

## 东方盛虹（斯尔邦）VS 联泓新科

### 2021 年 9 月，EVA 树脂产业深度梳理

今天，我们对 EVA 树脂代表公司，近期的报告情况做跟踪。

**联泓新科**——2021 年中报，实现营收 38.26 亿元，同比增长 46.6%；归母净利润 5.41 亿元，同比增长 135.82%，其中 EVA 树脂售价提升，收入增长 94.47%，推高盈利水平。

**东方盛虹**——2021 年上半年，实现营业收入 156.9 亿元，同比增长 65.4%，实现归母净利润 11.5 亿元，同比大幅增长 1720.3%，得益于需求回暖，以及产能投产。

#### 从机构对行业的预期情况来看：

**联泓新科**——2021-2023 年，机构一致营业收入为 74.57 亿元、85.65 亿元、93.02 亿元，同比增速分别为 25.73%、14.86%、8.6%，归母净利润分别为 10.97 亿元、13.73 亿元、15.27 亿元，同比增速分别为 71.25%、25.17%、11.24%。

**东方盛虹**——2021-2023 年，机构一致预测收入规模为 344.68 亿元、890.6 亿元、1189.28 亿元，同比增速分别为 51.33%、158.37%、33.54%；归母净利润分别为 26.45 亿元、76.78 亿元、107.29 亿元，同比增速分别为 736%、190%、39.7%。

乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA），是以乙烯（E）和醋酸乙烯（VA）为原料，通过聚合反应生产的一种热塑性树脂（高分子材料），其性能主要取决于分子链上 VA 的含量。

EVA 树脂的 VA 含量一般在 5-40%，不同 VA 含量的产品被用于发泡鞋材、热熔胶、电线电缆及光伏电池封装等领域。一般来说，光伏级的 VA 含量大致在 28-33%；线缆料次之；发泡料 VA 含量大致在 10%左右。

**表4: 不同VA含量EVA产品特性与应用**

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

数据来源：福斯特招股书，广发证券发展研究中心

图：EVA 产品种类和用途

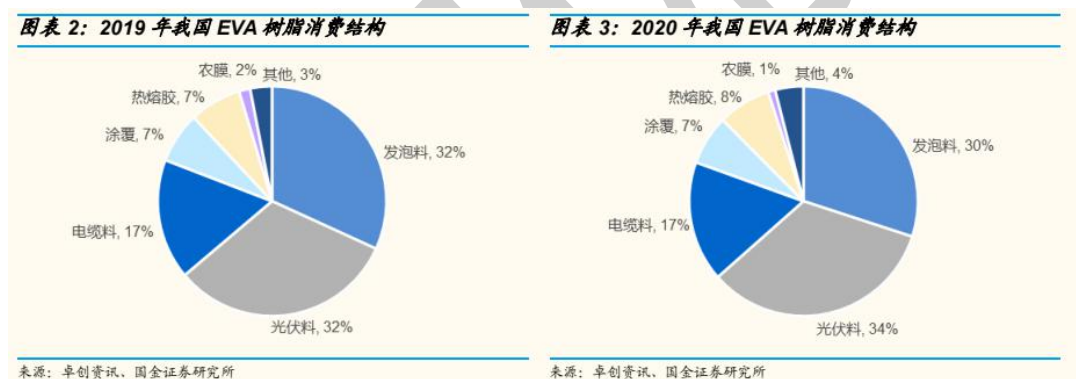
来源：广发证券

**EVA 树脂，产业链参与者有：**

1) **上游**——主要原料为乙烯和醋酸乙烯，醋酸乙烯的主要原料为乙烯和醋酸。乙烯价格受原油价格的影响较大，也一定程度上受市场供需关系的影响。

2) **中游**——EVA 生产企业，国内主要有联泓新科、斯尔邦、宁波台塑、中石化等；海外企业有韩国乐天、韩华达道尔、LG 化学等。

3) **下游**——从下游需求占比看，2020 年，光伏料（34%）> 发泡料（30%）> 电缆料（17%）> 热熔胶（8%）> 涂覆（7%）等，其他应用占比较小。



图：EVA 树脂消费结构

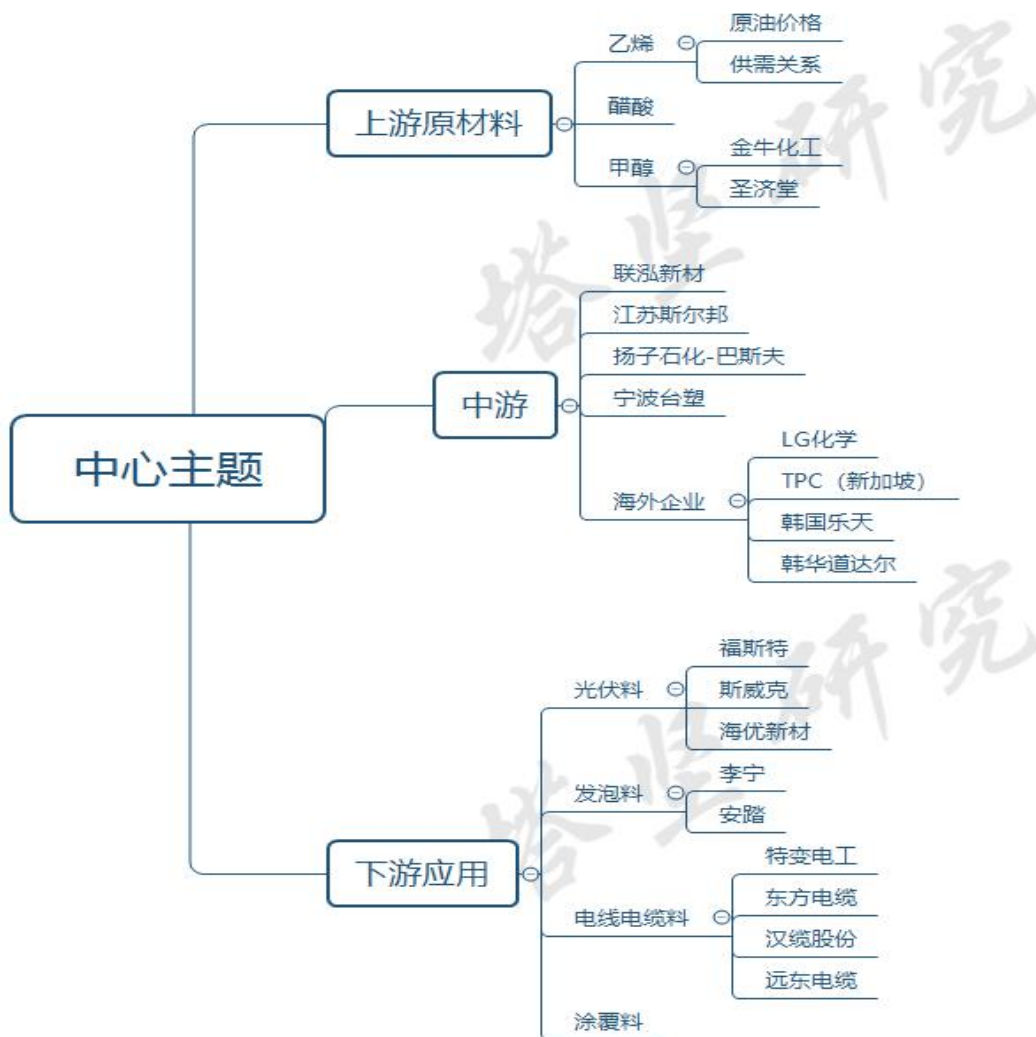
来源：国金证券

其中，发泡料主要应用于鞋材；光伏料主要用于生产光伏胶膜；在电线电缆行业主要用作高压电力电缆半导电屏蔽料、热塑型与交联型阻燃料、隔氧层料以及改性聚乙烯护套等；涂覆料，主要用于预涂膜、护卡膜、易开封膜、共挤薄膜的连接层等。

### 看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 行业近期的业绩变化有什么异同点，是怎样的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据看，各家的竞争力如何？

(壹)



图：产业链图谱

来源：塔坚研究

**首先，我们先从收入体量和业务结构对两家公司，有一个大致了解。**

以 2020 年收入为例，东方盛虹（226.45 亿元）>联泓新科（58.93 亿元），同时，斯尔邦（109.87 亿元）>联泓新科（58.93 亿元）。

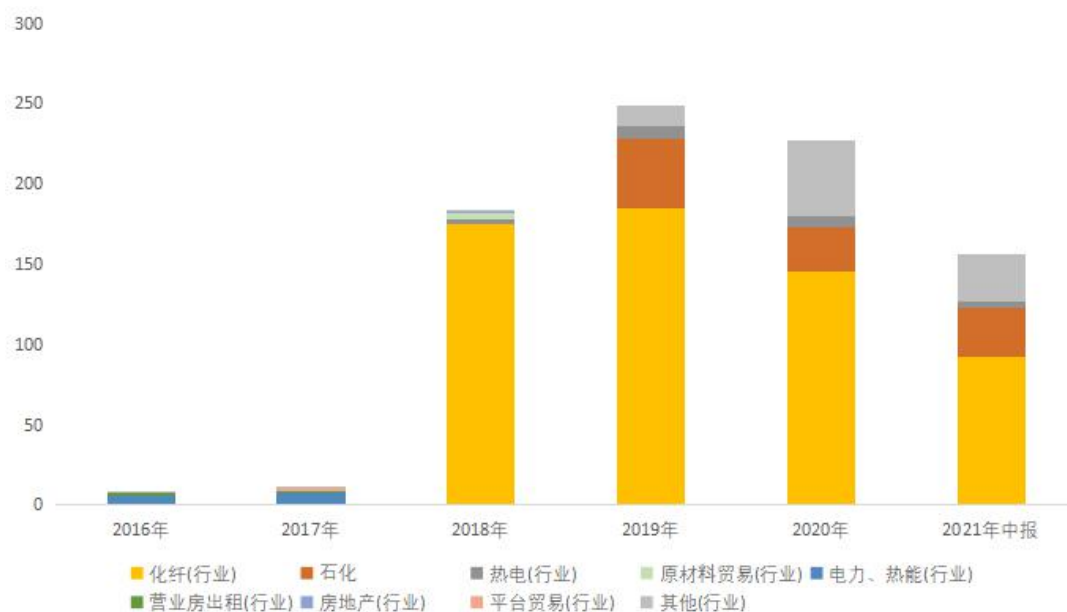
2021 年中报，东方盛虹（156 亿元）>联泓新科（38 亿元）。

**从收入构成看：**

**东方盛虹**——2018 年，通过重大资产重组，注入国望高科的涤纶长丝业务（反向购买），2019 年收购盛虹炼化、虹港石化 100%股权，形成“原油炼化-PX-PTA-聚酯化纤”产业链一体化的发展架构。

2020 年，其收入主要来自化纤-涤纶长丝产品，占比 63%，其次是石化 PTA 产品（占比 12%），热电业务占比 4%左右，其他主营业务占比 20%。

其中，涤纶长丝产品主要包括 POY（初生丝）、DTY（拉伸变形丝）、FDY（全拉伸丝），占收入的比重分别为 40%、11%、10%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

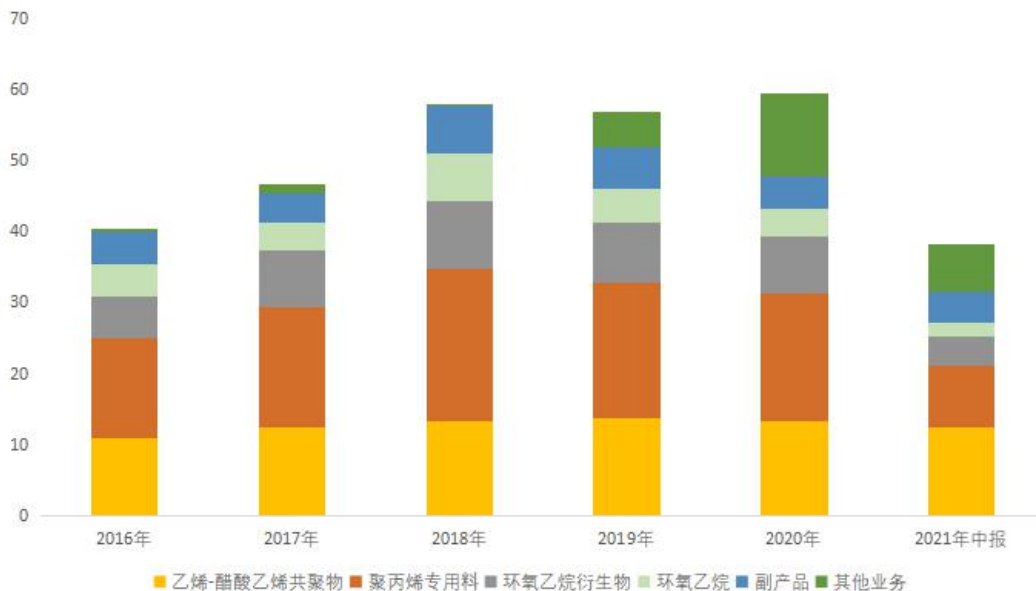
此外，东方盛虹拟通过发行股票及支付现金对价的形式，收购斯尔邦100%股权，该提案已于8月24日获股东大会通过。

斯尔邦是一家烯烃衍生物的石化企业，采用一体化生产工艺，以甲醇为主要原料制取乙烯、丙烯等中间产品，进而合成烯烃衍生物。

2020年，斯尔邦收入中，丙烯腈占比35%，乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）占比33.7%、甲基丙烯酸甲酯（MMA）占比10.6%，环氧乙烷（EO）及其衍生物等产品占比13.8%。下游应用于化纤、洗涤、农药、医药、建筑、聚氨酯制品等行业。

**联泓新科**——2020 年，乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA 树脂）收入占比 22.6%，聚丙烯专用料(PP)占比 30.2%，环氧乙烷衍生物（EOD）收入占比 13.3%，环氧乙烷(EO)占比 6.86%，此外还有副产品（占比 7.45%）、其他业务（19.6%）。

副产品包括碳四、碳五、丙烷、乙二醇、重醇等，其他产品主要为乙烯。



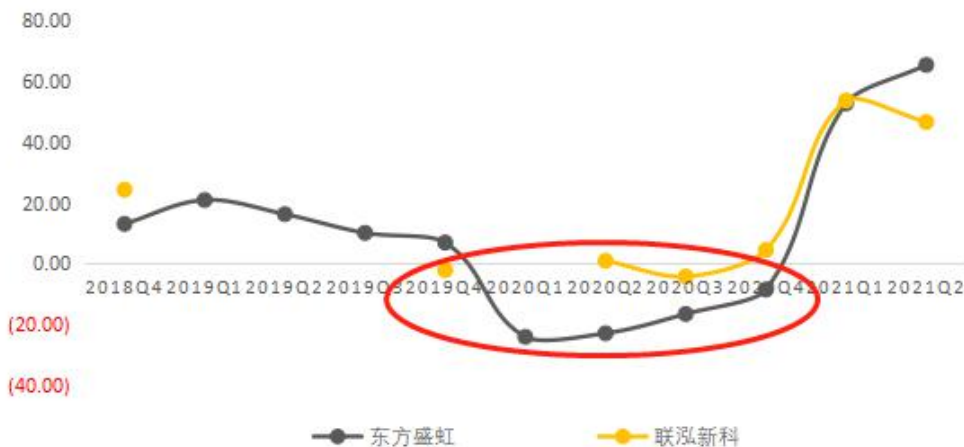
图：联泓新科收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近期季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

### 1) 收入增长



图：收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从收入增速看，2018年-2020年，两家公司收入增速均处于下行趋势，其中：

**联泓新科**——2020年，收入同比增长4.5%，得益于**商贸业务收入**大幅增长137.41%，主要是三季度末开始，煤炭紧张导致甲醇成本增加、海外甲醇供应吃紧等因素影响，带动甲醇价格走高。为了拓宽甲醇采购渠道，公司加大了甲醇商贸额。

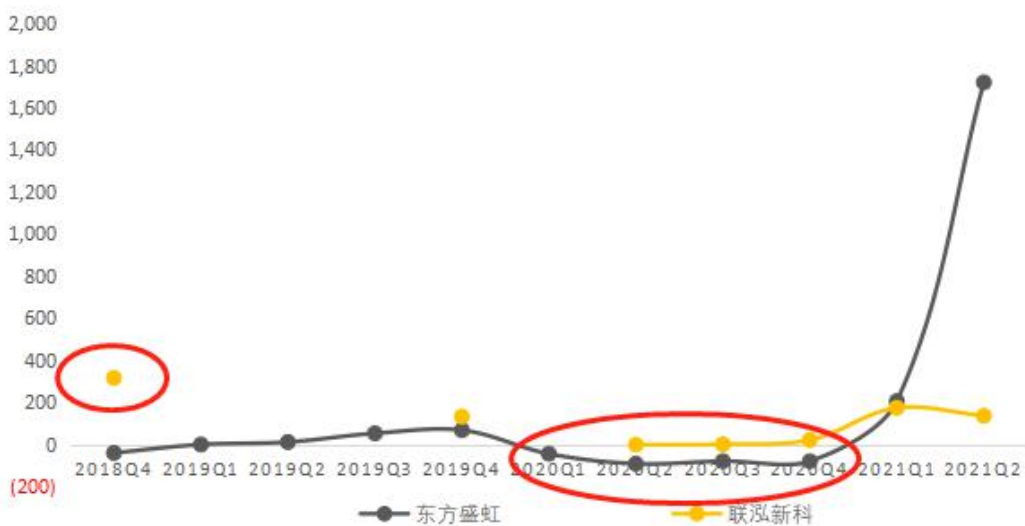
其他主要产品受卫生事件、市场供需等因素影响，价格及原材料价格均有所下降，其中EVA树脂收入同比下降2.4%。



2019 年，收入负增长，主要是聚丙烯专用料（PP）量价齐降所致，其中受装置检修影响，PP 产量同比下降 4.65%，价格受原油价格下移、上游新产能陆续投放等因素影响震荡下行 5.02%。

东方盛虹——2020 年，收入同比下降 8.48%，其中上半年受卫生事件影响，国际原油价格下跌、纺织服装需求下滑，涤纶长丝行业景气下滑。同样受上述因素影响，拟收购标的斯尔邦 2020 年收入同比减少 7.87%，但 EVA 产品收入同比增长 11.4%。

## 2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

利润增速基本与收入增速一致，其中：

**联泓新科**——2020 年，归母净利润 6.4 亿元，同比增长 20.5%，其中毛利率上升 2.48 个百分点至 23.4%，一方面是下半年光伏需求驱动 EVA 树脂价格整体上涨，另一方面是产品结构调整，高附加值产品占比提升。

2018 年，归母净利润增速 315.76%，主要是上年基数较低，整体毛利率提升 1.8pct 至 13.84%。

**东方盛虹**——2020 年，归母净利润下降 80.40%，卫生事件影响下，化纤行业下游需求低迷，公司产品价格和原材料价差缩窄，综合毛利率同比下降 6.18pct 至 5.95%。

拟收购标的斯尔邦净利润减少 44.16%，主要是 2020 年度上半年受卫生事件和国际原油价格大幅下跌的影响，化工类产品市场价格大幅下跌。

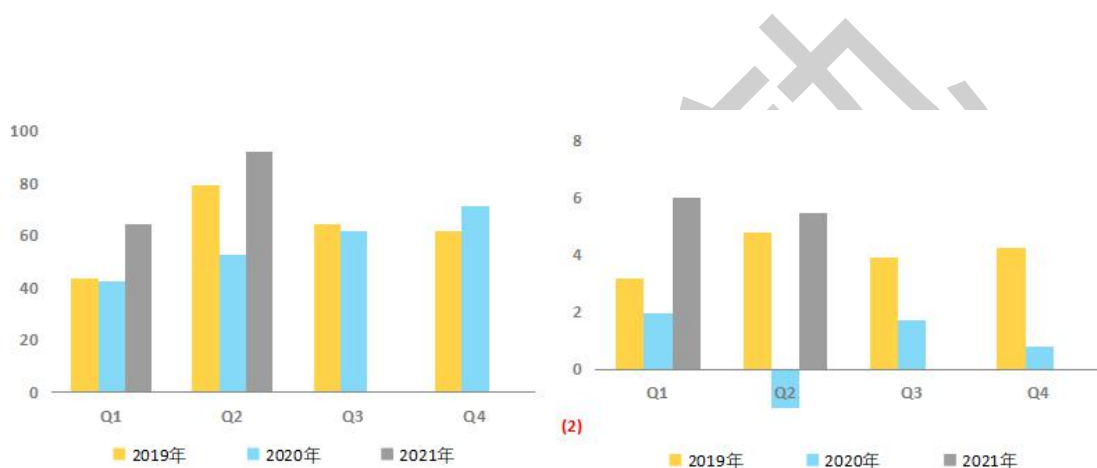
2018 年，归母净利润同比下降 40.75%，主要是 Q3 计提了 5.99 亿元的商誉减值准备（反向收购资产重组形成）、1 亿元的无形资产减值损失。

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

1) **东方盛虹**——2021 年上半年，实现营业收入 156.9 亿元，同比增长 65.4%，实现归母净利润 11.5 亿元，同比大幅增长 1720.3%。

单看 Q2 单季度，实现收入 92.3 亿元，同比增长 75.6%，环比增长 42.7%；归母净利润 5.5 亿元，同比扭亏为盈。



图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

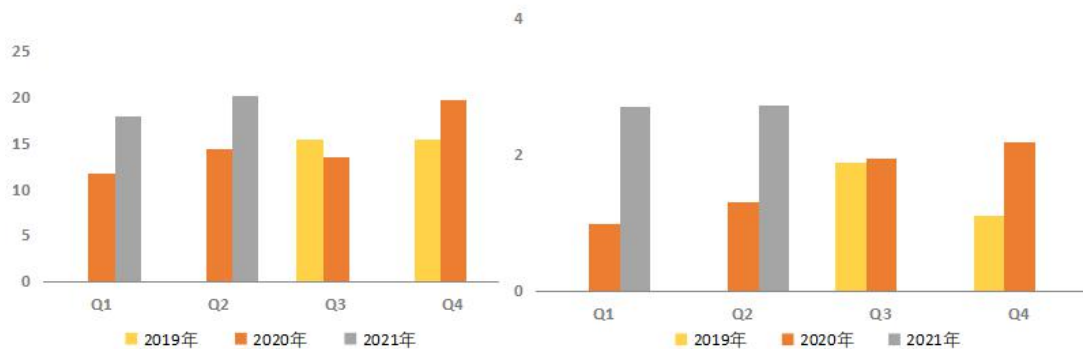
业绩高速增长，主要受益于下游需求回暖以及原油价格中枢上移，化纤板块景气度上升。2021H1，DTY 市场平均价接近 8650 元/吨（同比+11.44%，环比+27.59%），DTY 均价差为 3163.23 元/吨（同比+1.41%，环比+23.6%）。

另一方面，港虹纤维年产 20 万吨差别化功能性化学纤维项目，以及中鲈科技年产 6 万吨 PET 再生纤维项目于 2020 年下半年投产，并在 2021 年上半年逐步贡献业绩。

2) **联泓新科**——2021 年中报，实现营收 38.26 亿元，同比增长 46.6%；归母净利润 5.41 亿元，同比增长 135.82%，主要得益于 EVA 树脂售价提升。

2021H1，EVA 树脂收入 12.35 亿元，同比增长 94.47%，EVA 高景气满产满销，产量 6.48 万吨，不含税均价约 19000 元/吨 (YoY+104.07%)，毛利率增长 23.47 个百分点至 51.25%。

2021H1，聚丙烯板块营收 8.74 亿元 (YoY+4.29%)，主要由于原材料价格上涨，不含税均价约 8035 元/吨 (YoY+15.03%)，毛利率同比下降 1.77 个百分点至 17.65%。



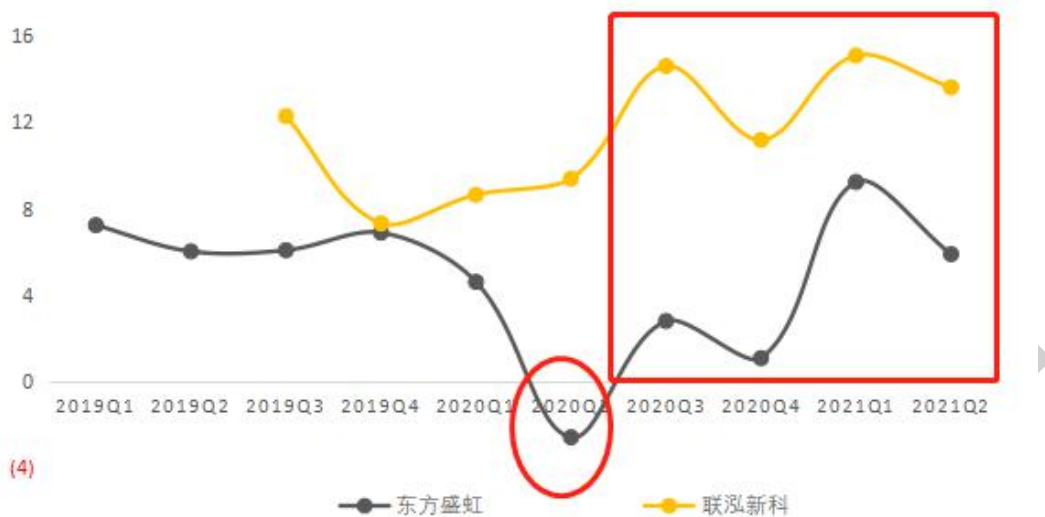
图：单季度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(肆)

从绝对值上看，联泓新科净利率较高，走势上，2020Q3 之前两者差异较

大，之后变动较为一致，这主要与毛利率、管理费用率有关，我们拆开来看：

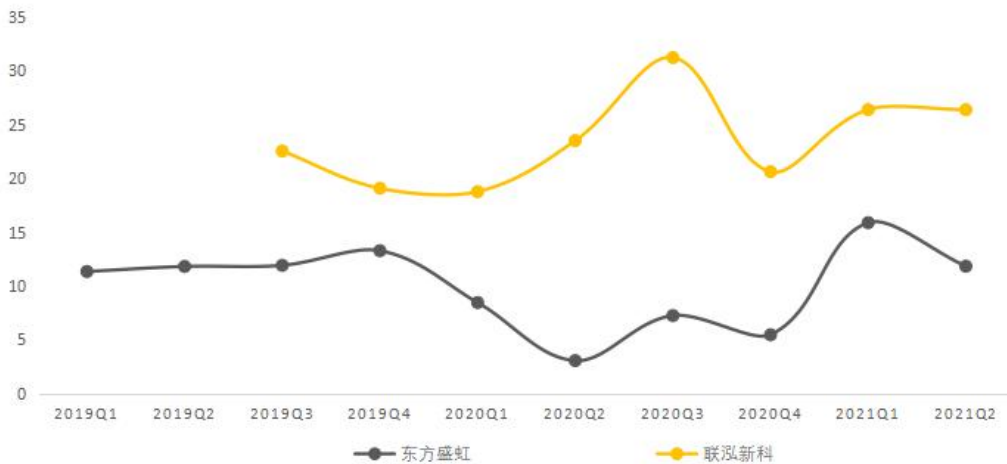


图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

先看毛利率——

联泓新科的毛利率较高，主要是两者产品结构差异较大，东方盛虹的产品主要是化纤产品，毛利率在 10%左右，联泓新科的高分子材料产品毛利率较高，其中 EVA 毛利率在 30%左右。



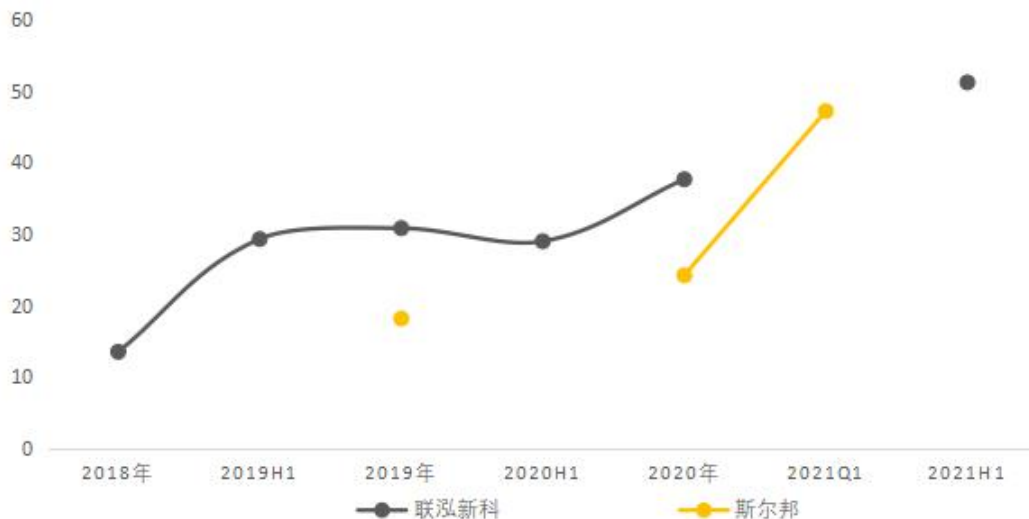
图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

2020 年，东方盛虹综合毛利率下滑 6.18pct 至 5.95%，主要是国际原油价格波动，产品-原材料价差缩窄；联泓新科毛利率为 23.39%，同比增加 2.48 pct，主要得益于 EVA 树脂涨价，上半年均价为 9338.45 元/吨，下半年光伏需求复苏带动价格上涨至 11847.68 元/吨（+26.87%）。

EVA 的盈利水平，主要取决于产品结构及原材料成本，拥有上游配套原料、生产高端产品的企业保持较高的利润水平。

东方盛虹拟收购标的斯尔邦的 EVA 业务毛利率，略低于联泓新科的 EVA 毛利率，预计是联泓新科的产品附加值更高（VA 含量较高的产品）所致。



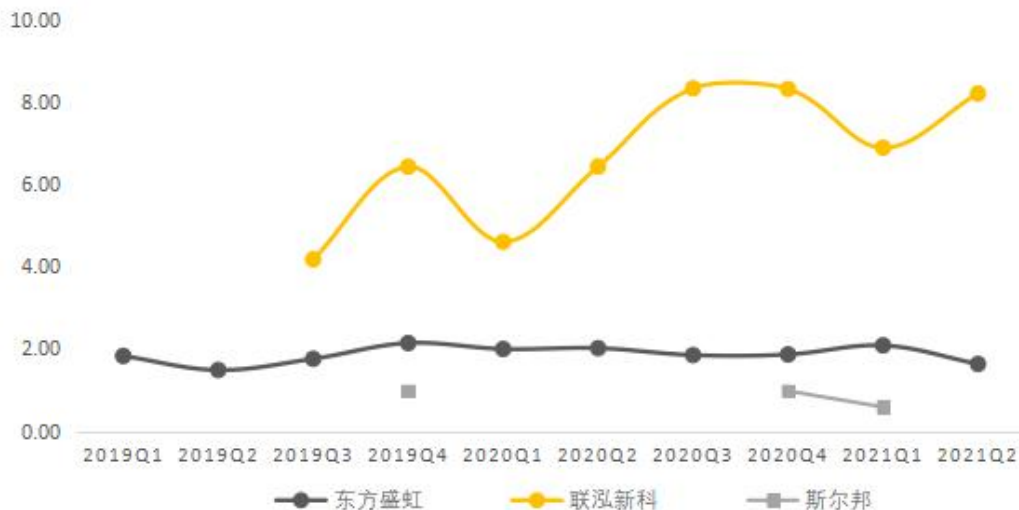
图：EVA 类产品毛利率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

### 再看期间费用率——

联泓新科的管理费用主要是职工薪酬、维修费、无形资产摊销等，其管理费用率高于东方盛虹、斯尔邦，主要是员工薪酬、维修费上升等因素影响。

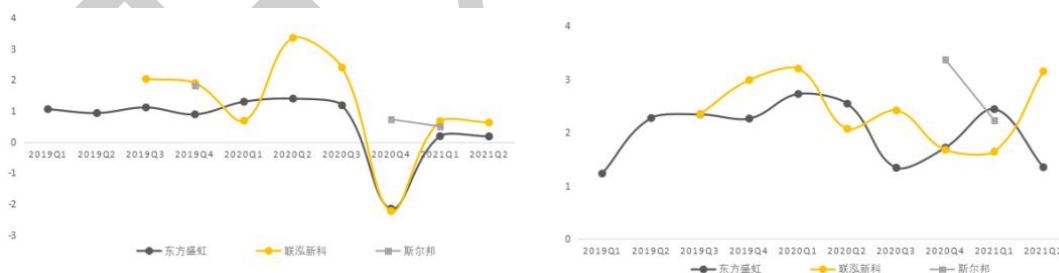
斯尔邦的管理费用率不足 1%，低于同行，主要是其生产线为 2016 年开始投产运行，相关产线设计具有一定的后发优势，自动化水平较高，员工薪酬支出相对较少；其引进生产线设计和施工均由国内外技术较为领先公司执行，维护保养成本较低。



图：管理费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

联泓新科的销售费用率在 2%左右，主要是运费、员工薪酬等，2020Q4 销售费用率下降主要是新会计准则，部分销售费用调整至营业成本所致。 财务费用率占比较小，三家差异不大。



图：销售费用率&财务费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。



**(伍)**

2020 年，国内 EVA 的表观消费量从 2016 年约 130 万吨增长至约 186.4 万吨，年均复合增长率约 7%。EVA 净进口量约 112 万吨，对外依存度约为 63%，国内 EVA 自给率仍然较低，进口替代空间巨大。行业规模可以按量价拆分为：

**EVA 树脂行业规模 = EVA 需求量 \* 均价**

其中：

*EVA 需求量 = 光伏料需求量 + 发泡料需求量 + 电缆料需求量 + 涂覆需求量 + 热熔胶需求量 + 农膜量 + 其他需求量*

这几大核心要素，我们来挨个拆解：

2020 年，我国 EVA 光伏料消费量约为 63 万吨，同比增长 10%（大于 5% 的行业增速），占比达到 34%，超过发泡料（30%），成为主要需求来源和行业增长的主要驱动力，因此，我们重点预测光伏料需求量。按公式拆分为：

*EVA 树脂需求量 = 光伏 EVA 胶膜需求 \* 单位胶膜 EVA 树脂用量*

光伏 EVA 胶膜需求量=光伏新增组件装机量\*胶膜单位用量\*EVA 胶膜占比

各项因子我们分别来看：

（后文还有大约 6000 字内容，详见产业链报告库）

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可

不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】**部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。