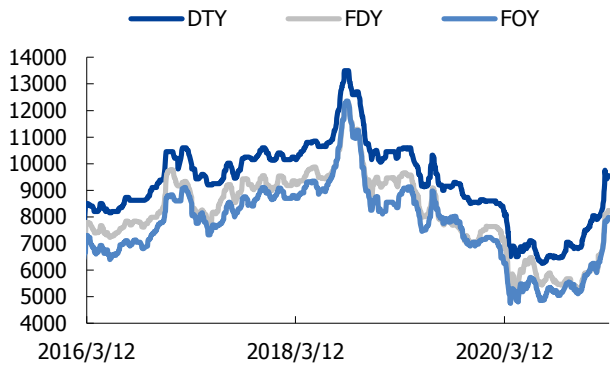
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 近年来涤纶长丝库存天数(天)



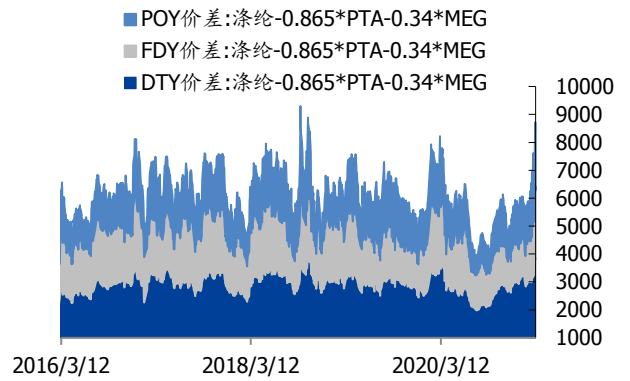
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 过去几年涤纶长丝价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 34: 过去几年涤纶长丝价差走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.3 产业链格局向好, 利好聚酯景气中长期改善

公司目前涤纶长丝业务总产能为 230 万吨, 产能规模位居行业前列, 差别率达到 90%, 由全资子公司国望高科及其下属重要子公司盛虹纤维、中鲈科技、港虹纤维等。

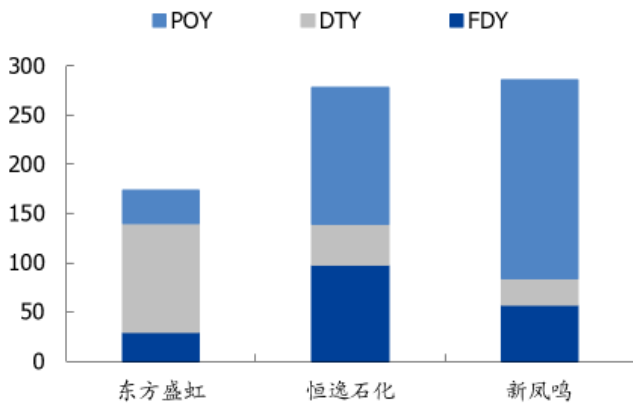
图表 35: 公司产品特征及主要用途

产品名称	产品特征及主要用途
DTY	涤纶化纤的一种变形丝类型, 它是以聚酯 (PET) 为原料, 采用高速纺制涤纶预取向丝 (POY), 再经牵伸假捻加工而成。具有弹性模量高、热定型性优异、回弹性能好、耐热性、耐光性、耐腐蚀性强、易洗快干等特点外, 还具有蓬松性高、隔热性好、手感舒适等特点。加工成服装面料 (如西服、衬衫)、床上用品 (如被面、床罩、蚊帐) 及装饰用品 (窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布) 等。
POY	涤纶半成品, 有一定的取向度及结晶度, 后加工性能好。较多用于后加工生产。例如生产 DTY、DT、ATY, 也可以直接应用于丝绸纺织行业。POY 一般有二种, 一种是直接用于织造, 一种是用于加弹。
FDY	在纺丝过程中引入拉伸作用, 可获得具有高取向度和中等结晶度的卷绕丝, 为全牵伸丝。具有强度高, 热塑性好, 耐磨性好, 耐光性好, 耐腐蚀, 弹性及蓬松性一般等特点。加工成里料、衬布等, 在服装和家纺方面有广泛的用途。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

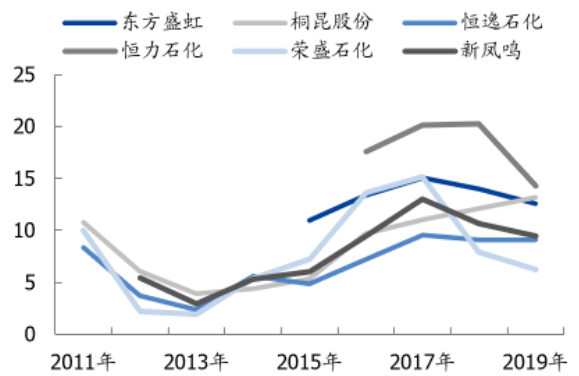
相比于同行业其他上市公司, 公司涤纶长丝业务毛利率处于领先水平, 主要是由于公司产品中高品质、高毛利、客户忠诚度相对较高的 DTY 产品占比较高, 因此整体保持了较高的毛利率。

图表 36: 2019 年各公司 POY、DTY 及 FDY 产品实现收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 过去几年各公司涤纶长丝业务毛利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 公司主要差异化产品

差异化类型	特性	主要用途
细旦	单丝直径极小, 为真丝的 1/10, 单丝数量极多, 手感特别柔软, 织物更加舒适	家居毛毯, 女士高档服装、运动服、功能性面料
全消光	消光度好、均匀性好, 光泽柔和、抗紫外线性能强	窗帘、泳装、运动服, 家居毛毯、纺皮革
阳离子	使用阳离子染料染色提高涤纶长丝的染色性能, 使织物颜色鲜艳、亮丽	运动 T 恤、沙发布窗帘、混纺多色织物, 围巾
阳涤	阳离子涤纶长丝与普通涤纶长丝复合, 可形成不同组成比例的阳涤风格, 获得双色或者多色效果 (包括异色, 深浅, 留白)	运动 T 恤、瑜伽服、户外运动面料
海岛复合丝	通过海岛 POY 及高收缩 FDY 加弹复合后形成海岛复合 DTY。	鹿皮绒面料、鞋材、擦拭布家纺
色丝	由聚酯切片和色母粒 (色粉) 经过高温熔融纺丝而成。	色织面料, 用于服装家纺等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国望高科将发展重点放在产业链的中高端, 主攻差异化、功能性民用涤纶长丝产品, 现已掌握了超细纤维、记忆纤维、生物基合成高分子纤维、全消光熔体直纺聚酯纤维、阳离子超细纤维等技术, 是全球领先的全消光系列纤维、超细纤维和“阳涤复合”等多组份复合纤维供应商。目前, 国望高科已在差别化纤维等生产线上全面采用智能加工系统及信息化升级改造, 开发了纺丝智能加工 (落筒包装) 系统、加弹智能加工系统及工厂环节智能物流系统, 建立了工业化、智能化、信息化融合的现代化企业, 明显提升了生产效率及产品品质。同时, 国望高科产品差别化率亦高于同行业企业平均水平, 产品质量及产品交付能力处于行业内领先水平, 盈利能力较强。

图表 39: 国望高科的核心技术

序号	项目名称	生产技术所处阶段	来源	技术水平
1	PTT/PET 复合超细弹性牵伸丝	试生产	自主研发	国内领先
2	常压易染阳离子增强型涤纶长丝	试生产	自主研发	国内领先
3	十字型涤锦复合纤维	试生产	自主研发	国内领先
4	切片纺大有光全牵伸丝	大规模生产	自主研发	国内先进
5	阳离子染料可染改性涤纶低弹丝	大规模生产	自主研发	国内先进
6	阳离子染料可染改性涤纶牵伸丝	大规模生产	自主研发	国内领先
7	仿棉系列涤纶长丝	大规模生产	自主研发	国内领先
8	纺丝加弹技术联合创新 75D 功能性涤纶长丝	小规模生产	自主研发	国内领先
9	抗菌功能性纤维	试生产	自主研发	国际先进

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.4 扩产差异化长丝，引领再生聚酯纤维行业发展

近年来，纺织服装行业一直在寻找更加环保、可持续的新型材料满足可降解的需要。尤其是当前碳中和、碳达峰背景下，实现废弃塑料的循环利用具备非常重要的意义，因此再生纤维的应用得到了快速的发展，包括耐克、阿迪达斯、LV 等全球知名品牌也在致力于提高服装中再生纤维的使用占比。其中 2021 年阿迪达斯表示将首次在其产品中使用超过 60% 的再生聚酯纤维，到 2024 年在自家的衣物和鞋类产品上将转变为仅使用再生聚酯纤维。我们认为头部企业的承诺有望带动整个再生行业的发展，同时也对上游聚酯供应商提出了更高的要求。

2020 年 12 月，公司公告拟投资 35.38 亿元，由下属二级全资子公司芮邦科技投资建设年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目，建设期两年，预计达产后将新增年均销售收入 39.83 亿元。再生纤维是以废旧矿泉水瓶作为原料，经过清洗、筛选、熔融、提炼等环节做成切片进一步加工。由于废弃的塑料瓶处理难度较高，使得再生纤维对生产流程的要求比原生纤维更高。目前市场上的再生纤维主要是短丝和瓶片，转换成长丝的工艺更加复杂，难度是最高的，目前在该领域公司已经具备国内领先的技术储备。

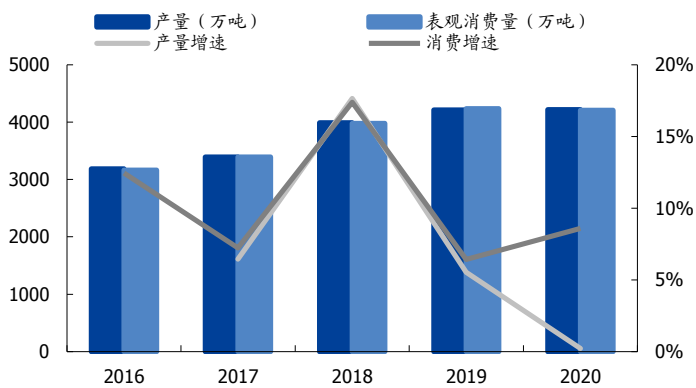
4.PTA 集中度有望进一步提高

PTA 是连接石油化工与化纤工业的重要中间产品。PTA 即精对苯二甲酸，是合成聚酯的核心原料。PTA 的下游应用比较集中，世界上 90% 以上的 PTA 用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯(简称聚酯, PET), 生产一吨 PET 约需要 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨乙二醇(MEG)。我们认为，随着 PTA 大规模扩产的结束以及下游涤纶产量的小幅增长，行业中将形成较

为有序的定价机制,叠加成本端PX温和上行支撑PTA加工费上涨,行业有望走出低谷。公司作为国内PTA行业龙头,PTA涨价带来的业绩弹性巨大。

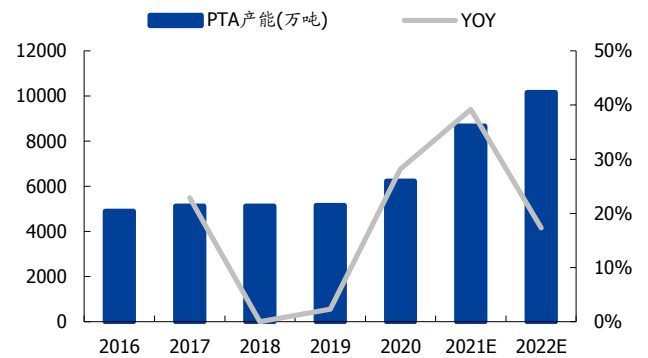
回顾我国PTA的发展历程,2011年是一个重要的转折点。2011年之前我国PTA供应紧张,盈利较好,2010年受棉花价格上涨影响,聚酯需求增加,带动PTA价格上涨,致使2010-2011年PTA的盈利达到近20多年来的高点,刺激我国开始了新一轮的产能扩张,很多公司纷纷上马PTA产能。在随后的2011-2015年,我国迎来了PTA投产的高峰,2011-2020年我国PTA产能从2040万吨增长到了6223万吨,同期产量从1546万吨增长至4220万吨,截至2020年初,行业整体开工率达到80%,我国PTA已经达到了自给自足的状态。2020年我国PTA表观消费量4209万吨,同比8.58%,行业基本供需平衡,未来两年PTA行业新增产能多达3640万吨,其中2021年新增产能2140万吨,2022年新增产能1500万吨,并且新增产能多集中在行业恒力石化等头部企业。

图表 40: PTA 产量增速及消费量增速 (万吨, %)



资料来源:百川资讯,国盛证券研究所

图表 41: 我国 PTA 产能及增速



资料来源:百川资讯,国盛证券研究所

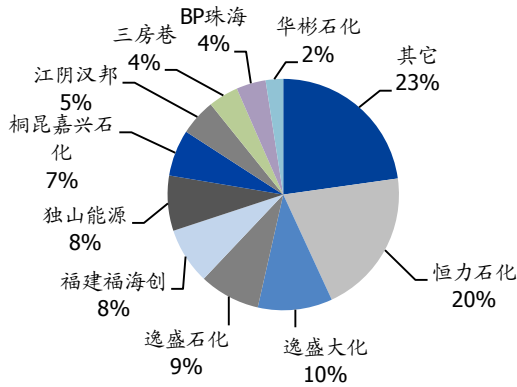
图表 42: 未来两年 PTA 新增产能

投产时间	厂家	产能 (万吨)	省份
2021 年	宁波中金石化	330	浙江
	宁夏宝塔能源化工	120	宁夏
	福建百宏聚纤	250	福建
	浙江逸盛石化	300	浙江
	江苏虹港石化	240	江苏
合计		1240	
2022 年	石狮市佳龙石化纺织	110	福建
	恒力石化(惠州)	500	广东省
	东营威联化学	250	山东
	新疆蓝山屯河化工	120	新疆
	中国石油化工天津分公司	220	河北
	桐昆集团	500	江苏
	台化兴业(宁波)	300	浙江
合计		2000	

资料来源:百川盈孚,国盛证券研究所

库存方面，自2014年初以来，国内PTA库存天数持续下降，2014~2016年由6.5天大幅降至2.7天。2020年由于疫情影响行业库存上升到9天，随着下游需求逐渐复苏，行业库存快速去化，截至2021年4月16日，国内PTA平均库存天数降低至3.5天，库存天数持续下降并处于相对低位，这对国内PTA市场形成有力支撑，同时下游需求旺盛，使得PTA价格有一定修复，利润空间有所提升。

图表 43: PTA 厂家产能市占率 (%) (2020 年)



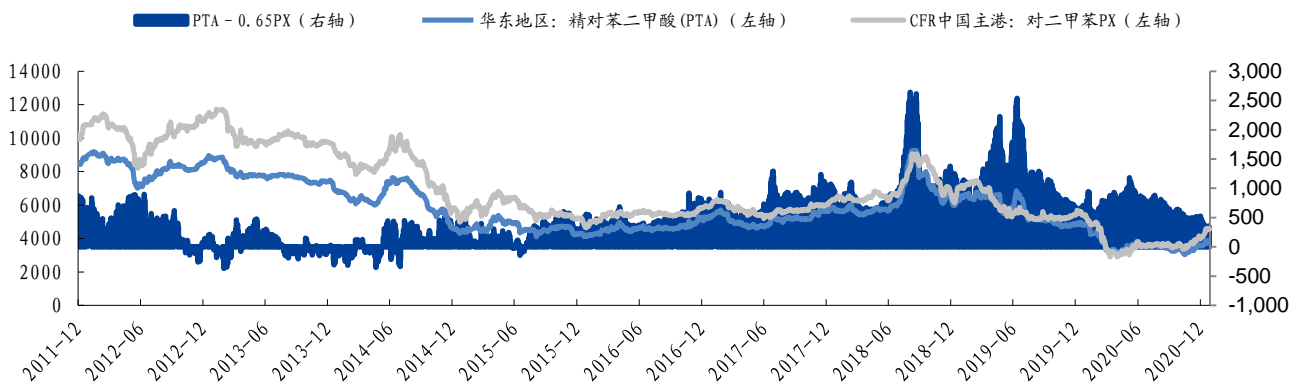
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 44: PTA 库存天数变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: PTA-PX 价差图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2010年，盛虹集团积极延伸产业链，从盛泽北上连云港，依托港口优势、区位优势、产业优势开始布局石化产业链，其中虹港石化于2011年3月成立，位于连云港徐圩新区石化产业基地，150万吨PTA项目于2014年投产并稳定运行至今，是华东地区主要的PTA生产商之一，主要为集团化纤业务提供原料，为解决关联交易问题虹港石化已于2019年注入上市公司体内。目前虹港石化正在开展二期240万吨PTA产能的建设，该项目采取英威达P8技术，投产完成后公司PTA业务竞争力有望进一步提高。

5. 盈利预测与投资评级

盈利预测:

1、聚酯业务仍然是公司 2020 年及 2021 年收入的主要来源，受益于 2021 年行业整体景气上行，我们预期公司涤纶长丝业务收入有望出现明显增加。公司 1600 万吨大炼化项目我们预期将于 2021 年底投产，将于 2022 年开始逐步产生贡献，热电业务及房地产租赁业务未来预计仍将保持稳定增长，在公司整体收入及毛利中占比将会呈现逐年下降趋势。

2、毛利率：我们预计公司 2021~2023 年综合毛利率分别为 11.5%、16.7%及 18.3%。

3、费用率：我们预计公司 2021~2023 年费用率为 3.8%、3.6%及 4.6%。

4、净利率：我们预计公司 2021~2023 年净利率为 5.3%、8.0%及 8.2%。

图表 46: 公司各项业务营业收入及毛利润预测 (亿元)

	2021E	2022E	2023E
聚酯			
收入	164.9	173.0	205.0
毛利	21.4	22.5	26.7
毛利率	13.00%	13.00%	13.00%
PTA			
收入	126.6	148.5	158.2
毛利	10.1	10.4	11.1
毛利率	8.00%	7.00%	7.00%
热电			
收入	7.25	7.25	7.25
毛利	2.755	2.755	2.755
毛利率	38%	38%	38%
炼化			
收入		570	864
毛利		114.57	185.76
毛利率		20.10%	21.50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议：我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 15.69、75.35、101.03 亿元，分别对应 47.1、9.8 及 7.3 倍 PE。公司 1600 万吨炼化一体化项目预计将于 2021 年底投产，预计将会对公司 2022 及 2023 年业绩产生较大增厚，公司 2022 年估值较同样在国内已形成炼化一体化全产业链布局的荣盛石化及恒力石化相比还存在明显低估，因此我们首次覆盖并给予公司“买入”评级。

图表 47: 公司与可比公司估值比较

		EPS				PE				股价
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
002493	荣盛石化	0.35	1.08	1.66	2.21	78.6	25.5	16.6	12.5	27.5
600346	恒力石化	1.44	1.91	2.30	2.60	20.3	15.3	12.7	11.2	29.2
000703	恒逸石化	1.13	1.16	1.47	1.65	11.5	11.3	8.9	7.9	13.0

603225	新风鸣	1.13	0.45	1.30	1.76	14.3	35.6	12.4	9.1	16.1
601233	桐昆股份	1.57	1.30	2.03	2.51	13.1	15.8	10.1	8.2	20.5
平均						27.5	20.7	12.1	9.8	
000301	东方盛虹	0.4	0.07	0.32	1.56	37.6	230.0	47.1	9.8	15.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (其余公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 股价截至 2021 年 4 月 19 日)

6.风险提示

国际油价大幅下跌:公司投资建设的连云港 1600 万吨炼化一体化项目的原材料是原油, 如果国际油价发生大幅下跌会造成一定的库存损失, 对公司经营和盈利情况造成一定的影响。另外公司现有主业以 PTA 和下游的涤纶化纤为主, 属于石化产业链的下游, 油价大幅下跌也会造成一定的风险。

宏观经济下行:炼化行业的下游需求比较广泛, 关系衣住行等行业, 行业盈利情况与下游需求增速等因素的影响, 如果我国宏观环境发生较大变化会给上市公司的经营业绩带来周期性波动的风险。

新项目建设进度不及预期:公司的炼化项目目前还在建设中, 预计 2021 年底建成投产; 大型石化项目建设进度受到关键设备供货周期等因素的影响, 如果进度不及预期也会造成项目投产时间推迟从而对公司的经营和盈利情况造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com