

东方盛虹 (000301)

公司研究/深度报告

炼化投产及收购斯尔邦，业绩将迈入新台阶

—东方盛虹深度研究报告

深度研究报告/石油石化

2021年07月26日

报告摘要:

● 本文主要目的在于梳理东方盛虹的未来的业绩增长点

我们认为，东方盛虹未来2年的业绩增长点主要来源于三个方面：(1) 涤纶长丝景气度回暖，公司化纤产品有望迎来量价齐升。(2) 1600万吨炼化项目投产：根据测算，1600万吨炼化项目满产后可贡献近102亿元的净利。(3) 收购斯尔邦，投建二期下项目：公司将深度受益于光伏EVA需求高增长带来的量价齐升及二期项目投产带来的业绩增长。

● 公司概况：炼化投产及收购斯尔邦，公司“双轮驱动”布局形成

公司成立于1992年，并于2018年成功重组更名上市。在公司1600万吨炼化项目投产以及收购斯尔邦后，公司将形成“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯化纤”的聚酯全产业链和以光伏EVA为主的新材料的“双轮驱动”布局。预计，随着公司1600万吨炼化项目在今年投产及斯尔邦的收购并表，公司业务将迎来结构性变化，业绩有望迈入新台阶。

● 行业逻辑：从多角度判断，涤纶长丝景气度回升

从多角度判断，涤纶长丝景气度回升。(1) 从景气度指数判断：根据柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布三种涤纶长丝景气度相关指数判断，当前，涤纶长丝景气度高于50%的历史平均位，并趋势向上。(2) 从库存周期看：涤纶长丝预计于2021年下半年进入主动补库存阶段，量价齐升可期。(3) 从长丝盈利能力判断：根据POY、FDY和DTY三个产品的吨净利变化趋势判断，涤纶长丝处于盈利能力提升结算，高景气正当时。

(4) 从其他相关指标判断：根据同比指标-布伦特原油价格、PTA价格及纯涤纱价格，领先指标-柯桥纺织市场景气指数(涤纶)判断，涤纶长丝价格处于上涨趋势中。

● 公司逻辑：炼化投产+收购斯尔邦，公司盈利能力迈上新台阶

从公司角度看，东方盛虹的未来的业绩增长点有两个：(1) 盛虹炼化1600万吨项目投产：盛虹炼化1600万吨项目预计于2021年底投产，与传统炼油企业相比，其顺应“控炼增化”大趋势，并兼具多重优势，盈利能力强；根据测算，在70美元/桶的油价下，盛虹炼化1600万吨项目满产后可获得净利润102亿元。(2) 收购斯尔邦石化及二期项目投产：一是，斯尔邦拥有30万吨EVA产能(其中光伏EVA占比近70%)，将持续受益于光伏行业未来高增长带来的需求增加，而供不应求的格局保障了斯尔邦EVA业务的高盈利。另一方面，二期项目的投产将使斯尔邦成为国内产能最大的丙烯晴企业，同时带来业绩的增长。根据测算，以2021年各产品的市场均价为计算依据，斯尔邦一期可贡献净利40亿元，二期满产后可贡献净利15.4亿元。

● 投资建议

预计公司2021-2023年营业收入为484.1/1111.2/1491.2亿元，归母净利60.0/120.8/157.4亿元，EPS为1.24/2.50/3.26元，对应PE为22.3/11.1/8.5倍。参考可比公司恒力石化、荣盛石化、恒逸石化和桐昆股份2021年平均PE11.8倍，并考虑到公司在收购和并表斯尔邦石化后业绩将进一步增加，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

涤纶长丝景气度回升速度慢；盛虹炼化项目的投产时间延迟或投产后达产时间长；公司收购和并表斯尔邦石化的进程较慢；原油价格波动大。

推荐

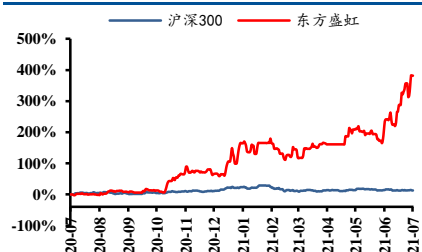
首次评级

当前价格：27.7元

交易数据 2021-7-23

近12个月最高/最低(元)	27.76/5.6
总股本(百万股)	4,835
流通股本(百万股)	1,261
流通股比例(%)	26.08
总市值(亿元)	1,339
流通市值(亿元)	349

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证：S0100516120001
 电话：0755-22662010
 邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证：S0100121070026
 电话：0755-22662096
 邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,777	48,408	111,121	149,116
增长率 (%)	-8.5%	112.5%	129.6%	34.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	316	5,997	12,086	15,743
增长率 (%)	-80.4%	1796.1%	101.5%	30.3%
每股收益 (元)	0.07	1.24	2.50	3.26
PE (现价)	395.7	22.3	11.1	8.5
PB	7.6	5.5	3.7	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

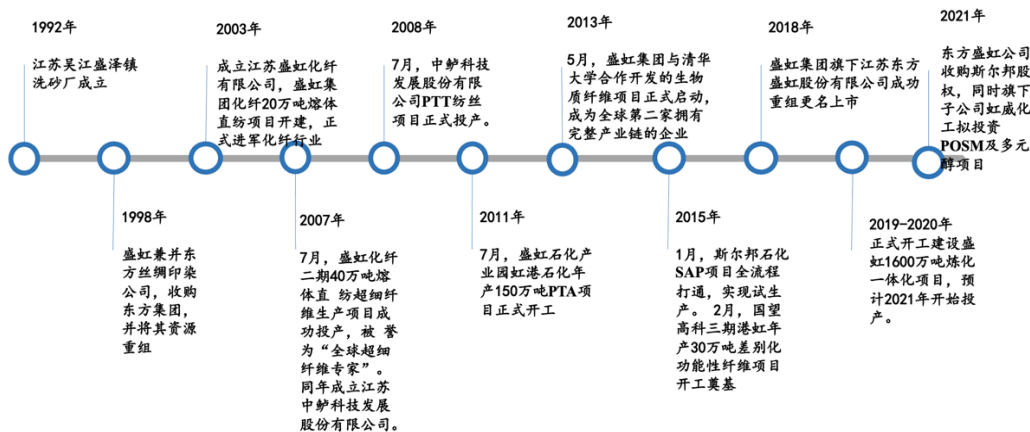
1 公司概况：炼化项目即将投产，全产业链布局完成在即	4
1.1 炼化项目即将投产，全产业链布局完成在即	4
1.2 DTY 为目前最大业绩来源，炼化投产和收购并表斯尔邦将重塑业务结构	4
1.3 业绩分析：公司营收及归母净利润维持高增速	6
2 行业逻辑：涤纶长丝景气度持续回升	8
2.1 从景气度指数角度判断，涤纶长丝处于景气度上行阶段	8
2.2 从库存周期角度看，涤纶长丝未来景气度将继续上行	10
2.3 从涤纶长丝盈利角度判断，涤纶长丝处于高景气阶段	12
2.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度	13
3 公司逻辑：炼化投产+收购斯尔邦，公司盈利能力迈上新台阶	17
3.1 盛虹炼化顺应“控炼增化”大趋势，并兼具多重优势	17
3.2.1 盛虹炼化项目具有四重优势	17
3.1.2 项目盈利测算：在 70 美元油价下，东方盛虹炼化全产能可获得净利 102.3 亿元	20
3.2 收购斯尔邦，布局新材料，乘光伏行业高增长之风	21
3.2.1 光伏胶膜需求剧增，斯尔邦将受益于光伏行业的高增长	21
3.2.2 持续扩张丙烯晴产能，巩固竞争优势	29
3.2.3 斯尔邦盈利测算	30
4 盈利预测与估值分析	32
4.1 盈利预测	32
4.2 估值分析与投资建议	33
4.2.1 相对估值 (PE) 法	34
4.2.2 PEG 估值法	34
5 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	37

1 公司概况：炼化项目即将投产，全产业链布局完成在即

1.1 炼化项目即将投产，全产业链布局完成在即

炼化项目即将投产，公司“炼化-聚酯”产业链布局进一步升级。东方盛虹前身为成立于1992年的江苏吴江盛虹洗砂厂，并于2018年成功重组更名上市；2019年，公司开工建设1600万吨的炼化一体化项目，并预计于今年建成投产；2021年5月，东方盛虹收购斯尔邦股权，同时旗下子公司虹威化工拟投资 POSM 及多元醇项目，公司产业链得以进一步升级。经过近三十年得发展，公司目前公司已形成以聚酯化纤为根基，“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯化纤”的全产业链布局。

图1: 公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

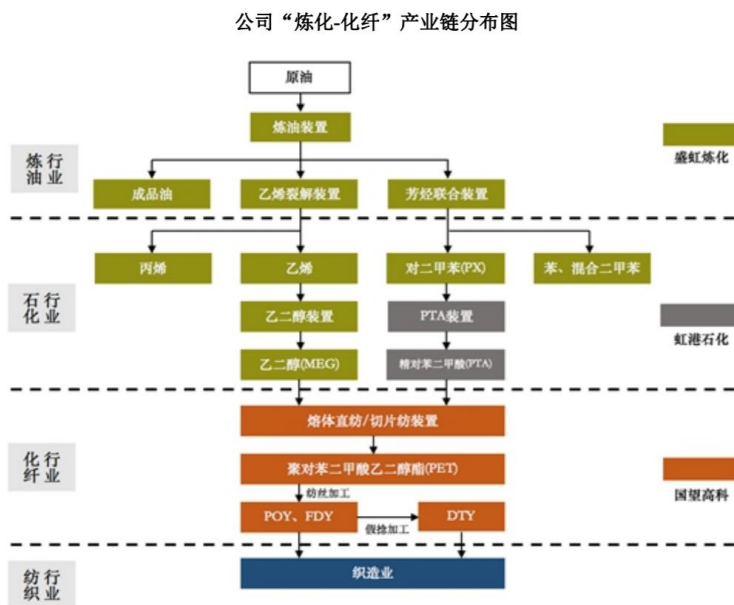
1.2 DTY 为目前最大业绩来源，炼化投产和收购并表斯尔邦将重塑业务结构

全产业链一体化经营体系即将建成。截至2021Q1，公司已形成“PTA-聚酯-化纤”一体化的业务结构；并且，随着今年盛虹1600万吨炼化一体化项目的建成投产，公司将建成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展模式，实现炼油、石化、化纤之间协同发展的新阶段和新格局。

- **炼化板块：**实施主体为盛虹炼化，项目整体规模为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年底建成投产。
- **PTA 板块：**生产主体为虹港石化。截至2020年末，公司已拥有150万吨/年PTA产能，新增240万吨/年PTA产能于2021年3月初建成投产。
- **聚酯化纤板块：**生产主体为国望高科。截至2020年末，公司共拥有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DTY长丝产品为

主。

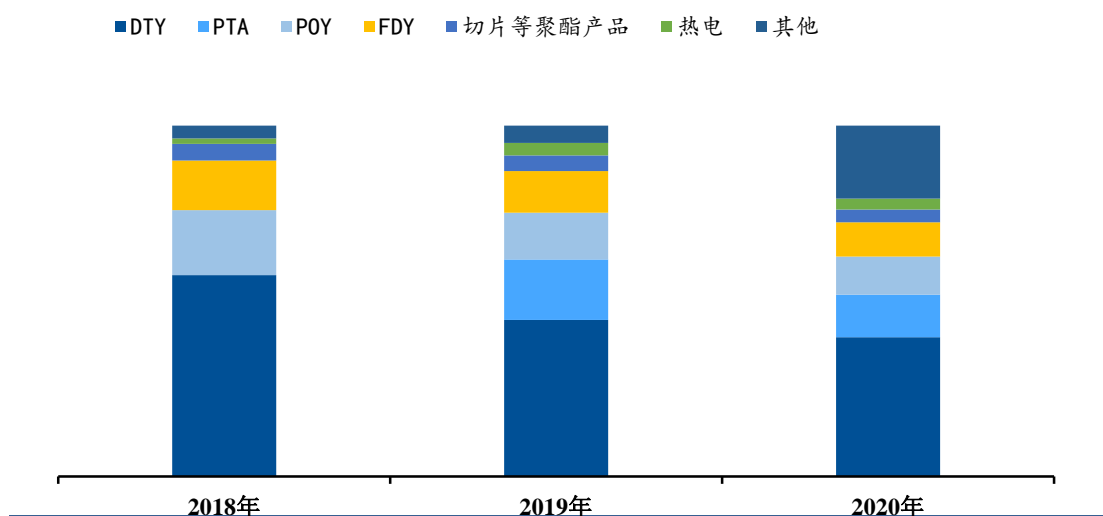
图2: 公司产业链分布图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

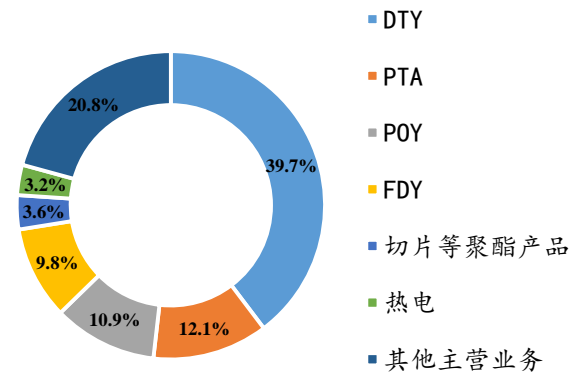
DTY 为公司最大的营收及毛利来源。从营收结构看, 2020 年, DTY 业务营收为 90.4 亿元, 占总营收的 39.7%, 较 2019 年下降近 8 个百分点, 系贸易收入占比提升影响; POY、FDY 和 PTA 分别占 10.9%、9.8%和 12.1%; 从营收结构的变化趋势看, 2019 年起公司开展的 PTA 业务挤占了聚酯业务的份额。从毛利结构看, 2020 年, DTY、热电和 FDY 分别贡献了 63%、21%和 9%的毛利, 三者合计达 93%。展望 2021 年, 随着公司炼化一体化项目的投产, 公司营收及毛利结构将重构, 炼化业务有望在 2022 年后成为公司最大的业绩来源。

图3: 公司营收结构变化趋势 (%)



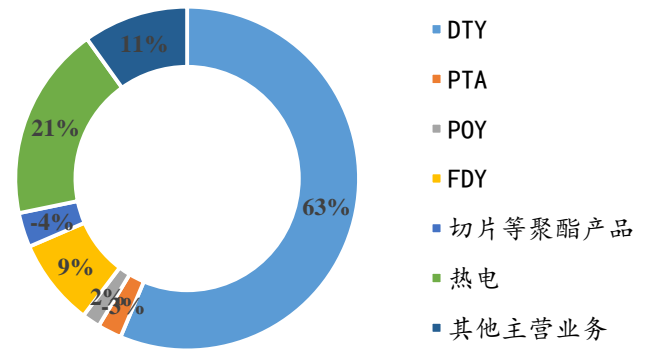
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 公司 2020 年营收结构: DTY 占比 39.7%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 2020 年公司毛利: DTY 占比 56.3%

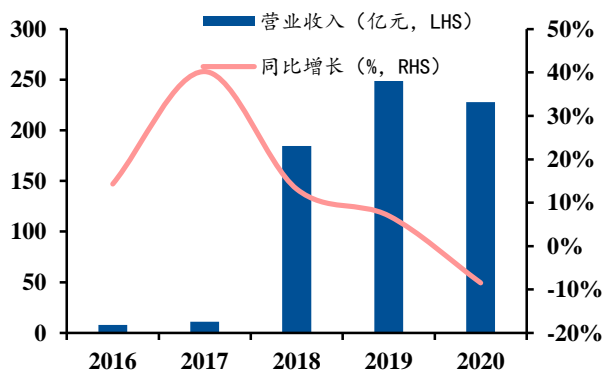


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 业绩分析: 公司营收及归母净利润维持高增速

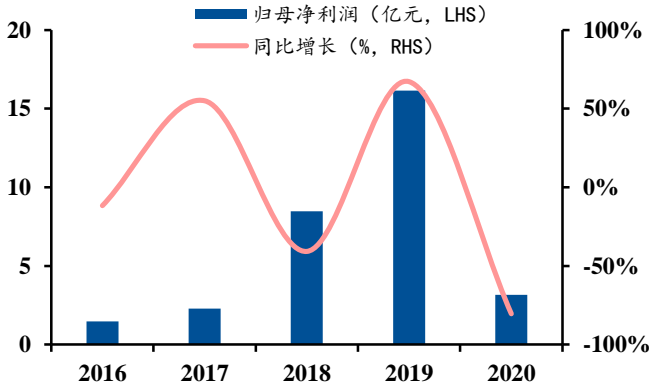
2020 年, 受疫情影响, 公司业绩承压。2020 年, 公司实现营业收入 227.8 亿元, 同比-8.5%, 归母净利润 3.2 亿, 同比-80.4%, 主要系新冠疫情对终端需求的冲击导致公司主要业绩来源-涤纶长丝盈利能力出现明显下滑。

图6: 2016~2020 年全球东方盛虹营业收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2016~2020 年东方盛虹归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

毛利率稳步提升, 期间费用率略有改善。毛利率方面, 2018-2020 年, 公司整体毛利率从 6.0% 上升至 13.8%, 提升了 7.8 个百分点, 主要系 DTY 和 POY 产品的毛利率的提升; 相较于同行业的竞争对手, 2021 年一季度东方盛虹 15.6% 的毛利率仅次于荣盛石化的 22.6%。**期间费用率方面,** 公司期间费用率从 2019 年的 4.9% 下降至 2020 年的 4.1%, 主要系销售费用率从 1.0% 下降至 0.2% 影响。

图8: 公司主要业务毛利率变化情况 (%)

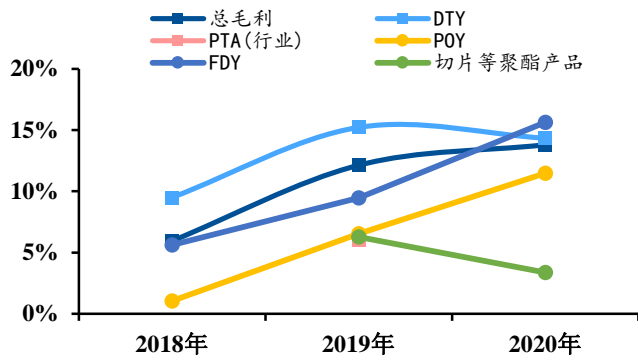
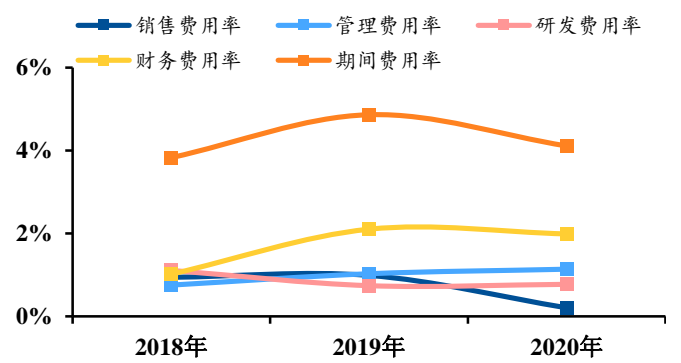


图9: 公司期间费用率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资料来源: 公司公告, 民生证券研究

表1: 2018-2021 年业内公司毛利率对比

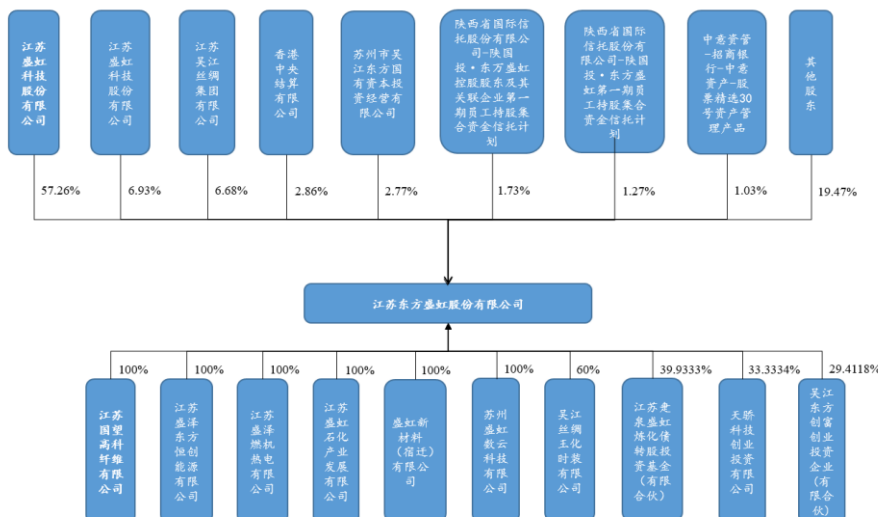
	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q1
新凤鸣	8.94%	8.37%	4.84%	9.26%
恒力石化	12.27%	19.05%	17.12%	13.27%
恒逸石化	3.79%	6.85%	6.79%	7.99%
荣盛石化	5.66%	6.24%	17.82%	22.56%
桐昆股份	11.51%	11.59%	6.13%	15.35%
东方盛虹	13.36%	11.65%	5.41%	15.60%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.4 股权结构集中, 实际控制人为廖汉根, 朱红梅

股权结集中, 实际控制人为廖汉根、朱红梅夫妇。东方盛虹为民营控股家族集团, 截止 2021Q1, 公司第一大股东为廖汉根, 其持有公司 57.26% 的股份。公司实际控制人为廖汉根, 朱红梅夫妇, 两人为一致行动人, 股权结构较为集中, 实际控制人对公司控制力强。

图10: 公司股权结构



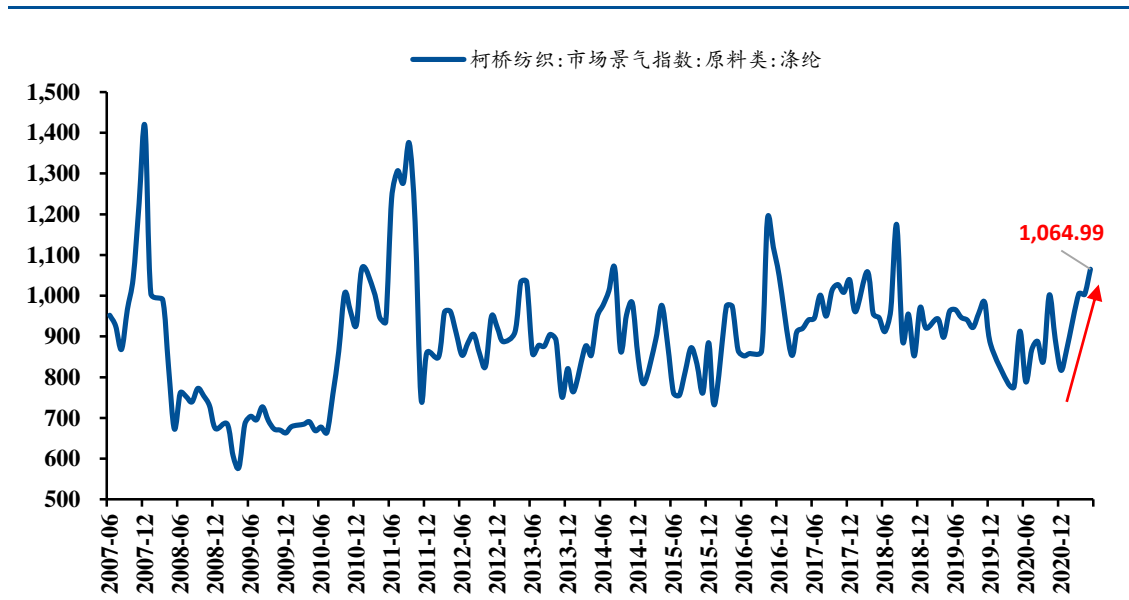
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 行业逻辑: 涤纶长丝景气度持续回升

2.1 从景气度指数角度判断, 涤纶长丝处于景气度上行阶段

从原料类涤纶景气指数看, 涤纶长丝市场景气度处在 58.1% 的历史百分位, 并维持上行趋势。从景气度位置看, 2007 年 6 月至今, 涤纶柯桥纺织市场景气指数最大值为 1415, 最小值为 578, 2021 年 5 月为 1065, 处于 58.1% 的历史百分位, 高于 2007 年 6 月份至今的中枢水平。从景气度变化趋势看, 涤纶景气度主要受油价和下游需求的影响, 并且随着油价的上升和下游需求的回暖, 行业景气度有望持续上行。

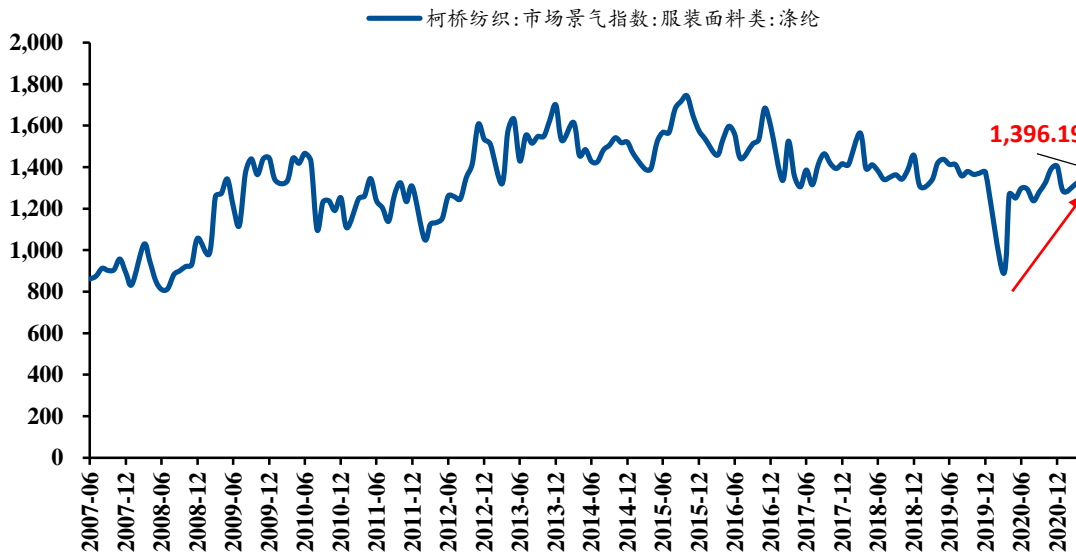
图11: 柯桥纺织市场景气指数: 原料类: 涤纶



资料来源: Wind, 民生证券研究院

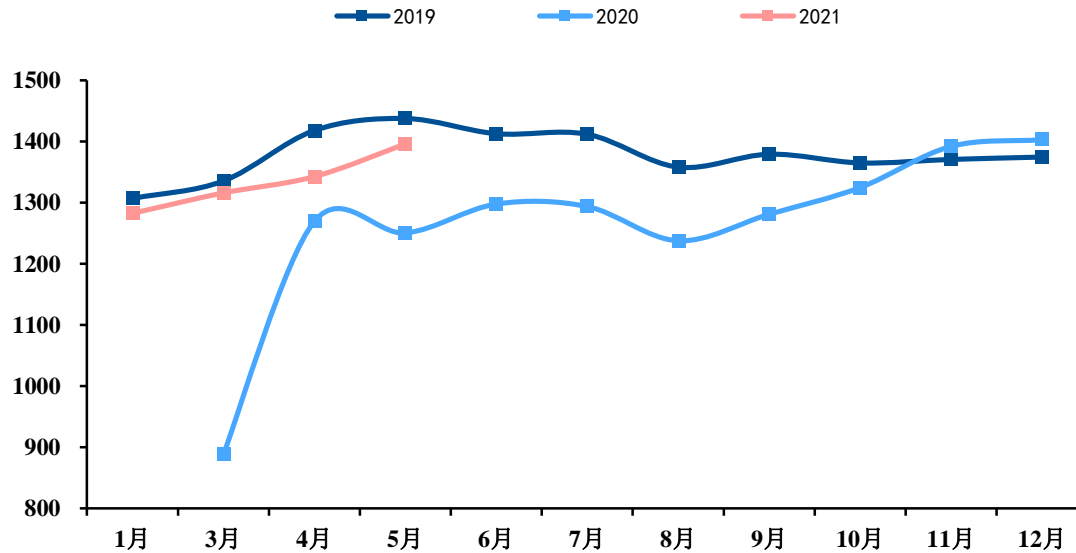
从服装面料类涤纶景气度看, 市场景气度处在 62.8% 历史百分位, 并呈向上趋势。从景气度位置看, 2021 年 5 月, 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数为 1396, 处在 62.8% 历史百分位; 从变化趋势看, 景气度从 2020 年 3 月起处于持续上行的趋势中; 从年度对比看, 2021 年 5 月的柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气度已恢复至 2019 年的水平。

图12: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: wind, 民生证券研究院

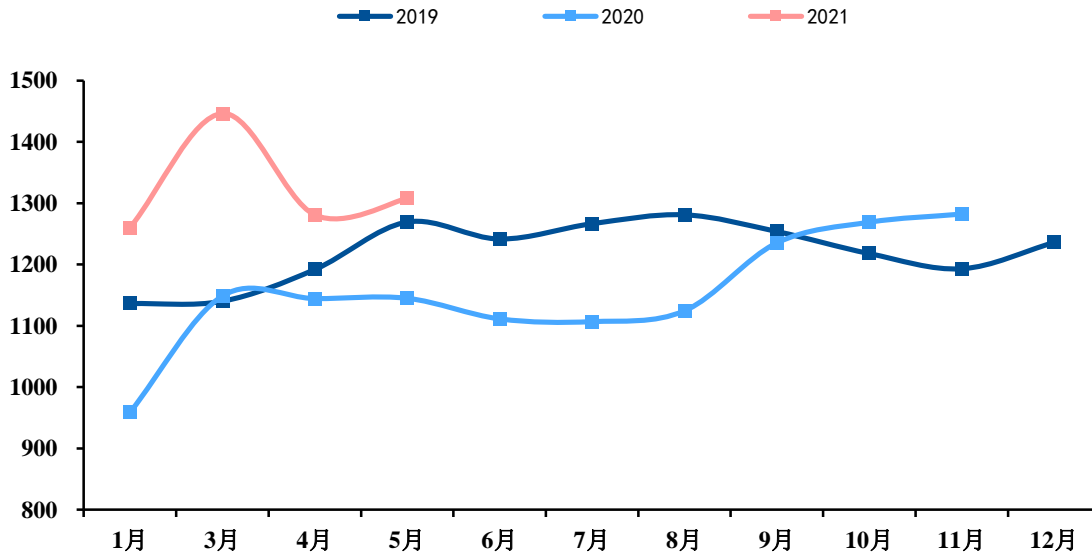
从下游坯布类柯桥市场景气指数看, 行业景气度处在 39.9% 的历史百分位, 并持续上行。由于坯布是涤纶长丝的主要下游产品, 其景气度情况的变化情况可作为判断涤纶长丝未来景气度的重要参考指标。从景气度位置看, 2021 年 5 月, 坯布类柯桥市场景气指数为 1308, 处在 39.9% 的历史百分位; 从景气度变化趋势看, 从 2020 年 3 月起, 行业景气度处于上行的趋势中; 对比往年, 2021 年 5 月景气度高于 2019、2020 年。因此, 根据下游坯布类景气度看, 未来涤纶景气度有望继续上行。

图14: 柯桥纺织坯布类景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

综上所述,从涤纶长丝及其下游产品(坯布)的景气度判断,当前涤纶长丝的景气度处于上行阶段。我们选取柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布景气度指数作为涤纶长丝景气度的判断指标,根据以上三个指标判断,涤纶长丝景气度处于上行趋势中。

2.2 从库存周期角度看,涤纶长丝未来景气度将继续上行

库存周期同时受供需两方面的影响,需求端占主要位置。涤纶长丝的产能较为“刚性”而需求端“弹性”较大,因此涤纶长丝库存的调整受下游需求影响较大,而价格是企业在进行库存管

理时最主要的参考因素。一般而言，企业的库存调整是以涤纶长丝价格变化为依据，因为会滞后于涤纶长丝价格的变化，进而形成了库存周期。参考涤纶长丝价格和库存变化，我们可以把库存周期分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存阶段。

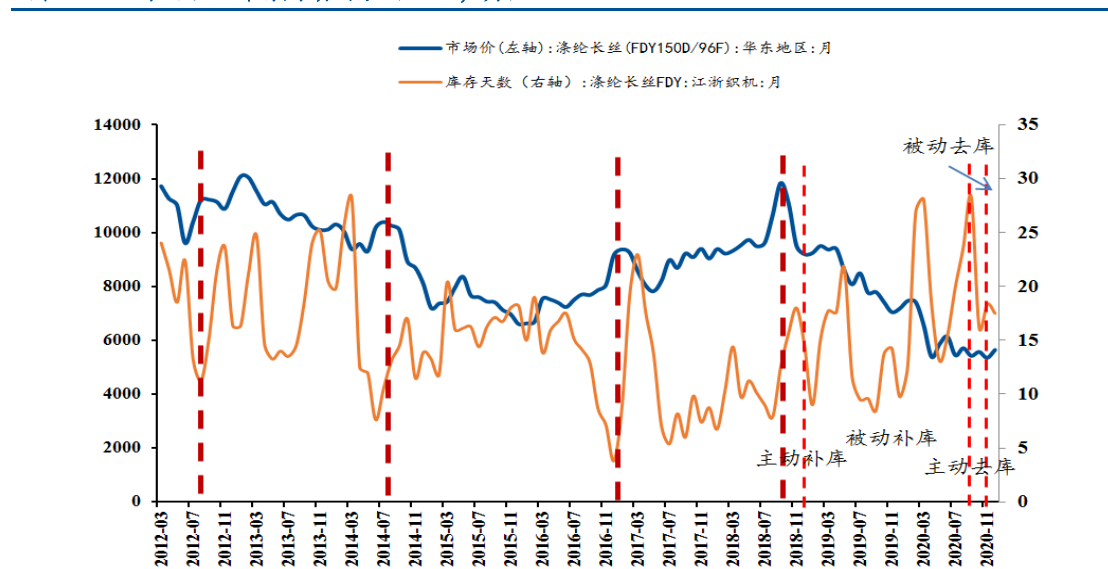
表2: 库存周期阶段划分

库存周期四个阶段	价格变化	库存变化
被动去库存	↑	↓
主动补库存	↑	↑
被动补库存	↓	↑
主动去库存	↓	↓

资料来源：民生证券研究院整理

根据历史数据划分，涤纶长丝库存周期平均时长为 24 个月。我们选取了 FDY 市场价格和 FDY 库存天数作为我们划分库存周期的指标；其中，价格上行代表需求向好，库存天数上行代表库存积压。根据划分，从 2012 年 8 月至今，涤纶长丝行业共经历了 3 个完整的库存周期，目前进入第 4 个周期，平均周期持续时间为 24 个月。

图16: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)



资料来源：Wind，民生证券研究院

表3: 涤纶长丝库存周期各阶段

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库
2012.08-2014.06	2012.08-2013.02	2013.02-2014.02	2014.02-2014.04	2014.04-2014.06
2014.06-2016.11	2014.06-2015.04	2015.04-2015.12	2015.12-2016.01	2016.01-2016.11
2016.11-2018.08	2016.11-2017.01	2017.01-2017.03	2017.03-2017.05	2017.05-2018.08
2018.08 至今	2018.08-2018.11	2018.11-2020.09	2020.09-2020.11	2020.12 至今

资料来源：民生证券研究院整理

表4: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	本次库存周期持续时长 (月)
2012.08-2014.06	6	12	2	2	22
2014.06-2016.11	10	8	1	10	29
2016.11-2018.08	2	2	2	15	21
2018.08 至今	3	22	2	2+	29+
平均时长	5.3	11	1.8	9	24

资料来源: 民生证券研究院整理

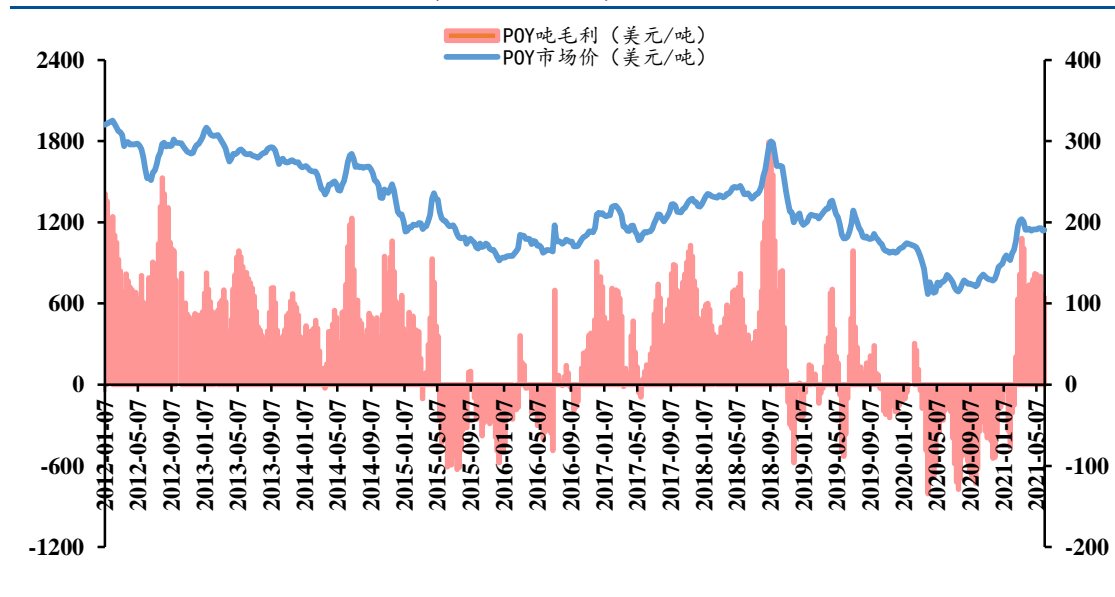
根据判断, 涤纶长丝行业目前处于被动去库阶段, 并将于 2021 年下半年进入主动补库存阶段。根据对历史库存周期的划分, 我们认为本轮涤纶长丝库存周期主动去库存阶段从 2020 年 9 月到 2020 年 11 月, 之后进入被动去库存阶段。根据历史数据统计, 历史一个涤纶长丝库存周期平均持续时长为 24 个月, 且历史上库存周期中被动去库存阶段周期平均时长为 9 个月, 据此我们可以推测, 涤纶长丝行业预计将于 2021 年下半年进入主动补库存阶段。

一般而言, 被动去库存和主动补库存阶段均为行业景气度持续上行阶段, 行业有望进入持续赚钱的“好日子”。因此, 根据涤纶长丝库存周期判断, 行业未来景气度有望持续上行。

2.3 从涤纶长丝盈利角度判断, 涤纶长丝处于高景气阶段

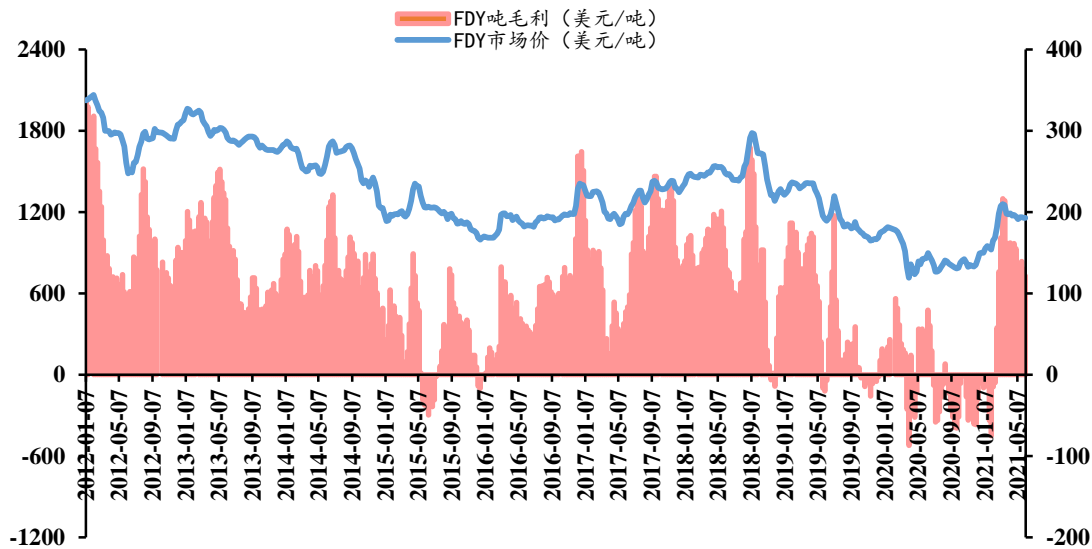
从吨净利角度看, 涤纶长丝吨净利已全部转正, 行业高景气正当时。本文选取 POY、FDY 和 DTY 三个产品的吨净利来分析行业景气度, 通过数据发现, POY 和 FDY 产品吨净利已于 2021 年 2 月份开始转正, 并维持在较高位置; DTY 产品吨净利从 2020 年 10 月份起触底反弹, 并持续上升。因此, 从涤纶长丝三种细分产品的吨净利看, 涤纶长丝行业高景气正当时。

图17: POY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)



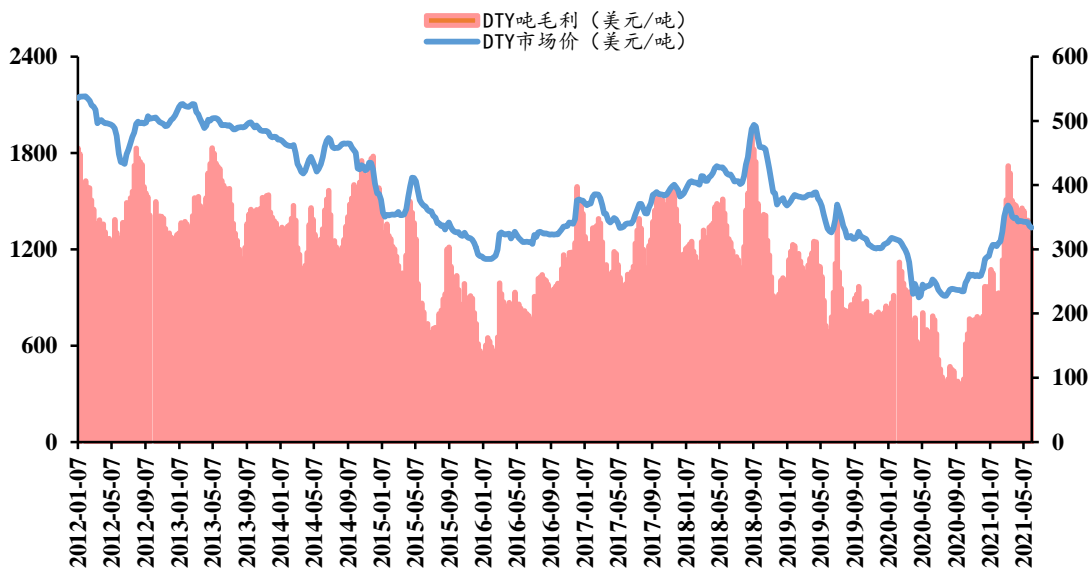
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: FDY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: DTY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)



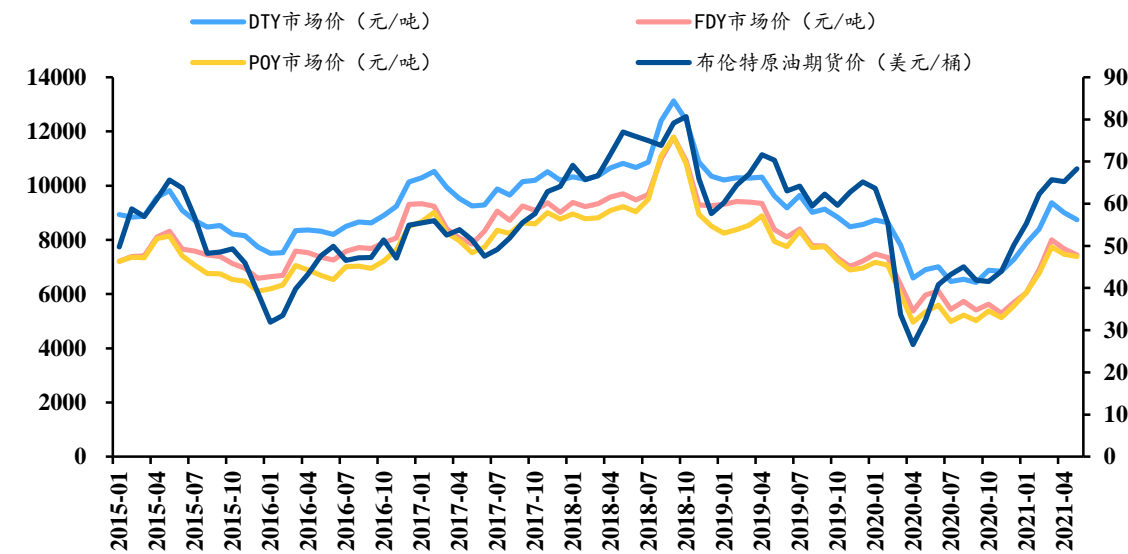
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度

涤纶长丝市场价与原油价格同步, 随着油价上涨, 涤纶长丝价格亦上涨, 进而带动行业盈利能力提升。根据三种涤纶长丝价格与布伦特原油价格走势可以看出来, 涤纶长丝价格走势与布伦特原油价格同步; 并且, 从2020年11月份起, 布伦特原油价格从40美元/桶快速上涨, 涤纶长丝价格亦同比上涨。因此, 随着原油供需格局的改善, 价格有望回归正常水平, 进而带动涤纶长

丝价格回升，增强行业盈利能力。

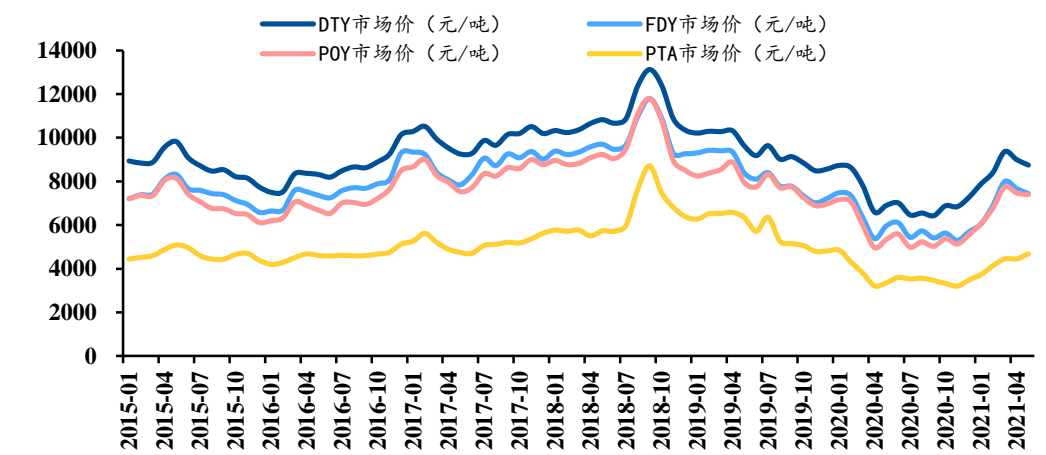
图20: 三种涤纶长丝市场价(左轴)与布伦特原油期货价格(右轴)走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

PTA 价格是涤纶长丝价格的同步指标，二者于 2020 年同步开启涨价。根据数据，我们发现 PTA 价格变动趋势与长丝价格变动方向相同，且变化幅度相近，PTA 价格为涤纶长丝价格的同步指标。自 2020 年 12 月份起，随着油价的上涨及需求的复苏，二者均呈现上涨趋势。

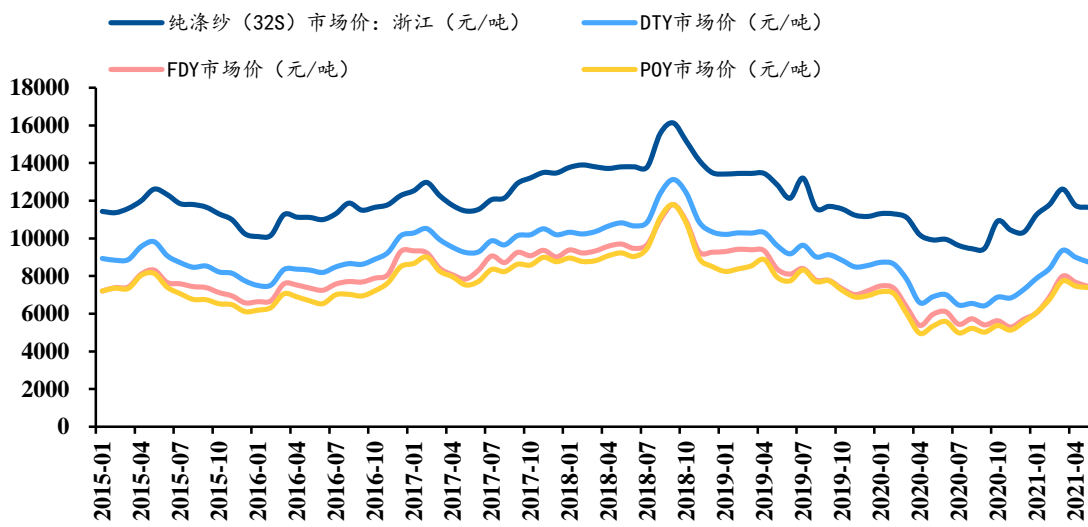
图21: 三种涤纶长丝市场价与 PTA 市场价的走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

纯涤纱的市场价是涤纶长丝价格的同步指标，二者于 2020 年末同步开启涨价趋势。涤纶长丝的下游需求来自于纺服及工业需求，其中以纺服需求为主；而纺服产业链的下游包括涤纱、坯布和终端纺服产品。作为涤纶长丝的下游产品，涤纱价格的走势对研究涤纶长丝价格的变化具有重要的参考价值。从数据来看，涤纶长丝价格与涤纱价格的变动趋势及幅度较为一致；并且，自 2020 年 12 月起，随着油价的上涨及终端需求的复苏，二者均呈现上涨趋势，涤纶长丝行业高景气正当时。

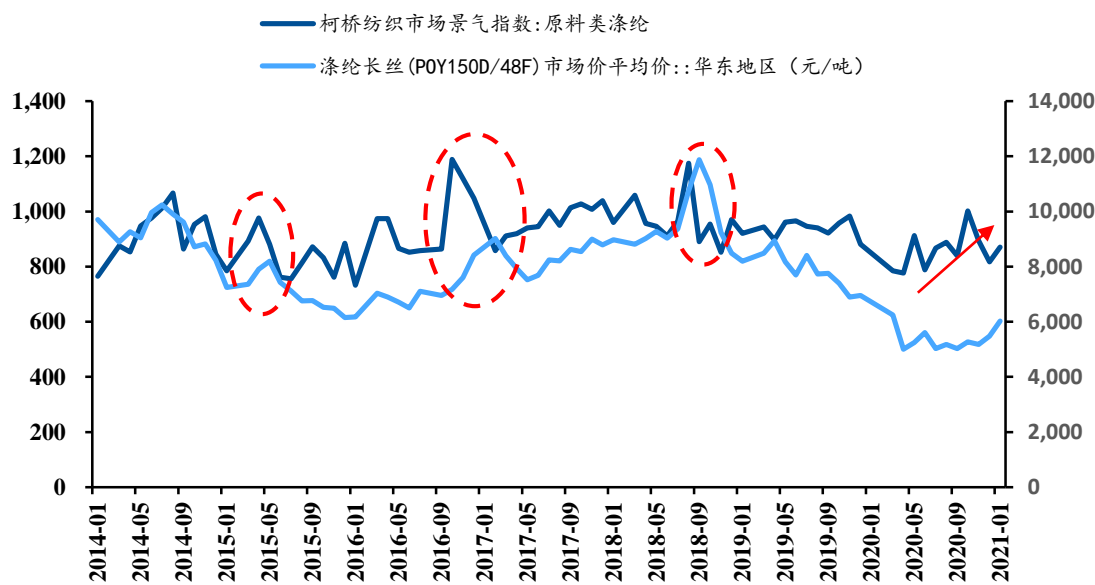
图22: 纯涤纱市场价与三种涤纶长丝市场价的走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

柯桥纺织市场景气指数领先涤纶长丝价格 2 个月。从图中可以看出, 柯桥纺织市场景气指数 (渡轮) 与涤纶长丝价格相关性高。我们选取 2014 年 1 月至今数据为依据, 根据特征明显的波峰判断, 原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数领先长丝价格的平均时间为 1.8 个月。因此, 根据原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数的上升趋势判断, 未来涤纶长丝行业景气度将上行。

图23: 柯桥景气指数 (左轴) 与长丝价格 (右轴, 元/吨) 变动图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表5: 柯桥指数 (涤纶) 提前长丝价格时间

	柯桥纺织市场景气指数日期	长丝价格 (月; 元/吨) 日期	景气指数提前长丝时间 (月)
波峰	2015.04	2015.05	1
波峰	2016.10	2017.02	4
波峰	2018.08	2019.09	1
平均			2

资料来源: 民生证券研究院整理

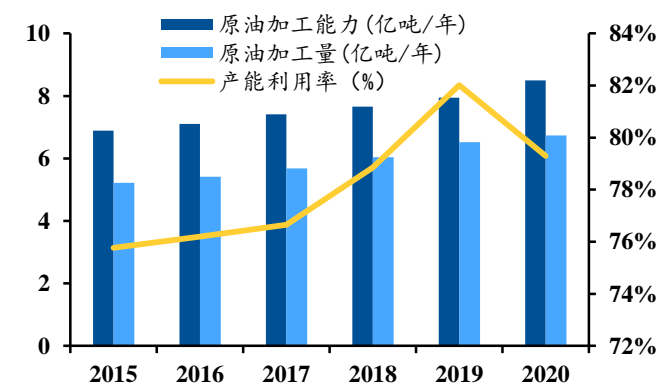
3 公司逻辑：炼化投产+收购斯尔邦，公司盈利能力迈上新台阶

3.1 盛虹炼化顺应“控炼增化”大趋势，并兼具多重优势

3.2.1 盛虹炼化项目具有四重优势

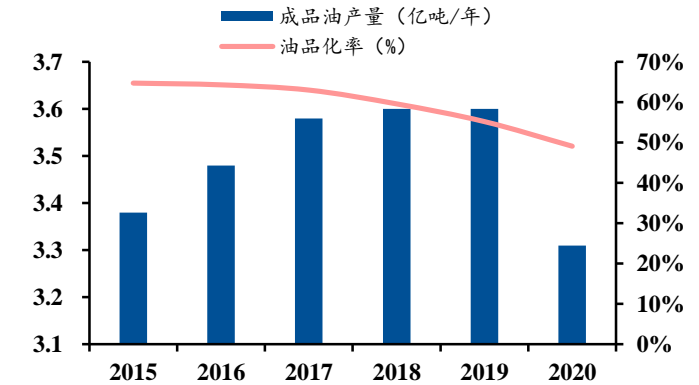
国内炼油行业产能过剩问题突出，“控炼增化”趋势日渐明显。近年来，随着国内民营大炼化项目地持续推进，我国炼油产能持续增长，国内原油加工量不断提升；截至2020年，我国原油加工能力为8.5亿吨/年，较2019年增加了超5000万吨，导致了产能利用率下降至79.3%，我国炼油行业产能过剩问题依然突出。另一方面，2020年，我国生产成品油3.3亿吨，其中汽油产量1.32亿吨，柴油产量1.59亿吨，油品化率（成品油产量/原油加工量）进一步下降至49.1%。总而言之，随着民营大炼化项目的陆续投产，我国炼油行业呈现供过于求格局，并且由于炼油毛利的下降及化工品盈利水平的提升，“控炼增化”趋势日渐明显。

图24: 原油加工产能利用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 成品油产量及油品化率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

在国内炼油产能过剩和“控炼增化”大趋势下，进行炼化一体化布局的企业拥有强大竞争力。在炼化产能过剩及原油周期变化的情况下，炼油及下游化工品的毛利亦处于周期波动中，这严重影响了只有单一布局的石油石化产业链上企业的长期稳定的盈利能力。而进行炼化一体化布局的企业能发挥“宜油则油”，“宜芳则芳”的优势，灵活调节产品结构，实现炼油与化工的优势互补，使得企业利润更可控，拥有更强的竞争力。

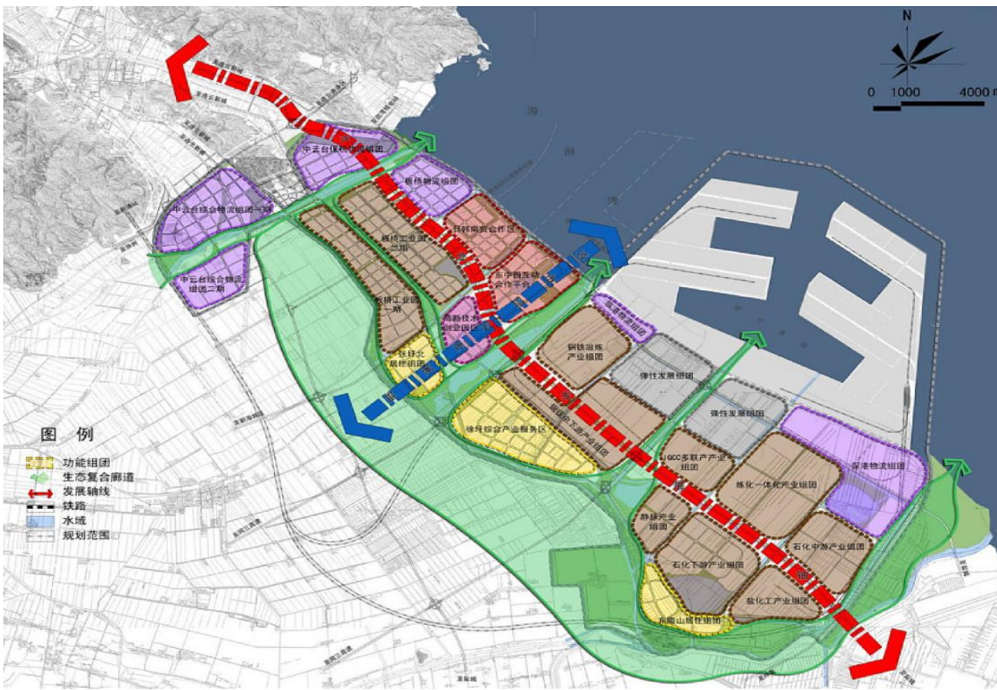
盛虹炼化1600万吨炼化一体化项目即将投产。盛虹炼化一体化项目于2018年12月正式动工，预计将于2021年建成投产，其主要装置包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施，整体规模为1600万吨/年炼油、280万吨/年对二甲苯、110万吨/年乙烯及下游衍生物，更配套了30万吨原油码头、4个5万吨液体化工码头等，预计将于2021年底建成投产。

相比于传统的国内炼化项目，盛虹炼化项目兼具多重优势：

优势一：独特的区位优势，利好项目后续运营。盛虹炼化项目位于国家规划建设七大石化产业基地之一的连云港上；而连云港是长江经济带及“一带一路”的交汇点，江苏沿海

开发等国家战略的核心发展区域，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；同时，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。此外，项目地处的徐圩片区拥有 4000 公顷土地用于石油化工产业和树脂后加工、精细化工等下游配套产业，在土地、环境容量等方面都为企业的扩展提供了较大的发展空间。

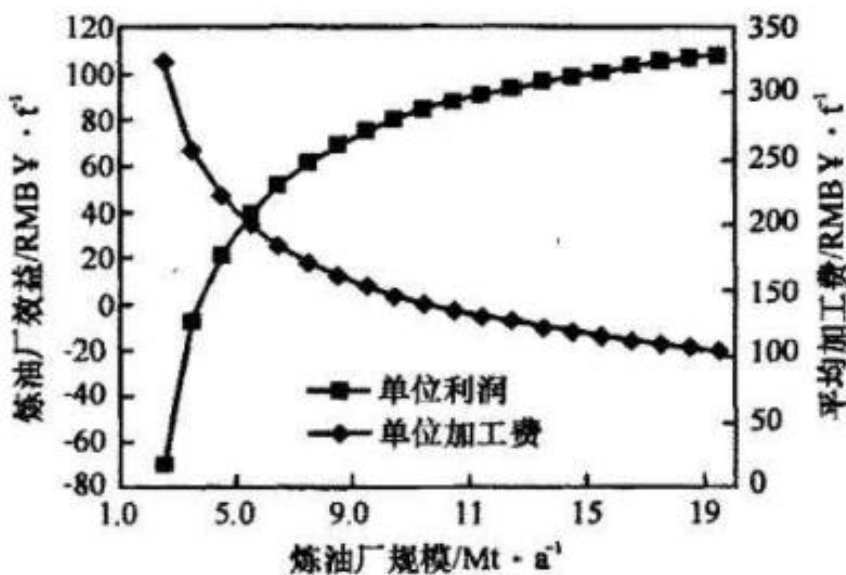
图26: 盛虹炼化项目所在的连云港徐圩片区拥有特殊的区位优势



资料来源：站酷网，民生证券研究院整理

优势二：规模优势：炼化项目 1600 万吨的单线规模为炼油厂的最佳经济规模。（1）**能耗及成本低。**1600 万吨的单线规模位居我国炼化单线产能规模的前列，是全球炼厂平均规模的 2 倍多，是我国炼厂平均规模的近 5 倍，本项目装置比国内大量单线 200 万吨的装置能耗节约 50 千克标准油/吨左右。（2）**1600 万吨的单线规模处于最佳经济规模区间。**此外，根据行业内权威机构中国石化工程建设有限公司对 500-2500 万吨/年炼油厂的盈利能力测算，1500~1800 万吨/年区间为单位能力投资、单位成本的低点和吨油利润、项目投资内部收益率的高点，结合投资、成本和效率来看，盛虹炼化一体化的规模区间是炼油厂的最佳经济规模。此外，根据张国生在《炼油厂和炼油装置规模经济化研究》的研究中指出，随着炼油厂单线规模的提升，单位加工成本将逐步下降，单位利润将提升，但是若单线产能超过 2000 万吨，则规模效应的效果将变得越来越弱。因此，1500-2000 万吨可能是规模效应与经济效应最好的规模区间。

图27: 随着炼油厂单线规模的提升, 单位加工成本将逐步下降, 单位利润将提升



资料来源:《炼油厂和炼油装置规模经济化研究》, 张国生, 民生证券研究院

优势三: 工艺优势。盛虹炼化项目在炼油、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。(1)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; (2)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可达到 73.48%, 乙烯收率可达到 40.79%, 双烯收率可达到 56.24%, 均处于国内领先水平。

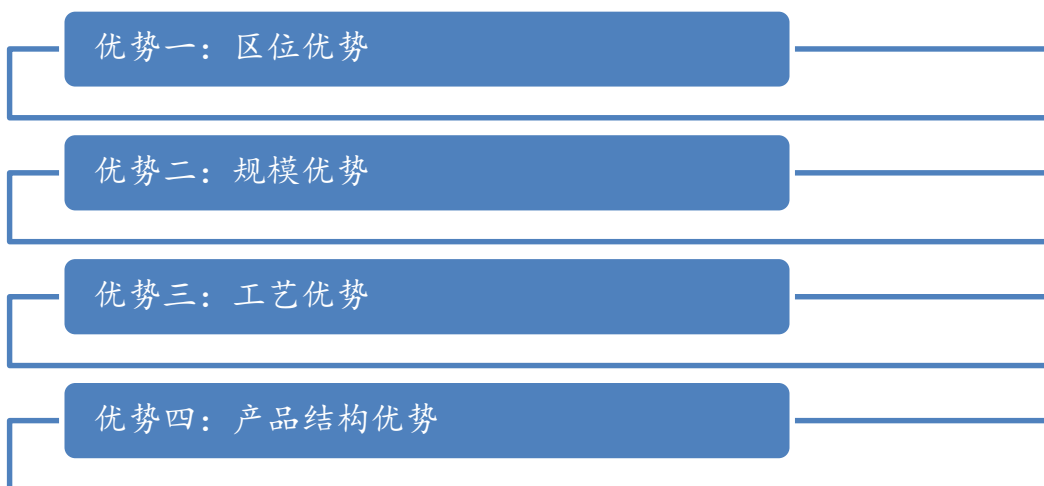
表6: 盛虹炼化双烯收率

项目	数值
乙烯装置原料轻质化率	73.48%
乙烯收率	40.79%
双烯收率	56.24%

资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

优势四: 产品结构优势。盛虹炼化一体化项目秉承“少产成品油、多产化工品”的理念, 将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%, 高于同行业三大民营炼化项目平均水平。盛虹炼化一体化项目对二甲苯占炼油产能的比例达到 17.50%, 远高于我国平均水平和日韩水平, 充分挖掘和发挥了产业链配套优势, 实现原油精细化、经济充分利用。

图28: 盛虹炼化项目具有四大优势



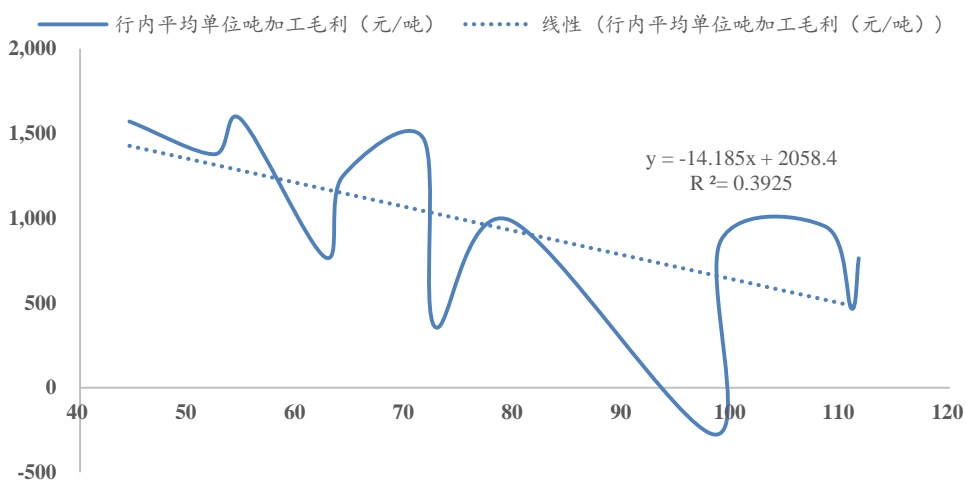
资料来源：民生证券研究院整理

二期 2400 万吨炼化项目论证中，迎接碳中和碳达峰。连云港石化基地中长期规划了 4000 万吨炼化产能，其中一期 1600 万吨由公司投资建设，另外的二期 2400 万吨炼化产能，目前公司还在论证可研阶段，公司会努力争取，论证规划中会前瞻性规划好碳中和的政策要求。

3.1.2 项目盈利测算：在 70 美元油价下，东方盛虹炼化全产能可获得净利 102.3 亿元

以中国石油、中国石化和上海石化为可比公司评估公司炼化一体化项目盈利。以布伦特原油价格为横坐标，行内炼化项目单位吨加工毛利为纵坐标，可以得到炼化项目单位吨加工毛利与原油价格的走势图。从图中我们可以发现，单吨炼化毛利与原油价格呈反比关系，单吨炼化毛利随着原油价格的上升而下降；其中，当原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时，单位吨加工毛利较高。

图29: 炼化项目单位吨加工毛利（纵轴）随布伦特原油价格（横轴，美元/桶）走势图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

测算假设如下:

- (1) 净利/毛利的比例为 60%;
- (2) 根据浙石化、恒力石化炼化项目的产能利用率, 假设盛虹炼化的产能利用率为 100%;

盛虹炼化的原油加工产能为 1600 万吨, 测算得到, 当原油价格中枢为 60/70/80/90 美元/桶时, 原油单位吨加工毛利分别为 1207.3/1065.5/923.6/781.8 吨, 盛虹炼化全部 1600 万吨产能可获得净利为 115.9/102.3/88.7/75.0 亿元, 由于东方盛虹持有的项目权益为 77.7%, 因此, 测算得到东方盛虹可获得的权益净利为 90.1/79.5/68.9/58.3 亿元。

表7: 不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)

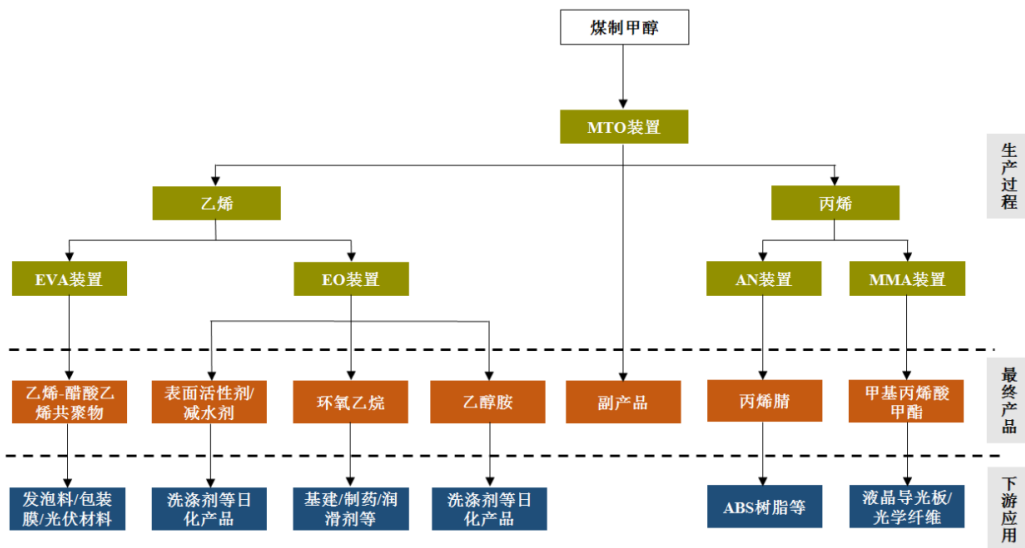
原油价格 (美元/桶)	原油加工吨毛利 (元/吨)	1600 万吨炼化产能毛利 (亿元)	1600 万吨炼化产能净利 (亿元)	东方盛虹持有的权益	东方盛虹持有的权益产能可获得净利 (亿元)
60	1207.3	193.2	115.9	77.7%	90.1
70	1065.5	170.5	102.3	77.7%	79.5
80	923.6	147.8	88.7	77.7%	68.9
90	781.8	125.1	75.0	77.7%	58.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.2 收购斯尔邦, 布局新材料, 乘光伏行业高增长之风

收购斯尔邦, 布局高附加值烯烃衍生物。2021 年 5 月 13 日, 公司公告称正筹划通过发行股份及支付现金方式购买江苏斯尔邦石化有限公司全部股权或控股权, 并募集配套资金。斯尔邦主营业务为高附加值烯烃衍生物的生产与销售, 即以甲醇为主要原料制取乙烯、丙烯等, 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。通过收购斯尔邦, 公司正式将其业务范围扩展至高附加值的烯烃新材料领域, 进一步完善一体化布局, 增强公司核心竞争力。

图30: 斯尔邦特种化学品和化工新材料产业链业务分布情况



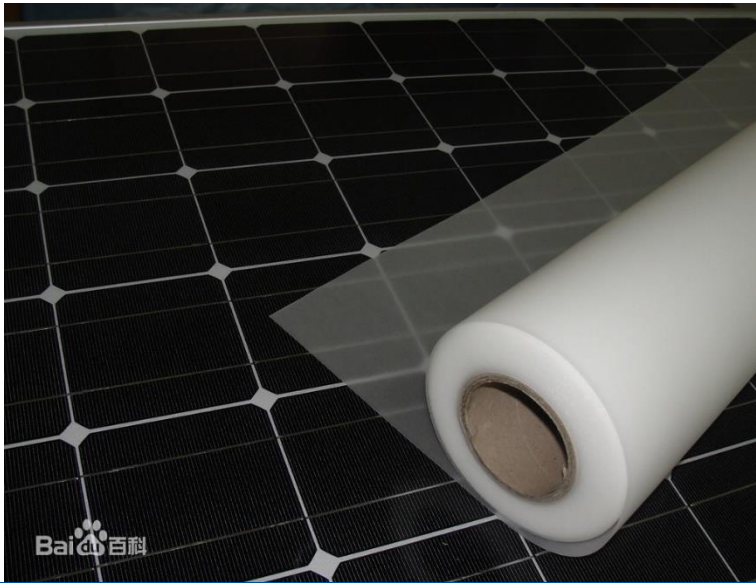
资料来源: 东方盛虹可转债发行说明书, 民生证券研究院

3.2.1 光伏胶膜需求剧增, 斯尔邦将受益于光伏行业的高增长

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

EVA 是较为高端的新材料。EVA 是乙烯和醋酸共聚而成的，中文名称为乙烯-醋酸乙烯共聚物，一般醋酸乙烯 (VA) 的含量在 5%-40%，而 VA 含量也直接决定了 EVA 树脂的性能和应用场景。与聚乙烯 (PE) 相比，EVA 由于在分子链中引入醋酸乙烯单体，从而降低了高结晶度，提高了韧性、抗冲击性、填料相溶性和热密封性能，这决定了 EVA 是塑料中较为高端的产品之一。

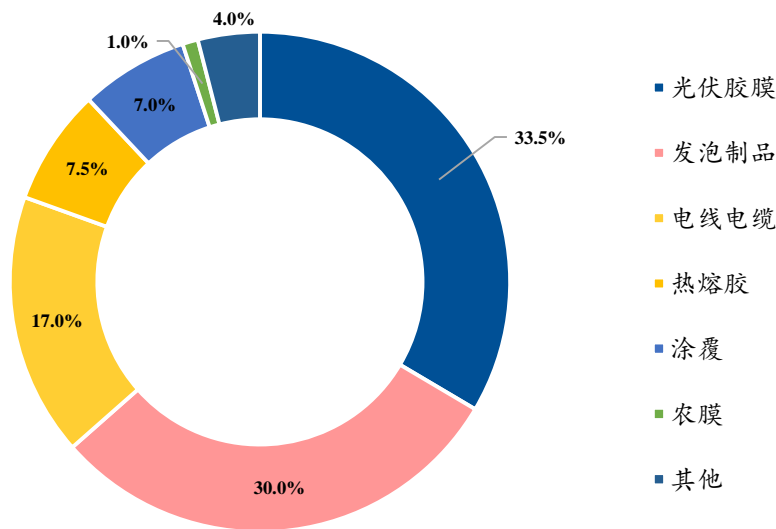
图31: 光伏用 EVA 胶膜



资料来源：百度百科，民生证券研究院

EVA 居于产业链中间位置，其直接上游为乙烯和醋酸乙烯，最大下游需求来自于光伏胶膜，占比约 33.5%。从产业链角度看，EVA 位于产业链中游位置，其上游为乙烯和醋酸乙烯，下游包括光伏电池封装胶膜、电线电缆、发泡制品、热熔胶、农用棚膜、涂覆等领域；其中，光伏胶膜、发泡制品和电线电缆为 EVA 的前三大需求来源，分别占比 33.5%、30% 和 17%。根据中国产业信息网数据，2019 年，我国 EVA 树脂行业消费量为 177.14 万吨，其中，光伏胶膜消费量 55.3 万吨，发泡领域消费量 58.1 万吨，电缆料领域消费量 30.5 万吨，涂覆、热熔胶、农膜及其他消费量为 33.3 万吨。

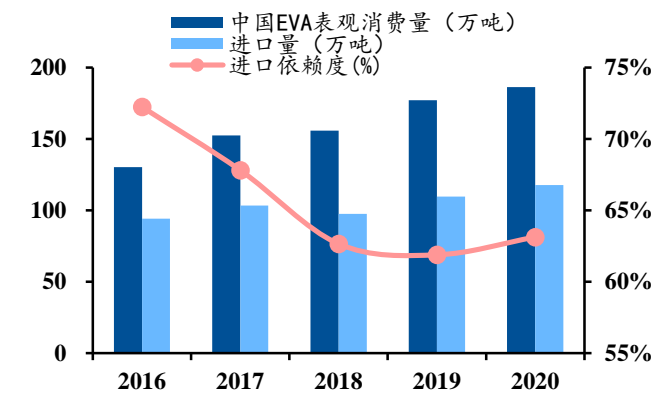
图32: EVA 下游需求结构 (%)



资料来源: 卓创咨询, 民生证券研究院

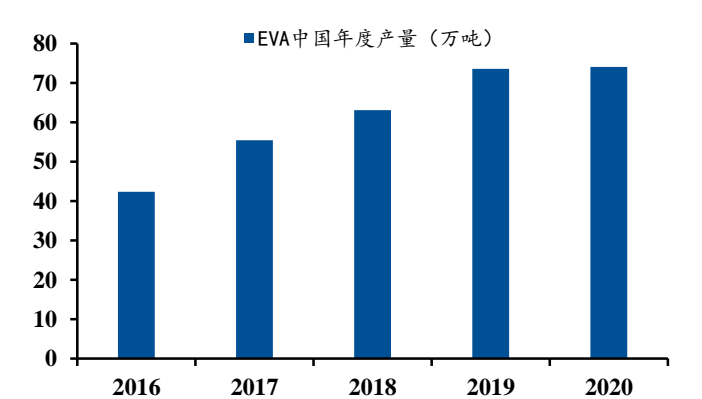
中国 EVA 进口依赖度高于 60%，进口替代空间巨大。根据卓创咨询数据，2020 年，我国 EVA 表观消费量为 186.4 万吨，来自于进口的量为 117.7 万吨，进口依赖度达 63.1%，进口替代空间巨大。

图33: 中国 EVA 进口依赖度情况



资料来源: 卓创咨询, 民生证券研究院

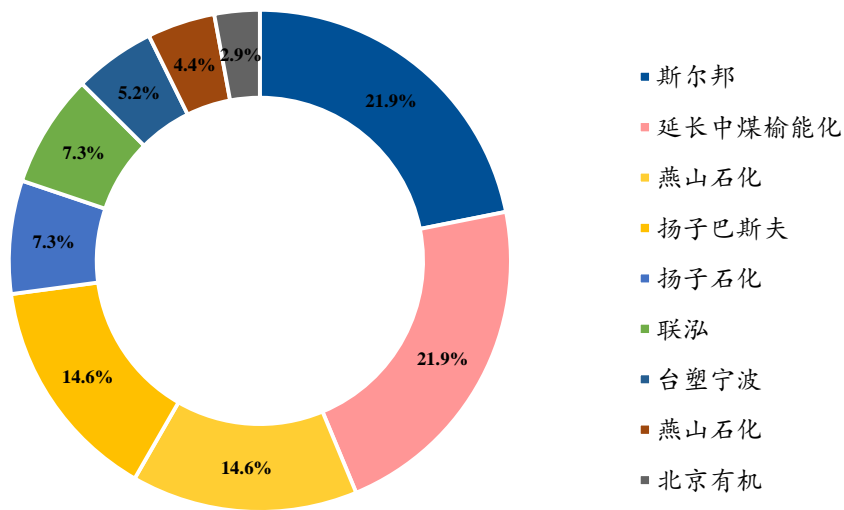
图34: 中国 EVA 年度产量



资料来源: 卓创咨询, 民生证券研究院

从产能结构看，斯尔邦占比达 21.9%，为全国第一。截至 2021 年 6 月底，我国共拥有 EVA 产能 137.2 万吨，其中，斯尔邦和延长中煤榆能化分别拥有 30 万吨产能，占比 21.9%，合计达 43.8%，产能集中度较高。

图35: 中国 EVA 产能格局



资料来源: 卓创咨询, 民生证券研究院

供给端: 2021-2022年, 我国预计约有 80 万吨 EVA 产能投产, 较 2020 年末增长约 74.6%。根据卓创咨询数据, 2021-2022 年, 我国分别有 70 万吨和 10 万吨的 EVA 产能投产, 投产后我国 EVA 产能可达 187.2 万吨, 较 2020 年末增长 74.6%, 产能增幅大。

表8: 2021-2022 年我国 EVA 新增产能情况

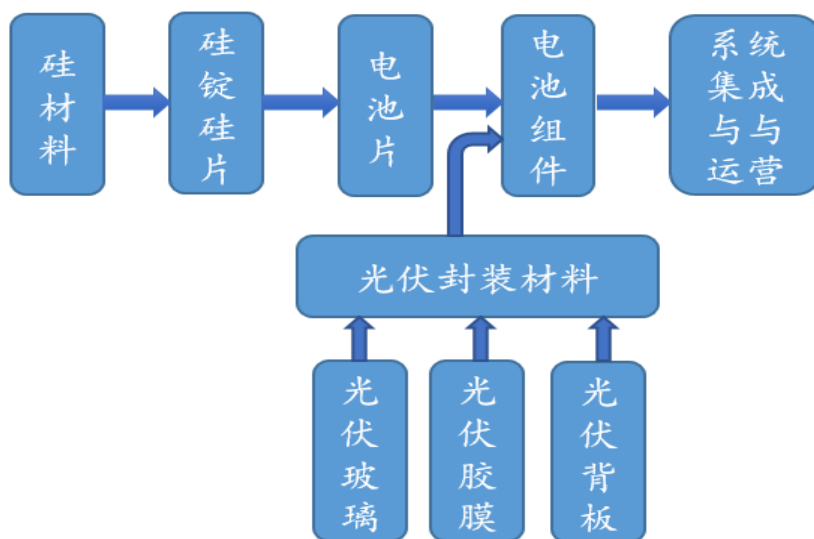
生产企业	产能 (万吨)	投产进度
延长中煤榆能化	30	2021 年 3 月
古雷石化	30	2021 年 12 月
中化泉州	10	2021 年 7 月
中科 (广东) 炼化公司	10	2022 年 6 月

资料来源: 卓创咨询, 民生证券研究院

需求端: 光伏胶膜为 EVA 下游第一大需求, 在“碳达峰”和“碳中和”的政策指引下, 作为清洁能源行业的光伏行业将保持长期高增长, 进而产生对光伏胶膜级 EVA 的长期高增量需求。

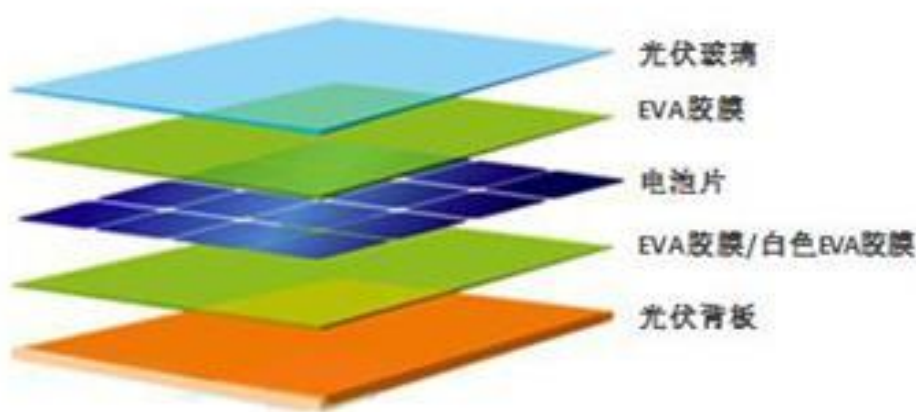
光伏胶膜是光伏组件的关键材料, 其质量是决定组件质量、寿命的关键性因素。光伏产业链包括硅材料、硅锭硅片、电池片、电池组件和光伏系统集成与运营等环节。在光伏产业链中, 光伏胶膜主要用于光伏组件的封装环节, 是光伏组件的关键材料, 对太阳能电池组件起到封装和保护的作用, 能提高组件的光电转换效率, 并延长组件的使用寿命。由于光伏电池的封装过程具有不可逆性, 加之电池组件的运营寿命通常要求在 25 年以上, 一旦电池组件的胶膜开始黄变、龟裂, 电池易失效报废, 所以尽管胶膜等膜材在光伏组件总成本中的占比不高, 却是决定光伏组件产品质量、寿命的关键性因素。

图 23: 光伏产业链示意图



资料来源: 福斯特年报, 民生证券研究院

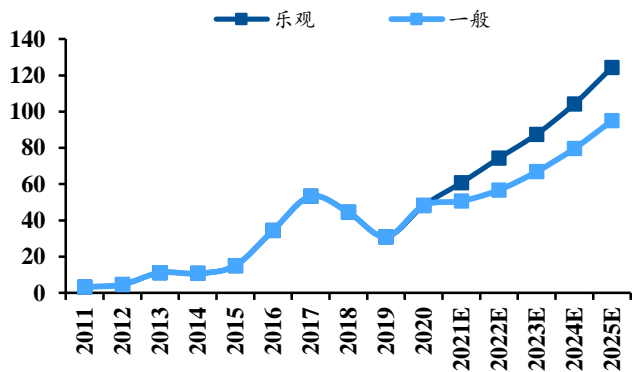
图 23: 光伏组件示意图



资料来源: 福斯特年报, 民生证券研究院

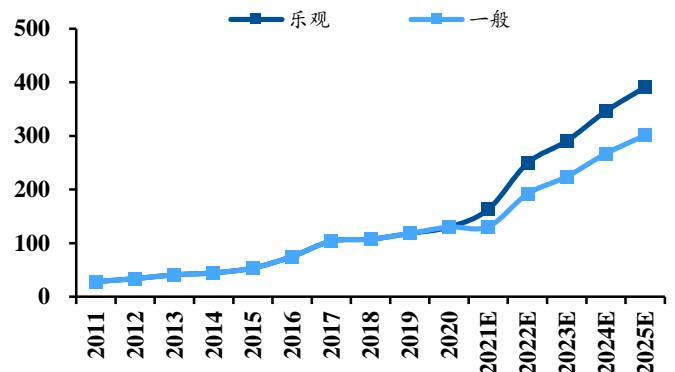
政策推动+发电成本下降, 未来几年光伏新增装机容量有望快速提升。一方面, 根据到 2030 年风电和太阳能发电总装机容量 12 亿千瓦以上的目标, 未来几年, 来自于政策端推动有望持续加力; 另一方面, 随着光伏发电成本的逐年下降, 光伏厂商即使不依靠补贴, 其盈利能力及发展动力也将持续增强。因此, 在政府、厂商两端的持续推动, 未来几年光伏新增装机容量将快速增加。据国际光伏技术路线图 (ITRPV) 预测, 随着“平价上网”时代的全面到来, 在市场因素的驱动下, 到 2030 年全球每年新增装机容量将攀升至 660GW, 2050 年全球累计装机容量将达到 9,170GW, 分别约为 2019 年新增和累计装机容量的 6 倍和 22 倍。

图36: 中国光伏装机规模 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会, 民生证券研究院

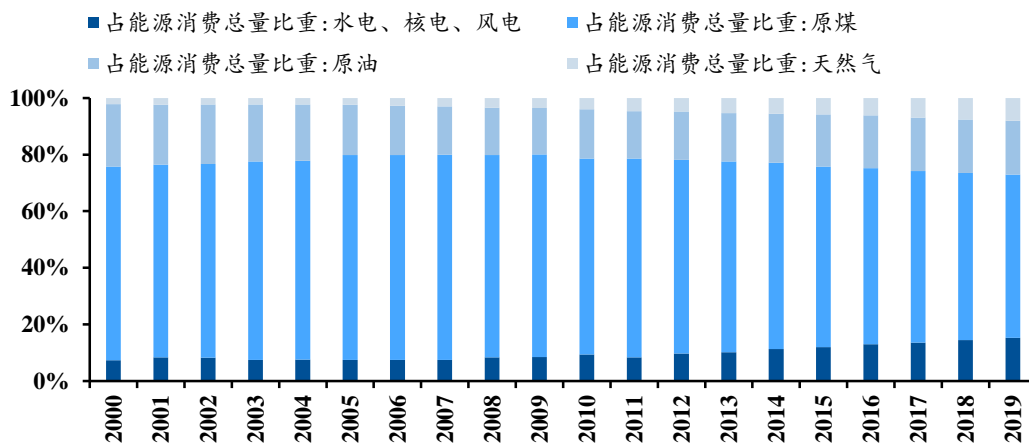
图37: 全球光伏装机规模 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会, 民生证券研究院

- **政策推动, 光伏长期发展确定性高。**国家主席习近平在 2020 年 12 月 12 日于气候雄心峰会上宣布, 到 2030 年, 中国单非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。而根据国家能源局数据显示, 截至 2019 年底, 全国风电装机容量为 2.1 亿千瓦、太阳能 2 亿千瓦, 意味着到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量需要增加两倍; 因此, 长期来看, 光伏产业发展确定性高。

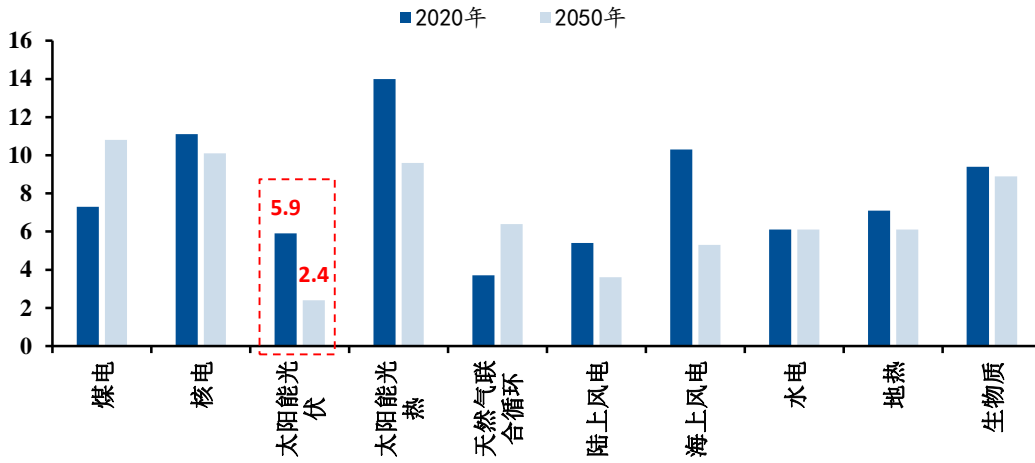
图38: 2019 年光伏、水电等非石化能源占能源消费总量比例仅为 15.3% (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

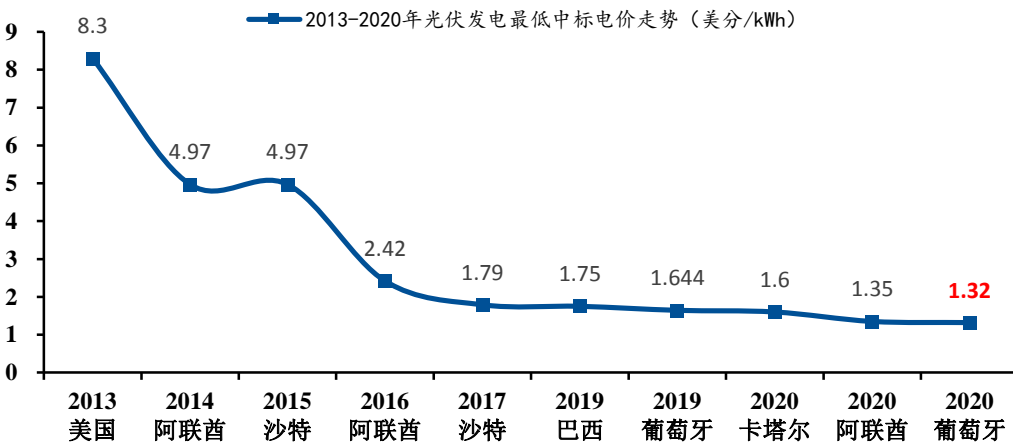
- **发电成本逐步下降, 光伏行业进入平价时代, 成本竞争力逐步显现。**据 Energy Intelligence 杂志预测, 2020 年, 美国太阳能光伏成本为 5.9 美分/千瓦时, 在各种发电方式中位居第 3, 仅次于陆上风电及天然气联合循环; 并且, 至 2050 年, 太阳能光伏发电成本将为 2.4 美分/千瓦时, 低于其他所有发电方式。此外, 据中国光伏协会统计, 2013-2020 年, 全球范围内光伏发电最低中标价从 8.3 美分/千瓦时下降至 1.32 美分/千瓦时。光伏成本逐年下降, 并已与煤电等常规发电方式的成本靠近, 光伏平价上网成为光伏产业发展的最核心推动力。

图39: 美国各发电方式成本对比预测 (美分/千瓦时)



资料来源: Energy Intelligence, 民生证券研究院

图40: 全球范围内, 光伏发电中标电价屡创新低



资料来源: 中国光伏行业协会, 民生证券研究院

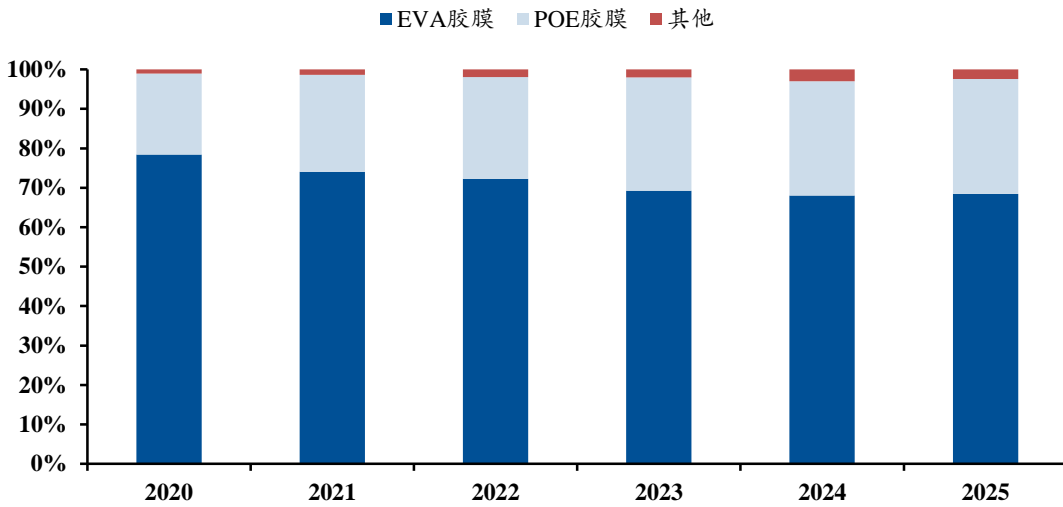
测算假设:

(1) 光伏组件安装量和生产量的容配比: 根据福斯特年报数据, 假设容配比为 1: 1.2;

(2) 单位光伏组件封装时所需光伏胶膜量: 根据福斯特年报中数据, 假设每 GW 光伏组件封装使用 1000 万平米光伏胶膜;

(3) 光伏胶膜中 EVA 胶膜占比: 随着双玻组件、双面电池的大规模应用, 包括多层共挤 POE 胶膜和白色增效 EVA 胶膜在内的高品质胶膜存在进一步提升市场空间的机会。根据光伏产业报告, 未来封装材料上下两层均采用透明 EVA 胶膜的组件占比将稳定发展, 而封装材料采用白色增效 EVA 胶膜、多层共挤 POE 胶膜的组件市场占有率会逐步提高。根据海优新材年报数据, 2020 年, EVA 胶膜占比约为 78%, 并且随着 POE 胶膜的发展, EVA 胶膜占比将下降, 但仍为主要的胶膜材料。

图 23: 2020-2025 年光伏胶膜市场产品结构变化趋势



资料来源: 海优新材年度报告, 民生证券研究院

(4) 每亿平方米光伏胶膜消耗 4.5 万吨 EVA 树脂。根据福斯特年报和海优新材招股说明书, 福斯特每亿平方米光伏胶膜需要 4.48 万吨 EVA 树脂, 海优新材每亿平方米光伏胶膜需要 4.39 万吨 EVA 树脂, 因此, 我们假设每亿平方米光伏胶膜需要 4.5 万吨 EVA 树脂。

表9: 每亿平方米光伏胶膜消耗 EVA 树脂

企业	EVA 树脂采购量 (万吨)	光伏胶膜产量 (万平方米)	EVA 树脂采购量/光伏胶膜产量 (万吨/亿平方米)
福斯特	33.61	7.49	4.48
海优新材	6.09	1.39	4.39

资料来源: 福斯特年度报告, 海优新材招股说明书, 民生证券研究院

基于以上 4 点假设, 测算得到, 乐观情况下, 2021-2023 年全球光伏级 EVA 的需求量分别 65.1/96.8/108.1 万吨。

表10: 未来五年全球光伏 EVA 树脂的市场需求

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
保守	光伏新增装机容量 (GW)	130.0	131.0	192.0	224.0	267.0	301.0
	组件生产量 (GW)	156.0	157.2	230.4	268.8	320.4	361.2
	光伏胶膜需求量 (亿平方米)	15.6	15.7	23.0	26.9	32.0	36.1
	EVA 光伏胶膜占比	78%	74%	72%	69%	68%	68%
	EVA 光伏胶膜需求量 (亿平方米)	12.2	11.6	16.6	18.5	21.8	24.6
	EVA 树脂需求量(万吨)	54.8	52.3	74.6	83.5	98.0	110.5
乐观	光伏新增装机容量 (GW)	130	163	249	290	346	391
	组件生产量 (GW)	156.0	195.6	298.8	348.0	415.2	469.2
	光伏胶膜需求量 (亿平方米)	15.6	19.6	29.9	34.8	41.5	46.9
	EVA 光伏胶膜占比	78%	74%	72%	69%	68%	68%
	EVA 光伏胶膜需求量 (亿平方米)	12.2	14.5	21.5	24.0	28.2	31.9
	EVA 树脂需求量(万吨)	54.8	65.1	96.8	108.1	127.1	143.6

资料来源: 福斯特年度报告, 海优新材年度报告, 民生证券研究院

光伏 EVA 树脂技术生产壁垒高, 国内生产企业三家, 斯尔邦为国内少数掌握关键技术、

实现进口替代的民营企业之一。光伏 EVA 数值的基数壁垒主要体现在：(1) 技术工艺难度高，由于国内仅有联泓新科、斯尔邦、宁波台塑 3 家企业能够生产光伏级 EVA 树脂，光伏 EVA 树脂供不应求。(2) EVA 生产设备投产时间长，EVA 产能装备的建设或升级耗时较长，整个建设过程通常耗时 2 年左右；另外，EVA 装置建成投产后，还要约 1 年左右的调试周期才能达到稳定生产状态。斯尔邦作为果寡位数不多掌握光伏 EVA 生产基数的企业，将深度受益光伏 EVA 需求的高增长。

3.2.2 持续扩张丙烯晴产能，巩固竞争优势

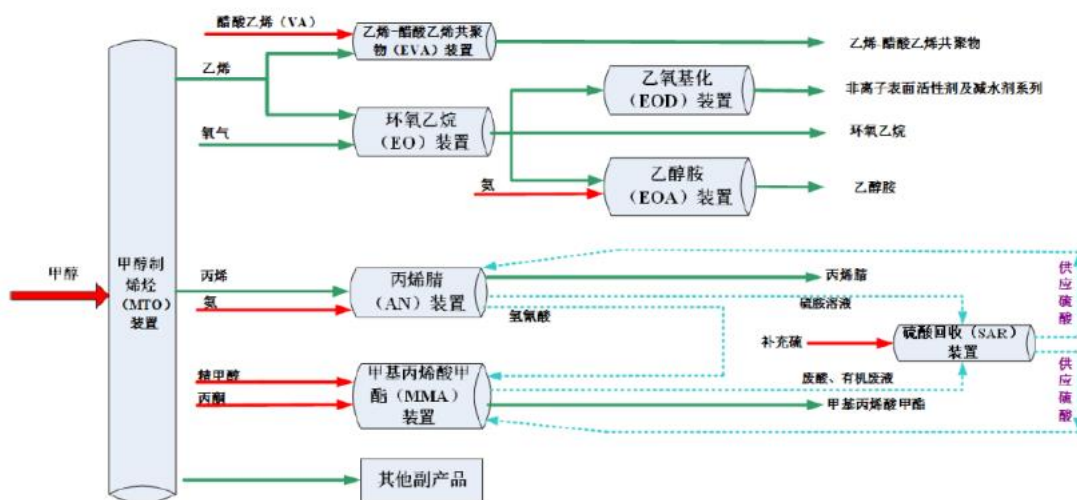
斯尔邦 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年(以甲醇计)，单体规模位居全球前列。截至 2020 年末，公司现有各产品产能包括 52 万吨/年丙烯晴、30 万吨/年 EVA、17 万吨/年 MMA、42 万吨/年 EO 及其衍生物。其中，斯尔邦的 MTO 装置的设计产能为 240 万吨/年，单体规模位居世界全列。

表11: 斯尔邦主要产品产能情况

项目	产品	产能 (万吨/年)
现有产能 (240 万吨/年 MTO 装置 (以甲醇计))	丙烯晴	52
	MMA	17
	EVA	30
	EO 及其衍生物	42

资料来源：斯尔邦环评公告，民生证券研究院

图41: 斯尔邦工艺流程图



资料来源：东方盛虹可转债发行说明书，民生证券研究院

投建斯尔邦二期丙烷产业链项目，扩展丙烯晴产能，巩固丙烯晴行业领先优势。二期丙烷产业链项目建成投产后将新增 70 万吨/年丙烷脱氢以及配套 26 万吨/年丙烯晴、9 万吨/年 MMA 的生产能力。投产后，斯尔邦石化丙烯晴整体规模将达到 104 万吨/年，MMA 规模将

达到 35 万吨/年，均位居国内前列。

表12: 斯尔邦在建产能情况

项目	产品	产能 (万吨/年)
在建 (70 万吨/年 PDH 装置)	丙烯腈	52
	MMA	18

资料来源：斯尔邦环评公告，民生证券研究院

长期来看，斯尔邦将继续深耕高端新材料及精细化工。近期，斯尔邦石化与鄂尔多斯政府签订绿色新材料循环经济产业园项目投资协议，拟投资 1270 亿元建设甲醇和下游生产醋酸、甲醛、丙烯酸、烯烃及可降解材料、高吸水性树脂等多种高端新材料及精细化工产品，综合实力将进一步提升。

3.2.3 斯尔邦盈利测算

测算假设：

1、丙烯腈：(1) 产量：根据斯尔邦石化资产评估报告中显示，公司丙烯腈产能利用率近三年均高于 100%，所以我们假设产量为 55 万吨；(2) 单价：根据 Wind 数据，2021 年丙烯腈出厂价均值为 1.4 万元/吨；(3) 毛利率：根据斯尔邦石化资产评估报告中的预测及 2021 年的产品价格的涨幅，假设毛利率为 25%。

2、MMA：(1) 产量：根据斯尔邦石化资产评估报告中显示，公司 MMA 产能利用率近三年均接近 100%，所以我们假设产量为 17 万吨；(2) 单价：根据 Wind 数据，2021 年华东地区 MMA 市场价均值为 1.28 万元/吨；(3) 毛利率：根据斯尔邦石化资产评估报告中的预测及 2021 年的产品价格的涨幅，假设毛利率为 15%。

3、EVA：(1) 产量：根据斯尔邦石化资产评估报告中显示及今年以来 EVA 市场的供给情况，我们假设产量为 35 万吨；(2) 单价：根据 Wind 数据，2021 年 EVA 出厂价均值为 1.86 万元/吨；考虑到斯尔邦光伏 EVA 产能 20 万吨，且光伏 EVA 处于供不应求的情况，我们假设单价为 1.9 万元/吨。(3) 毛利率：根据斯尔邦石化资产评估报告中的预测及 2021 年的产品价格的涨幅，假设毛利率为 45%。

4、EO 及其他：(1) 产量：我们假设产量为 42 万吨；(2) 单价：根据 Wind 数据，2021 年 EO 出厂价均值为 0.75 万元/吨；(3) 毛利率：根据斯尔邦石化资产评估报告中的预测，假设毛利率为 10%。

5、假设斯尔邦石化毛利润/净利润的比例为 70%；

通过简单的测算，斯尔邦石化一期项目可实现净利润 40.2 亿元；未来随着斯尔邦二期项目的投产，可贡献 15.4 亿元的净利润增量。

表13: 斯尔邦石化一、二期项目盈利能力测算

		一期项目	二期项目
丙烯腈	产能 (万吨)	52	52
	产量 (万吨)	55	55
	单价 (元/吨)	1.4	1.4
	营收 (亿元)	77	77
	毛利率 (%)	25%	25%
	毛利润	19.3	19.3
MMA	产能 (万吨)	17	17
	产量 (万吨)	17	17
	单价 (元/吨)	1.2	1.2
	营收 (亿元)	20.4	20.4
	毛利率 (%)	15%	15%
	毛利润	3.1	3.1
EVA	产能 (万吨)	30	
	产量 (万吨)	35.0	
	单价 (元/吨)	1.9	
	营收 (亿元)	66.5	
	毛利率 (%)	48%	
	毛利润	31.9	
EO 及其他	产能 (万吨)	42	
	产量 (万吨)	42	
	单价 (元/吨)	0.75	
	营收 (亿元)	31.5	
	毛利率 (%)	10%	
	毛利润	3.15	
合计	毛利润	57.4	22.4
	毛利/净利	70%	70%
	净利	40.2	15.4

资料来源: 斯尔邦石化资产评估报告, Wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

根据公司公告，盛虹炼化项目将于 2021 年底投产。并且，目前收购斯尔邦的进展较为顺利，有望在今年完成，所以我们假设公司在 2021 年收购且并表全年。

我们的盈利预测基于以下假设：

(一) 化纤：

(1) 营业增速：由于疫情影响，2020 年公司化纤业务营收下降了 21.2%，随着国内疫情的恢复，我们认为 2021 年公司化纤业务营收将恢复至 2019 年的水平；未来，随着公司化纤板块产能的投产，有望继续保持较快增长。因此，我们假设 2021-2023 年的公司化纤业务同比增速为 30%/10%/10%。

(2) 毛利率：由于疫情影响，化纤产品价格低于 2019 年的平均水平，但是从 2020 年末起，随着油价的上升及下游需求的复苏，涤纶长丝等产品价格逐步恢复至 2019 水平，因此，我们认为未来三年化纤板块的毛利率有望恢复至 2019 年水平，从而我们假设，2021-2023 年公司化纤毛利率为 13%/13%/13%。

(二) PTA：

(1) 营收增速：由于疫情影响，2020 年公司 PTA 业务营收下降了 35.8%，随着国内疫情的恢复，我们认为 2021 年公司 PTA 业务营收将恢复至 2019 年的水平；未来，随着公司 PTA 板块产能的投产，有望继续保持较快增长。因此，我们假设 2021-2023 年的公司 PTA 业务同比增速为 40%/10%/10%。

(2) 毛利率：由于疫情影响，PTA 产品价格低于 2019 年的平均水平，但是从 2020 年末起，随着油价的上升及下游需求的复苏，PTA 价格逐步恢复至 2019 水平，因此，我们认为未来三年 PTA 业务的毛利率有望恢复至 2019 年水平，并且基于审慎考虑，我们假设，2021-2023 年公司 PTA 毛利率为 5%/5%/5%。

(三) 热电：

(1) 营收增速：由于疫情影响，2020 年公司热电业务营收下降了 17.3%，随着国内疫情的恢复，我们认为 2021 年公司热电业务营收将恢复至 2019 年的水平；因此，我们假设 2021-2023 年的公司热电业务同比增速为 20%/5%/5%。

(2) 毛利率：公司 2020 年热电毛利率分别为 38.5%，因此，我们假设，2021-2023 年公司热电毛利率为 39%/39%/39%。

(四) 炼化：

(1) 营收增速：根据公司可转债说明书中的测算，1600 万吨的炼化项目将新增营收 920 亿元左右，考虑到盛虹炼化项目将于 2021 年末投产，且达到满产时间约为半年，因此，我们假设 2022-2023 年炼油项目的产能利用率分别为 60%和 92%，因此得到公司 2022-2023 年的炼油营收分别为 550 亿元和 850 亿元。

(2) 毛利率：2019-2020 年，浙石化和恒力石化的炼油项目的毛利率区间在 20%-25%，

考虑到盛虹炼化 2021 年末才投产,2022-2023 年正处于原材料采购系统和产品销售系统搭建、改善时期,并基于审慎原则,我们假设 2021-2023 年公司炼油项目的毛利率分别为 15.0%/15.0%/15.0%。

(五) 斯尔邦:

(1) 营收增速:根据我们第三章中的测算,并假设斯尔邦二期在年底投产,明年可贡献一般营收及净利,我们假设 2021-2023 年斯尔邦石化贡献的营收分别为 19540.0/24410.0/29280.0 百万元。

(2) 毛利率:根据我们第三章中的测算,我们假设 2021-2023 年公司斯尔邦公司的毛利率分别为 29.4%/28.1%/27.2%。

(六) 其他:

(1) 营收增速:2020 年,公司其他收入为 4728.8 百万元,同比增长 287.1%。我们假设 2021-2023 年公司其他业务营收增速分别为 10%/10%/10%。

(2) 毛利率:2019-2020 年,公司其他业务毛利率分别为 12.1%和 6.0%,均值为 9.0%,基于审慎考虑,我们假设 2021-2023 年公司其他业务毛利率分别为 7.0%/7.0%/7.0%。

表14: 公司收入及毛利率拆分 (单位:百万元/%)

业务	汇总表	2020A	2021E	2022E	2023E
化纤	收入	14563.5	18932.6	20825.8	22908.4
	增速	-21.2%	30.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	6.6%	13.0%	13.0%	13.0%
PTA	收入	2759.5	3863.3	4249.6	4674.6
	增速	-35.8%	40.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
热电	收入	725.2	870.3	913.8	959.5
	增速	-17.3%	20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	38.5%	39.0%	39.0%	39.0%
炼化	收入	0.0	0.0	55000.0	85000.0
	增速	—	—	—	54.5%
	毛利率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
斯尔邦	收入	0.0	19540.0	24410.0	29280.0
	增速	—	—	24.9%	20.0%
	毛利率	0.0%	29.4%	28.1%	27.2%
其他	收入	4728.8	5201.6	5721.8	6294.0
	增速	287.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	3.2%	7.0%	7.0%	7.0%
合计	收入	22777.0	48407.8	111121.0	149116.5
	增速	-8.5%	112.5%	129.6%	34.2%
	毛利率	6.0%	18.8%	16.9%	16.6%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2 估值分析与投资建议

估值方法选择: 由于公司未来几年的盈利均为正,所以我们选择选择相对估值法中的 PE

法为公司估值；此外马，考虑到公司在未来 2-3 年中，大炼化项目投产、收购及并表斯尔邦和斯尔邦二期的投产都将带来业绩的快速增长，且根据我们预测 2021-2023 年公司归母净利润的增长率均远高于 30%，说明公司未来盈利将处于高速增长中，因此适合使用 PEG 法对公司进行估值。综上所述，我们选择 PE 法和 PEG 法对公司进行估值分析。

4.2.1 相对估值 (PE) 法

预计公司 2021-2023 年营业收入为 484.1/1111.2/1491.2 亿元，归母净利润为 60.0/120.8/157.4 亿元，EPS 为 1.24/2.50/3.26 元，对应 PE 为 22.3/11.1/8.5 倍。参考可比公司恒力石化、荣盛石化、恒逸石化和桐昆股份的 2021 年平均 PE 11.8 倍，并考虑到公司收购和并表斯尔邦石化后，公司业绩将进一步增加，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表15: 东方盛虹及其可比公司的 PE 情况

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
	均值	1.42	2.01	2.37	12.16	11.77	9.80	3.34	1.16
	行业中值	1.33	1.90	2.14	13.56	11.02	9.50	3.12	1.23
000301	东方盛虹	0.07	1.24	2.50	395.71	22.33	11.08	7.38	5.35
000703	恒逸石化	1.08	1.51	1.67	12.02	8.61	7.76	1.93	0.49
600346	恒力石化	1.92	2.28	2.61	15.09	12.69	11.11	3.99	1.16
002493	荣盛石化	1.14	1.24	1.63	17.78	16.41	12.42	5.18	1.70
601233	桐昆股份	1.52	3.00	3.56	3.75	9.36	7.89	2.25	1.31

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2.2 PEG 估值法

公司 2021-2023 年预计实现归母净利润 60.0/120.8/157.4 亿元，2021-2023 年归母净利润的年均复合增长率为 62.0%，而东方盛虹 2021 年的 PE 为 22.33 倍，PEG 为 0.36，远小于 1，因此，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

涤纶长丝景气度回升速度慢；盛虹炼化项目的投产时间延迟或投产后达产时间长；公司收购和并表斯尔邦石化的进程较慢；原油价格波动大。

涤纶长丝景气度回升速度慢：根据公司 2020 年的毛利结构看，以涤纶长丝为主的聚酯纤维占比 70%以上，为公司最主要的盈利来源。因此，如果涤纶长丝行业的景气度回升速度较慢，则会对公司聚酯纤维板块的盈利产能影响，进而影响公司的整体盈利水平。

盛虹炼化项目的投产时间延迟或投产后达产时间长：根据公司公告，盛虹炼化项目将于 2021 年末建成投产，并将于 2022 年逐步上量达产；达产后，炼化板块预计将成为公司最大营收及利润来源。因此，若盛虹炼化项目的投产时间延迟或投产后达产时间长，那么 2022 年及以后年末的业绩情况将收到影响，进而影响公司的整体盈利水平。

公司收购和并表斯尔邦石化的进程较慢：根据公司公告，2021 年 5 月 13 日，公司公告称正筹划通过发行股份及支付现金方式购买江苏斯尔邦石化有限公司全部股权或控股权，并募集配套资金。若一切进展顺利，则东方盛虹将于今年内并表斯尔邦化学，届时公司盈利能力将进一步得以加强。但是，若公司收购和并表斯尔邦化学的进程较慢，则将影响公司今年两年内的合并报表中的业绩情况。

原油价格波动大：公司所属行业为石油石化行业，主要产品炼油&化工、聚酯纤维和 PTA 等均为原油的下游产品，产品价格及行业景气度均受到国际原油价格的影响。因此，如国际原油价格波动大，则公司盈利水平的波动性也会增大，进而对公司产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,777	48,408	111,121	149,116
营业成本	21,421	39,312	92,341	124,371
营业税金及附加	132	269	624	839
销售费用	47	101	231	310
管理费用	259	552	1,266	1,699
研发费用	176	397	880	1,190
EBIT	741	7,778	15,780	20,708
财务费用	453	191	193	147
资产减值损失	(83)	0	0	0
投资收益	112	102	111	108
营业利润	424	7,805	15,821	20,795
营业外收支	20	0	0	0
利润总额	444	7,819	15,836	20,810
所得税	131	1,869	3,862	5,222
净利润	313	5,950	11,975	15,588
归属于母公司净利润	316	5,997	12,086	15,743
EBITDA	1,958	9,165	17,429	22,586
资产负债表 (百万元)				
货币资金	15147	20068	33838	54608
应收账款及票据	213	453	1040	1395
预付款项	310	568	1335	1797
存货	2729	7475	16718	15741
其他流动资产	1170	1170	1170	1170
流动资产合计	20314	30973	56299	76801
长期股权投资	72	174	285	393
固定资产	13773	16968	19529	21945
无形资产	2238	2898	3562	4218
非流动资产合计	42619	50517	58101	66541
资产合计	62934	81490	114400	143342
短期借款	6914	6914	6914	6914
应付账款及票据	7838	14385	33790	45511
其他流动负债	41	41	41	41
流动负债合计	18341	25254	47186	60540
长期借款	17203	17203	17203	17203
其他长期负债	3151	8151	7155	7155
非流动负债合计	22045	27045	26049	26049
负债合计	40386	52300	73235	86588
股本	4835	4835	4835	4835
少数股东权益	5002	4955	4844	4689
股东权益合计	22548	29190	41165	56754
负债和股东权益合计	62934	81490	114400	143342

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-8.5%	112.5%	129.6%	34.2%
EBIT 增长率	-66.3%	950.0%	102.9%	31.2%
净利润增长率	-80.4%	1796.1%	101.5%	30.3%
盈利能力				
毛利率	6.0%	18.8%	16.9%	16.6%
净利率	1.4%	12.4%	10.9%	10.6%
总资产收益率 ROA	0.5%	7.4%	10.6%	11.0%
净资产收益率 ROE	1.8%	24.7%	33.3%	30.2%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	0.8	1.0
现金比率	0.9	0.8	0.7	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	3.7	3.3	3.4	3.4
存货周转天数	46.9	46.7	47.2	47.0
总资产周转率	0.5	0.7	1.1	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	1.2	2.5	3.3
每股净资产	3.6	5.0	7.5	10.8
每股经营现金流	0.4	1.8	5.0	6.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	395.7	22.3	11.1	8.5
PB	7.6	5.5	3.7	2.6
EV/EBITDA	68.3	15.3	7.2	4.6
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	313	5,950	11,975	15,588
折旧和摊销	1,303	1,387	1,650	1,878
营运资金变动	48	1,228	10,377	13,621
经营活动现金流	2,057	8,830	24,289	31,449
资本开支	16,419	8,476	9,108	10,194
投资	207	0	0	0
投资活动现金流	(16,020)	(8,476)	(9,108)	(10,194)
股权募资	7,547	0	0	0
债务募资	15,385	4,947	(997)	0
筹资活动现金流	22,387	4,566	(1,410)	(486)
现金净流量	8,423	4,920	13,771	20,770

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	4
图 2: 公司产业链分布图	5
图 3: 公司营收结构变化趋势 (%)	5
图 4: 公司 2020 年营收结构: DTY 占比 39.7%	6
图 5: 2020 年公司毛利: DTY 占比 56.3%	6
图 6: 2016~2020 年全球东方盛虹营业收入	6
图 7: 2016~2020 年东方盛虹归母净利润	6
图 8: 公司主要业务毛利率变化情况 (%)	7
图 9: 公司期间费用率变化情况 (%)	7
图 10: 公司股权结构	7
图 11: 柯桥纺织市场景气指数: 原料类: 涤纶	8
图 12: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数	9
图 13: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图	9
图 14: 柯桥纺织坯布类景气指数	10
图 15: 柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图	10
图 16: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)	11
图 17: POY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	12
图 18: FDY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	13
图 19: DTY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	13
图 20: 三种涤纶长丝市场价 (左轴) 与布伦特原油期货价格 (右轴) 走势图	14
图 21: 三种涤纶长丝市场价与 PTA 市场价的走势图	14
图 22: 纯涤纱市场价与三种涤纶长丝市场价的走势图	15
图 23: 柯桥景气指数 (左轴) 与长丝价格 (右轴, 元/吨) 变动图	15
图 24: 原油加工产能利用率	17
图 25: 成品油产量及油品化率	17
图 26: 盛虹炼化项目所在的连云港徐圩片区拥有特殊的区位优势	18
图 27: 随着炼油厂单线规模的提升, 单位加工成本将逐步下降, 单位利润将提升	19
图 28: 盛虹炼化项目具有四大优势	20
图 29: 炼化项目单位吨加工毛利 (纵轴) 随布伦特原油价格 (横轴, 美元/桶) 走势图	20
图 30: 斯尔邦特种化学品和化工新材料产业链业务分布情况	21
图 31: 光伏用 EVA 胶膜	22
图 32: EVA 下游需求结构 (%)	23
图 33: 中国 EVA 进口依赖度情况	23
图 34: 中国 EVA 年度产量	23
图 35: 中国 EVA 产能格局	24
图 36: 中国光伏装机规模 (GW)	26
图 37: 全球光伏装机规模 (GW)	26
图 38: 2019 年光伏、水电等非石化能源占能源消费总量比例仅为 15.3% (%)	26
图 39: 美国各发电方式成本对比预测 (美分/千瓦时)	27
图 40: 全球范围内, 光伏发电中标电价屡创新低	27
图 41: 斯尔邦工艺流程图	29

表格目录

表 1: 2018-2021 年业内公司毛利率对比	7
表 2: 库存周期阶段划分	11
表 3: 涤纶长丝库存周期各阶段	11
表 4: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长	12
表 5: 柯桥指数 (涤纶) 提前长丝价格时间	16
表 6: 盛虹炼化双烯收率	19

表 7: 不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)	21
表 8: 2021-2022 年我国 EVA 新增产能情况	24
表 9: 每亿平方米光伏胶膜消耗 EVA 树脂	28
表 10: 未来五年全球光伏 EVA 树脂的市场需求	28
表 11: 斯尔邦主要产品产能情况	29
表 12: 斯尔邦在建产能情况	30
表 13: 斯尔邦石化一、二期项目盈利能力测算	31
表 14: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)	33
表 15: 东方盛虹及其可比公司的 PE 情况	34
公司财务报表数据预测汇总	36

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，2021年7月加入民生证券

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。