



Research and  
Development Center

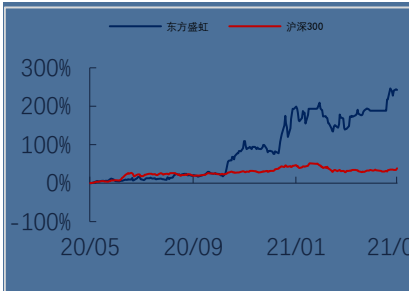
# 内核持续升级，炼化切换估值逻辑

—东方盛虹(000301)首次覆盖报告

2021年05月25日

陈淑娴 首席分析师  
S1500519080001  
+86 21 61678597  
chenshuxian@cindasc.com

曹熠 研究助理  
+86 21 61678597  
caoyi@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**东方盛虹(000301)**
**投资评级 买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	17.81
52周内股价波动区间(元)	18.01-5.19
最近一月涨跌幅(%)	18.65%
总股本(亿股)	48.35
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	861.09

资料来源：信达证券研发中心

 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

# 内核持续升级，炼化切换估值逻辑

2021年05月25日

**本期内容提要：**

- ◆**盛虹炼化万事俱备，全面布局只欠东风。**盛虹炼化项目于2018年12月14日开工建设，预计2021年末建成投产。子公司虹港石化（主营PTA）与集团子公司斯尔邦化学与炼化项目在同一园区内，公司拥有园区内产业链协同效应的优势。公司炼化项目调整后的投资额为676.64亿元。盛虹炼化单线规模是目前我国最大的单线产能，降油增化将成为未来民营大炼化项目的主要发展方向，盛虹炼化项目将化工品产量提升至69%。目前公司依托大炼化的生产装置、公用工程及系统配套设施，新增建设2个项目，其下游配套苯酚和丙酮的装置与荣盛石化下游装置类似。并在丙酮、苯及乙烯的基础上继续深加工扩展产业链，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。
- ◆**PX进口替代有序推进，龙头PTA成本优势突出。**2019年我国PX进口依赖度下降10.67个百分点至50.50%。PX市场供应面逐渐转变为民营企业与国有企业各撑起半边天的格局，国内PX进口替代加速。我国PTA供给侧呈现出明显的：大型PTA生产装置不断扩产，落后PTA产能淘汰进度缓慢的结构性产能过剩格局。公司目前长丝产能230万吨/年，PTA产能390万吨/年，公司聚酯产业链实现原料自给，并且富余193万吨/年PTA产能，能够支持公司再扩大226万吨/年的长丝产能，为公司在下游长丝发展提供足够的原料保障。我们认为，对比同行业经验，最新的PTA工艺能够有效降低PTA生产加工成本，目前公司二期240万吨/年PTA装置已经完全投产，上半年将有业绩体现。在PTA行业产能趋于过剩的大背景下，持续摊薄的加工成本有利于公司进一步强化其原料端的竞争内核。
- ◆**寡头化格局利好龙头，差异化平抑周期风险。**我们预计未来3年，涤纶长丝的需求将会与下游纺织服装匹配，疫情因素修复后需求同比增速将回升至5%以上。疫苗加速落地的大背景下，2021年上半年长丝行情修复，长丝景气度重回向上通道。公司主营高端差异化DTY丝溢价值高。根据公司披露信息，2020年1-9月公司DTY丝相比于行业平均的溢价为2149.69元/吨，远高于同行业公司。根据公司的产能规划，芮邦科技25万吨/年再生差别化和功能性涤纶长丝（POY/FDY）及配套110台加弹机项目将力争在2021年内投产，我们认为，公司具备差别化、高端化、高附加值的长丝生产能力，一方面将给公司贡献更高的毛利率，另一方面在行业遇到极端事件，如2020年的极端情况下也有更强的抗风险能力。
- ◆**斯尔邦拟注入上市公司，“炼化+精细化工”内核升级。**目前公司正在推进对斯尔邦石化的重大资产重组。斯尔邦主营业务为生产高附加值烯烃衍生物。采用一体化生产工艺技术，以甲醇为主要原料制取乙烯、丙烯、C4等，进而合成烯烃衍生物。公司现有产能：52万吨/年丙烯腈、30万吨/年EVA、17万吨/年MMA、42万吨/年EO及其衍生物。目前公司在建的PHD项目二期全面展开安装工程，建设进入高峰期。该项目建成后可实现年产70万吨/年丙烯、52万吨/年丙烯腈和18万吨/年MMA。斯尔邦石化丙烯腈整体规模将达到104万吨/年，MMA规模达到35万吨/年。斯尔邦与鄂尔多斯市政府签订绿色新材料循环经济产业园项目投资协议，预计投资1270亿元在达拉特经济开发区建设甲醇及下游化工新材料项目。斯尔邦将进一步向产业链上游发展，实现从甲醇到化工新材料产业链的原料覆盖和产品多样化。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预测2021年-2023年公司EPS（摊薄）分别  
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

为 0.33 元、1.24 元和 2.21 元。对应动态市盈率（以 2021 年 5 月 25 日收盘价计算）分别为 53.65 倍、14.37 倍和 8.06 倍。大炼化项目完全投产和贡献全年业绩后，公司估值显著低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

- ◆**股价催化剂：**大炼化项目建设进度加速；聚酯项目较预期提前投产；聚酯行业景气度上升，公司产品价格持续上涨。
- ◆**风险因素：**炼化一体化项目及配套项目建设进度滞后，盈利不及预期的风险；原油价格剧烈波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；全国 PTA 产能过剩加剧导致利润持续摊薄的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	24,888	22,777	37,081	83,032	123,481
增长率 YoY %	7.0%	-8.5%	62.8%	123.9%	48.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,614	316	1,605	5,991	10,689
增长率 YoY%	67.2%	-80.4%	407.4%	273.3%	78.4%
毛利率%	12.1%	6.0%	12.6%	15.9%	16.6%
净资产收益率ROE%	11.5%	1.8%	8.4%	23.8%	29.8%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.33	1.24	2.21
市盈率 P/E(倍)	15.52	144.90	53.65	14.37	8.06
市净率 P/B(倍)	1.79	2.61	4.50	3.43	2.40

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 05 月 25 日收盘价

## 目录

差异化龙头强化内核，全产业链整合蓄势待发	8
一、重组塑造聚酯龙头，炼化项目加速建设	8
二、差异化业务主导，DTY 龙头业绩稳步向上	10
聚酯产业链利润下移，差异化平抑周期风险	14
一、PX: 民营炼化产能落地，进口替代有序推行	14
二、PTA: 产能结构性过剩，龙头成本优势突出	16
三、涤纶长丝: 景气周期触底反弹，高附加值品种强化弹性	18
民营大炼化尽情发挥，盛虹一体化即将落成	23
一、全国存量规划庞大，民营大炼化表现亮眼	23
二、盛虹炼化万事俱备，全面布局只欠东风	24
斯尔邦拟注入上市公司，“炼化+精细化工”内核升级	29
一、斯尔邦石化历史沿革	29
二、丙烯酸传统主力业务，光伏材料助推 2021 年业绩爆发	31
盈利预测、估值与投资评级	36
重要假设	36
盈利预测、估值与投资评级	36
风险因素	37

## 表目录

表 1 涤纶长丝生产装置明细及产能	9
表 2 截止 2020 年底中国大陆主要 PX 已建产能	15
表 3 2021 年及之后中国大陆 PX 拟建和未投产产能	15
表 4 2021 年及以后中国大陆拟建和未投产 PTA 产能	16
表 5 中国 2021 年拟新增涤纶长丝产能	21
表 6 主要差别化产品类型	23
表 7 2019 年-2021 年及以后中国企业拟建和未投产炼化一体化产能	23
表 8 盛虹炼化一体化项目融资情况	26
表 9 民营大炼化公告的成品油收率	26
表 10 4 大民营大炼化项目公告投资额对比	27
表 11 连云港徐圩石化产业园区内化工品需求	27
表 12 斯尔邦石化主要产品产能及在建情况 (万吨/年)	30
表 13 斯尔邦主要产品产销情况介绍 (万吨)	32
表 14 可比上市公司相对估值	36

## 图目录

图 1: 东方盛虹最新股权结构	8
图 2: 重组前盛虹科技股权结构	9
图 3: 东方盛虹产业链分布情况	9
图 4: 2017 年东方市场 (重组前) 营业收入结构 (%)	10
图 5: 2020 年东方盛虹营业收入结构 (%)	10
图 6: 2017 年-2021 年 Q1 营业收入和同比增速 (亿元, %)	11
图 7: 2017 年-2021 年 Q1 归母净利润和同比增速 (亿元, %)	11
图 8: 2020 年公司各业务毛利 (亿元)	12
图 9: 2017 年-2020 年各产品毛利率 (%)	12
图 10: 东方盛虹费用率情况 (%)	12
图 11: 2017 年-2020 年涤纶长丝产量和产销率 (万吨, %)	13
图 12: 2017 年-2020 年 PTA 产量和产销率 (万吨, %)	13
图 13: 国望高科业绩承诺完成情况 (万元, %)	13
图 14: 中国 PX 产量、进口量和进口依赖度 (万吨, 万吨, %)	14
图 15: 2020 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)	14
图 16: 2020 年全球 PX 产能分布 (%)	14
图 17: 2020 年中国十大 PTA 企业的产能和占比 (万吨, %)	16
图 18: 2019 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	17
图 19: 2019 年至今 PTA 开工率 (%)	17
图 20: 2019 年至今 PTA 流通库存 (万吨)	17
图 21: 2010 年-2019 年 PTA 产能及表观消费量 (万吨)	17
图 22: 2017-2022E 公司 PTA 产量及 PTA 富余量 (万吨, 万吨)	18
图 23: 2016-2020 年桐昆股份 PTA 加工成本和单位 PTA 消耗 PX (元/吨, 吨)	18
图 24: 2015-2020 年涤纶长丝开工率 (%)	19

图 25: 2016-2021 年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨) .....	19
图 26: 2016-至今 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨) .....	19
图 27: 2015-至今 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨) .....	19
图 28: 2016-至今盛泽地区开工率 (%) .....	19
图 29: 2016-至今盛泽地区坯布库存天数 (天) .....	19
图 30: 中国 GDP 累积同比增速和纺织品消费额同比增速 (%) .....	20
图 31: 2015 年-2020 年涤纶长丝产量、表观消费量和产量同比增速 (万吨, %) .....	20
图 32: 2020 年涤纶长丝产能及占比 (%) .....	21
图 33: 2020 年公司各型号丝产能比例 (万吨, %) .....	21
图 34: 2018-2020 年可比上市公司化纤业务毛利率 (%) .....	22
图 35: 2020 年六大聚酯龙头平均研发投入及营收占比 (亿元, %) .....	22
图 36: 2018 年-2020 年民营大炼化企业归母净利润 (亿元) .....	24
图 37: 2020 年各季度民营大炼化企业归母净利润 (亿元) .....	24
图 38: 连云港石化产业基地总体发展规划 .....	25
图 39: 盛虹炼化最新股权结构 .....	25
图 40: 乙苯共氧法工艺 (PO/SM 技术) .....	28
图 41: 环氧丙烷产量、表观消费量及供需缺口 (万吨, 万吨) .....	29
图 42: 环氧丙烷消费结构 .....	29
图 43: 斯尔邦石化股权结构 .....	29
图 44: 斯尔邦主要产品介绍 .....	30
图 45: 斯尔邦主要产品工艺流程 .....	31
图 46: 2016 年-2021 年 Q1 年斯尔邦营收及同比增速 (亿元, %) .....	31
图 47: 2016 年-2021 年 Q1 年斯尔邦归母净利润及同比增速 (亿元, %) .....	31
图 48: 2016 年-2019 年 7 月斯尔邦分产品营收 (亿元) .....	32
图 49: 2016 年-2019 年 7 月斯尔邦分产品毛利 (亿元) .....	32
图 50: 2017 年-2019 年 7 月斯尔邦分产品毛利率情况 (%) .....	32
图 51: 煤制烯烃 (CTO) 生产技术介绍 .....	33
图 52: 2017 年-至今甲醇价格 (元/吨) .....	34
图 53: 2017 年-至今丙烯、丙烯腈价格及价差 (元/吨, 元/吨) .....	34
图 54: 2014 年-2019 年国内光伏装机容量及同比增速 (GW, %) .....	34
图 55: 2017 年-至今乙烯、醋酸乙烯、EVA 价格及价差 (元/吨, 元/吨) .....	35
图 56: 2017 年-至今甲醇、丙酮、MMA 价格及价差 (元/吨, 元/吨) .....	35

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑:

**盛虹炼化万事俱备，全面布局只欠东风。**盛虹炼化项目于2018年12月14日开工建设，预计2021年末建成投产。盛虹炼化单线规模是目前我国最大的单线产能，降油增化将成为未来民营大炼化项目的主要发展方向，盛虹炼化项目将化工品产量提升至69%。目前公司依托大炼化的生产装置、公用工程及系统配套设施，新增建设2个项目，其下游配套苯酚和丙酮的装置与荣盛石化下游装置类似。并在丙酮、苯及乙烯的基础上继续深加工扩展产业链，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。

**PX进口替代有序推进，龙头PTA成本优势突出。**2019年我国PX进口依赖度下降10.67个百分点至50.50%，国内PX进口替代加速。我国大型PTA生产装置不断扩产，落后PTA产能淘汰进度缓慢的结构性产能过剩格局。我们认为，对比同行业经验，最新的PTA工艺能够有效降低PTA生产加工成本，目前公司二期240万吨/年PTA装置已经完全投产，上半年将有业绩体现。在PTA行业产能趋于过剩的大背景下，持续摊薄的加工成本有利于公司进一步强化其原料端的竞争内核。

**寡头化格局利好龙头，差异化平抑周期风险。**我们预计未来3年，涤纶长丝的需求将会与下游纺织服装匹配，疫情因素修复后需求同比增速将回升至5%以上。疫苗加速落地的大背景下，2021年上半年长丝行情修复，长丝景气度重回向上通道。公司主营高端差异化DTY丝溢价高，根据公司的产能规划，芮邦科技25万吨/年再生差别化和功能性涤纶长丝（POY/FDY）及配套110台加弹机项目将力争在2021年内投产，我们认为，公司具备差别化、高端化、高附加值的长丝生产能力，一方面将给公司贡献更高的毛利率，另一方面在行业遇到极端事件，如2020年的极端情况下也有更强的抗风险能力。

**斯尔邦拟注入上市公司，“炼化+精细化工”内核升级。**目前公司正在推进对斯尔邦石化的重大资产重组。斯尔邦主营业务为生产高附加值烯烃衍生物。采用一体化生产工艺技术，以甲醇为主要原料制取乙烯、丙烯、C4等，进而合成烯烃衍生物。目前公司在建的PHD项目二期全面展开安装工程，建设进入高峰期，该项目建成后可实现年产70万吨/年丙烯、52万吨/年丙烯腈和18万吨/年MMA。斯尔邦石化丙烯腈整体规模将达到104万吨/年，MMA规模达到35万吨/年。斯尔邦与鄂尔多斯市政府签订绿色新材料循环经济产业园项目投资协议，预计投资1270亿元在达拉特经济开发区建设甲醇及下游化工新材料项目。斯尔邦将进一步向产业链上游发展，实现从甲醇到化工新材料产业链的原料覆盖和产品多样化。

### 与市场不同观点:

市场认为公司炼化项目产品设计仅到双烯层面，使得公司的估值低于其他民营炼化龙头企业。我们认为，在现有的聚酯板块业务中，虽然公司长丝总产能相较于龙头两家更小，但公司主营高附加值的DTY业务，公司盈利能力不逊于同业龙头。另外大炼化项目按计划有序建设，并且公司积极配套下游项目，并且寻求与现有大炼化项目差异化的精细化工新材料发展路径，“炼化+烯烃新材料/高端聚酯”的发展方向将为公司提供独有的竞争优势。

### 盈利预测与投资评级:

我们预测2021年-2023年公司EPS（摊薄）分别为0.33元、1.24元和2.21元。对应动态市盈率（以2021年5月25日收盘价计算）分别为53.65倍、14.37倍和8.06倍。大炼化项目完全投产和贡献全年业绩后，公司估值显著低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**股价催化剂：**大炼化项目建设进度加速；聚酯项目较预期提前投产；聚酯行业景气度上升，公司产品价格持续上涨。

**风险因素：**炼化一体化项目和配套项目建设进度滞后，盈利不及预期的风险；原油价格剧烈波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；全国 PTA 产能过剩加剧导致利润持续摊薄的风险。

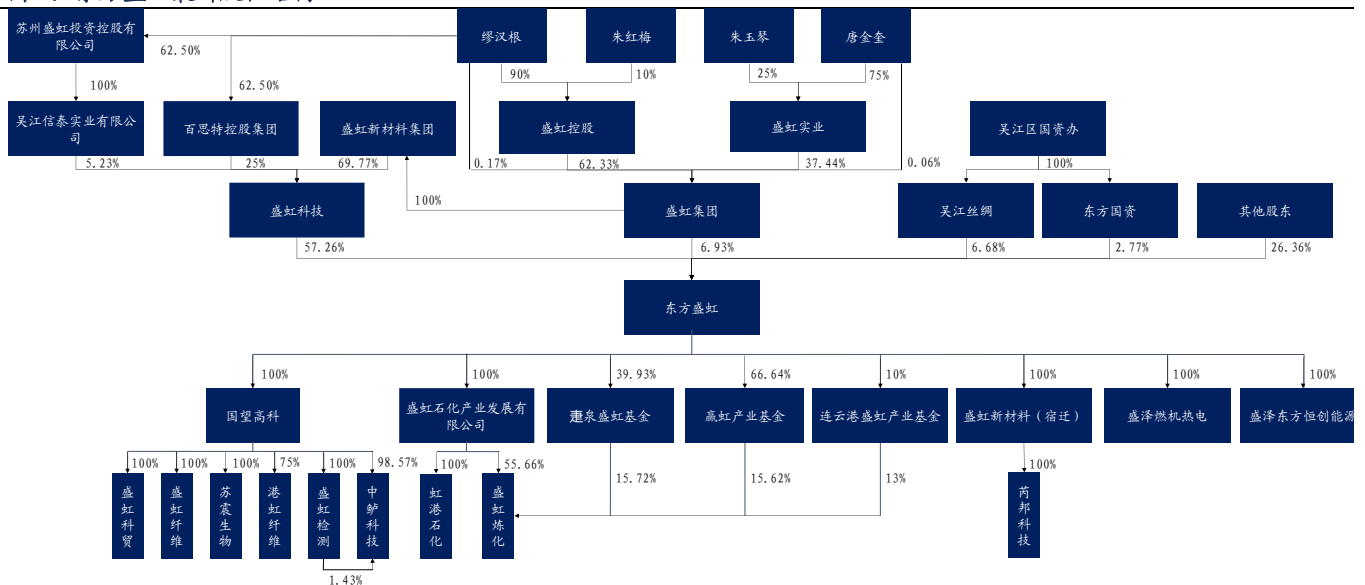
## 差异化龙头强化内核，全产业链整合蓄势待发

### 一、重组塑造聚酯龙头，炼化项目加速建设

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。

目前公司控股股东为江苏盛虹科技股份有限公司，持有公司 57.26% 的股份。公司实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇，间接持有公司 40.12% 的股份，公司控股股东盛虹科技及其一致行动人盛虹集团合计持有上市公司 64.19% 的股份。

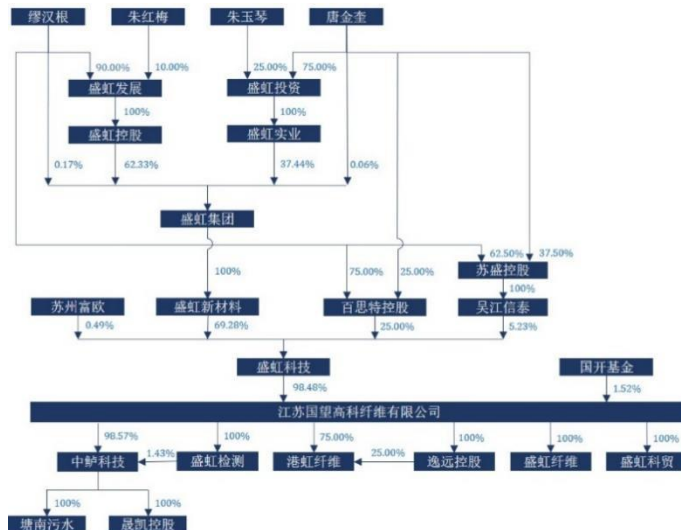
图 1：东方盛虹最新股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

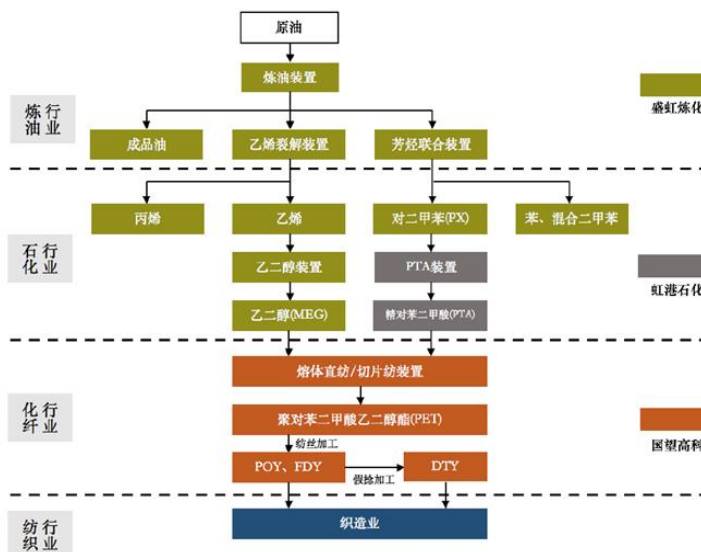
**反向重组后上市公司主营业务变更为化纤业务。**东方市场与国望高科重组之前，公司主营业务分为四大板块：电力热能、营业房出租、房地产业务以及广告业务。重组之前，国望高科为盛虹科技的子公司，2017年盛虹科技将旗下化纤生产业务全部转移到国望高科名下。至此，国望高科拥有多个子公司，产品覆盖 POY、FDY 及 DTY 等多个系列。子公司盛虹纤维、港虹纤维、中鲈科技主营差别化化学纤维及聚酯切片业务。盛虹检测主要负责化学纤维检测业务；盛虹科贸主要负责化纤研发及销售业务。反向重组后，国望高科的化纤业务并入上市公司，此外上市公司于 2019 年 3 月从盛虹新材料收购苏震生物 100% 股权，苏震生物拥有从 PDO 生产到 PTT 聚合、纺丝的完整产业链，此项收购完善了上市公司化纤业务产业布局。



**图 2：重组前盛虹科技股权结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司持续进行产业链纵向整合。2019年2月上市公司设立全资子公司江苏盛虹石化产业发展有限公司（以下简称“石化产业”），同年3月、4月收购盛虹炼化、虹港石化100%股权。依托盛虹炼化为实施主体，公司投资建设“盛虹1600万吨/年炼化一体化项目”，项目已于2018年12月开工建设，预计2021年建成投产，项目投产后，上市公司将形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，实现产业链上下游协同。

**图 3：东方盛虹产业链分布情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据公司在石化产业链的布局，自下而上可以分为三个业务板块：

**(1) 化纤板块：**主要由子公司国望高科为运营主体，包含二级子公司盛虹纤维、中鲈科技、港虹纤维在内，目前合计拥有 **230 万吨/年** 差别化化学纤维产能，芮邦科技 25 万吨/年再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目正在建设中，预计年内建成投产。公司产品差别化率达到 90%，是全球领先的全消光系列纤维、超细纤维和“阳涤复合”等多组分复合纤维供应商，差别化细分产品种类超百种，以**高端产品 DTY 为主**。

**表 1 涤纶长丝生产装置明细及产能**

生产实体	生产装置	设计产能 (万吨/年)
------	------	-------------

国望高科	4套熔体直纺装置，分别生产半消光、全消光、大有光 POY 和 FDY 并配套加弹机；复合纺；切片纺装置	120
盛虹纤维	3套熔体直纺半消光装置并配套加弹机	60
中鲈科技	1套熔体直纺阳离子装置并配套加弹机；2套差异化聚合装置以生产差异化切片	10
港虹纤维	1套阳离子纤维级聚酯熔体的聚酯装置，1套阳离子涤纶 POY 长丝和阳离子涤纶 FDY 长丝的直纺长丝装置，1套阳离子涤纶 DTY 长丝的加弹装置；1套纤维级全消光聚酯熔体的聚酯装置、1套全消光涤纶 POY 长丝和全消光涤纶 FDY 长丝的直纺长丝装置	40

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**(2) PTA 板块：**公司 PTA 生产和销售主要由虹港石化负责，2021 年 3 月初二期 240 万吨/年 PTA 改扩建项目建成投产，目前公司拥有两期合计 390 万吨/年 PTA 产能。项目采用全球技术领先的英威达 P8 工艺，物耗及加工成本优势显著。

**(3) 大炼化板块：**盛虹炼化作为公司大炼化项目运营主体。项目总投资为 676.6 亿元，设计炼油能力 1600 万吨/年，280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯。2018 年 12 月项目通过环境评估，并于同月开工建设，**预计 2021 年建成投产**。另外盛虹炼化拟投资 55.73 亿元建设“10/90 万吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置；盛虹炼化全资子公司江苏虹威化工拟投资 60.34 亿元建设 POSM 及多元醇项目，包含 50.8 万吨/年乙苯装置、20/45 万吨/年 POSM 装置、11.25 万吨/年 PPG 装置和 2.5 万吨/年 POP 装置。通过新增下游装置进一步丰富炼化产品结构，提高产品附加值和大炼化项目的综合竞争实力。

上述项目完全建成后，盛虹炼化产出品 PX 将直供虹港石化生产 PTA，虹港石化产出品 PTA 和盛虹炼化产出品乙二醇将进一步提供给国望高科生产差别化化学纤维，公司将发挥产业链协同优势，形成从“一滴油”到“一根丝”的全产业链业务经营。

## 二、差异化业务主导，DTY 龙头业绩稳步向上

### 1. 公司财务分析

对比 2018 年公司重组前后可以发现，重组前，东方市场的主营业务为电力、热能及房地产租赁业务，热电业务营收占比达到 71%；重组后，公司先后注入国望高科，收购盛虹炼化和虹港石化，在保留热电业务的同时，主营业务变更为化纤业务和 PTA 业务。截止 2020 年，DTY、FDY、POY 等化纤业务和 PTA 业务合计营收占比 76.05%，其中 DTY 占比 39.70%，公司主营业务以附加值高的 DTY 业务为主。2018 年和 2019 年，公司主营的化纤业务和 PTA 业务合计营收占比平均为 93.55%，2020 年两项主要业务营收占比下滑是因为在疫情环境下行业景气周期回落，公司通过原材料贸易和营业房出租等其他业务获得的营业收入有所增加导致的。

图 4：2017 年东方市场（重组前）营业收入结构（%）

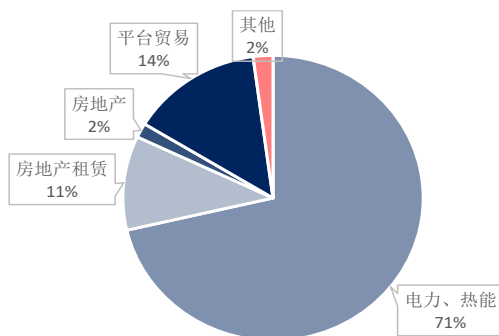
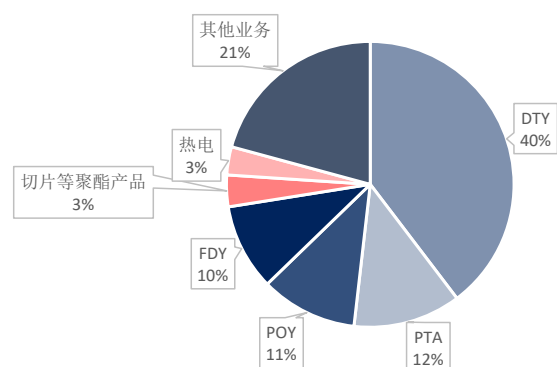


图 5：2020 年东方盛虹营业收入结构（%）



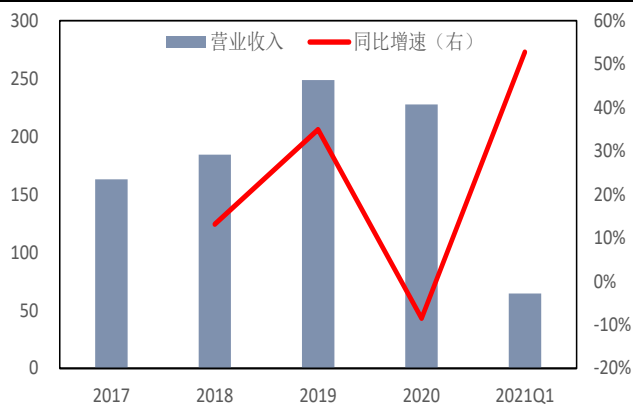
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，

根据公司追溯调整财务数据，**2017年-2019年营业收入平稳增加**，2019年营收增速达到**34.96%**，主要是因为上半年完成对盛虹炼化及虹港石化的收购，建立“PTA-聚酯化纤”业务结构，有效提升公司盈利能力。2018年公司归母净利润为8.47亿元，同比下滑**40.75%**，主要是因为2018年三季度公司按照2017年末股东权益价值和合并成本的差值，对因合并重组产生的商誉计提**5.99亿元**减值。不考虑商誉减值对归母净利润的影响，2017年-2019年，公司归母净利润维持稳定增长趋势。

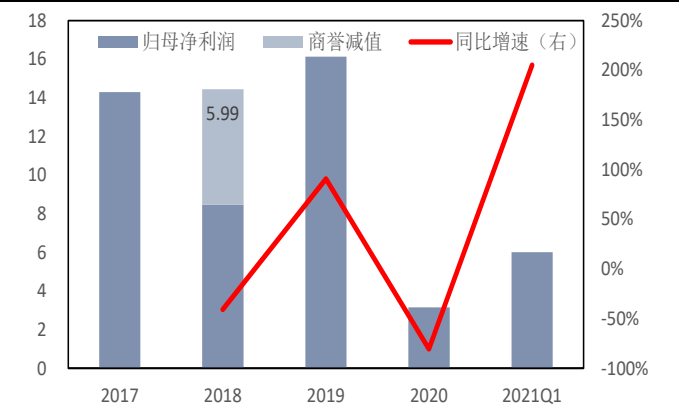
2020年公司营业收入同比下滑**8.48%**，归母净利润下滑**80.42%**，主要是因为新冠疫情对终端需求的冲击导致涤纶长丝主业盈利能力下滑。2021年1季度，公司营业收入**64.65亿元**，同比2019年上升**48.63%**，归母净利润**6.01亿元**，同比2019年上升**90.19%**。1季度随着成本端原油价格上升和“疫苗时代”疫情缓解，需求回升的供需面修复，公司盈利能力同比疫情前显著提升。

图 6：2017 年-2021 年 Q1 营业收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

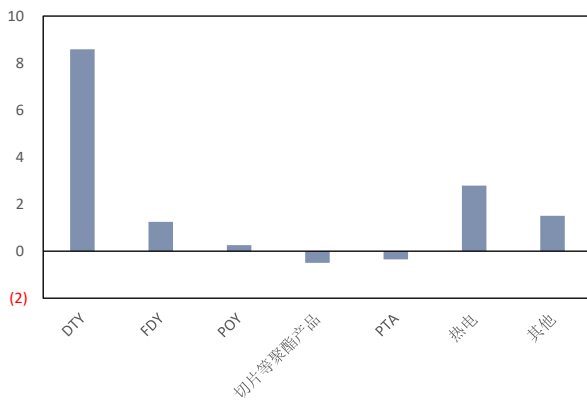
图 7：2017 年-2021 年 Q1 归母净利润和同比增速（亿元，%）



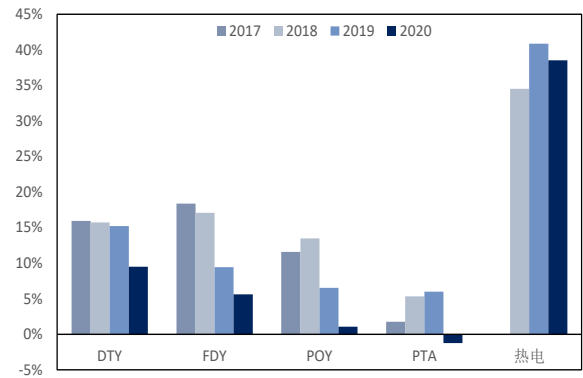
资料来源：公司公告，信达证券研发中心，

2019年，公司业绩主要来源于化纤和PTA板块，DTY业务贡献了56%的毛利，毛利率达到15.22%。POY、FDY和PTA业务毛利占比分别为7.19%、9.23%和8.53%。毛利率分别为6.54%、9.45%、6.00%，附加值越高的产品毛利率越大，公司主营业务中附加值越高的产品毛利占比越大，表明公司倾向于通过提高平均毛利率以实现业绩有效提升。营收占比4%的热电业务贡献了11.87%的毛利润，主要是因为热电业务超过40%的高毛利率。

2020年，公司营收及归母净利润均出现大幅下滑，聚酯各型号产品和PTA毛利率大幅下降，其中DTY、POY和PTA毛利率分别下降5.7pct、5.5pct和7.3pct，主要是因为新冠疫情导致聚酯产业链终端需求萎缩，涤纶长丝和PTA市场走弱，价差大幅缩窄。PTA由于疫情因素叠加产能持续投放，产品价格和利润持续承压，短期内行业景气度较难修复，随着公司240万吨/年PTA二期在2021年3月投产，PTA加工成本摊薄后将改善公司PTA业务的盈利能力。

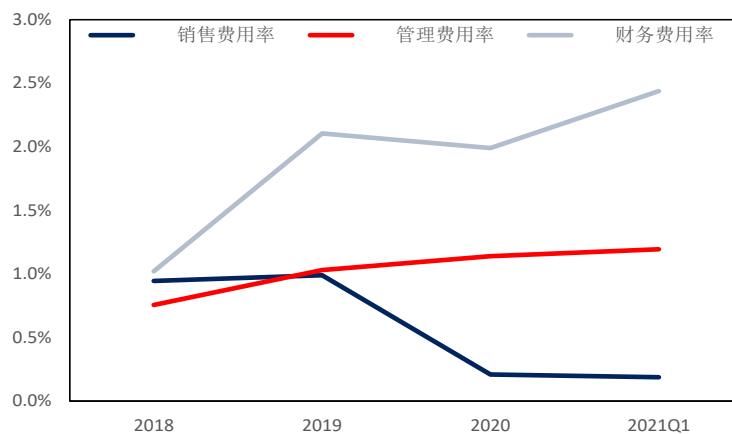
**图 8: 2020 年公司各业务毛利 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 9: 2017 年-2020 年各产品毛利率 (%)**


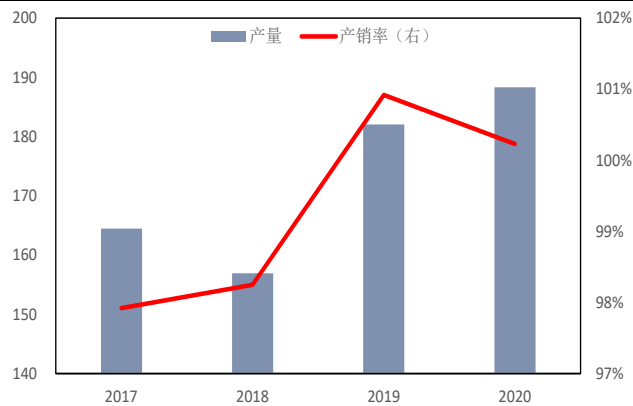
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心,

2018-2019 年, 公司进行并购重组后三费水平有所提高, 其中销售费用和管理费用变动幅度非常小, 财务费用率上升约 1 个百分点, 主要是公司发行了一期绿色债, 并且加大产能投资力度导致的。总体来看, 2020 年-2021 年 Q1, 公司三费水平变动较大主要受财务费用升高的影响, 2020 年销售费用下滑主要是会计政策变更导致的。截止 2021 年 Q1, 公司三费比率为 3.82%。

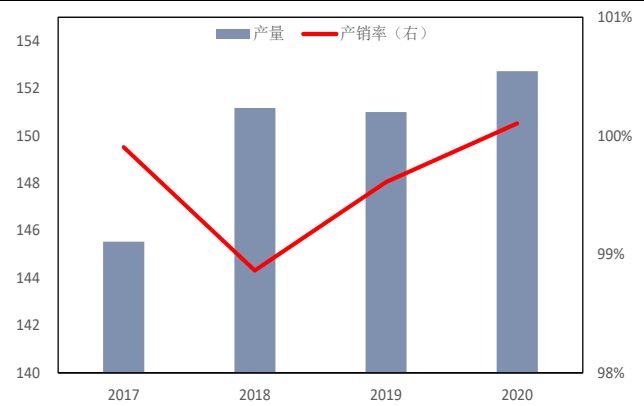
**图 10: 东方盛虹费用率情况 (%)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产量方面, 由于 2018 年-2020 年期间 PTA 无新增产能, 产量平均保持在 152 万吨左右。2019 年, 公司二级子公司港虹纤维 20 万吨/年差别化化学纤维项目投产, 公司 2019 年涤纶长丝产量从 154 万吨上升至 184 万吨。公司涤纶长丝和 PTA 产品均保持高产销率, 2020 年两产品的产销率均超过 100%, 2018 年-2020 年的涤纶长丝和 PTA 的平均产销率分别为 99.80%和 99.53%。产销长期平衡的状态表明公司产品销售渠道通畅。2020 年, 公司化纤销售量 188.77 万吨, PTA 销售量 152.88 万吨。在终端需求景气度不高的情况下, 聚酯产品销售量仍然略微超过往年同期水平, 龙头营销能力在行业景气度触底反弹时期的表现更加突出。

**图 11: 2017 年-2020 年涤纶长丝产量和产销率 (万吨, %)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

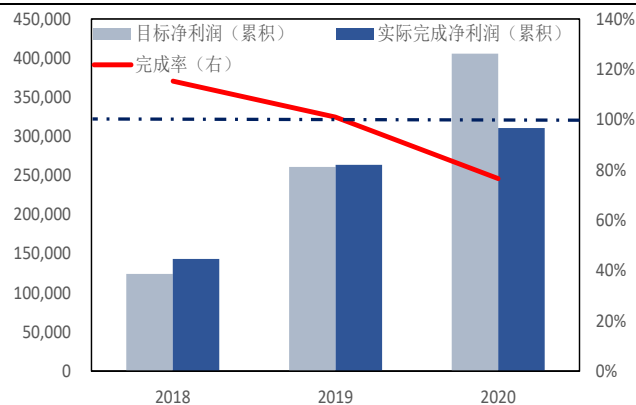
**图 12: 2017 年-2020 年 PTA 产量和产销率 (万吨, %)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心,

## 2. 公司业绩承诺完成情况

2018 年上市公司重组时, 公司与国望高科控股股东盛虹科技签署《业绩承诺及补偿协议》及其补充协议, 盛虹科技承诺: 1) 国望高科 2018 年度实现的扣除非经常性损益之后的净利润不低于 124,412 万元; 2) 国望高科 2018 年度与 2019 年度累计实现的扣除非经常性损益之后的净利润不低于 261,111 万元; 3) 国望高科 2018 年度、2019 年度与 2020 年度累计实现的扣除非经常性损益之后的净利润不低于 405,769 万元。

2018 年和 2019 年, 国望高科利润完成率分别为 115.31% 和 101.05%, 均超额完成承诺利润。2020 年国望高科实现扣非归母净利润 4.70 亿元, 三年累积完成 31.08 亿元, 仅完成目标累积净利润的 76.60%, 未完成前期业绩承诺。未完成的原因主要是 2020 年疫情导致 2020 年涤纶长丝行情低迷, 国望高科化纤产品单吨毛利大幅下降, 同时疫情管控措施影响运输费用上升, 导致国望高科 2020 年净利润大幅下降。

**图 13: 国望高科业绩承诺完成情况 (万元, %)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

由于疫情导致并购重组业绩承诺无法完成的情况普遍存在, 根据《证监会有关部门负责人就上市公司并购重组中标的资产受疫情影响相关问题答记者问》, 对于尚处于业绩承诺期的已实施并购重组项目, 标的资产确实受疫情影响导致业绩收入、利润等难以完成的, 上市公司会同业绩承诺方对标的资产业绩受疫情影响情况做出充分评估, 经双方协商一致、严格履行股东大会等必要程序后, 原则上可延长标的资产业绩承诺期或适当调整业绩承诺内容, 调整事项应当在 2020 年业绩数据确定后进行。因此考虑到疫情对公司业绩承诺的影响, 公司与盛虹科技签署了《关于江苏国望高科纤维有限公司业绩承诺及补偿协议之补充协议(四)》, 对重组业绩承诺进行部分调整, 调整业绩承诺期为 2018 年度、2019 年度和 2021 年度, 对

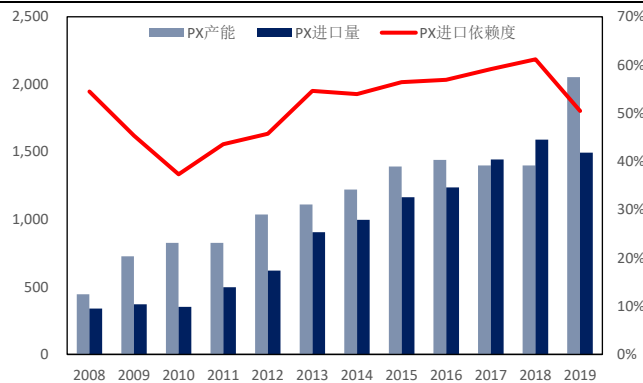
2018 年和 2019 年的业绩承诺部分不变，将 2020 年度业绩承诺顺延至 2021 年度，2018 年、2019 年和 2021 年三年累积扣非净利润不低于 40.58 亿元。按照公司已完成及承诺完成情况，2021 年国望高科需实现 14.19 亿元扣非净利润。

## 聚酯产业链利润下移，差异化平抑周期风险

### 一、PX：民营炼化产能落地，进口替代有序推行

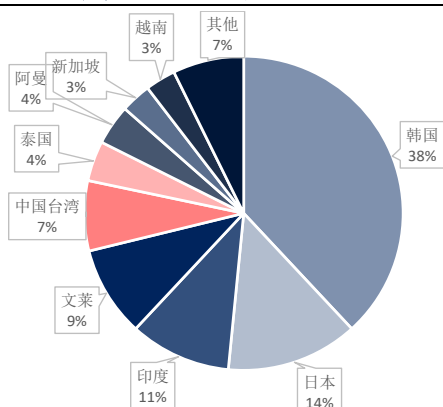
中国是全球最大的 PX 需求国，尤其是下游 PTA 行业快速发展导致 PX 需求快速扩张，国内 PX-PTA-聚酯板块的产能存在错配。国内 PTA 和聚酯产能大量投放并实现了国产替代进口，然而国内民众对 PX 的错误认识以及社会舆论的压制，导致国内 PX 产能建设缓慢。截止 2018 年底，中国共有 PX 产能约 1400 万吨/年，进口 PX 约 1590 万吨/年，PX 进口依赖度达到峰值的 61.17%。每年仍然需要从邻近的日韩台湾等地区进口，形成了以日韩为主导的卖方市场。另外，PX 的生产主要为国际石化巨头所垄断，导致我国企业在 PX 采购方面议价能力不强，直接加大了采购成本。

图 14：中国 PX 产量、进口量和进口依赖度（万吨，万吨，%）



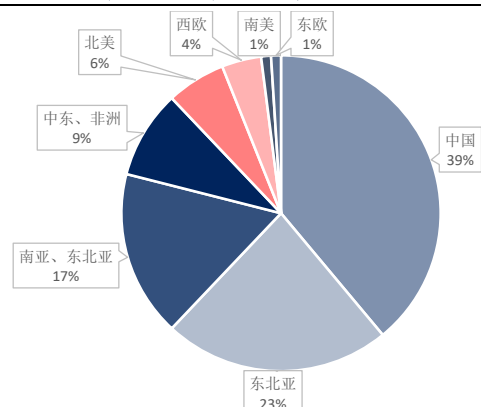
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：2020 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)



资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

图 16：2020 年全球 PX 产能分布 (%)



资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

截止 2020 年末的统计数据，我国 PX 产能合计 2891.6 万吨/年，2020 年 PX 项目仅有中化泉州及威联化学合计投产 180 万吨/年新产能，PX 产能增长主要来源于 2019 年民营炼化一体化项目的集中投产，三家（浙石化、恒力、恒逸）合计新增 PX 产能 800 万吨/年。2020

年我国 PX 产能远超东北亚地区，占全球 PX 产能比例 39%，促进我国 PX 供需由高进口依赖度切换至进口替代加速的新格局。截止 2019 年我国 PX 进口依赖度 50.50%，同比下降 10.67 个百分点。

民营炼化一体化项目投产前，我国 PX 产能集中于“三桶油”及其子公司，截止 2020 年末，中石化 PX 总产能约 626 万吨/年；中石油 PX 总产能约 289 万吨/年；中海油 80 万吨/年；中化集团 150 万吨/年，合计 1145 万吨/年。根据对已披露数据的统计，2021 年及之后我国拟建及未投产 PX 产能还有 2330 万吨/年，其中浙石化二期 400 万吨/年、裕龙岛 300 万吨/年和盛虹炼化 280 万吨/年大炼化芳烃产能推进有序，将逐步投产。PX 市场供应面逐渐转变为民营企业与国有企业各撑起半边天的格局，国内 PX 进口替代加速，且 2020 年中国与东亚各国签订 RCEP，未来从韩国进口 PX 的税率将从最惠国 2% 关税逐渐降低至 0，议价能力大幅提升。

**表 2 截止 2020 年底中国大陆主要 PX 已建产能**

企业名称	产能 (万吨/年)	所在地
镇海炼化	65	浙江宁波
扬子石化	80	江苏南京
天津石化	41	天津
金陵石化	60	江苏南京
洛阳石化	22	河南洛阳
北京燕山	3	北京
齐鲁石化	8	山东淄博
吉林石化	12	吉林省吉林市
上海石化	100	上海
海南炼化	165	海南洋浦
福建炼化	82	福建泉州
乌鲁木齐石化	106.6	新疆乌鲁木齐
辽阳石化	95	辽宁辽阳
彭州石化	75	四川彭州
青岛丽东	100	山东青岛
中海油惠州	80	广东惠州
福佳大化	150	大连大孤山
福海创芳烃 (原腾龙芳烃, 已复产)	160	福建漳州
中金石化	160	浙江宁波
恒力石化	450	辽宁大连
中化弘润	70	山东青州
恒逸文莱*	150	文莱
浙江石化	400	浙江舟山
联合石化	77	福建泉州
中化泉州	80	福建泉州
威联化学	100	山东东营
已建产能合计 (万吨)	2891.6	

资料来源: CCFEI, 百川盈孚, 信达证券研发中心

(\*注: 恒逸文莱 PX 产品运回国内加工)

**表 3 2021 年及之后中国大陆 PX 拟建和未投产产能**

企业名称	产能 (万吨/年)	拟投产时间
浙江石化二期	400	2021 年

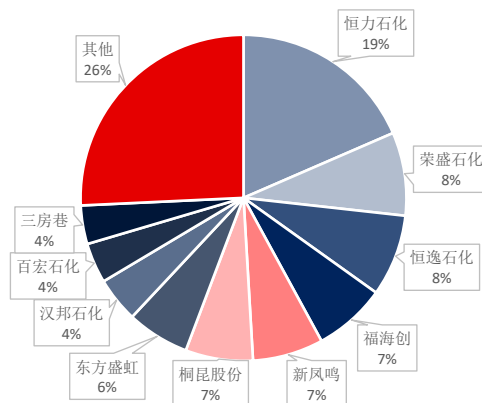
盛虹炼化	280	2021 年
广东石化	260	2021 年
大榭石化	160	2022 年
九江石化	90	2022 年
威联化学	100	2022 年
中海油惠州二期	150	2022 年
旭阳石化	350	2023 年
裕龙岛项目一期	300	2023 年
汉邦石化	160	-
宁夏宝塔	80	-
产能合计 (万吨)	2330	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

## 二、PTA：产能结构性过剩，龙头成本优势突出

经过近几年 PTA 行业产能结构的调整，我国 PTA 行业逐步形成了寡头垄断的格局。截止 2021 年 1 季度，我国 PTA 行业产能，不包含停运和已拆除产能，约为 6272 万吨/年。国内 PTA 产能排名前十的企业产能占比达到 74%，中石化系子公司合计拥有 338 万吨/年产能，剩余其他产能占比约 19%。大炼化和聚酯龙头企业（荣盛、恒逸、恒力、桐昆、新凤鸣、东方盛虹）PTA 产能合计占比 54.81%，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 17：2020 年中国十大 PTA 企业的产能和占比（万吨，%）



资料来源：CCFEI，百川盈孚，信达证券研发中心

2018 年，福海创（原翔鹭石化）450 万吨/年和华彬石化（原远东石化）140 万吨/年这两家大型 PTA 企业经历多年破产重组后复产。2020 年，新凤鸣独山能源二期 220 万吨/年、恒力石化 4#和 5#合计 500 万吨/年装置投产，近三年 PTA 投产装置基本为大型装置，PTA 供应端压力攀升。根据各公司披露的 PTA 增产计划，未来以虹港石化、恒力石化、逸盛新材料、桐昆股份等龙头企业为代表，我国仍有 3630 万吨/年 PTA 拟建产能，且建设规模均在百万吨以上。我国 PTA 供给侧呈现出明显的：大型 PTA 生产装置不断扩产，落后 PTA 产能淘汰进度缓慢的结构性产能过剩格局。

表 4 2021 及以后中国大陆拟建和未投产 PTA 产能

企业名称	产能 (万吨/年)	拟投产时间
逸盛宁波	660	2021 年
逸盛海南	220	2021 年
中石化；澄星实业	220	2021 年
虹港石化	240	已投产
宁夏宝塔	120	2021 年



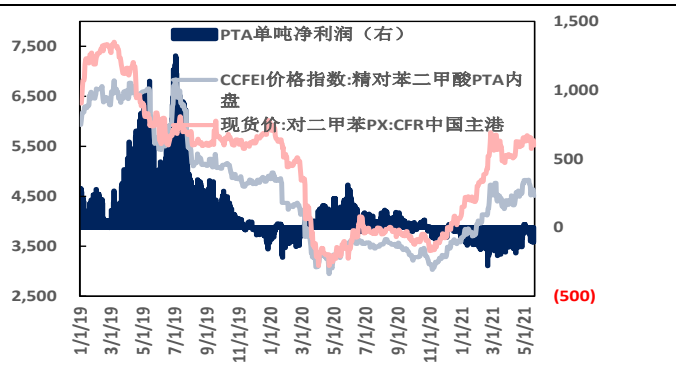
2021 年小计	1710	
恒力石化（惠州）	500	2022 年
仪征化纤	220	2022 年
桐昆股份（如东）	500	2022 年
蓝山屯河	120	2022 年
威联化学	250	2022 年
台化宁波	300	-
佳龙石化二期	200	-
2022 年及以后小计	1920	
拟建和未投产产能合计 （万吨）	3630	

资料来源：CCFEI，百川盈孚，信达证券研发中心

2019 年开始，得益于国内大炼化项目密集投产，国内 PX 进口依赖度大幅下降，PX 价格自 2019 年 3 月中下旬开始暴跌，截止 2019 年底 PX 价格跌去超过 200 美元/吨。2020 年由于国际油价暴跌，PX 价格出现断崖式下挫。尽管目前 PX 价格回升至 2019 年同期水平，但产能投建压力仍然较大，PX 进口替代同时大幅增加供给量。未来 PX 环节利润向下游 PTA 及聚酯转移成为产业链结构性大趋势，但是转移幅度和速度还与 PX 产能释放进度、PTA 自身供给增速和下游终端需求增速有关。

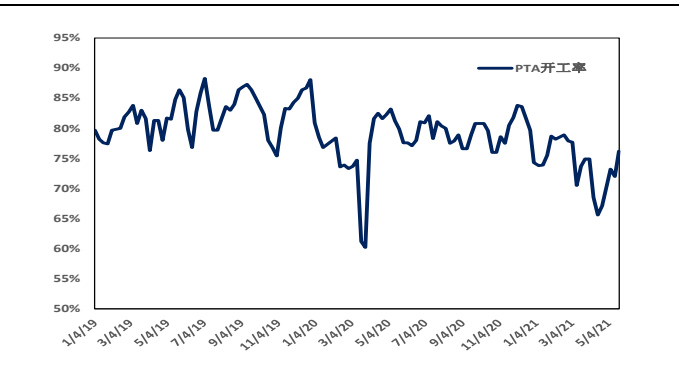
PTA 价格走势与原料 PX 相关性较强，利润方面，近两年来 PTA 产能大量投放，国际油价腰斩导致 PTA 成本端坍塌，叠加终端需求因疫情大幅减少，PTA 价格处于历史低位，2020 年 3 季度以来，PTA 单吨利润持续处于亏损状态，PTA 装置开工率维持 75%-80% 中高位，终端流通库存仍然处于同比高位，下游聚酯及终端织造订单及开工恢复成为制约 PTA 反弹的重要因素。

图 18: 2019 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润（元/吨，元/吨）



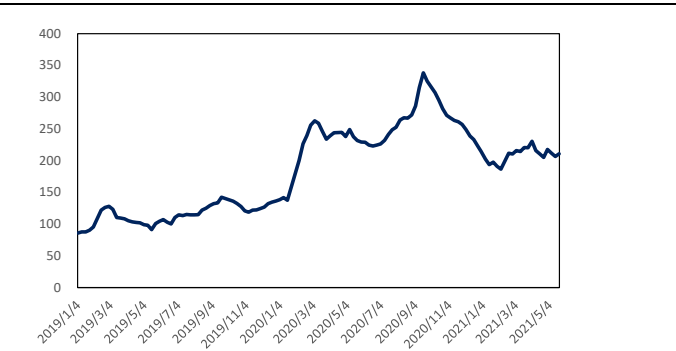
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19: 2019 年至今 PTA 开工率（%）



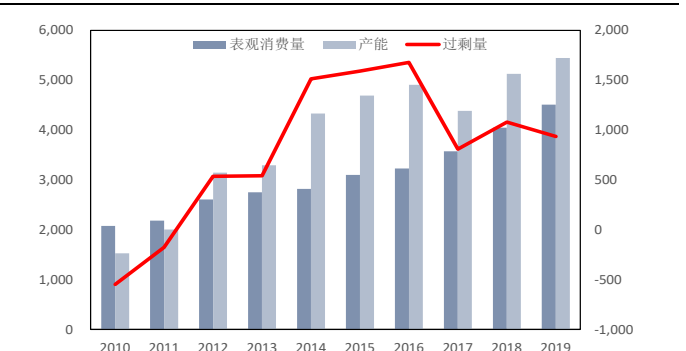
资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

图 20: 2019 年至今 PTA 流通库存（万吨）



资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

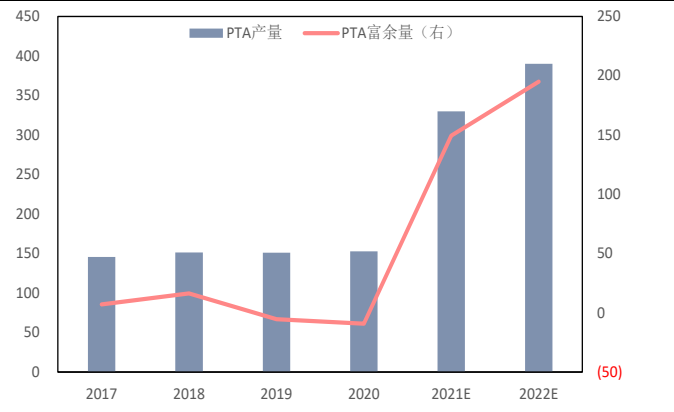
图 21: 2010 年-2019 年 PTA 产能及表观消费量（万吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

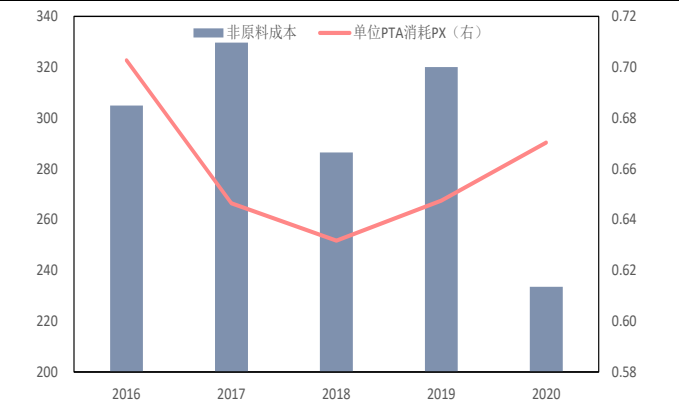
根据生产 1 吨长丝需要 0.855 吨 PTA 的投料产出比，公司 390 万吨/年 PTA 产能能够满足 456 万吨/年长丝的原料需求。公司目前长丝产能 230 万吨/年，公司聚酯产业已经实现原料自给，并且富余 193 万吨/年 PTA 产能，能够支持公司再扩大 226 万吨/年的长丝产能，为公司在下游长丝发展提供足够的原料保障。

图 22: 2017-2022E 公司 PTA 产量及 PTA 富余量 (万吨, 万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 2016-2020 年桐昆股份 PTA 加工成本和单位 PTA 消耗 PX (元/吨, 吨)

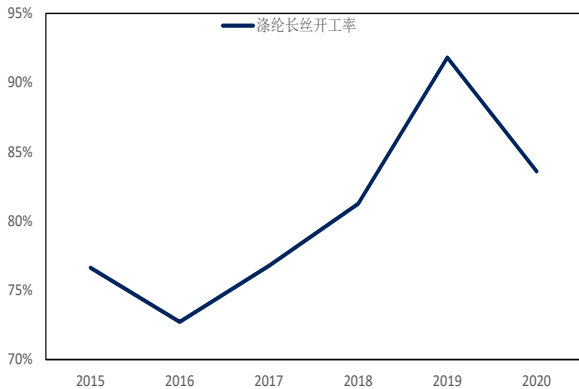


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

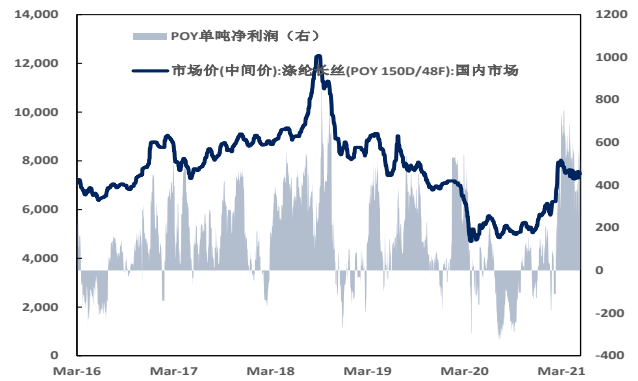
自 2017 年以来，国内长丝行业龙头加大力度建设 PTA 新产能，随着技术的先进性不断提升，国内龙头目前采用的长丝最新生产工艺主要为英伟达 P8 和英国 BP 的最新工艺，其中桐昆股份在 2017 年的第二套 200 万吨/年 PTA 装置采用英伟达 P8 技术，而新凤鸣选择与 BP 合作技术。考虑到数据的可得性，我们选择桐昆的 PTA 加工成本来做对比可以发现，2017 年公司投产的新装置单位投资仅 1500 元/吨，2016 年-2019 年，公司 PTA 单吨加工成本 310 元/吨（不含税），远低于 CCFEI 测算的行业平均加工成本的 560 元/吨。相比之下公司即将投产的 240 万吨/年 PTA 采用英伟达 P8 技术，预计总投资 38.58 亿元，装置单位投资约 1600 元/吨。我们认为，最新的 PTA 工艺能够有效降低 PTA 生产加工成本，目前公司二期 240 万吨/年 PTA 装置已经完全投产，上半年将有业绩体现。在 PTA 行业产能趋于过剩的大背景下，持续摊薄的加工成本有利于公司进一步强化其原料端的竞争内核。

### 三、涤纶长丝：景气周期触底反弹，高附加品种强化弹性

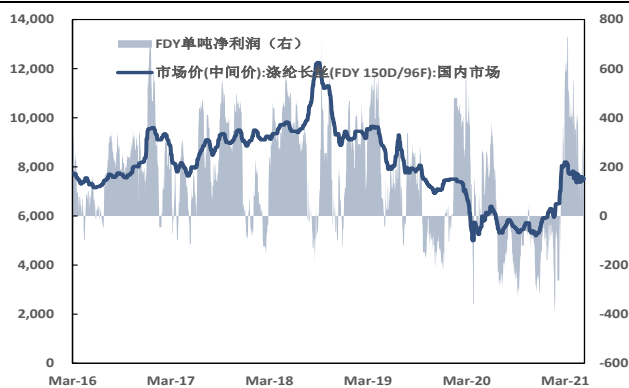
长丝熬过“至暗时刻”，“光明之路”近在咫尺。2020 年受新冠疫情影响，在 3 季度淡季期间，由于终端订单减少，织机开工率和坯布库存情况持续恶化，叠加成本端油价攀升，供需基本面恶化，长丝价格维持低位，单吨净利润跌入负值区间，2020 年疫情无疑使长丝景气度跌入底部，2020 年 9 月 2 日，DTY 丝单吨净利润最低跌至 -234 元/吨。4 季度开始，国内疫情管控的突出差异使得长丝供给侧出现产能转移，海外终端纺织订单转移至国内，坯布去库存带动长丝价格和利润持续反弹。2021 年 1 季度，成本端油价持续回升至 60 美元/桶上方，春节假期后，油价一度升至 70 美元/桶，对涤纶长丝价格支撑非常大。下游坯布厂商在春节假期前和节后复工的时点提前囤货或者补充原料，长丝大幅去库存，库存天数回落至 2019 年同比稍高的水平，是疫情以来的最低水平。受两方面因素推动，长丝的价格和利润快速上涨，POY 丝单吨利润 2021 年 1 月最高回升至 747 元/吨，截止 2021 年 4 月 6 日，POY 单吨净利润回升至 574 元/吨，较去年 3 季度淡季出现大幅回升。疫苗加速落地的大背景下，2021 年终端需求大概率持续回暖，长丝景气度将重回向上通道。

**图 24: 2015-2020 年涤纶长丝开工率 (%)**


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

**图 25: 2016-2021 年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


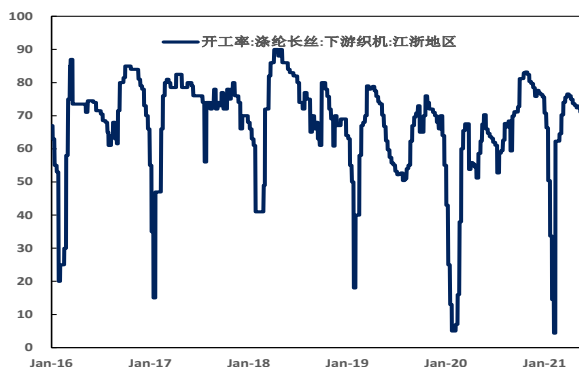
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 26: 2016-至今 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


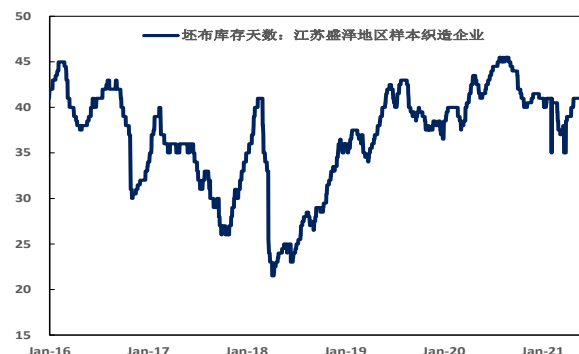
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 27: 2015-至今 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 28: 2016-至今盛泽地区开工率 (%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 29: 2016-至今盛泽地区坯布库存天数 (天)**


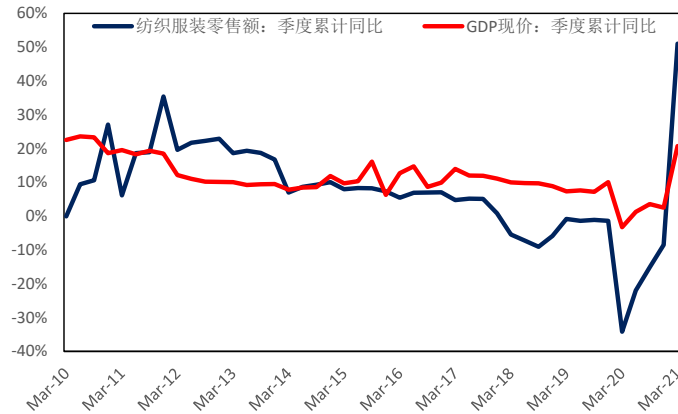
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在经济复苏和疫苗加速落地的大背景下,我们认为,国际油价将维持稳中向上的走势,终端需求大概率将跟随经济复苏节奏而持续回暖,行业景气度在向上周期中持续修复,长丝价格在 2021-2022 年将保持平稳上行的态势。从复苏的周期来看,主要是两个方面:一个方面是回升至 2019 年疫情前的同期水平;另一个方面是终端需求保持稳定的复合增速,两方面

加总得到未来涤纶长丝终端需求的增长空间。

根据国家统计局公布的纺织服装零售额和 GDP（现价）的季度累计同比增速，我们发现，2014 年以来，纺织服装行业零售增速与 GDP 增速正相关关系逐渐增强。2010 年-2019 年，以零售额计算的纺织服装行业同比增速平均达到 9.09%。短期来看，在 2020 年的宏观大环境下，纺织品服装消费额断崖式下跌，但下半年跟随疫情和经济恢复而快速反弹，包括因疫情原因，东南亚订单向国内进行中长期转移的趋势逐渐显现，我们预计 2021 年我国纺服无论是内生需求的增长，还是海外出口量增加，终端纺服需求边际上将改善，涤纶长丝下游纺织服装增速由负转正，绝对数值已经恢复至同比 2019 年水平。

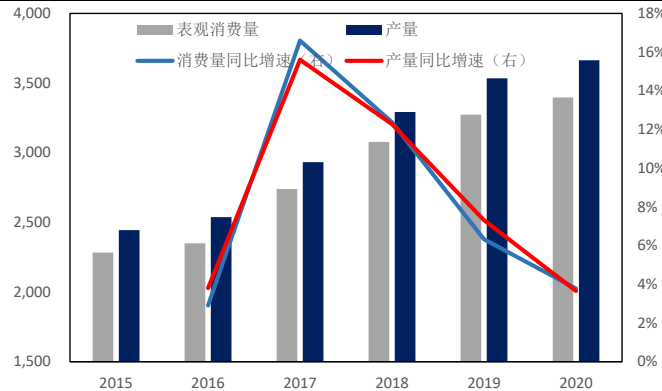
图 30：中国 GDP 累积同比增速和纺织品消费额同比增速（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

截止 2020 年末，我国涤纶长丝产量为 3663 万吨，同比增长 3.65%。2016 年-2019 年，涤纶长丝产量增速维持在 5% 以上，由于涤纶长丝出口和进口量仅占产量 6% 左右，长丝产量与表观消费量基本一致。2020 年由于疫情导致终端纺服需求减少，长丝需求难以维持去年的较高增速。我们认为，从 2013 年-2018 年的数据来看，未来三年，涤纶长丝的需求将会与下游纺织服装匹配，疫情因素修复后，需求同比增速将回升至 5% 以上。

图 31：2015 年-2020 年涤纶长丝产量、表观消费量和产量同比增速（万吨，%）

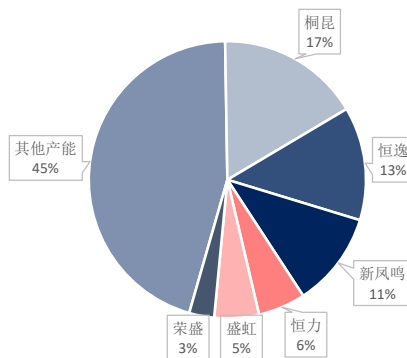


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

2020 年涤纶长丝行业全国共有 80 余家企业参与生产，总产能预计为 4423 万吨/年，根据 CCFEI 统计和各公司公布的投产计划，2020 年涤纶长丝新增产能主要来自于龙头企业，其中 CR6（桐昆、恒力、恒逸、新凤鸣、盛虹、荣盛）产能共计 2431 万吨，占到总产能的 55%，产业集中度进一步提高，东方盛虹占全国产能的比例为 5.5%。2021 年，以三家龙头企业为首，我国还将计划新增 405 万吨/年涤纶长丝产能。涤纶长丝正经历从普通丝逐渐向高端差异化丝升级，但受制于核心设备卷绕头的产能限制，目前高端差异化长丝必须采用日本 TMT

或者德国巴马格两家的设备，但设备存在 200 万吨/年左右的瓶颈，因为我们预计 2021 年新扩建产能计划中仅部分能投产，但长期来看，行业集中度将持续向龙头企业集中，长丝产品议价权逐渐由龙头企业掌控。

图 32: 2020 年涤纶长丝产能及占比 (%)



资料来源: CCFEI, 各公司公告, 信达证券研发中心

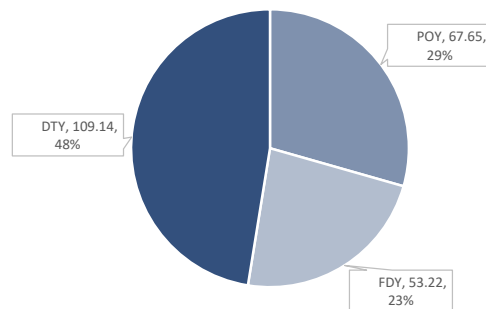
表 5 中国 2021 年拟新增涤纶长丝产能

公司名称	产能 (万吨/年)	预计投产时间
恒科新材料	55	2021 年
恒逸逸锦	25	已投产
天龙新材料	20	2021 年
恒逸新材料	50	2021 年 Q2
荣盛盛元	50	2021 年 Q2
新凤鸣平湖	60	2021 年 Q2
新凤鸣中益	30	已投产
新疆中泰	25	2021 年底
桐昆南通	30	2021 年底
恒逸恒鸣	60	2021 年
2021 年涤纶长丝产能增加	405	

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

各聚酯龙头企业主营长丝型号存在差异，桐昆股份、新凤鸣 POY 产能占比分别为 59%和 70%；恒力石化 FDY 产能占比接近 60%；东方盛虹 DTY 产能约 48%。国内长丝龙头存在“各自为安”的格局，龙头企业在各自优势领域持续强化竞争内核，并且互相之间保持竞争的差异化。由于进入不擅长领域所花费的研究成本、资本开支和销售费用较高，且新增产能布局将加大细分领域价格战的可能性，龙头企业通过深耕差异化避免在行业内引发不必要的竞争，达成基本默契，这样的格局将长久存在于涤纶长丝行业中。

图 33: 2020 年公司各型号丝产能比例 (万吨, %)



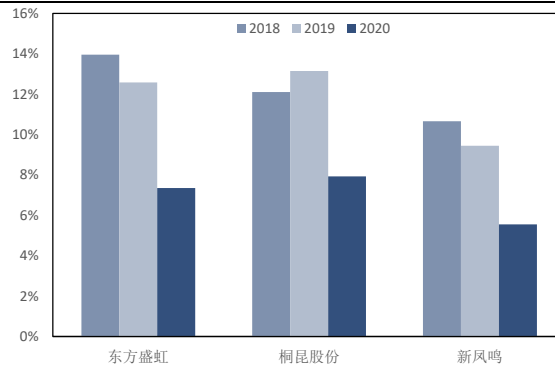
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司主营高端差异化 DTY 丝溢价值高。国望高科从原材料、生产工艺稳定性、设置质量内控

指标等方面把控产品质量，使得生产的涤纶长丝产品质量较高，在业内具有较高知名度。此外，公司的差异化细分产品品种达到上百种，做到了市场上差异化产品的100%覆盖。差异化纤维的生产技术壁垒高，公司有着常年深厚的技术经验积累，产品难以被同行其他企业模仿和超越，产品附加值远高于普通纤维，故公司产品的溢价较高。根据**公司披露信息**，2020年1-9月公司DTY丝相比于行业平均的溢价为2149.69元/吨，远高于行业水平。根据公司的产能规划，苕邦科技25万吨/年再生差别化和功能性涤纶长丝（POY/FDY）及配套110台加弹机项目（将POY进一步加工为DTY）将力争在2021年内投产，公司DTY丝产能将进一步扩张。

从横向对比来看，根据2017-2020年涤纶长丝龙头化纤业务毛利率对比数据，公司毛利率明显在行业中稳定居于领先地位，与桐昆股份毛利率水平相近，且高于新凤鸣。在2020年疫情导致终端纺服需求崩溃的大背景下，公司POY业务的毛利率1.05%，而DTY业务毛利率为9.50%，高附加值业务在景气低谷对业绩的支撑力经得住考验。我们认为，**公司具备差别化、高端化、高附加值的长丝生产能力**，一方面将给公司贡献更高的毛利率，另一方面在行业遇到极端事件，如2020年的极端情况下也有更强的抗风险能力。

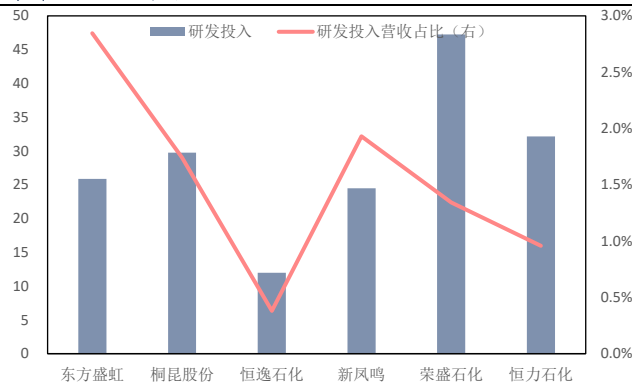
图 34：2018-2020 年可比上市公司化纤业务毛利率（%）



资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

不满足于差别化和高附加值产品竞争优势，公司始终致力于民用涤纶长丝的研发。公司经过多年的自主研发与行业应用实践，已经拥有多项行业领先的核心技术，掌握了超细纤维、记忆纤维、生物基合成高分子纤维、全消光溶体脂肪聚酯纤维、阳离子超细纤维等技术。通过对国内六大聚酯龙头企业平均研发投入的营收占比发现，虽然公司的研发投入绝对金额小于荣盛石化和恒力石化，但从营收占比来看，公司在研发方面的投入比例接近3%，高于其他企业平均不到2%的水平。未来公司将继续加强技术创新与产品研发，提高产品差异化率，保障公司的可持续发展。

图 35：2020 年六大聚酯龙头平均研发投入及营收占比（亿元，%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2020 年公司投产中鲈科技 6 万吨/年 PET 再生纤维项目，盛虹的再生纤维实现从瓶片到纺丝的溶体直纺生产工艺。芮邦科技 25 万吨/年项目预计 2021 年投产后，公司再生纤维产能将突破 30 万吨/年，成为国内最大的再生纤维供应商。相当于一年可回收利用 100 亿个废气塑料瓶，减少约 360 万吨碳排放，未来或将成为“碳中和”下涤纶长丝企业换取“碳汇”的一种有效方式。目前公司的再生聚酯纤维已经通过全球回收标准 GRS 认证，未来还将继续加大在差异化和高性能化纤产品上的研发和生产。

**表 6 主要差别化产品类型**

差别化类型	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，女式高档服装、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	麂皮绒面料、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，信达证券研发中心整理

## 民营大炼化尽情发挥，盛虹一体化即将落成

### 一、全国存量规划庞大，民营大炼化表现亮眼

2019-2020 年，七大石化基地中恒力石化与浙石化一期 2,000 万吨/年炼化一体化项目陆续投产，浙石化二期 2,000 万吨/年项目常减压装置投产。非七大石化基地中，恒逸石化在文莱建设的 800 万吨/年炼化项目和广东茂名中科炼化 1,000 万吨/年炼化项目相继投产。大炼化项目规划建设规模上亿吨，民营和“三桶油”项目兼而有之。从建设情况来看，2021 年盛虹炼化 1600 万吨/年项目和镇海炼化 1500 万吨/年炼油改扩建项目即将完工，恒逸石化和裕龙岛项目将于 2023 年建设完成；中石化古雷炼化和中石油广东石化项目正常推进，加上改扩建炼化项目，**2022 年-2023 年将集中投产一批炼化产能。**

**表 7 2019 年-2021 年及以后中国企业拟建和未投产炼化一体化产能**

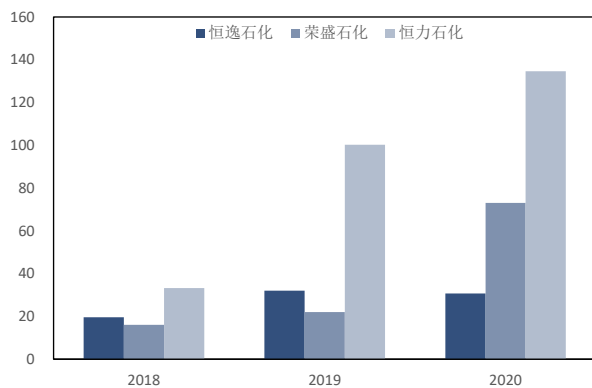
企业名称	项目名称	地区	项目建设内容	炼油规模	投产或拟投产时间
<b>2019 年</b>					
恒力石化	大连长兴岛 2000 万吨/年炼化一体化项目	辽宁省	2000 万吨/年炼油、450 万吨/年芳烃，100 万吨/年苯等	2000 万吨/年	2019 年 5 月投产
恒逸石化	文莱 PMB 800 万吨/年炼化一体化一期项目	文莱	800 万吨/年炼油，150 万吨/年芳烃、50 万吨/年苯等	800 万吨/年	2019 年 11 月投产
荣盛石化 (51%) 桐昆股份 (20%)	浙江石化 2000 万吨/年炼化一体化一期项目	浙江省	2000 万吨/年炼油、520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯	2000 万吨/年	2019 年 12 月投产
<b>2020 年</b>					
中国石化	中科炼化 1000 万吨/年炼化一体化项目	广东省	1000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯项目及相关辅助配套工程	1000 万吨/年	2020 年 6 月投产
荣盛石化 (51%) 桐昆股份 (20%)	浙江石化 2000 万吨/年炼化一体化二期项目	浙江省	2000 万吨/年炼油、520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯	2000 万吨/年	2020 年 11 月常减压装置投产
<b>2021 年及以后</b>					
东方盛虹	盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化项目	江苏省	1600 万吨/年炼油、280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯	1600 万吨/年	2021 年末

中国石化	镇海炼化一体化项目改扩建	浙江省	扩建 1500 万吨/年炼油；120 万吨/年乙烯	1500 万吨/年	2021 年
中国石油	广东石化 2000 万吨/年炼化一体化项目	广东省	2000 万吨/年炼油、120 万吨乙烯、260 万吨 PX	2000 万吨/年	2022 年
中国石化	海南炼化改扩建项目	海南省	新建 500 万吨/年常减压装置、250 万吨/年蜡油加氢裂化、200 万吨/年柴油加氢、160 万吨/年重整、60 万吨/年聚酯原料装置以及硫磺回收装置	500 万吨/年	2022Q1
中海油	大榭石化改扩建第五期项目	浙江省	600 万吨/年炼油，并新建下游 18 套生产装置	600 万吨/年	2022Q1
南山集团 (71%) 万华实业 (20%)	山东裕龙岛 4000 万吨/年炼化一体化项目 (分两期)	山东省	一期 2000 万吨/年炼油、2 套 150 万吨/年乙烯装置、300 万吨/年 PX、及配套聚乙烯、聚丙烯、芳烃等装置；二期 2000 万吨/年炼油	2000 万吨/年	2023 年 Q1
中国石化	古雷炼化一体化二期项目	福建省	1600 万吨/年炼油；120 万吨/年乙烯；320 万吨/年芳烃；60 万吨/年己内酰胺	1600 万吨/年	2023 年 Q3
中海油	惠州三期炼化一体化项目	广东	150 万吨/年乙烯裂解装置；炼油部分配套改扩建 500-800 万吨/年炼油能力。	500-800 万吨/年	2023 年
恒逸石化	文莱 PMB 1400 万吨/年炼化一体化二期项目	文莱	1400 万吨/年炼油、200 万吨/年对二甲苯、下游 250 万吨/年 PTA、100 万吨/年 PET、165 万吨/年乙烯及下游深加工。	1400 万吨/年	2023 年

资料来源：各公司公告，各项目环境影响评价报告，各项目可行性研究报告，信达证券研发中心

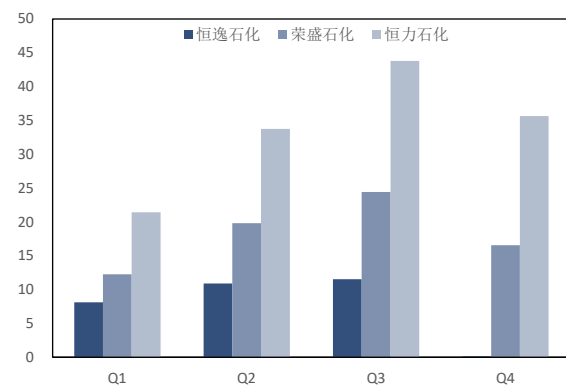
根据三大民营炼化龙头 2020 年年报披露数据，大炼化的表现亮眼。荣盛石化 2020 年归母净利润同比上年实现翻倍，恒力石化业绩大幅提升，恒逸石化在周期触底的 2020 年归母净利润基本与 2019 年全年持平。国内两大民营大炼化龙头企业大炼化板块的净利润均超过百亿，恒力石化 129.33% 的开工负荷远超山东地区炼厂不到 75% 的开工水平。对于主营业务为中下游聚酯的民营石化企业来说，向上游炼化项目发展并且最终实现全产业链一体化布局使得企业从成本、产品种类和生产效率等各方面均优势完备，彻底改变了行业的竞争力要素和投资逻辑。

图 36：2018 年-2020 年民营大炼化企业归母净利润（亿元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 37：2020 年各季度民营大炼化企业归母净利润（亿元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

## 二、盛虹炼化万事俱备，全面布局只欠东风

东方盛虹炼化一体化项目主体为控股子公司盛虹炼化，项目建设地为江苏省连云港徐圩新区，发改委 2014 年将其确定为沿海七大石化基地之一。连云港石化产业基地面积为 62.61 平方公里，主要承接江苏省沿江石化产业转移，满足长三角地区和中西部地区对石化产品及原料需求，带动长三角、江苏沿海地区和新亚欧大陆桥沿线区域相关产业及经济发展。连云港基地石化产能规划分为两期：一期到 2025 年，规划 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年乙烯、280 万吨/年芳烃；二期到 2030 年，达到 4000 万吨/年炼油、600 万吨/年乙烯、700 万吨/



年芳烃。公司炼化一体化项目是园区内唯一的大炼化项目，并且与已投产的民营炼化分布于不同的省份，各项目间区域内竞争有限，且连云港市靠近山东省，公司项目将供应两省需求，产品销售渠道更加广阔。盛虹炼化项目于2018年12月14日开工建设，2021年4月部分装置开始进行中交，预计2021年末开始投料试车。

图 38: 连云港石化产业基地总体规划

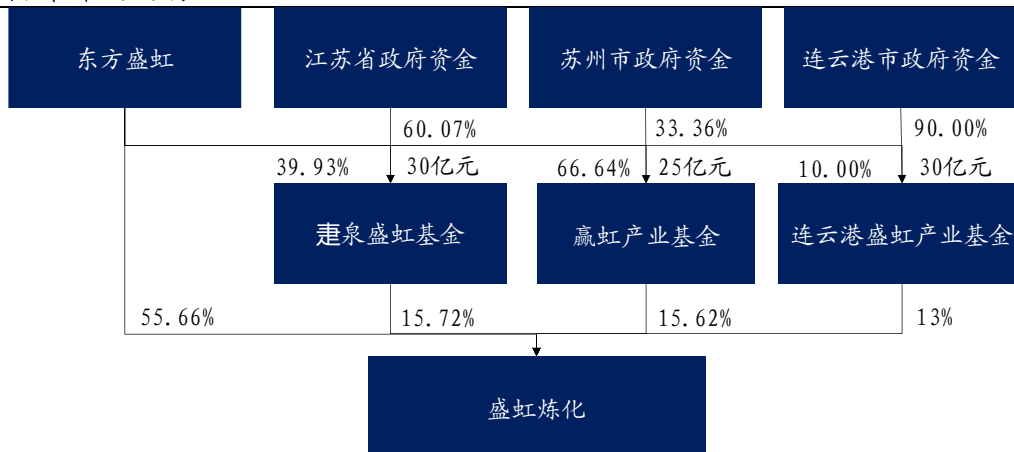


资料来源: 连云港石化产业基地总体规划(修编)环境影响报告书, 信达证券研发中心

### 1. 项目建设资金到位, 三级政府资金支持

公司炼化项目调整后的投资额为 676.64 亿元, 其中建设投资 587.75 亿元, 建设期利息 29.67 亿元, 流动资金 59.22 亿元。2019 年 6 月、9 月和 2020 年 11 月, 公司出资 31.64 亿, 并引入江苏省、苏州市和连云港市三地政府 53.36 亿, 组建三家政府产业基金 85 亿, 引入政府资金后, 公司对盛虹炼化子公司仍保持控股股东地位, 持股比例变更为 73.65%。考虑到政府资金介入主要是基于对盛虹炼化项目的资金支持, 因此项目投产后, 产业基金有望将陆续退出, 公司将恢复对炼化子公司的全资控股, 成为除恒力石化外, 唯一独资控股国内大炼化项目的民营石化龙头。

图 39: 盛虹炼化最新股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2019年6月，公司取得30亿元绿色债券发行许可，并且与同年10月，发行第一期10亿元绿色债券；2020年7月15日，公司发行定增36亿元；2020年11月16日，盛虹炼化与工商银行牵头组成的银团签订415亿元贷款协议；2021年4月21日，公司50亿可转债发行上市，其中35亿元用于炼化项目。综合各资金渠道来看，公司基本完成炼化项目建设资金的筹集。

**表 8 盛虹炼化一体化项目融资情况**

融资项目	金额（亿元）	资金到位情况
银团贷款	415	协议签订
定向增发	36	完成融资
连云港盛虹炼化产业基金合伙企业（有限合伙）	25	完成投资 24.80 亿元
江苏建泉盛虹炼化债转股投资基金（有限合伙）	30	完成投资 30 亿元
苏州市赢虹产业投资基金（有限合伙）	30	完成投资 29.80 亿元
绿色债券	10	2019 年发行
50 亿元可转债	35（部分用于炼化一体化项目）	2021 年 3 月发行，4 月上市
合计	581	

资料来源：可转债反馈意见回复报告（修订稿），信达证券研发中心

## 2.降油增化改善盈利，产业园协同强化优势

通过对国内的民营大炼化项目的产品进行对比发现，首先，盛虹炼化炼油能力为一套 1600 万吨/年常减压装置，而浙石化和恒力石化均为两套 1000 万吨/年装置构成 2000 万吨/年炼油能力。盛虹炼化单线规模是目前我国最大的单线产能，成本竞争力强。其次，根据三个炼化项目公布的可研方案，盛虹炼化装置方案调整后，成品油收率降为 31%；浙石化一期和二期项目收率分别为 41.8%和 41.2%；恒力石化项目收率为 50%。

根据石油和化学工业规划院给出的“十四五”石油化工行业规划指南，十四五期间，我国将持续推动炼油企业“降油增化”。“十四五”石油化工行业规划的重点在于淘汰小产能，整合炼油指标，建设流程更长、开工率更高、产品更加多样化的炼化一体化项目，提升我国石油化工生产的效率，减少生产环节对油品的浪费，做到对资源“吃干榨尽”。

盛虹炼化项目结合恒力石化和浙石化项目经验，将产品重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品，将化工品产量提升至 69%。乙烯收率达到 40.79%，双烯收率 56.24%，均处于国内领先水平。PX 收率达到 17.5%，远高于我国平均水平和日韩水平，项目充分挖掘和发挥产业链的配套优势，实现原油精细化和经济充分利用。

**表 9 民营大炼化公告的成品油收率**

项目	原油加工量（万吨）	汽油（万吨）	柴油（万吨）	航煤（万吨）	成品油收率（%）
山东裕龙岛	2000	129	37	84	12.49%
盛虹炼化	1600	278	49	170	31.01%
恒逸文莱	800	46	158	100	37.91%
浙江石化	4000	757	328	575	41.50%
恒力大连	2000	461	161	371	49.65%

资料来源：各公司环评报告，各公司可研报告，各公司公告，信达证券研发中心

根据 2016 年的项目可研报告，项目预计总投资金额为 830.84 亿元，调整后项目总投资降为 676.64 亿元。主要是调整了部分炼油二次加工装置及建设规模；取消了润滑油系列生产装置和下游 EVA 等化工装置；变更了供电制氢气系统方案；优化调整了公用工程及辅助设施建设规模。项目装置结构调整后，以单吨炼油能力的总投资来看，盛虹炼化投资金额处于

三家民营炼化的中位数水平。

表 10 4 大民营大炼化项目公告投资额对比

项目	浙江石化	恒力石化	盛虹炼化	恒逸文莱一期*	恒逸文莱二期*
炼油规模 (万吨)	4000	2000	1600	800	1400
总投资额 (亿元)	1731	801	677	211	888
建设投资额 (亿元)	1575	697	588	195	-
建设期贷款利息 (亿元)	88	34	30	6	-
流动资金 (亿元)	68	57	59	-	-
项目投资回收期 (税后) (年)	9	6	7	8	7
项目投资财务内部收益率 (税后) (%)	29.53%	24.85%	17.97%	28.68%	18.67%
单吨炼油总投资 (元/吨)	4327	4,004	4,229	2,643	6,339

资料来源: 各公司公告, 各公司环评报告, 各公司可研报告, 信达证券研发中心

(注: 美元指数采用 6.5)

除了公司炼化项目本身所拥有的优势以外, 公司拥有与另外两家龙头所不同的亮点——**园区内产业链协同效应**。盛虹炼化所在的连云港徐圩新区石化产业园中, 东方盛虹子公司虹港石化和集团旗下斯尔邦化学均在炼化项目厂区旁。斯尔邦主营业务依托 MTO 主体装置, 以甲醇为核心原料生产丙烯腈、MMA、EVA、EO 及其衍生物等高附加值烯烃衍生物; 子公司虹港石化拥有 150 万吨/年 PTA 产能, 240 万吨/年 PTA 二期项目已经于 2021 年 1 季度投产。公司及子公司已经投产的项目对 PX 和 MEG 的需求量合计 330 万吨/年, 产能位于同一区位有效节省了中间产品的运输费用, 降低生产成本。另外产业园中还有卫星石化轻烃项目和 中化集团精细化工循环经济产业园项目等, 需求包括乙烯、苯、丙烷等化工品, 园区内有能力消化了大炼化项目约 70% 的化工产品。其他化工产品将主要向江苏、山东、安徽或其他华东地区省份销售。

对于项目产出的**成品油**, 公司可以通过中石化成品油管线和海河联运码头对外运输, 销售途径包括: 1) 通过大宗批发销售给“三桶油”及其销售公司; 2) 直接向终端企业批发销售; 3) 公司通过收购、租赁、新建等方式搭建自有的加油站零售渠道。

表 11 连云港徐圩石化产业园区内化工品需求

产品	设计产能 (万吨/年)	公司产业链需求需求 (万吨/年)	园内企业需求 (万吨/年)	覆盖比例 (%)
PX	279	264	-	95%
苯	163	-	84	51%
乙烯	41	-	34	83%
MEG	102	66	-	65%
丙烯	43	-	27	63%
丁二烯	14	-	14	100%
丙烷	49	-	49	100%
其他	369	-	-	-
合计	1060	330	208	

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

### 3. 下游继续配套深加工, 打造“炼化+精细化工”龙头

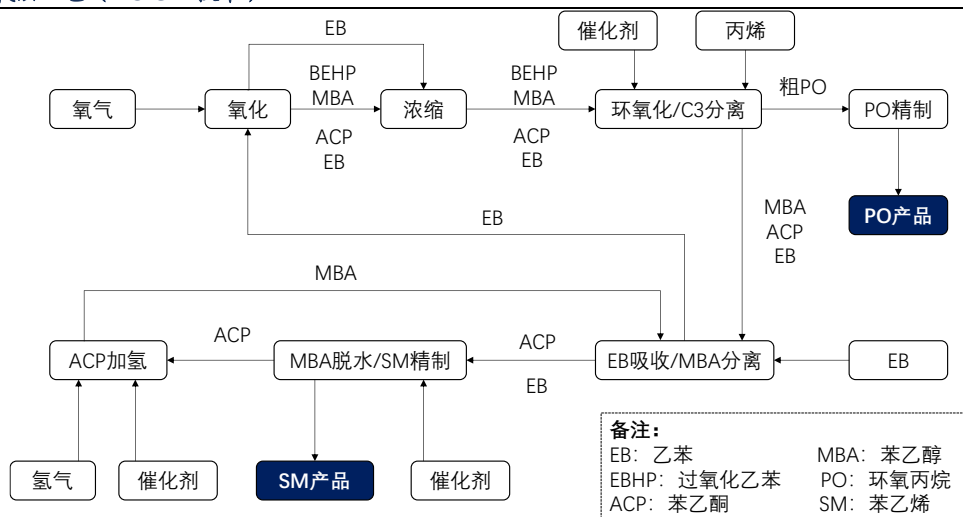
目前公司依托大炼化的生产装置、公用工程及系统配套设施, 新增建设 2 个项目: 以盛虹炼化为主体, 拟投资 55.73 亿元, 建设“10/90 万吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置; 以盛虹炼化子公司虹威化工为主体, 拟投资 60.34 亿元, 建设 50.8 万吨/年

乙苯装置、20/45 万吨/年 POSM 装置、11.25 万吨/年 PPG 装置、2.5 万吨/年 POP 装置。将双烯下游向化工品深加工方面进一步拓展。

整体而言，公司大炼化项目建设之初的方案仅生产至乙烯和丙烯，下游通过新增乙二醇、苯酚、环氧丙烷及多元醇项目，充分发挥炼化产业链规模化和一体化的平台作用，进一步的丰富和深化炼化产品结构，扩大公司大炼化项目竞争力。就目前公司披露的下游装置配套投资情况来看，公司没有选择大炼化项目传统的烯烃聚合路径，其下游配套苯酚和丙酮的装置与荣盛石化下游装置类似。并在丙酮、苯及乙烯的基础上继续深加工扩展产业链，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。

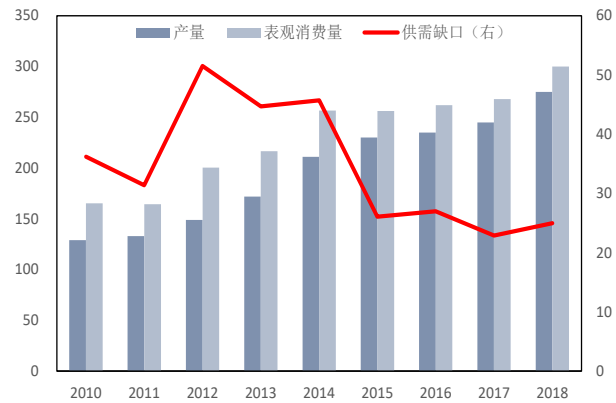
公司 POSM 及多元醇项目位于连云港石化基地内，综合利用盛虹炼化一体化项目的乙烯、丙烯和苯进行深加工，通过共氧法生产环氧丙烷和苯乙烯，并进一步生产聚醚多元醇和聚合物多元醇产品。根据《环氧丙烷生产工艺及市场分析》（夏兵，2021，山东化工），共氧法工艺流程长且复杂、操作压力高、原料及中间产品品种多且要求丙烯质量高、设备造价及建设投资大，适于规模较大的企业。目前乙苯共氧法生产 PO 技术专利由荷兰壳牌集团、美国利德安巴塞尔工业公司、西班牙雷普索尔化学公司以及美国亨斯迈公司等所掌握。乙苯共氧化工艺在全球有约 300 万吨产能。相较于环氧丙烷其他的生产工艺（氯醇法和直氧法），共氧法副产品多，投入产出比最高，三废少，对环境污染小。

图 40：乙苯共氧法工艺（PO/SM 技术）

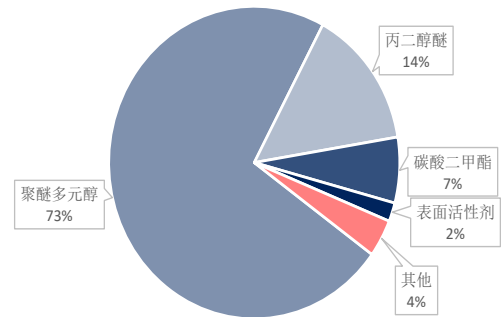


资料来源：《环氧丙烷生产工艺及市场分析》夏兵，信达证券研发中心

我国是全球最大的环氧丙烷生产国家，产能占全球 30%。截止 2018 年，国内环氧丙烷产量 275 万吨，表观消费量 300 万吨。我国环氧丙烷消费结构主要为聚醚多元醇、丙二醇醚、碳酸二甲酯、表面活性剂等，其中聚醚多元醇占比达到 73%，其主要用于生产聚氨酯塑料，分为聚氨酯软泡、聚氨酯硬泡和聚氨酯弹性体。聚氨酯软泡主要用于床垫、沙发、家具及汽车坐垫等；聚氨酯硬泡用于保温、冰箱等；聚氨酯弹性体用于运动跑道、涂料、粘合剂和密封剂。2010 年-2018 年，环氧丙烷的年均复合增速为 7.7%。随着疫情恢复，包括基础建设投资和家居类消费增长都将带动对环氧丙烷的需求。

**图 41: 环氧丙烷产量、表观消费量及供需缺口 (万吨, 万吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 42: 环氧丙烷消费结构**


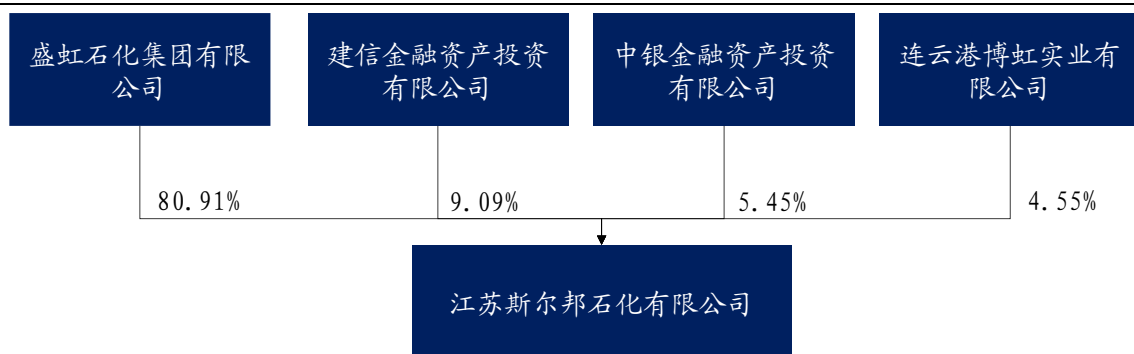
资料来源: 《环氧丙烷生产工艺及市场分析》夏兵, 信达证券研发中心

## 斯尔邦拟注入上市公司, “炼化+精细化工” 内核升级

### 一、斯尔邦石化历史沿革

根据公司公告, 目前公司正在推进对斯尔邦石化的重大资产重组。2021年5月12日, 公司与盛虹石化、博虹实业、建信投资、中银资产签署《发行股份及支付现金购买资产协议》, 拟以发行股份及支付现金方式购买斯尔邦 100% 股权。根据公司公告, 公司拟以 11.14 元/股的发行价格进行收购。

斯尔邦成立于 2010 年 12 月, 由新泰实业和嘉誉实业设立, 注册资本 50000 万元, 实收资本 10000 万元, 新泰实业和嘉誉实业的认缴出资比例分别为 90% 和 10%。2011 年 7 月, 斯尔邦原股东同意将 95% 的股权转让给江苏盛虹化纤, 5% 的股权转让给中鲈科技, 正式成为盛虹旗下公司。后经过多次股权转让及增资, 截止 2021 年 5 月, 斯尔邦股东分别为盛虹石化 (80.91%)、博虹实业 (4.55%)、建信投资 (9.09%) 和中银资产 (5.45%)。此后, 斯尔邦的股权结构未再发生变更。缪汉根, 朱红梅夫妇通过盛虹石化及一致行动人博虹实业合计控制斯尔邦 85.45% 股权, 为公司实际控制人。







**图 43: 斯尔邦石化股权结构**


资料来源: 东方盛虹公司公告, 信达证券研发中心

斯尔邦主营业务为生产高附加值烯烃衍生物。采用一体化生产工艺技术, 以甲醇为主要原料制取乙烯、丙烯、C4 等, 进而合成烯烃衍生物。主要产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生物, EVA、EO 等乙烯下游衍生物, 现已形成基础石化及精细化学品协同发展的多元化产品结构, 下游应用领域涉及光伏、化纤、工程塑料、光学玻璃、汽车、医学、建筑等国民经济支柱产业, 是国内少数在 EVA 光伏料等高端牌号产品掌握关键技术、实现进口替代的民

营企业之一。

图 44: 斯尔邦主要产品介绍

		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		<ul style="list-style-type: none"> <li>英文名Acrylonitrile (缩写为AN)</li> <li>无色的有刺激性气味液体, 微溶于水, 易溶于多数有机溶剂</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>英文名Methyl methacrylate (简称MMA)</li> <li>无色液体, 可溶于乙醇、乙酸、丙酮等</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>英文名ethylene-vinyl acetate copolymer (简称EVA)</li> <li>可燃, 燃烧气味无刺激性</li> </ul>
					<ul style="list-style-type: none"> <li>环氧乙烷是一种无色气体, 简称EO</li> <li>乙醇胺是一种无色透明的液体, 简称EOA</li> <li>非离子表面活性剂大多为液态和浆状</li> <li>聚羧酸减水剂单体是一种白色或浅黄色固体</li> </ul>
应用领域		<ul style="list-style-type: none"> <li>可用于制备ABS树脂及腈纶等产品, 在家电、服装、汽车行业得到广泛应用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>主要下游消费领域为发泡材料、太阳能光伏、电线电缆</li> </ul>
					<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>

资料来源: 东方盛虹公司公告, 信达证券研发中心

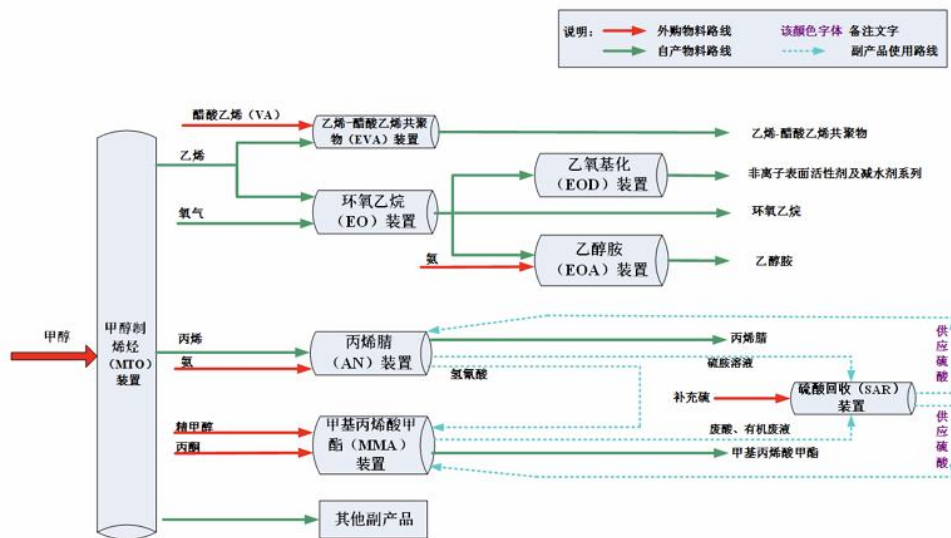
斯尔邦目前投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年(以甲醇计), 单体规模位居全球已建成 MTO 装置前列。配套的 EVA、丙烯腈、MMA、EO 及衍生物等装置产能在行业内名列前茅, 对区域产品定价有一定的市场影响力。公司现有产能: 52 万吨/年丙烯腈、30 万吨/年 EVA、17 万吨/年 MMA、42 万吨/年 EO 及其衍生物。目前公司在建的 PHD 项目二期全面展开安装工程, 建设进入高峰期。该项目建成后可实现年产 70 万吨/年丙烯、52 万吨/年丙烯腈和 18 万吨/年 MMA。斯尔邦石化丙烯腈整体规模将达到 104 万吨/年, MMA 规模达到 35 万吨/年。

2021 年 4 月 19 日, 斯尔邦与内蒙古鄂尔多斯市政府签订绿色新材料循环经济产业园项目投资协议, 预计投资 1270 亿元在达拉特经济开发区建设甲醇及下游化工新材料项目, 项目分两期投建: 一期投资 670 亿元, 建设甲醇和下游生产醋酸、甲醛、丙烯酸、180 万吨/年烯烃及可降解塑料、高吸水性树脂等高端新材料及精细化工产品。二期投资 600 亿元, 建设甲醇、甲醇制烯烃及下游化工新材料装置项目, 预计全部到 2030 年完成。斯尔邦将进一步向产业链上游发展, 实现从甲醇到化工新材料产业链的原料覆盖和产品多样化。

表 12 斯尔邦石化主要产品产能及在建情况(万吨/年)

项目/装置	产品	产能
240 万吨/年 MTO 装置(以甲醇计)	丙烯腈	52
	EVA	30
	MMA	17
	EO 及其衍生物	42
70 万吨/年 PDH 装置(在建)	丙烯腈	52
	MMA	18

资料来源: 斯尔邦环评公告, 丹化科技公司公告, 信达证券研发中心

**图 45: 斯尔邦主要产品工艺流程**


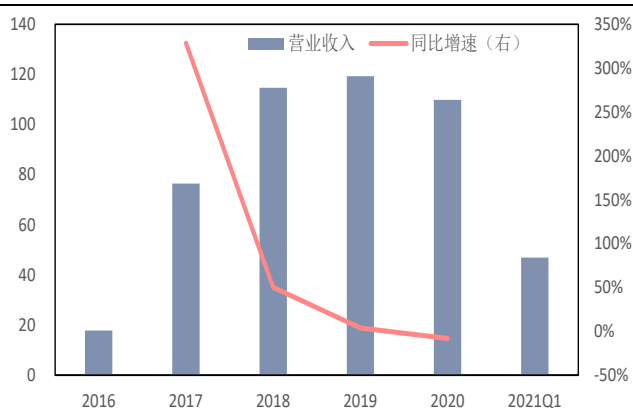
资料来源: 东方盛虹公司公告, 信达证券研发中心

## 二、丙烯腈传统主力业务, 光伏材料助推 2021 年业绩爆发

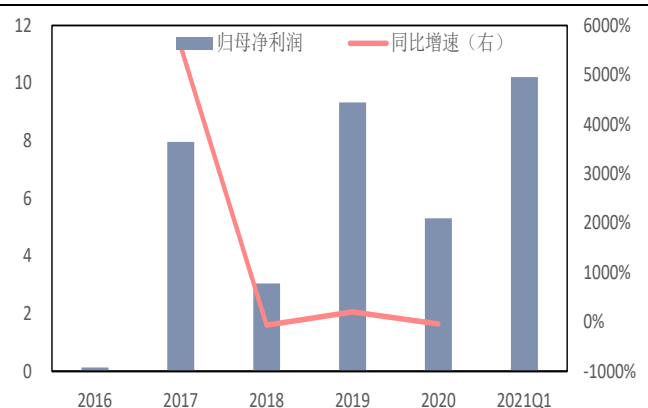
### 1. 财务分析

根据丹化科技重组斯尔邦和本次东方盛虹重组斯尔邦的公告对斯尔邦石化经营情况进行以下分析:

2017 年-2019 年斯尔邦营收和净利润增长幅度较大, 丙烯腈是主要毛利来源。2020 年斯尔邦收入 109.82 亿元, 归母净利润 5.31 亿元, 同比分别回落 8% 和 43%, 主要是受疫情影响下游需求不振导致的。2021 年 1 季度, 斯尔邦实现归母净利润 10.21 亿元, 超过 2019 年全年净利润。主要是因为对光伏用 EVA 材料的需求爆发, EVA 价格大幅提升, 斯尔邦盈利能力大幅提升。

**图 46: 2016 年-2021 年 Q1 年斯尔邦营收及同比增速(亿元, %)**


资料来源: 斯尔邦石化审计报告, 信达证券研发中心

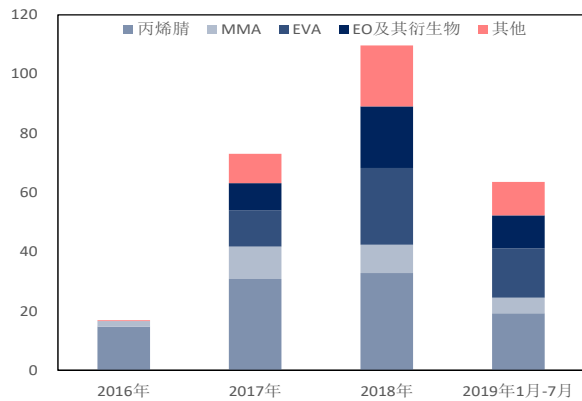
**图 47: 2016 年-2021 年 Q1 年斯尔邦归母净利润及同比增速(亿元, %)**


资料来源: 斯尔邦石化审计报告, 信达证券研发中心

从历史披露信息来看, 2016 年到 2019 年 1-7 月期间, 随着产能投产和产能利用率、产销率的提升, 斯尔邦的营收能力逐年提升。C3 产业链的丙烯腈、MMA 是斯尔邦的主要利润来源, 2016 年、2017 年和 2018 年占斯尔邦毛利总额超过 80%, 其中丙烯腈 2017-2019 年

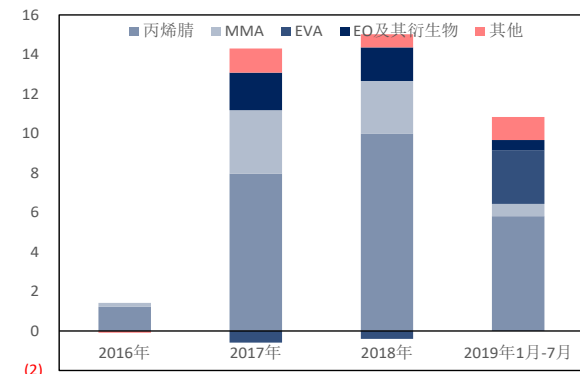
1-7月分别占总毛利的58.04%、68.2%和53.62%。2019年以来随着主要原材料价格回落及斯尔邦EVA产品价格回升，乙烯产品线毛利额有所增加。

图 48 2016年-2019年7月斯尔邦分产品营收(亿元)



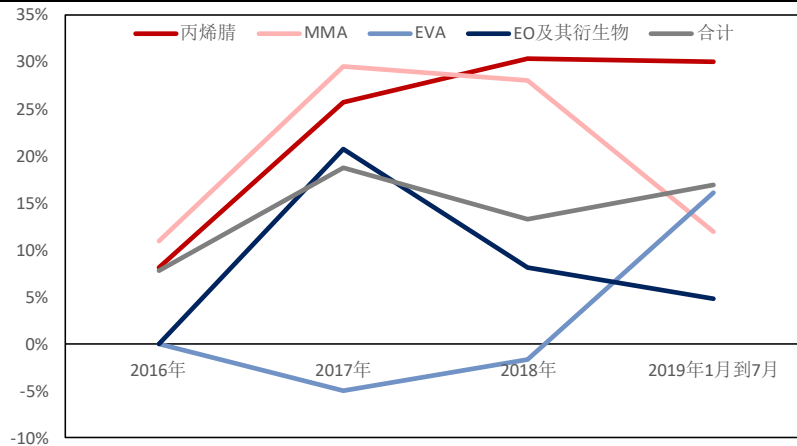
资料来源: 丹化科技公司公告, 信达证券研发中心

图 49 2016年-2019年7月斯尔邦分产品毛利(亿元)



资料来源: 丹化科技公司公告, 信达证券研发中心

图 50: 2017年-2019年7月斯尔邦分产品毛利率情况(%)



资料来源: 斯尔邦石化审计报告, 信达证券研发中心

表 13 斯尔邦主要产品产销情况介绍(万吨)

产品类别	产品	产销	2019年1-7月	2018年	2017年	2016年
丙烯腈	产能		26(9月增至52)	26	26	26
	产量		17.38	25.49	28.93	20.16
	销量		17.66	25.34	29.07	19.05
	产能利用率		114.62%	98.05%	111.28%	77.55%
	产销率		101.58%	99.41%	100.47%	94.46%
丙烯及下游衍生物	产能		8.5(9月增至17)	8.5	8.5	8.5
	产量		4.42	6.13	7.03	1.68
	销量		4.58	5.9	6.87	1.52
	产能利用率		89.01%	72.09%	82.63%	19.71%
	产销率		103.82%	96.29%	97.83%	90.80%
乙烯及下游衍生物	产能		30	30	30	-
	产量		17.54	24.19	16.79	-
	销量		15.28	25.17	13.43	-
	产能利用率		100.25%	80.62%	55.96%	-



	产销率	87.07%	104.05%	79.98%	-
	产能	42	42	42	-
	产量	23.52	36	16.99	-
EO 及其衍	销量	15.78	23.94	10.23	-
生物	产能利用率	96.02%	85.72%	40.45%	-
	产销率(含下游生产领用)	100.79%	100.77%	91.09%	-

资料来源：斯尔邦石化资产评估报告，信达证券研发中心

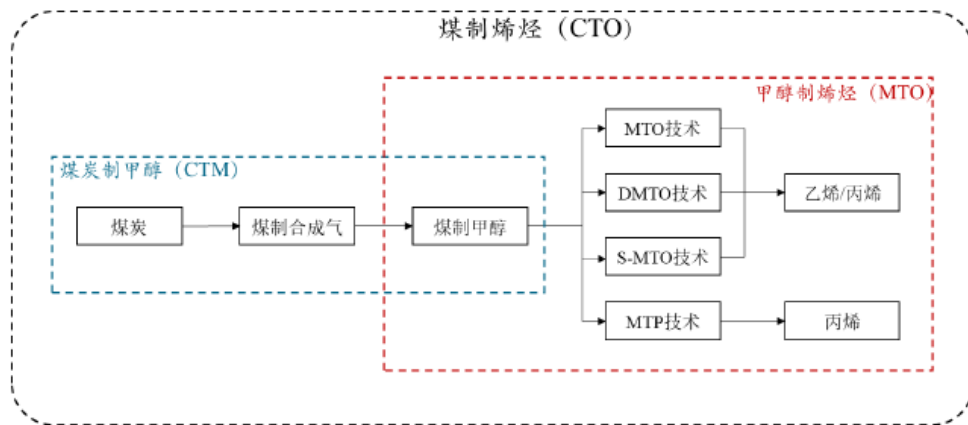
**2018 年净利润明显下滑的原因主要包括斯尔邦例行检修和原材料成本短期波动。**甲醇是斯尔邦生产过程中的主要原材料。2018 年，受国际新建甲醇装置投产推迟及部分甲醇装置集中检修等因素影响，国内甲醇供应受到较大影响，导致甲醇价格短期波动较大，甲醇全年均价达到过去 10 年最高水平。另外，汇兑亏损和利息支出费用化也影响了 2018 年的净利润情况。

整体来看，对应斯尔邦的产能结构，截止 2019 年 7 月的可得数据，**产能最大的丙烯腈是斯尔邦的主要盈利来源。**历史产能的增加均有效刺激公司盈利增长，随着斯尔邦 PDH 项目投产和未来在内蒙古建设的甲醇项目投产，产业链上下游一体化后，斯尔邦将获得产业链纵向一体化优势，原料端自给将降低成本波动，下游化工新材料的扩展将多样化公司业绩来源，增加对未来消费需求较大，产品行业格局向好的可降解塑料，吸水性树脂等高端精细化工新材料布局，强化斯尔邦作为甲醇制烯烃龙头的盈利优势。

## 2.斯尔邦所处烯烃及其衍生物产业链分析

斯尔邦石化所处行业为烯烃及其衍生物行业。烯烃主要有油制路线、气制路线及煤/甲醇制路线三种生产工艺。目前，我国油制工艺产能占比最高，煤制工艺位居其次，气制工艺产能占比相对较低。“富煤、贫油、少气”的资源禀赋决定了大力发展现代新型煤化工符合我国的战略需求，煤化工将在今后的长期发展中占据重要地位。煤制烯烃（CTO），即煤基甲醇制烯烃，是指以煤为原料合成甲醇后再通过甲醇制取乙烯、丙烯等烯烃的技术，主要分为煤制甲醇（CTM）、甲醇制烯烃（MTO）两个过程。

图 51：煤制烯烃（CTO）生产技术介绍



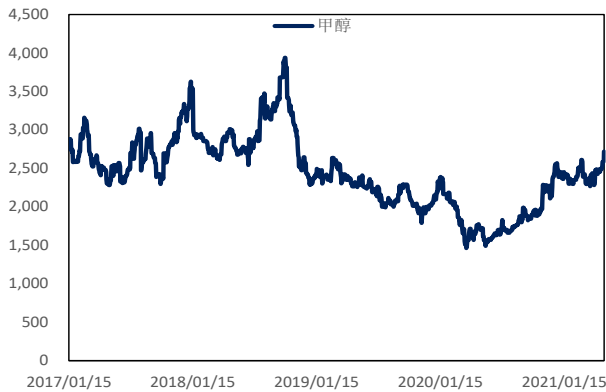
资料来源：信达证券研发中心整理

2020 年，我国甲醇产能达到 9535 万吨，同比持续增长。受新冠疫情影响，甲醇开工率下滑，下游需求走弱，价格最低跌至 1490 元/吨。复苏行情下，目前甲醇价格回升至约 2700 元/吨，但整体开工率较低，根据百川盈孚统计数据，甲醇开工率现阶段维持 65%左右的较低水平。

从斯尔邦的主要产品来看。

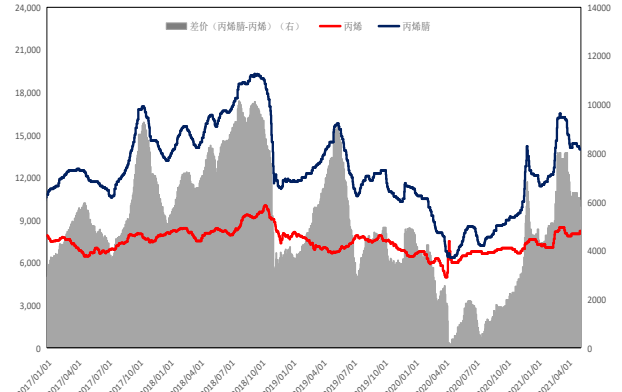
**(1) 丙烯腈:** 目前国内丙烯腈主要用于生产聚 AN 纤维（腈纶）、ABS 树脂/塑料、AS 树脂、聚丙烯酰胺等行业，下游产品广泛应用于家电、服装、汽车等国民经济中的各个领域。2020 年我国丙烯腈产能约 230 万吨/年，斯尔邦的产能占全国比例超过 20%，是国内最大的丙烯腈生产商。目前丙烯腈的价格基本回到 2019 年高点，丙烯腈和丙烯的价差 2021 年上半年高点 8025 元/吨，略低于 2019 年高点 9035 元/吨，行情修复形势良好。

图 52: 2017 年-至今甲醇价格 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

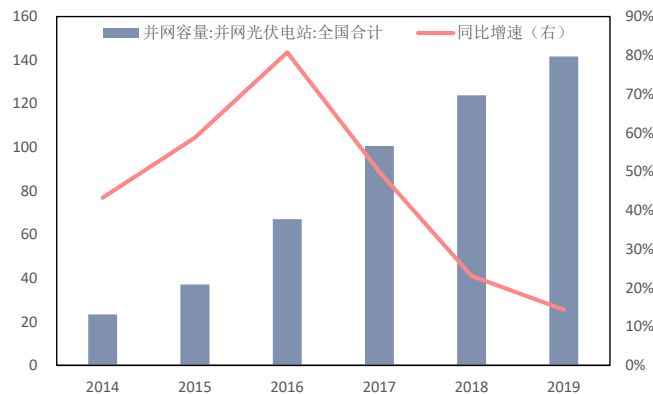
图 53: 2017 年-至今丙烯、丙烯腈价格及价差 (元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**(2) EVA:** 目前, EVA 树脂的主要下游消费领域为发泡材料、太阳能光伏、电线电缆。近年来, EVA 树脂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。截止 2019 年, 中国光伏市场累计装机容量达到 141.67GW, 同比增长 14.41%, 近 5 年年均复合增速达到 43.48%。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。

图 54: 2014 年-2019 年国内光伏装机容量及同比增速 (GW, %)



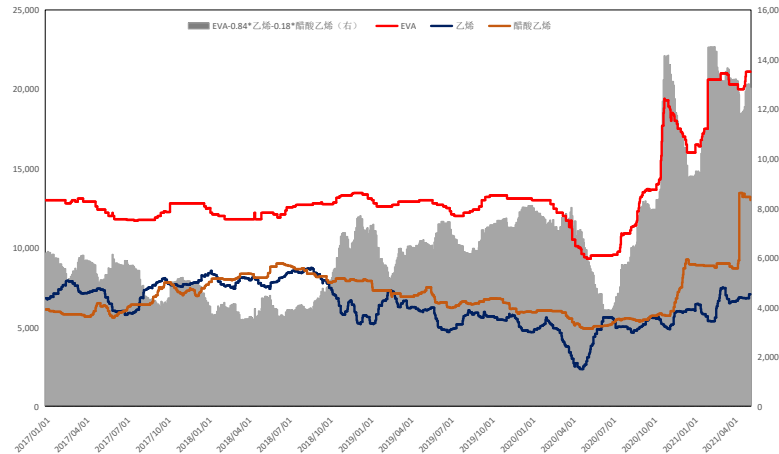
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

目前国内 EVA 产品主要集中在发泡料、普通电缆料, 中低端产品供应相对充足、竞争趋于激烈, 高醋酸乙烯含量、高熔融指数的高端产品供应不足。我国 EVA 的主要生产企业包括斯尔邦、宁波台塑、联泓新科、扬子石化、北京有机和北京华美, 其中能够提供光伏用 EVA 的仅有斯尔邦、联泓新科和宁波台塑。目前我国 EVA 供应仍有较大缺口, 进口依存度接近 60%, 对于进口高端 EVA 的依赖性较大。根据联泓新科招股说明书, 2019 年, 我国电缆及光伏用 EVA 的产量为 42.08 万吨, 消费量为 83.86 万吨, 消费缺口达到 41.78 万吨。

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, 从 2020 年 7 月后开始 EVA 价格快速大幅上行, 目前已经达到了历史最高水平的 21,100 元/吨, 较 2019 年最高

13,000 元/吨左右的水平上浮超过 60%。目前 EVA 和 0.84 单位乙烯、0.18 单位醋酸乙烯的价差达到 12,845 元/吨,较 2016 年-2020 年平均 5,949 元/吨的水平利差上浮水平近 109%。EVA 行情爆发推动斯尔邦 2021 年 1 季度单季盈利超过历史全年业绩。目前斯尔邦的高端 EVA 产品占比不断提升,特别是光伏胶膜用和高端电缆用 EVA 销售额不断增加,差异化、高端化的发展策略有利于提升标的公司 EVA 产品的竞争力和盈利能力。“碳中和”加速推进有助于光伏概念持续,由于国内新建 EVA 产能落地仍需时间,本轮需求主导的 EVA 行情短中期内有望持续,有利于现有的 EVA 光伏料龙头企业。

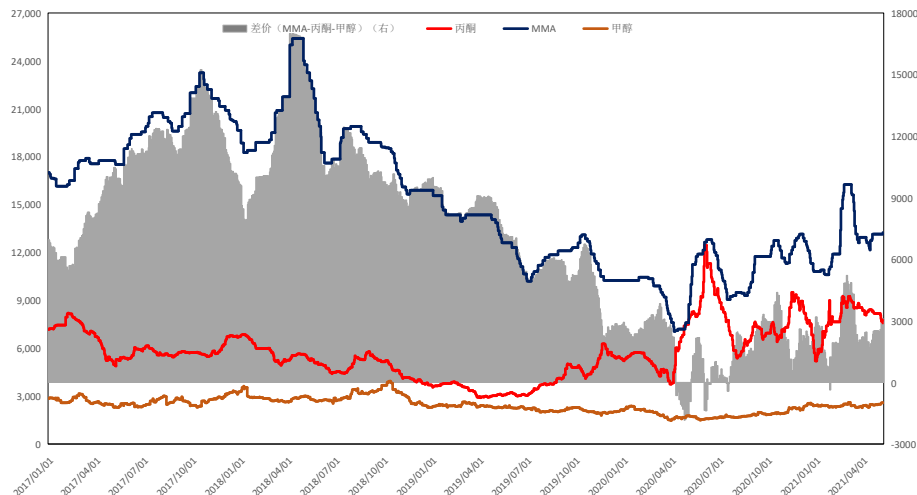
图 55: 2017 年-至今乙烯、醋酸乙烯、EVA 价格及价差 (元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(3) **MMA**: MMA 最重要的下游消费领域为生产 PMMA。PMMA 也被称为“有机玻璃”,是 MMA 的第一大下游产品。作为一种重要的塑料,PMMA 以其良好的透光性、耐冲击性、优良的电性能、适宜的刚性和密度而使其应用范围越来越广泛,并且不断地向高端产业链条扩进,如液晶显示器导光板、光学纤维、太阳能光伏电池等。受限于高端类型产品的产能不足,一直以来我国均为 PMMA 的净进口国,对外依存率较高,产品自给率有限,特别是**高端有机玻璃产品存在一定供给缺口**,PMMA 增长前景较为广阔,进而带动对上游 MMA 原料的需求增长。2020 年受丙酮价格上涨和疫情双重影响,MMA 价差跌入负值。2021 年丙酮价格稳定和 MMA 需求端推动价格上行,MMA 价差修复至 3000 元/吨,高于 2020 年初水平。未来随着消费电子和光伏产业进一步复苏和发展,MMA 需求继续释放,行业景气度仍将维持较好趋势。

图 56: 2017 年-至今甲醇、丙酮、MMA 价格及价差 (元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 重要假设

- 1、由于公司过去 3 年化纤业务和过去两年 PTA 业务产能利用率的平均值在 88.14%和 103.49%，产销率平均值在 99.80%和 99.53%，假设公司 2021 年-2023 年的聚酯产品和 PTA 的平均产能利用率和产销率为前三年的平均值；
- 2、假设 2021 年-2023 年公司“PTA-涤纶长丝”的原料采购价格均与市场价格一致，原料采购包括 PX、MEG。考虑 2020 年受疫情影响和 2021 年疫情缓解，我们假设自 2021 年开始聚酯产业链利润修复，并逐步回升至 2019 年及以前的正常水平。考虑到 PTA 产能过剩，利润空间较小。
- 3、整体来看，公司并购重组后，在营业税金及附加率及三费（销售费用、管理费用和财务费用）费率有所上升，主要来源于财务费用变动。由于大炼化项目尚未投产，我们以过去 3 年费用率均值作为参考假设 2021 年销售费用和管理费用；考虑大炼化投产后销售费用和管理费用有所上行，对 2022 年-2023 年费用率进行适度上调。考虑公司对大炼化项目建设的各项融资计划（包括可转债、银团贷款在内），公司财务费用同比有较大提升。
- 4、子公司盛虹炼化建设的 1600 万吨/年炼化一体化装置将于 2021 年末建成投产，预计将于 2022 年中全面投产。东方盛虹对子公司持股比例为 73.65%，在项目投产后预计政府产业基金将全部退出，公司将全资控股盛虹炼化。
- 5、由于公司对斯尔邦的重组还在推进中，存在较大不确定性，因此本次报告中对 2021 年-2023 年公司的盈利预测不考虑斯尔邦的潜在业绩贡献。

### 盈利预测、估值与投资评级

2021 年疫苗落地后疫情将逐步缓解，主营产品景气周期修复，公司毛利率将逐步回升；2021 年末大炼化项目建成投产后，将在 2022 年下半年开始为公司贡献大量收益，并在 2023 年贡献全年收益。根据我们的预计，东方盛虹 2021 年、2022 年、2023 年的营业收入将分别达到 370.81 亿元、830.32 亿元、1234.81 亿元，同比增速 62.8%、123.9%和 48.7%；对应毛利率分别为 12.6%、15.9%和 16.6%。2021 年-2023 年公司归母净利润 16.05 亿元、59.91 亿元和 106.89 亿元，对应每股收益（摊薄）分别为 0.33 元、1.24 元和 2.21 元。

我们采用相对估值法对公司进行估值。可比公司主要为大炼化、烯烃及精细化工企业。

表 14 可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E
平均								22	16	13	11	4.5
002493	荣盛石化	27.32	1844	1.08	1.71	2.32	2.61	26	16	12	10	4.7
600346	恒力石化	29.24	2058	1.91	2.27	2.58	2.94	15	13	11	10	4.0
002648	卫星石化	43.86	539	1.36	2.67	3.61	4.66	19	16	12	9	3.7
600309	万华化学	109.19	3428	3.20	6.09	6.75	7.57	28	18	16	14	6.8
000301	东方盛虹	17.81	861	0.07	0.33*	1.24*	2.21*	145	54*	14*	8*	4.5*

资料来源：标\*为信达证研发中心预测，其他引用 Wind 一致预期，注：股价为 2021/5/25 日收盘价

由于 2021 年公司大炼化项目还未完全投产，且公司的布局价值来源于 2022 年大炼化项目

投产及 2023 年贡献全年业绩之后。因此从可比公司在 2022 年及 2023 年的市盈率估值来看，根据 Wind 一致预期，2022 年和 2023 年可比公司平均市盈率分别为 13 倍和 11 倍，以当前股价计算公司对应的 2022 年和 2023 年市盈率为 14 倍和 8 倍。大炼化项目完全投产和贡献全年业绩后，公司估值显著低于可比公司平均水平。

**盈利预测与投资评级：**我们预测 2021 年-2023 年公司 EPS（摊薄）分别为 0.33 元、1.24 元和 2.21 元。对应动态市盈率（以 2021 年 5 月 24 日收盘价计算）分别为 53.65 倍、14.37 倍和 8.06 倍。大炼化项目完全投产和贡献全年业绩后，公司估值显著低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

---

- 1、炼化一体化项目和配套项目建设进度滞后，盈利不及预期的风险；
- 2、原油价格剧烈波动的风险；
- 3、终端需求恢复不及预期的风险；
- 4、全国 PTA 产能过剩加剧导致利润持续摊薄的风险；

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,457	20,314	12,948	44,215	73,148
货币资金	5,312	15,147	7,842	31,514	55,305
应收票据	103	0	0	0	0
应收账款	254	213	347	777	1,155
预付账款	378	310	468	1,010	1,488
存货	2,859	2,729	2,351	8,899	13,117
其他	1,552	1,916	1,939	2,015	2,083
非流动资产	24,585	42,619	91,489	96,506	92,520
长期股权投资	56	72	72	72	72
固定资产(合计)	13,354	13,773	19,066	73,127	68,385
无形资产	1,431	2,238	2,877	3,600	4,376
其他	9,743	26,536	69,474	19,706	19,687
资产总计	35,042	62,934	104,437	140,720	165,668
流动负债	13,290	18,341	23,095	39,240	53,499
短期借款	6,115	6,914	6,914	6,914	6,914
应付票据	2,502	4,350	6,582	14,186	20,909
应付账款	2,266	3,489	5,279	11,378	16,770
其他	2,407	3,588	4,321	6,761	8,906
非流动负债	6,453	22,045	57,189	71,022	71,022
长期借款	2,285	17,203	47,346	61,180	61,180
其他	4,168	4,843	9,843	9,843	9,843
负债合计	19,742	40,386	80,284	110,262	124,521
少数股东权益	1,284	5,002	5,002	5,318	5,318
归属母公司股东权益	14,016	17,545	19,150	25,141	35,829
负债和股东权益	35,042	62,934	104,437	140,720	165,668

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,888	22,777	37,081	83,032	123,481
同比(%)	7.0%	-8.5%	62.8%	123.9%	48.7%
归属母公司净利润	1,614	316	1,605	5,991	10,689
同比(%)	67.2%	-80.4%	407.4%	273.3%	78.4%
毛利率(%)	12.1%	6.0%	12.6%	15.9%	16.6%
ROE%	11.5%	1.8%	8.4%	23.8%	29.8%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.33	1.24	2.21
P/E	15.52	144.90	53.65	14.37	8.06
P/B	1.79	2.61	4.50	3.43	2.40
EV/EBITDA	12.50	43.93	37.07	12.22	7.64

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,888	22,777	37,081	83,032	123,481
营业成本	21,868	21,421	32,412	69,862	102,969
营业税金及附加	135	132	196	457	682
销售费用	246	47	267	830	1,235
管理费用	256	259	384	996	1,482
研发费用	185	176	298	642	967
财务费用	524	453	1,741	2,880	3,073
减值损失合计	-20	-83	-1	-1	-3
投资净收益	134	112	134	385	542
其他	109	108	161	401	663
营业利润	1,898	424	2,077	8,150	14,275
营业外收支	8	20	14	14	16
利润总额	1,906	444	2,092	8,164	14,291
所得税	294	131	487	1,858	3,602
净利润	1,612	313	1,605	6,306	10,689
少数股东损益	-2	-4	0	315	0
归属母公司净利润	1,614	316	1,605	5,991	10,689
EBITDA	3,355	1,958	5,223	15,040	20,943
EPS(当年)(元)	0.33	0.07	0.33	1.24	2.21

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,215	2,061	9,770	22,116	27,184
净利润	1,612	313	1,605	6,306	10,689
折旧摊销	1,158	1,217	1,698	4,796	4,798
财务费用	498	444	1,817	2,919	3,230
投资损失	-134	-112	-134	-385	-542
营运资金变动	2,071	57	4,815	8,548	9,115
其它	10	142	-31	-67	-105
投资活动现金流	-4,684	-16,020	-50,402	-9,359	-162
资本支出	-5,907	-16,419	-50,536	-9,744	-704
长期投资	867	207	0	0	0
其他	355	192	134	385	542
筹资活动现金流	1,568	22,387	33,326	10,914	-3,230
吸收投资	1,347	7,547	0	0	0
借款	2,870	15,385	30,144	13,833	0
支付利息或股息	-829	-1,177	-1,817	-2,919	-3,230
现金流净增加额	2,091	8,395	-7,306	23,672	23,792

## 研究团队简介

**陈淑娴，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、天然气和油服产业链的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。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“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年第7届Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

**曹熠，石化行业研究助理。**伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

## 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	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。