

000301.SZ

增持

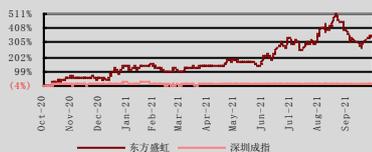
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 28.14

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 东方盛虹首次覆盖

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	207.1	(19.8)	1.4	341.7
相对深证成指	209.4	(21.3)	6.4	333.5

发行股数(百万)	4,835
流通股(%)	36
总市值(人民币 百万)	136,053
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,563
净负债比率(%) (2021E)	106
主要股东(%)	
江苏盛虹科技股份有限公司	57

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年10月22日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学纤维

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

证券分析师: 李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518070001

联系人: 曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S130012012004

东方盛虹

炼化项目即将投产, 静待光伏EVA资产注入

公司深耕聚酯产业链, 坚持差异化及绿色生态路线发展。炼化一体化项目将于2021年底投产, 预计将大幅增厚公司业绩。公司对斯尔邦石化的重大资产重组有序推进中, 完成后公司将成为C2/C3综合龙头企业。

支撑评级的要点

- 公司是聚酯化纤行业龙头, 目前拥有230万吨/年差别化化纤产能, 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; 长丝上游化工品PTA产能390万吨/年。
- 公司对斯尔邦石化的重大资产重组在有序推进中: 斯尔邦石化MTO装置主要以甲醇为原料生产烯烃, 目前拥有EVA产能30万吨/年, 是国内最大的光伏级EVA生产商, 正在扩产二期产能25万吨/年。受益于2020-2025年光伏装机量大幅增长, EVA粒子供不应求。根据百川盈孚统计, 2021年10月EVA均价较2020年上半年均价涨幅达238%。公司拥有规模、技术及客户优势。除此之外, 斯尔邦还拥有全国排行前列的丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯、环氧乙烷及其衍生品产能, 且二期新增产能预计都将于2022年投产, 其中丙烯腈为ABS、碳纤维等新材料的上游重要原材料。投产后的斯尔邦将成为全国EVA、丙烯腈及MMA的最大产能企业。重组后, 斯尔邦石化将成为公司的全资子公司, 公司将成为同时布局C2及C3产业链的综合龙头企业。
- 盛虹炼化一体化项目将大幅增厚公司业绩: 项目计划于2021年年底投产, 将成为第三个在中国内地投产的民营炼化一体化项目。一期炼油产能1600万吨/年, 除成品油外, 配置乙烯及丙烯下游多种化工品, 相对少油多化, 其产品结构符合石化市场中长期发展格局和国家战略需求。盛虹炼化位于国家规划的七大石化基地之一的江苏连云港, 拥有港口及华东消费区的地理优势。
- 现有业务产业链完善, 坚持差异化及绿色生态路线发展: 随着2021年一季度公司PTA新产能投放, 目前PTA产能中240万吨/年产能采用新技术, 能耗、醋酸等用量成本相对较低。公司聚酯长丝需要PTA理论产能约197万吨/年, 因此PTA产能已经能够完全自足, 不需外采, 同时仍将有一定量的PTA外售。目前公司涤纶长丝在建新产能25万吨/年, 另有50-60万吨再生差异化长丝项目已经报批。未来在涤纶长丝的领域公司依然坚持差异化和绿色生态的发展方向。主打产品除了差异化及功能性长丝外, 还有大量的再生纤维产品。

估值

- 基于盛虹炼化项目投产及涤纶长丝PTA行业景气程度, 不考虑斯尔邦重组, 预计公司2021-2023年归母净利润分别为21.33亿元, 111.07亿元, 138.43亿元, 预计公司2021-2023年每股收益分别为0.44元, 2.30元, 2.86元, 对应的PE分别为64, 12, 和9.8。若考虑斯尔邦2022年重组并表, 预计公司2021-2023年归母净利润分别为21.33亿元, 160.14亿元, 192.55亿元, 对应的PE(考虑股本2022年摊薄至59.46亿股)分别为64, 10, 和9。公司大炼化项目投产在即, 聚酯业务具备独特优势, 首次覆盖, 给予公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 炼化一体化项目投产不及预期; 原油价格剧烈波动; 政策风险导致生产受限或需求不及预期; 斯尔邦并购重组失败等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	24,888	22,777	31,647	91,712	98,450
变动(%)	35	(8)	39	190	7
净利润(人民币 百万)	1,614	316	2,133	11,107	13,843
全面摊薄每股收益(人民币)	0.334	0.065	0.441	2.297	2.863
变动(%)	90.6	(80.4)	574.3	420.8	24.6
全面摊薄市盈率(倍)	84.3	430.1	63.8	12.2	9.8
价格/每股现金流量(倍)	26.1	66.0	29.1	7.8	6.7
每股现金流量(人民币)	1.08	0.43	0.97	3.60	4.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.4	77.2	34.1	7.6	5.8
每股股息(人民币)	0.083	0.033	0.110	0.574	0.716
股息率(%)	0.3	0.1	0.4	2.0	2.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 未考虑斯尔邦石化重组并表

目录

公司概况	6
发展历史.....	6
主营业务.....	6
财务指标.....	7
股权结构.....	8
斯尔邦——新材料多产品布局，技术领先	9
MTO 行业领军者.....	9
国产 EVA 龙头.....	11
“碳中和”支撑光伏终端需求较快增长.....	13
胶膜为光伏组件核心辅材，粒子需求有望增长.....	15
其他新材料上游化工品扩产.....	16
盛虹大炼化投产在即，有望大幅增厚业绩	21
民营大炼化崛起，石化产业加速转型.....	21
化工品布局特色.....	23
聚酯产业链完善，保持差异化产品优势	29
PTA 供需格局改善.....	29
涤纶长丝差异化优势显著.....	30
盈利预测与估值	33
斯尔邦整体估值.....	33
现有业务核心假设.....	33
盈利预测.....	34
风险提示.....	35

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 东方盛虹产业链关系图 7

图表 2. 历年营业收入变化（单位：亿元） 7

图表 3. 1H2021 主营业务收入占比..... 7

图表 4. 历年毛利变化（单位：亿元） 8

图表 5. 1H2021 主营业务毛利占比..... 8

图表 6. 东方盛虹股权结构图..... 8

图表 7. 斯尔邦 MTO 装置流程图 9

图表 8. 斯尔邦近 3 年主营业务收入..... 9

图表 9. 斯尔邦近 3 年主营业务毛利..... 9

图表 10. 斯尔邦产品产能列表..... 10

图表 11. 各工艺制聚烯烃利润及原油价格对比 10

图表 12. EVA 化学结构式..... 11

图表 13. 不同 VA 含量 EVA 树脂的典型应用 11

图表 14. EVA 生产工艺对比..... 11

图表 15. 两种 EVA 生产工艺的比较..... 12

图表 16. 产量、表观消费量及进口依存度..... 12

图表 17. EVA 贸易来源国占比图（单位：%） 12

图表 18. 我国 EVA 生产原料分类/企业性质分类/产能汇总 13

图表 19. 2021 中国 EVA 生产企业新建情况 13

图表 20. 2020 年国内下游 EVA 需求结构..... 13

图表 21. 2021-2025 年国内新能源发电装机空间测算..... 14

图表 22. 全球光伏新增装机量预测..... 14

图表 23. 光伏胶膜在光伏组件中的应用 15

图表 24. 光伏级 EVA 粒子需求测算..... 15

图表 25. 产能及增长率..... 16

图表 26. 丙烯酸腈需求端行业占比 16

图表 27. 丙烯酸腈产能..... 16

图表 28. 丙烯酸腈毛利及成本..... 17

图表 29. 2021-2023 国内 ABS 新增产能计划统计表（单位：万吨/年） 17

图表 30. 国内主要 MMA 生产企业装置生产能力 18

图表 31. MMA 进出口及表观消费量	18
图表 32. MMA 进出口及表观消费量	19
图表 33. MMA 新建产能列表	19
图表 34. 聚羧酸减水剂和萘系减水剂在合成减水剂总量中的占比情况	20
图表 35. 七大石化基地详情	21
续 图表 35. 七大石化基地详情	22
图表 36. 油价对民营炼化净利润影响	23
图表 37. 盛虹炼化一体化项目产品列表	23
图表 38. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况	24
图表 39. 石化产品产能/消费满足率对比	24
图表 40. 国内乙烯供需情况及预测	25
图表 41. 国内乙烯消费结构	25
图表 42. 国内乙烯及下游产品产能增长情况	25
图表 43. 中国 PO 环氧丙烷历史产能	26
图表 44. 中国 PO 工厂产能	27
图表 45. 中国 PO 开工率	27
图表 46. 行业平均 PO 成本及毛利	27
图表 47. 中国 SM 苯乙烯历史产能	28
图表 48. 中国 SM 苯乙烯工厂产能集中度 (单位: 万吨)	28
图表 49. 中国 SM 开工率	28
图表 50. SM 不同路线毛利	28
图表 51. PTA 周度产量变化	29
图表 52. PTA 价差变化	30
图表 53. 主要控股参股公司分析 (2020 年)	31
图表 54. 主要产品产能	31
图表 55. 各子公司项目批复情况	31
图表 56. 加弹机新增台数	32
图表 57. 2020 年各公司长丝毛利率	32
图表 58. 2019 年各公司长丝毛利率	32
图表 59. 斯尔邦经营预测 (单位: 亿元)	33
图表 60. 可比公司估值表	33
图表 61. 现有传统业务 PTA-聚酯/热电盈利预测	34
图表 62. 炼化一体化项目对应市值弹性测试 (单位: 亿元)	34
图表 63. 可比上市公司估值表	34
损益表(人民币 百万)	36

资产负债表(人民币 百万).....	36
现金流量表(人民币 百万).....	36
主要比率 (%).....	36

公司概况

发展历史

江苏东方盛虹股份有限公司（以下简称“公司”）于2018年8月完成了重组上市，成为世界500强企业盛虹控股集团有限公司的核心上市子公司。盛虹集团前身是1992年成立的江苏吴江盛泽镇盛虹砂洗厂，以纺织下游印染业务为主。2003年盛虹集团进入多元发展期，开始涉足热电、化纤领域（在功能性纤维的细分领域行业领先），并强化印染业务。2009年至今，集团进入提升跨越期，各项业务迅速发展。2010年集团与连云港市徐圩新区管委会成功签约石化项目正式进军石化板块。2014年，盛虹虹港石化的PTA项目实现投产。2018年旗下江苏东方盛虹注入长丝业务并借壳东方市场成功实现重组更名上市，形成“PTA—聚酯化纤”的产业链结构。目前随着盛虹炼化1600万吨炼化一体化项目2021年底的投产，集团将形成“原油炼化-PX-乙二醇-PTA-聚酯-化纤”的一体化纵向产业链，实现炼油、石化、化纤的各板块协调发展。

2021年8月24日公司股东大会通过提案，拟通过发行股票及支付现金对价的形式，作价143.6亿元收购斯尔邦股份，目前公司对斯尔邦石化的重大资产重组在有序推进中。

主营业务

目前公司的主要业务包括民用涤纶长丝的研发、生产和销售以及PTA、热电的生产、销售等。

聚酯化纤业务主要包括民用涤纶长丝的研发、生产与销售。生产的民用涤纶长丝主要由DTY、POY、FDY三种产品组成，这些产品应用于服装、家纺和产业用纺织品等下游领域。集团的民用涤纶长丝生产主要采取熔体直纺生产工艺和切片纺生产工艺两种方式生产。主要原材料为PTA和MEG，其价格变化与原油价格的波动具有一定的正相关性。

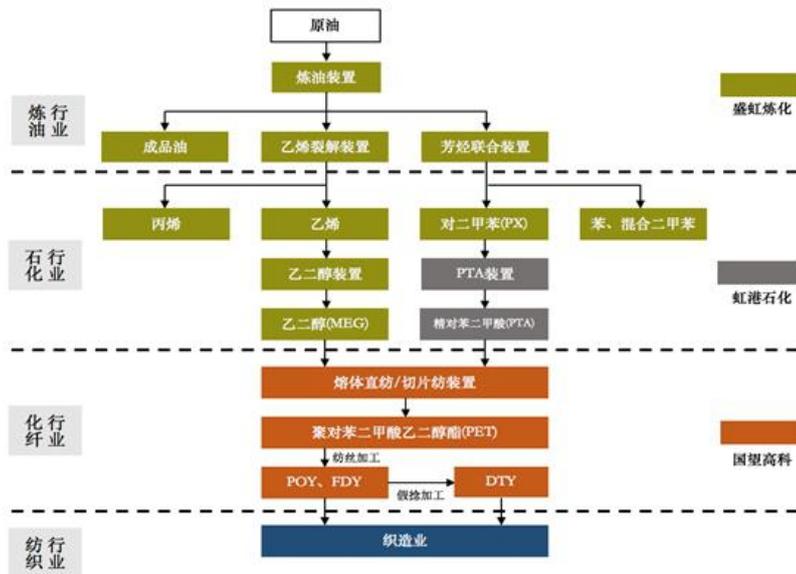
对苯二甲酸（PTA）业务板块主要由盛虹集团的二级全资子公司虹港石化负责生产与销售，公司现已成为华东地区主要PTA供应商之一，同时为集团聚酯化纤业务板块提供原料保障供应。由于PTA对上游PX价格波动较为敏感，PTA行业的盈利能力受到PX采购成本与生产运营成本的较大影响。

热电业务板块主要由分公司盛泽热电厂负责经营和管理。公司现有发电机组5台，蒸汽锅炉8台，热网管线120多公里，拥有900吨/小时供热产能，5.4万千瓦发电产能，依靠蒸汽销售，供应盛泽镇当地的纺织、印染企业。当前在建2台10万千瓦级燃机热电联产机组及相应辅助设施。因为项目以天然气为燃料，属于清洁能源项目。

炼化业务板块主要由盛虹炼化一体项目组成，由盛虹炼化实施。项目于2018年12月正式动工，预计2021年底正式投产，目前尚未贡献业绩。根据盛虹炼化一体化环评公告，一期项目设计原油加工能力1,600万吨/年，芳烃联合装置规模280万吨/年（以对二甲苯产量计），乙烯裂解装置规模110万吨/年。根据环评公告，预计项目达产后，不含税年均销售收入约925亿元，年均利润94亿元。

除了上述主营业务以外，若公司对斯尔邦石化的重大资产重组成功，则斯尔邦石化的业务也将成为公司重要的板块。斯尔邦石化主要建设运营240万吨/年醇基多联产项目，以甲醇为原料，生产丙烯、乙烯及衍生精细化工产品，主要包括乙烯-醋酸乙烯共聚树脂（EVA）、环氧乙烷（EO）、乙醇胺、非离子表面活性剂、聚羧酸减水剂单体、丙烯腈（AN）、甲基丙烯酸甲酯（MMA）、丁二烯、高吸水树脂（SAP）等。斯尔邦石化组建了由12位中国科学院和中国工程院院士加盟的“院士咨询委员会”，并与清华大学、中科院石化研究院等科研院所建立了良好的合作关系，2017年入选“国家高新技术企业”。

图表 1. 东方盛虹产业链关系图



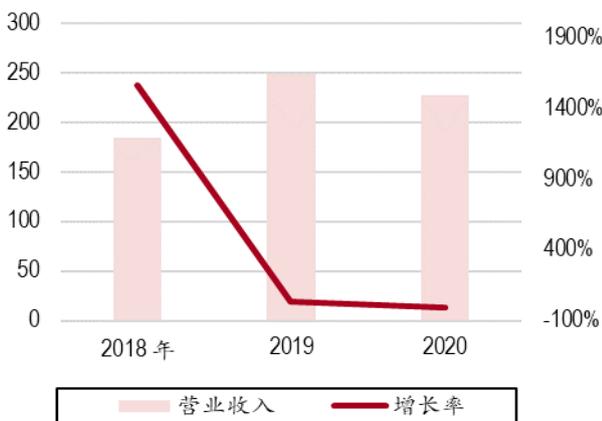
资料来源：公司年报，中银证券

财务指标

2021年上半年公司实现营业收入156.91亿元，较2020年同期94.85亿元增长65.43%。其中化纤行业贡献92.45亿元，占营业收入58.92%。从产品角度看，DTY产品占营业收入32.71%，其次是PTA，占营业收入19.42%。由于公司主营产品DTY长丝拥有较高毛利率，2021年上半年DTY占有产品毛利的一半以上，其次POY及FDY长丝毛利占比也超过10%。PTA虽然收入占比较高，但上半年供过于求压力下，盈利性不及下游涤纶长丝。

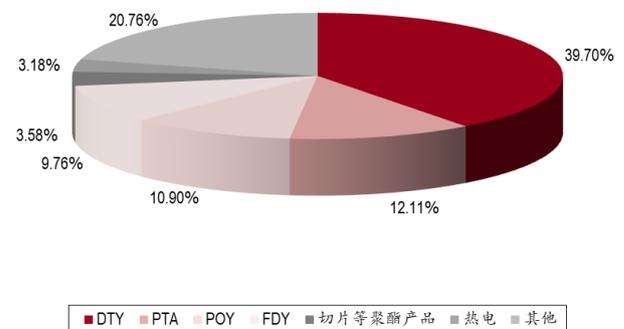
2020年东方盛虹实现营业收入227.77亿元，较2019年有所下滑，毛利润则有更大幅度下滑，主要是受到了新冠疫情影响。截止2021年上半年，公司主营业务变化不大。

图表 2. 历年营业收入变化 (单位: 亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 1H2021 主营业务收入占比



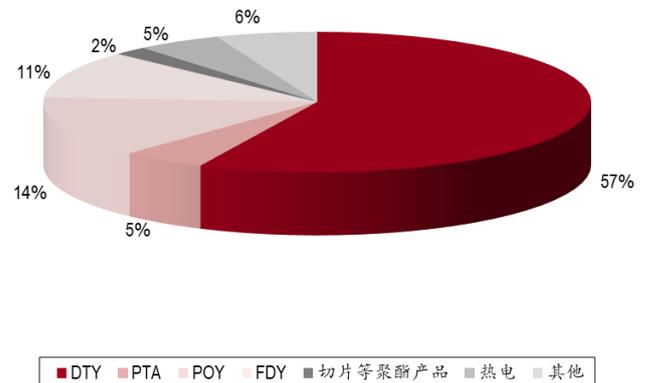
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 历年毛利变化 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 1H2021 主营业务毛利占比

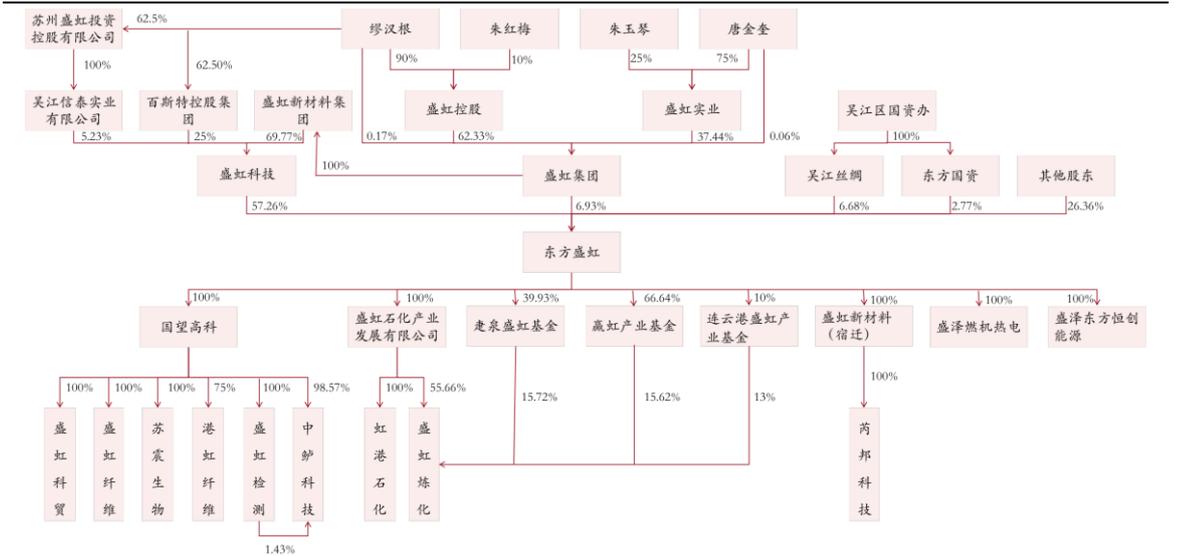


资料来源: 万得, 中银证券

股权结构

截至 2021 年半年报, 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。

图表 6. 东方盛虹股权结构图



资料来源: 万得, 中银证券

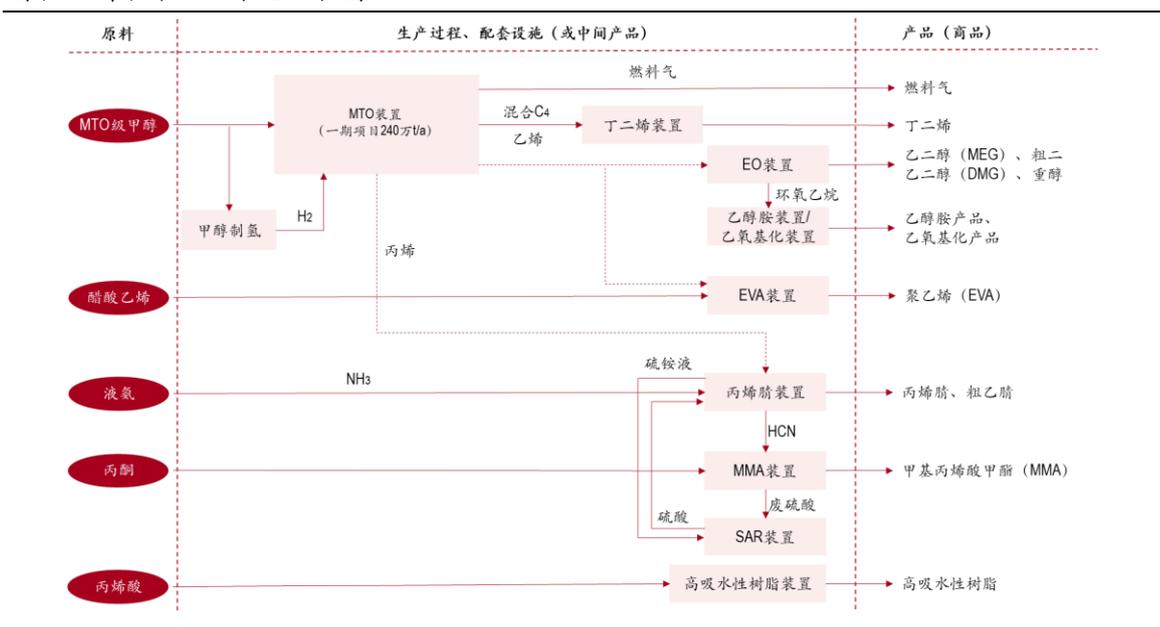
斯尔邦——新材料多产品布局，技术领先

MTO 行业领军者

甲醇制烯烃（Methanol to Olefins, MTO）是重要的 C1-C3 化工工艺，是指以煤或天然气合成的甲醇为原料，借助类似催化裂化装置的流化床反应形式，生产低碳烯烃的化工技术。

斯尔邦 MTO 装置及产品结构较普通主流 MTO 更复杂，产业链更长：主要以甲醇为原材料，其他原料包括醋酸乙烯、液氨、丙酮和丙烯酸，最终产品包括丙烯腈（AN）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、甲基丙烯酸甲酯（MMA）、环氧乙烷（EO）及其衍生物等。

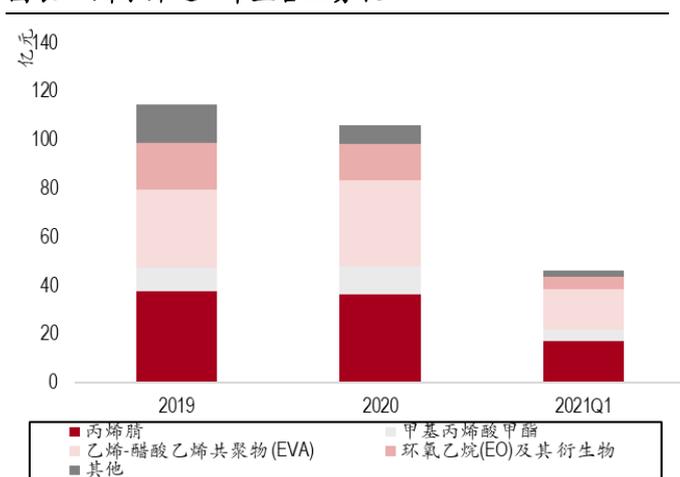
图表 7. 斯尔邦 MTO 装置流程图



资料来源：斯尔邦环评报告，中银证券

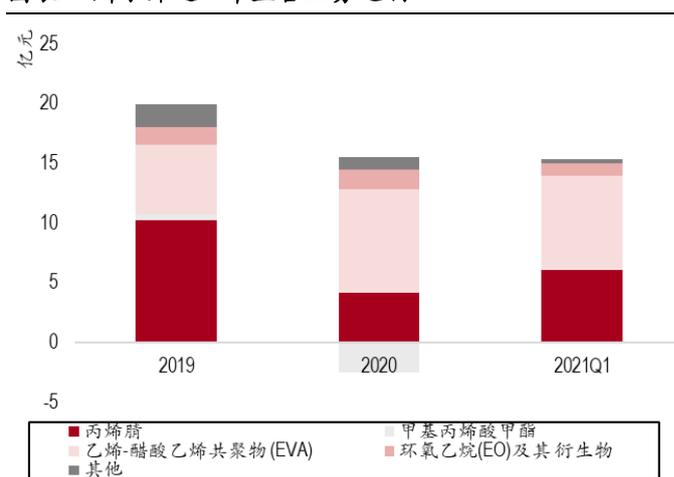
根据东方盛虹及丹化科技公告披露的财务数据，斯尔邦原主营产品丙烯腈的营业收入占比逐年下降，甲基丙烯酸甲酯营业收入占比浮动不大，2017 年斯尔邦拓展出两条新的主要产品线，乙烯-醋酸乙烯共聚物(EVA)和环氧乙烷(EO)及其衍生物，EVA 和 EO 的毛利占比逐渐增加，其中 EVA 毛利在 2020 及 2021 年第一季度占比均超过一半。

图表 8. 斯尔邦近 3 年主营业务收入



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 斯尔邦近 3 年主营业务毛利



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 斯尔邦产品产能列表

产品名称	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
乙烯-醋酸乙共聚物 (EVA)	30	25
丙烯腈 (AN)	52	52
甲基丙烯酸甲酯 (MMA)	17	18
环氧乙烷 (EO)	20	10
丁二烯	10	
高吸水性树脂	8	
乙醇胺	10	
非离子表面活性剂	8	
聚羧酸减水剂单体	10	
PDH 装置丙烯		70

资料来源：斯尔邦二期项目环评公告，中银证券

斯尔邦二期新增产能的产品包括 EVA、AN、MMA 和 EO，以及与炼化一体化配套的 PDH 装置。其中，光伏 EVA、AN 及 MMA 二期产能均有翻倍，盈利能力有望大幅增长。而 PDH 装置利用石油炼化副产的丙烷制备出斯尔邦所需的原材料之一丙烯，达到了项目之间协同联动效应，节约成本，增加利润。

以不同工艺制备聚丙烯 PP 利润来表征不同路线制备 C3 产品的成本优势可以看出，其中 PDH 路线的利润在绝大部分时间里都是最高的，主要是因为丙烷价格相对比较有优势。

炼厂的油制丙烯也是常见的生产路线之一，但由于炼厂化工品及油品结构相对复杂，很难计算出单个产品的成本利润。若进行简单粗略计算比较（假设原油与烯烃单耗 1:1），仅今年三季度以来丙烷价格快速上涨后炼厂油制丙烯路线利润高于 PDH。另外，2015 年以来原油价格大部分时间保持在 40-80 美元/桶范围内波动，炼厂油制烯烃的成本大部分时间相对 MTO 及 CTO 存在一定的优势。

斯尔邦 MTO 装置以外购甲醇为主要的生产路线，而盛虹炼化是以原油为原料的烯烃生产路线，中间再新增 PDH 装置以最低成本利用两大板块的资源，达到了协同及调节性强的优势。

图表 11. 各工艺制聚烯烃利润及原油价格对比



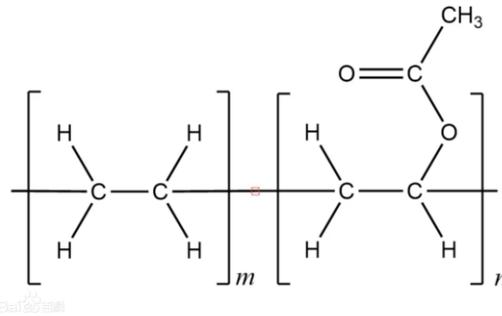
资料来源：万得，中银证券

国产 EVA 龙头

乙烯-乙酸乙烯酯共聚物的英文名为 ethylene-vinyl acetate copolymer resin，简称 EVA，是乙烯系列共聚物之一。通常 EVA 中乙酸乙酯（VA）的含量一般在 5%-40%wt 之间，分子量一般在 10000-30000 之间。

由 EVA 化学结构式可以看出，随着 VA 含量的增加，最终聚合物中作为功能性官能团的酯基含量将会增加，最终表现为粘度及机械性能的不同。

图表 12. EVA 化学结构式



资料来源：百度百科，中银证券

图表 13. 不同 VA 含量 EVA 树脂的典型应用

VA 含量 (%)	应用
1-6	用膜（烘烤食品袋、冷冻食品袋、冰袋、尿布包装袋等）
6-15	膜、吹塑挤出、层压、泡沫模塑成型、注塑、拉伸包装、电线电缆
15-20	粘合剂、涂层、挤出、发泡鞋材
20-35	热熔胶、地毯背衬、蜡基涂料
35-45	聚合物掺混/接枝、涂料、热熔胶、油墨

资料来源：《中国石化市场预警报告》，中银证券

从生产工艺来看，目前国内外 EVA 产品的生产工艺主要有四种：高压法连续本体聚合、中压悬浮聚合、溶液聚合、乳液聚合，四者各有优缺点，我国企业大多采用高压法连续本体聚合工艺进行产品生产。

图表 14. EVA 生产工艺对比

生产工艺	特点	优点	缺点
高压法连续本体法	在一定压力和自由基支体系作用下，单体发生聚合生成聚合物；通常采用高压管式反应器或釜式反应器	不含溶剂，后处理工序简单，综合成本低，更适于规模化生产，产品更符合环保要求	混合和传热困难，反应器温度不易控制
溶液法	单体溶于溶剂中进行聚合反应，形成的聚合物溶于溶剂，产品可做涂料或胶黏剂	生产操作和反应温度都易控制	需要回收溶剂
乳液法	借助乳化剂的作用，在机械搅拌或振荡下，单体在水中形成乳液而进行的聚合；反应产物为胶乳，可直接应用，也可使胶乳破坏，经过洗涤、干燥等后处理工序，得到粉状或针状聚合物	可在较高反应速度下获得较高相对分子质量的聚合物；物料的黏度低，易于传热和混合，生产容易控制，残留单体容易去除	加入的乳化剂等影响制品性能，为得到固体聚合物，需经过凝聚、分离、洗涤等工艺过程，反应器的生产能力比本体法低
中压悬浮法	单体在机械搅拌或振荡和分散剂的作法用下分散成液滴悬浮于水中	反应器内含大量水，物料黏度低，容易传热和控制；聚合后只需经简单的分离、洗涤、干燥等工序，即得到产品，可直接成型加工制品且产品较纯净、均匀	反应器生产能力和产品纯度不及本体法，不能采用连续法进行生产

资料来源：联泓新科招股说明书，中银证券

高压法连续本体聚合根据所使用的反应器的不同又可分为管式法和釜式法，管式聚合工艺投资低、能耗低，单程转化率为 25%-35%，产品分子量分布较宽，支链少，光学性好，适用于加工成薄膜。目前开发主要集中于管式法工艺，一般来说，大规模装置倾向于用管式法。而釜式聚合工艺单程转化率为 10%-20%，产品支链多，冲击强度较好，适用于挤出涂层树脂，主要用于专用牌号高端产品或 VA 含量较高的产品。

图表 15. 两种 EVA 生产工艺的比较

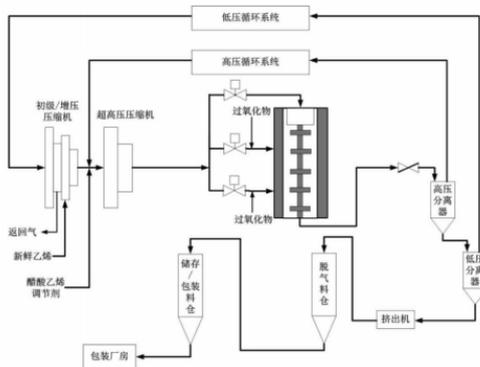


图 1 EVA 釜式法工艺简图

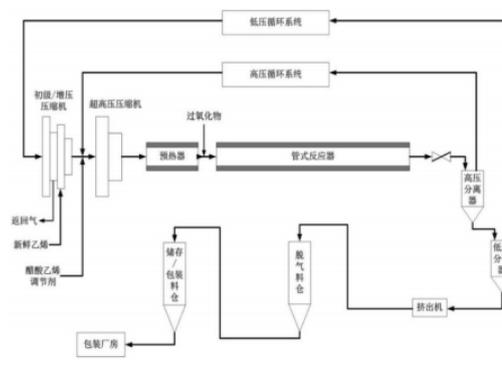


图 2 EVA 管式法工艺简图

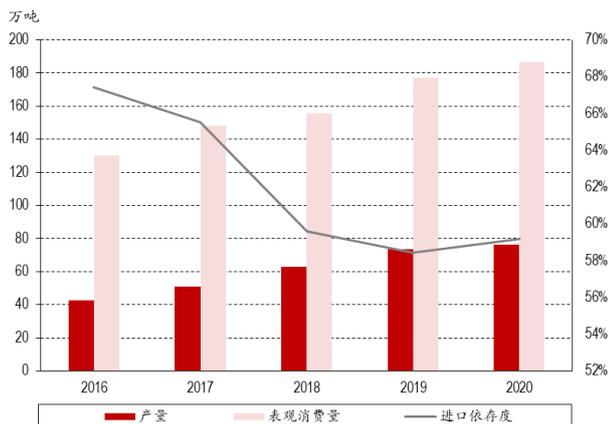
资料来源：《浅析 EVA 管式法及釜式法工艺对比及前景展望》，CNKI，中银证券

由于 EVA 树脂中引入了 VA 提高了高分子链的支化度，降低了结晶度，因此在比较宽的温度范围内都具有良好的机械性能、光学性能和耐低温、无毒等优异特性。EVA 的成型方法包括注塑、挤塑、吹塑、热成型、发泡、涂覆、热封、焊接成型等等，可广泛应用各个领域。

目前国内 EVA 生产企业共有 6 家，其中 EVA 产能最大的为 2017 年投产的江苏斯尔邦石化的 30 万吨/年的 EVA/LDPE 装置；另外陕西延长中煤榆林能化 LDPE/EVA 装置已于 2021 年 6 月开车，但 EVA 的产出可能仍然需要更多时间调试。

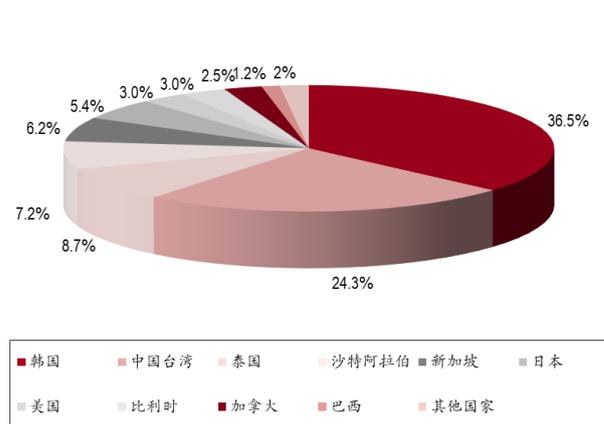
国内 EVA 总产能在 2016 年为 67.2 万吨/年，在 2017 年达到 97.2 万吨/年，2020 年总产能仍为 97.2 万吨/年，在这四年中无新增产能。2021 年预计新增产能达 130 万吨/年，这将使国内 EVA 总产能翻倍。2018 年国内 EVA 总产量达 62.86 万吨，2019 年 73.70 万吨，2020 年 76.09 万吨，国内 EVA 总产量正在逐年提升，预计 2021 年新增产能投产后产量也将会有接近甚至超过一倍的提升。2016-2020 年，EVA 装置产能、产量、表观消费量及自给率均呈上升趋势，而进口依存度基本呈现缓慢下滑的态势，2020 年 EVA 对外依存度为 60%，未来依然存在广阔的国产替代空间。

图表 16. 产量、表观消费量及进口依存度



资料来源：万得，中银证券

图表 17. EVA 贸易来源国占比图 (单位: %)



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 我国 EVA 生产原料分类/企业性质分类/产能汇总

企业名称	企业性质	产能 (万吨/年)	乙烯来源	VA 来源
北京有机	中石化子公司	4	燕山石化	自产
燕山石化	中石化子公司	26	自产	北京有机
联泓新材料	地方企业	10	自产	北京有机
台塑宁波	外商独资	7.2	台湾	台湾
江苏斯尔邦	地方企业	30	自产	塞拉尼斯
扬子巴斯夫	合资	20	自产	塞拉尼斯

资料来源: 金联创, 中银证券

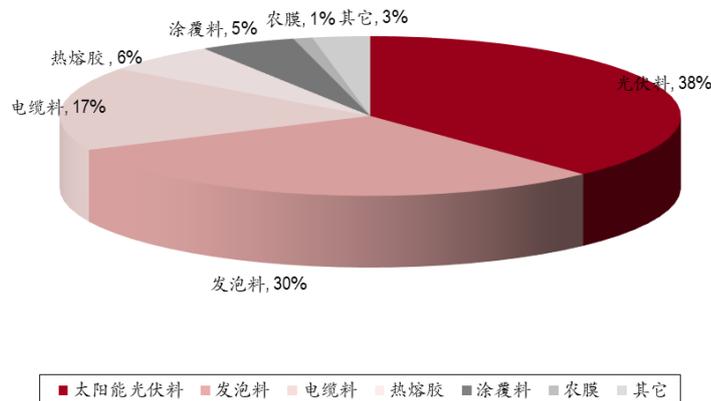
图表 19. 2021 中国 EVA 生产企业新建情况

公司	产能 (万吨/年)	预产投产时	地点
中化泉州石化	10	2021 年	泉州
扬子石化	10	2021 年	南京
延长中煤榆林二期	30	2021 年	榆林
中科炼化	10	2021 年	广东湛江
浙江石化	30	2021 年二期	浙江舟山
古雷炼化	30	2021 年一期	福建漳州
神华宁煤-沙特	10	2021 年	宁夏宁东

资料来源: 金联创, 中银证券

2020 年 EVA 下游需求第一的行业从发泡料变为了光伏胶膜, 占比达到 38%, 发泡及电缆料占比也同样较大, 但近年来需求增速远远不及光伏需求, 未来 EVA 最大的需求领域预计仍然将是光伏领域。

图表 20. 2020 年国内下游 EVA 需求结构



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

“碳中和”支撑光伏终端需求较快增长

我国规划 2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和: 2020 年 9 月 22 日, 习近平总书记在第 75 届联合国大会上指出我国将于 2030 年实现碳达峰, 即二氧化碳排放量在 2030 年达到峰值, 之后逐步回落; 努力争取 2060 年之前实现碳中和, 即 2060 年我国直接或间接产生的二氧化碳或温室气体排放总量通过各种形式被抵消实现相对“零排放”。在 2020 年 12 月 12 日, 总书记在气候雄心峰会上进一步指出, 2030 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上, 非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右, 森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。

非化石能源消费占比目标奠定基础，“十四五”国内光伏装机有望快速增长：2014 年国务院办公厅发布《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，提出到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费比重达到 15%。根据国家统计局数据，我国 2019 年能源消费总量为 48.6 亿吨标准煤，其中非化石能源消费比重达到 15.3%，已提前 1 年完成预定目标。考虑到我国 2030 年非化石能源占一次能源消费的目标为 25%，预计我国 2025 年非化石能源占一次能源消费的比例有望超过 20%，据此可推算十四五期间我国光伏+风电年均装机量预计应达到 130-160GW，其中光伏年均装机有望达到 85-100GW。

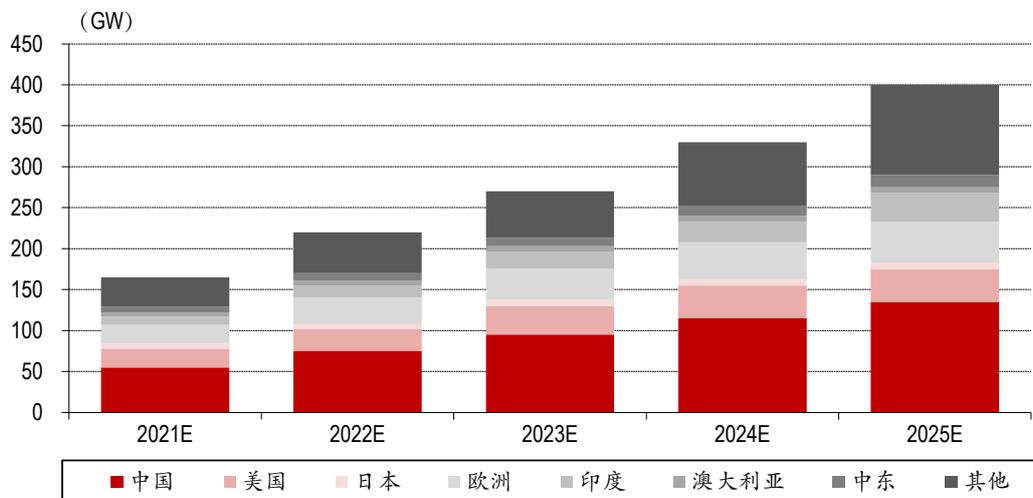
图表 21. 2021-2025 年国内新能源发电装机空间测算

2025 年非化石能源消费占比	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%
光伏利用小时数 (h)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
风电利用小时数 (h)	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050
十四五光伏装机空间 (GW)	281	354	427	499	572	645	718
十四五风电装机空间 (GW)	122	177	232	286	341	396	451
十四五年均光伏装机 (GW)	56	71	85	100	114	129	144
十四五年均风电装机 (GW)	24	35	46	57	68	79	90
十四五光伏风电年均装机 (GW)	81	106	132	157	183	208	234

资料来源：国家能源局，中电联，中银证券

全球“脱碳”目标确立，光伏需求有望稳定较快增长：当前，尽快实现碳中和已成为全球共识，在拜登就任以后，美国已重新加入巴黎协定，计划投入 2 万亿美元在交通、建筑和清洁能源等领域，在政治上把气候变化纳入美国外交政策和国家安全战略，继续推动美国“3550”碳中和进程，即 2035 年电力部门实现碳中和，2050 年实现 100%清洁能源，实现净零排放。欧盟委员会提出到 2050 年欧洲在全球范围内率先实现碳中和，同时为 2030 年设定了减排中期目标，其温室气体排放量至少要比 1990 年的排放水平减少 55%。日本首相菅义伟则于 2020 年 10 月宣布日本将于 2050 年前实现碳中和。随着全球主要经济体进入“脱碳”周期，预计全球光伏新增装机量有望维持稳定较快增长。整体而言，我们预计 2021-2023 年全球光伏装机需求分别约 165GW、220GW、270GW，同比增速分别约 25%、33%、23%，其中国内需求分别为 55GW、75GW、95GW，同比增速分别为 14%、36%、27%。

图表 22. 全球光伏新增装机量预测

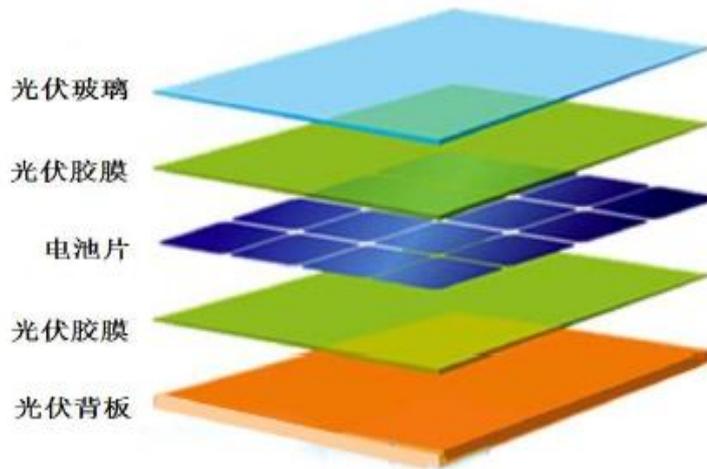


资料来源：国家能源局，光伏們，PVInfoLink，中银证券

胶膜为光伏组件核心辅材，粒子需求有望增长

胶膜是保证光伏组件寿命的重要材料：光伏组件的一般使用寿命在 25-30 年，玻璃、胶膜等核心辅材是实现这一指标的主要支撑。光伏玻璃一般用作光伏组件的封装面板，直接与外界环境接触，其耐候性、强度、透光率等指标对光伏组件的寿命和长期发电效率有重要影响。封装胶膜材质一般为 EVA、POE 等有机高分子树脂，其直接与组件内部的电池片接触，覆盖电池片上下两面，对电池片起抗水汽、抗紫外等保护作用，和上层玻璃、下层背板（或玻璃）通过真空层压技术粘合为一体，构成光伏组件。

图表 23. 光伏胶膜在光伏组件中的应用



资料来源：福斯特公司公告，中银证券

光伏级 EVA 粒子需求随光伏需求增长而提升：EVA 胶膜作为光伏组件的封装材料，其需求与组件需求关联度极为密切，单位面积组件对胶膜的需求相对稳定，近年来光伏组件的胶膜单耗仅因为组件单位面积功率的提升而略有下降。同时光伏胶膜技术路线较稳定，目前的技术升级（白色 EVA 胶膜、POE/EPE 胶膜）仅存在于现有产品体系内，中短期内无颠覆性技术替代风险，因此后续光伏胶膜需求有望伴随光伏组件需求的增长而稳定向好。考虑到 EVA 胶膜克重相对稳定，POE 胶膜则出于节约成本的考虑，当前产业实际以双面应用 EVA/POE/EVA 三层共挤胶膜或正面应用 EVA/POE/EVA、反面应用 EVA 的方式为主，我们预计光伏级 EVA 粒子的需求有望随光伏终端需求而稳定增长。

图表 24. 光伏级 EVA 粒子需求测算

年份	2019	2020	2021E	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机需求 (GW)	120.00	135.00	165.00	220.00	270.00	330.00	400.00
YoY(%)		12.50	22.22	33.33	22.73	22.22	21.21
容配比	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.20	1.20
组件需求 (GW)	132.00	148.50	192.55	260.90	322.83	396.00	480.00
YoY(%)		12.50	29.66	35.50	23.74	22.67	21.21
双面组件渗透率 (假设双面均为单晶)	14	30	49	58	63	65	65
EVA+EPE 结构渗透率 (在双面组件中)	5	20	48	74	84	80	70
EPE+EPE 结构渗透率 (在双面组件中)	30	60	41	20	10	5	10
组件胶膜需求 (亿平米)	14.87	16.12	20.35	27.07	32.86	39.01	46.18
组件等效 EVA 胶膜需求 (亿平米)	13.36	14.07	17.17	23.11	28.08	31.44	35.70
EVA 胶膜平均克重 (g/m ²)	0.48	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
光伏级 EVA 粒子需求 (万吨)	67.36	73.87	90.14	121.33	147.44	165.05	187.44
YoY(%)		9.67	22.02	34.60	21.52	11.95	13.57

资料来源：福斯特公司公告，海优新材公司公告，中银证券

2021年及2022年是光伏EVA需求增长最快的时间。虽然EVA行业当前的生产厂家比较少，但是作为聚乙烯的产品之一，实际上能够快速转产EVA的化工厂并不少。近两年国内烯烃生产企业新增EVA产能也比较多，因此预计未来低VA含量的EVA，如发泡料等，可能市场供应商会有快速增加。另一方面光伏级EVA的产出难度较大。除了技术上高VA含量的EVA连续生产的壁垒之外，量产之后向下游胶膜企业批量供应也需要一定时间的验证周期。因此2021-2022年预计EVA光伏料市场仍将维持供不应求的高景气状态。

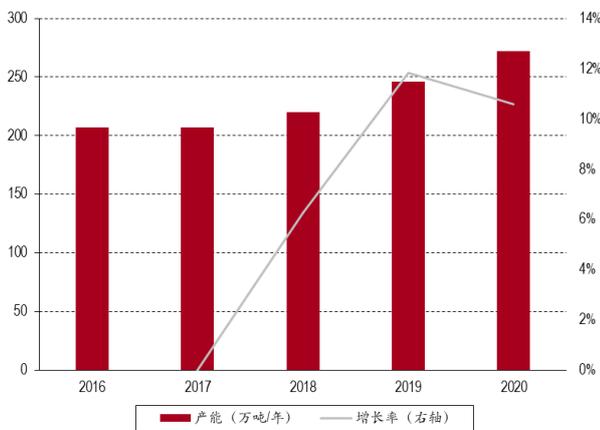
作为光伏料目前国内产量居首位的斯尔邦，已经占据了光伏EVA市场的绝对技术和客户优势。不仅如此，配合盛虹炼化未来大量的乙烯产出及自产醋酸乙烯作为EVA的原材料供应，未来公司拥有低成本及充裕的原材料，其竞争优势还将持续提升。

其他新材料上游化工品扩产

丙烯腈——新材料上游的重要原材料

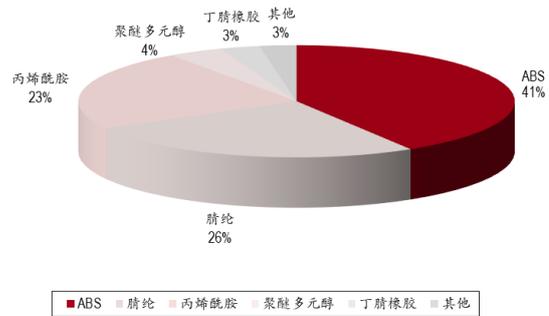
国内丙烯腈产能在2016年为206.9万吨/年，2018年达到219.9万吨/年，2019年达到245.9万吨/年，2020年271.9万吨/年，产能呈现增长态势。2020年国内丙烯腈产量194.5万吨/年，较2019年上涨3.47%。2021年尚有在建产能99万吨，若建成后全部投产，国内丙烯腈产能将达到370.9万吨/年。

图表 25. 产能及增长率



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 丙烯腈需求端行业占比



资料来源：万得，中银证券

近三年丙烯腈产能增速较快，2019及2020年进口量基本维持在31万吨左右，出口量较少，相对稳定。据金联创统计，未来三年丙烯腈扩产后总产能或达到520.9万吨，产能增长率在91.58%附近。但2021年新增产能均尚未投出，预计将主要影响2022-2023年市场。

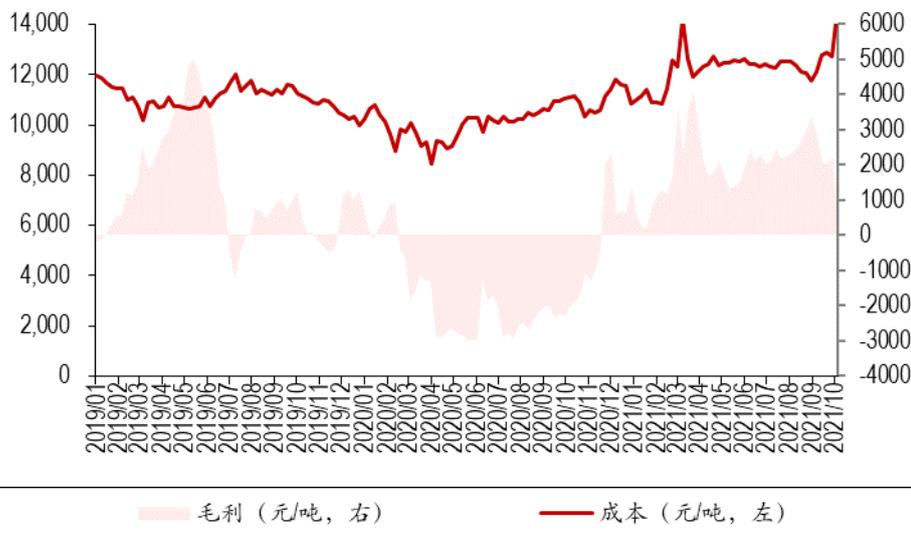
图表 27. 丙烯腈产能

企业名称	产能 (万吨)
中国石油天然气股份有限公司	94.9
江苏斯尔邦石化有限公司	52
上海赛科石油化工有限公司	52
浙江石油化工有限公司	52
山东科鲁尔化学有限公司	13
山东海江化工有限公司	13
合计	276.9

资料来源：百川盈孚，中银证券

丙烯腈下游主要增长为 ABS，产能大幅投放预计将在 2022 年。虽然未来三年整体需求的增长不及供应的增长，但仍然存在供需错配时间，2021 年供应增速较慢，丙烯腈盈利显著增加，但是随着未来新增产能逐步释放，预计其毛利水平将有所回落。

图表 28. 丙烯腈毛利及成本



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 2021-2023 国内 ABS 新增产能计划统计表 (单位：万吨/年)

厂家名称	产能	预计投产时间	产品
宁波台化	25	2021 年	ABS
广西长科	10	2021	ABS
漳州奇美	60	一期 45 万吨 2021 年， 二期 15 万吨 2023 年	ABS
山东利华益	40	2021-2022 年	ABS
新浦化学	21 (ABS/HIPS)	2021-2022 年	ABS
中石化西布尔	5	暂不确定	丁晴橡胶
兰州石化	3.5-5	2021 年 5 月	丁晴橡胶
中石化西布尔	5	暂不确定	丁晴橡胶

资料来源：金联创，中银证券

除 ABS 以外，丙烯腈下游另一快速增长的领域为碳纤维。2020 年我国碳纤维需求达 4.88 万吨，较 2019 年增长 29%，进口供应量占需求的 62%，仍有较大的国产替代空间。自 2016 年投产以来，盛虹的丙烯腈产品质量赢得了碳纤维市场的认可，根据盛虹集团在其公众号上公开发文表示，目前盛虹丙烯腈保障了国内超过 50% 的碳纤维企业原料供应。斯尔邦二期投放后，公司的丙烯腈产能将达到 104 万吨/年，将与浙石化一同成为全国丙烯腈产能最大的企业。

公司的丙烯原料供应一方面来自外购甲醇 MTO 路线，另外一方面也来自大炼化及 PDH 装置，供应充裕且多路线可调节成本，优势显著。

甲基丙烯酸甲酯——行业规模快速增长

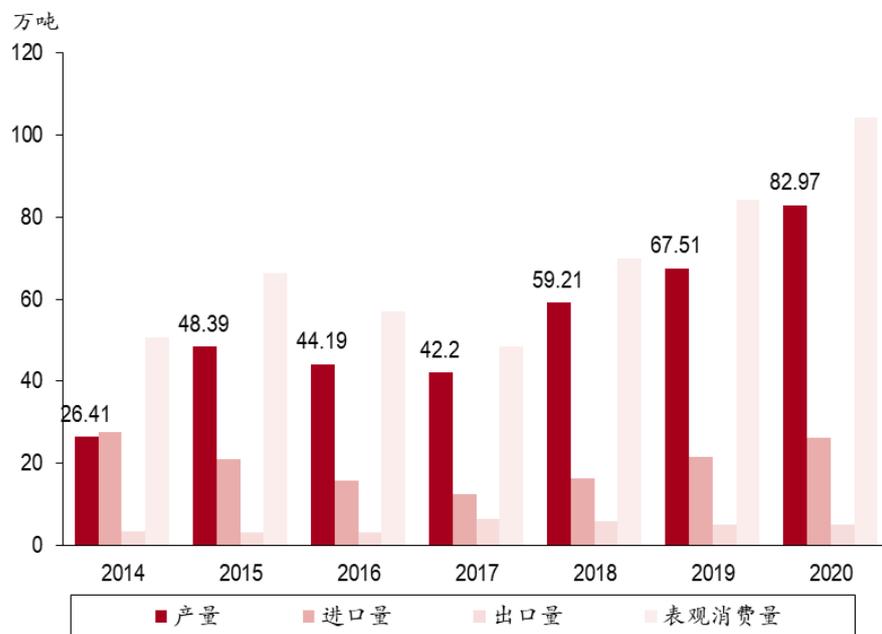
2017 年以来，我国 MMA 的表观消费量持续上升。不仅产量增长，进口量也保持持续增加。2020 年 MMA 产量达到 82.97 万吨，较 2019 年增长 22.90%，2020 年表观消费量达到 104.26 万吨，较 2019 年增长 23.96%。行业保持快速增长的趋势。

图表 30. 国内主要 MMA 生产企业装置生产能力

所在区域	企业名称	年度产能 (万吨/年)
东北地区	吉林石化	20
	黑龙江中盟龙新	7.5
	齐翔腾达	10
	菏泽华立	5
山东地区	山东宏旭	7.5
	东明华谊玉皇 (一期)	5
	万华化学	3
	东营达伟	2
华东地区	江苏斯尔邦	17
	璐彩特	18
	浙江石化	9
	罗姆化学	10
华南地区	惠州惠菱化成	9
西南地区	重庆奕翔	22.5
总计:		145.5 万吨/年

资料来源: 金联创, 中银证券

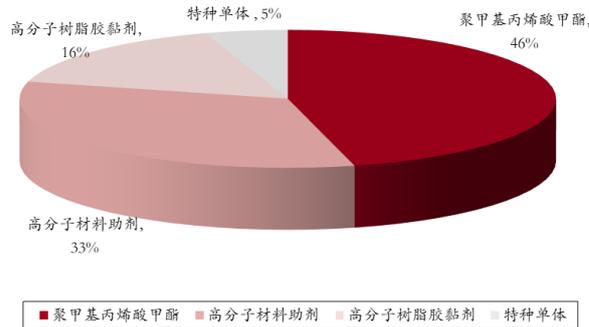
图表 31. MMA 进出口及表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

我国国内甲基丙烯酸甲酯下游终端应用占比最高的是聚甲基丙烯酸甲酯, 占将近一半左右需求。国内甲基丙烯酸甲酯下游需求排名第二的是高分子材料助剂应用领域, 占比也达到了 33%。另外高分子树脂胶黏剂及特种单体则分别占其需求的 16%及 5%。

图表 32. MMA 进出口及表观消费量



资料来源：百川盈孚，中银证券

近期 MMA 面临与丙烯腈同样的产能快速扩张的情况，2020-2022 年计划新投产能超过 100 万吨/年，预计其快速释放的供应也将使得产品毛利承压。

图表 33.MMA 新建产能列表

区域	新建企业名称	产能 (万吨/年)	生产工艺	预计投产时间	地点
山东地区	华谊玉皇	5	C4	2020 年第四季度至 2021 年第三季度期间	山东省菏泽市
	齐翔腾达	10	C4	2020 年第一季度至 2021 年第二季度期间	山东省淄博市
	山东盈科	10	C4	2020 年第二季度至 2021 年第四季度期间	山东省东营市
	山东宏旭	5	ACH	2021 年第四季度至 2022 年第一季度期间	山东省东营市
	万华化学	12	C4	2021 年第四季度至 2022 年第二季度期间	山东省烟台市
	山东海江	4.5	ACH	2021 年第四季度至 2022 年第二季度期间	山东省淄博市
	山东利华益	10	ACH	2021 年第四季度至 2022 年第二季度期间	山东省东营市
	东营达伟	3.8	ACH	2021 年第四季度至 2021 年第二季度期间	山东省东营市
华东地区	浙江石化	9	ACH	2020 年第二季度至 2020 年第三季度期间	浙江省舟山市
	江苏建坤	15	ACH	2021 年第一季度至 2021 年第二季度期间	江苏省泰兴市
西南地区	广西华谊新材料有限公司	8	C2	2021 年第四季度至 2022 年第三季度期间	广西省钦州市
	中海油东方石化	10	ACH	2021 年第四季度至 2022 年第二季度期间	海南省东方市
总计					102.3 万吨/年

资料来源：金联创，中银证券

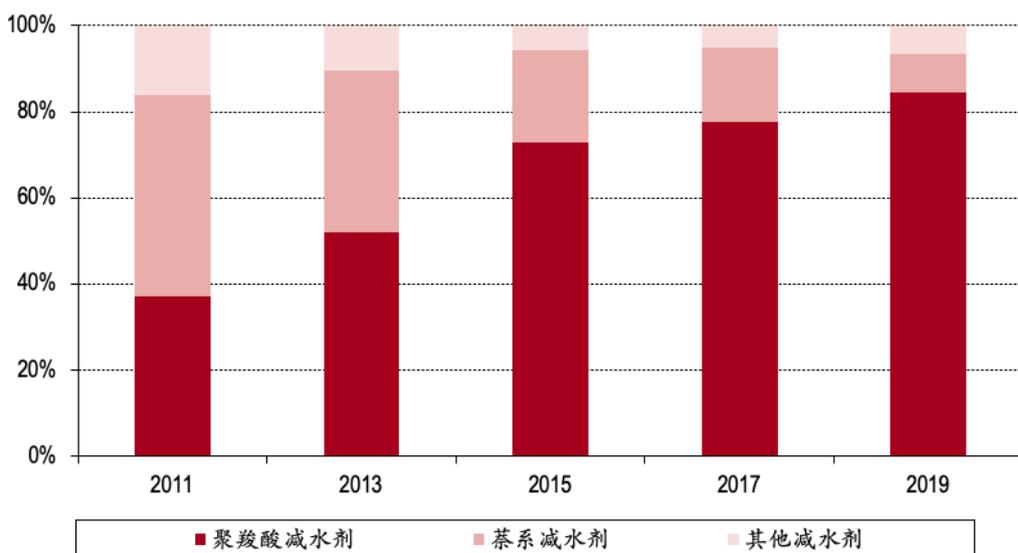
环氧乙烷——产业链配置完整

中国环氧乙烷消费主要集中在聚羧酸减水剂单体领域，其次是非离子表面活性剂及乙醇胺，根据隆众石化 2019 年数据，其分别占比 52%、17%及 12%。

聚羧酸减水剂单体是合成聚羧酸减水剂最重要的原材料，而聚羧酸减水剂行业近年来发展迅速。2019 年聚羧酸减水剂产量为 1136.0 万吨，比 2017 年的 723.5 万吨增长了 57%。与 2013 年-2017 年期间年均增速在 20%左右相比，2019 年聚羧酸减水剂增速仍在提升。这主要源于大部分建设工程有混凝土泵送施工需要，且三代减水剂合成过程较为环保。随着聚羧酸减水剂工艺、技术和标准体系不断健全，建设方、混凝土公司逐步全面接受聚羧酸减水剂产品。

从聚羧酸减水剂的行业占比可以看出，聚羧酸减水剂与萘系减水剂的年产量之比从 2011 年的 0.8 倍增加到 2019 年的 9.3 倍，目前聚羧酸减水剂已然成为主流减水剂。

图表 34. 聚羧酸减水剂和萘系减水剂在合成减水剂总量中的占比情况



资料来源：《中国混凝土外加剂》，中银证券

2019 年国内聚羧酸减水剂单体的产能约达 275 万吨/年，累计年消耗环氧乙烷能力在 191.65 万吨，主要分布地区在华东、东北和华南地区。

表面活性剂是国内环氧乙烷消费的第二大市场，2019 年国非离子表活行业累计年消耗环氧乙烷 62.85 万吨，最大的消费领域是日化和纺织行业。未来仍有新增产能投放，预计需求有望增长。

乙醇胺是精细有机化工原料，主要用作各种表面活性剂的原料。2019 年乙醇胺消耗环氧乙烷约 44.2 万吨，市场相对稳定。

斯尔邦一二期产能中均有环氧乙烷，且在下游配备有减水剂单体，产业链完备丰富，与同行相比成本优势显著。

盛虹大炼化投产在即，有望大幅增厚业绩

民营大炼化崛起，石化产业加速转型

目前我国石油和化工产业结构正处于调整期。“十三五”以来，目标是着力破解产能过剩，淘汰落后产能，重点建设七大石化产业基地，石化产业发展逐步加速，步入了由大向强的转型期。虽然炼油产能过剩，但实际上一体化、规模化的装置并不多，千万吨级炼厂占全部炼油产能仅一半左右。因此，未来少油多化、提高集中度和规模化仍然是炼化产业发展的主要方向。

目前的民营大炼化项目主要是基于大型聚酯企业集团的发展，从下游聚酯产品开始向上游扩展，因此在装置设计上尽量增加了芳烃和烯烃的产出，工艺核心都是除了常减压装置产生的石脑油外，还采用加氢裂化，尽可能将重质组分裂化为石脑油及轻组分以增加化工品产出。

根据中国石油和化学工业联合会数据，2018年民营企业的乙烯产能所占份额仅9%，随着民营炼化项目陆续投产，预计到2025年该占比可达到26%；而PX的民营企业产能2018年占比为26%左右，2019年随着浙石化和恒力石化的投产，民营PX占比首次超过了50%。可以看出，PX作为聚酯上游原材料，是民营大炼化配套扩产的主要领域。

除此之外，民营大炼化的终端产品也在向高端化和差异化过度。除了原有聚酯产品以外，烯烃和芳烃下游也开始规划工程塑料、橡胶制品、其他化纤产品如尼龙等高附加值的终端产品。

图表 35.七大石化基地详情

七大石化基地	公司名称	产能	计划新增产能	面积	位置
大连长兴岛	中石油	项目一期工程为1500万吨/年俄油炼油装置及相应的化工装置，并在2018年1月中俄签署的对华新增俄油到港后正式投产；二期将再利用3-4年时间建成第二套炼油装置，到2022年，在西中岛形成2500万吨/年或更大的炼化能力。	暂未有实质进展	一期占地2.45平方公里	大连市长兴岛临港工业区西中岛石化产业区（一期）
	恒力石化	2019年5月17日，2000万吨/年炼化一体化项目全面投产。投产后汽油产量约445万吨/年、航煤约302万吨/年、柴油约320万吨/年、石脑油120万吨/年等等。	已全面投产	占地面积645公顷	大连长兴岛北岸、恒力石化（大连）PTA项目东侧
河北曹妃甸	中石化北京燕山分公司	由中国石化北京燕山分公司投资建设，包括渣油加氢、重油催化裂化、加氢裂化、煤油加氢、柴油加氢、烷基化等18套工艺装置，厂外配套建设30万吨级原油码头、5万吨级成品油码头、成品油输送管线、专用铁路和输电外线等。项目建成后，将年产国V标准汽油301万吨、国V标准柴油468万吨、3#航煤128万吨等等。	暂未有实质进展	占地面积260.47公顷	河北曹妃甸循环经济示范区
	旭阳石化	包括1500万吨/年常减压蒸馏装置，400万吨/年渣油轻质化装置，160万吨/年煤油加氢装置，300万吨/年柴油加氢裂化装置，2×175万吨/年芳烃联合装置，10万标方/小时PSA装置，10万标方/小时制氢装置，3×10万吨/年硫磺回收装置等。	2019年8月13日，曹妃甸区政府网站发布了“关于唐山旭阳石油化工有限公司1500万吨/年炼化一体化项目环境影响报告书报批前公示(第三次公示)”。	包括填海造地面积约365.44公顷	河北曹妃甸石化产业基地
	新华石化	项目总规模为2000万吨/年炼油、557万吨/年芳烃和80万吨/年聚丙烯，建设总投资约600亿元。主要生产聚丙烯、丙烷、苯、芳烃、硫磺等化工原料，同时生产LPG、汽油、煤油、柴油等车用燃料产品。	暂未有实质进展		

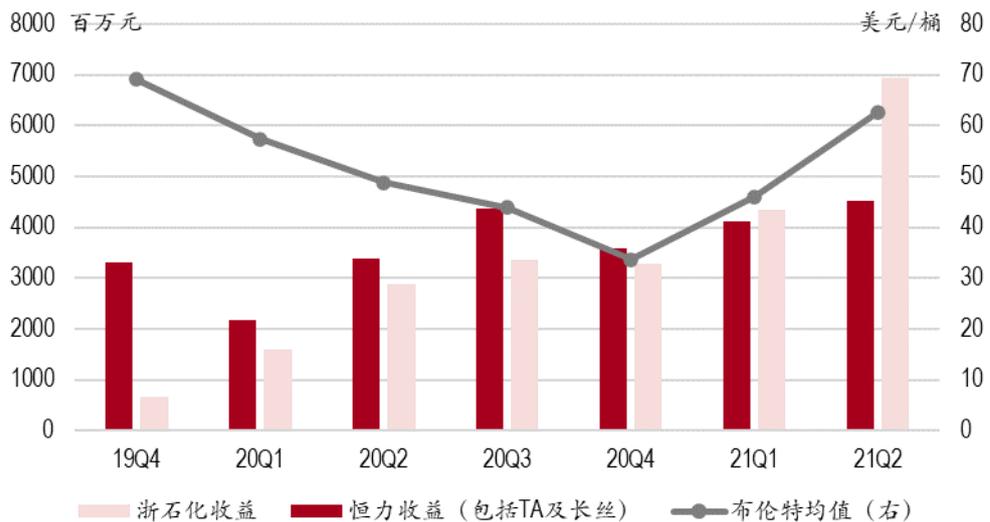
资料来源：卓创资讯，中国润滑油网，炼油化工动态，中国拟在建项目网，各项目环评报告，中银证券

续 图表 35.七大石化基地详情

七大石化基地	公司名称	产能	计划新增产能	面积	位置
河北曹妃甸	浅海集团 一泓石化	1500万吨/年常减压蒸馏装置、轻烃回收装置、2×210万吨/年渣油加氢脱硫装置、350万吨/年催化裂化装置、脱硫、脱硫醇装置、80万吨/年气体分馏装置、12万吨/年MTE装置、2×230万吨/年加氢裂化装置、400万吨/年柴油加氢精制装置、150万吨/年煤油加氢精制装置、170万吨/年催化汽油加氢脱硫醚化	2016年3月，浅海集团河北一孔石油化工有限公司对曹妃甸1500万吨/年炼化一体化项目公示了环评报告，项目位于曹妃甸化工园区，总投资400亿元，用海面积约306.7公顷。	用海面积306.7公顷	曹妃甸化工园区
江苏连云港	中石化	分二期建设总规模为3200万吨/年炼化一体化工程，其中一期项目为中国石化连云港炼化一体化一期工程，包括1200万吨/年炼油，二期再扩大	暂未有实质进展		国家东中西部区域合作示范区(徐圩新区)
	盛虹石化	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的炼化一体化项目，并配套30万吨原油码头、350万立方米仓储及公用工程岛等项目	预计将于2021年底投产	规划面积62.61平方公里	国家东中西部区域合作示范区(徐圩新区)
上海漕泾	中石化高桥石化	2000万吨/年炼油(1500万吨/年炼油工程+500万吨/年润滑油搬迁工程)、100万吨/年乙烯及其下游配套加工装置	2012年进行了环评公示，2013年10月经国家发改委批示之后正式开展各项前期工作。		上海化学工业区西区开发
浙江宁波	中石化镇海炼化	目前，镇海炼化拥有2300万吨/年原油加工能力、100万吨/年乙烯生产能力、200万吨/年芳烃生产能力、4500万吨/年深水海运码头吞吐能力以及超过330万立方米的储存能力，形成了“大炼油、大乙烯、大芳烃、大码头、大仓储”的产业格局。	6月28日，记者从中国石化新闻办获悉，中国石化镇海基地一期项目在浙江宁波镇海全面建成，创造了目前国内建设周期最短、国产化程度最高、数字化应用最广的石化产业基地建设纪录。项目建成后，镇海炼化将形成2700万吨/年炼油产能和220万吨/年乙烯产能，是目前我国全面建成的最大的炼化一体化基地。	422公顷	浙江宁波镇海
	浙石化	总投资1730亿元，项目分两期建设，总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年对二甲苯、280万吨/年乙烯。每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯及下游化工装置。	一期已于2019年底全面投产；二期为2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯将于2021年陆续投产。	总占地面积1307.9公顷	舟山绿色石化基地
漳州古雷	中石化	1600万吨/炼油、120万吨/年乙烯及下游27套化工装置：乙烯蒸汽裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯抽提、乙烯-醋酸乙烯树脂(EVA)、环氧乙烷/乙二醇(EO/EG)、苯乙烯(EBSM)、聚丙烯(PP)等化工装置以及配套的公用辅助工程，项目总投资概算为278.38亿元，计划2020年底建成投产。	2020年7月22日，古雷炼化一体化空分空压项目全面建成中交，转入投产准备。2021年5月28日举行乙烯等重点装置中交仪式，标志着该项目历时23个月顺利实现高标准中交，全面进入投料试车攻坚阶段。	508.08公顷	福建漳州古雷石化基地
广东惠州	中海油惠州二期	在一期1200万吨/年炼油装置的基础上，新建1000万吨/年炼油、100万吨/年乙烯装置	中海油惠州炼化二期项目属于原基础扩建，已于2017年9月底正式建成投产，2017年10月2日，试车成功，中海油惠州石化有限公司原油一次加工能力达到2200万吨/年。	项目占地面积4.4平方公里	广东省大亚湾开发区

资料来源：卓创资讯，中国润滑油网，炼油化工动态，中国拟在建项目网，各项目环评报告，中银证券

图表 36. 油价对民营炼化净利润影响



资料来源：各公司公告，中银证券

化工品布局特色

盛虹炼化主要产品及特色

根据盛虹炼化环评公告，最终炼化产品中几乎没有传统低端聚乙烯产品，除了主要配置乙二醇作为下游长丝的原材料以外，其他主要产品包括 EVA 及配套醋酸乙烯、苯乙烯、丙烯腈、MMA、丙烯酸丁酯、高分子吸水树脂等与斯尔邦产品关联度较大的高附加值产品。建成后，盛虹炼化及斯尔邦将发挥协同作用，共同形成少有的 C2 及 C3 产品丰富的石化基地。

图表 37. 盛虹炼化一体化项目产品列表

产品	数量 (万吨/年)	特点
丁二烯	15.21	
乙二醇	63+90	聚酯长丝上游原材料，产业链延伸自用
苯乙烯	63.47	集中度高，开工率高，快速扩张期
乙烯	12	
丙烯	4.20	
环氧乙烷	15	
EVA	30	
丙烯腈	27.04	
甲基丙烯酸甲酯	8.67	与斯尔邦 MTO 产品协作配套
丙烯酸丁酯	18	
高分子吸水树脂	24	
醋酸乙烯	22.55	
苯	20.74	
对二甲苯	280	PTA 上游原材料，产业链延伸自用
液氨	16.82	炼厂副产品
硫磺	43.35	
甲醇	96.91	斯尔邦 MTO 原材料自用
苯酚/丙酮	20/40	新增产品线
环氧丙烷/苯乙烯 (POSM)	20/4	新增产品线
聚醚多元醇	11.25	新增产品线
聚合物多元醇	2.5	新增产品线

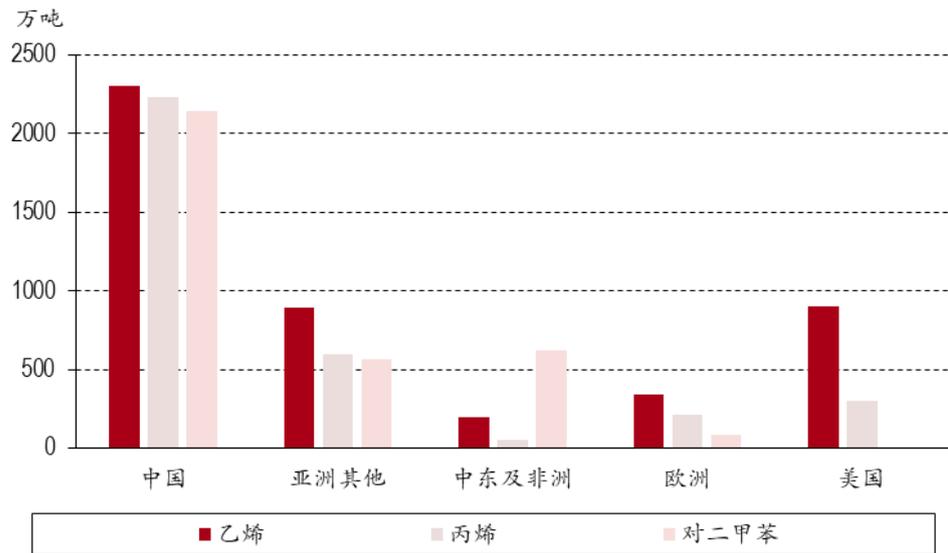
资料来源：盛虹炼化一体化项目环评报告，中银证券

中国乙烯及其下游市场

“十四五”期间石油化工行业的发展要点主要集中于整合炼油产能、优化烯烃产能和提高对二甲苯(PX)进口替代能力上。未来五年全球乙烯、丙烯及PX的新增产能主要集中在中国,乙烯新增中中国占全球接近一半,而丙烯和PX的新增产能中中国的占比分别达到了66%和63%。

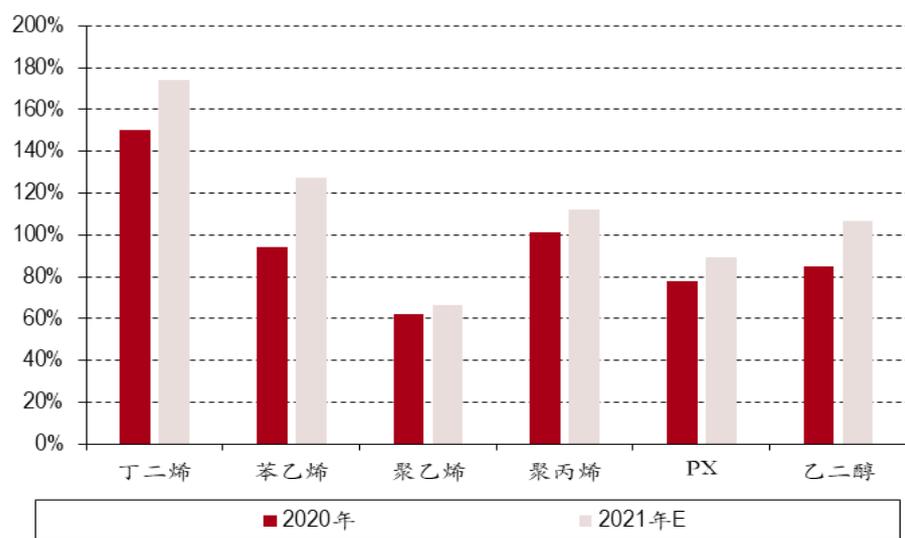
目前国内部分聚乙烯产品、PX、乙二醇及苯乙烯依然存在供需缺口,需要通过进口才能满足国内消费。其中聚乙烯的进口依赖度依然较高。而乙二醇虽然产能/消费比不低,但2020年实际上平均进口依存度依然达到53.8%。主要是因为进口乙二醇生产成本偏低,而在低油价水平下国内煤制乙二醇失去竞争优势,2020年开工率处于低位。

图表 38. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

图表 39. 石化产品产能/消费满足率对比



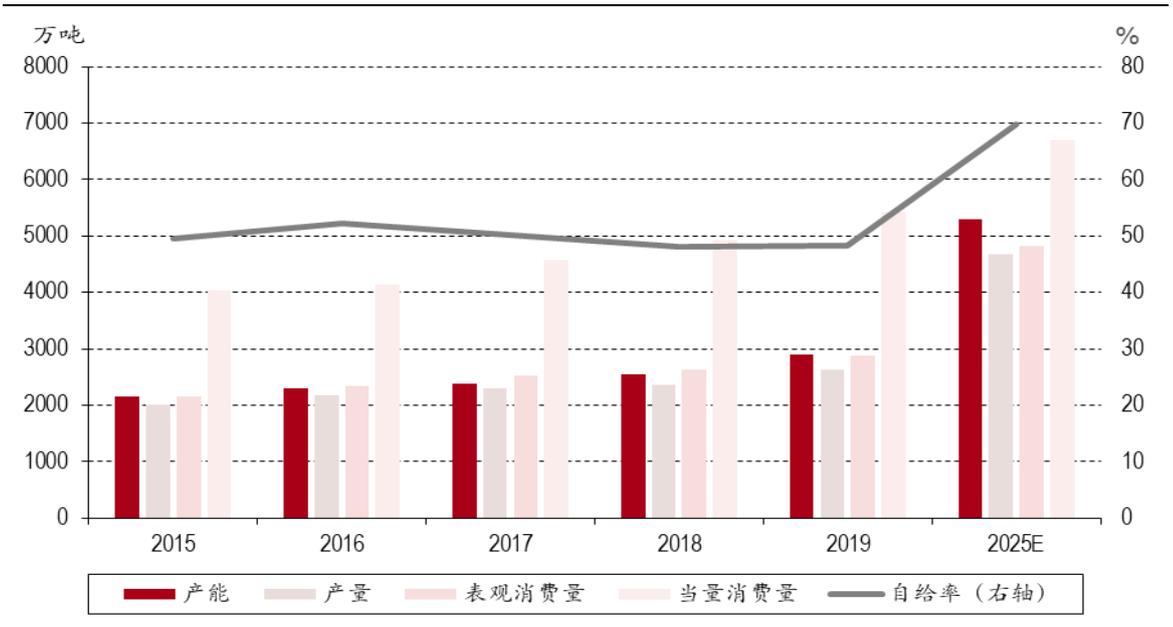
资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

根据中国石油和化学工业联合会分析，2020年世界乙烯产能达到1.95亿吨/年，需求1.67亿吨/年；而2025年预计世界乙烯能力将达到2.36亿吨/年，需求2.03亿吨/年。2020-2025年乙烯生产和需求的增速均为4%左右。中国乙烯行业已经连续多年产量全球第二，当量消费全球第一。

乙烯作为中间产物，目前下游最主要的产品依然是聚乙烯，其次乙二醇、环氧乙烷和苯乙烯均占据一定的需求份额。而其中国内缺口较大的仍然是聚乙烯和乙二醇。

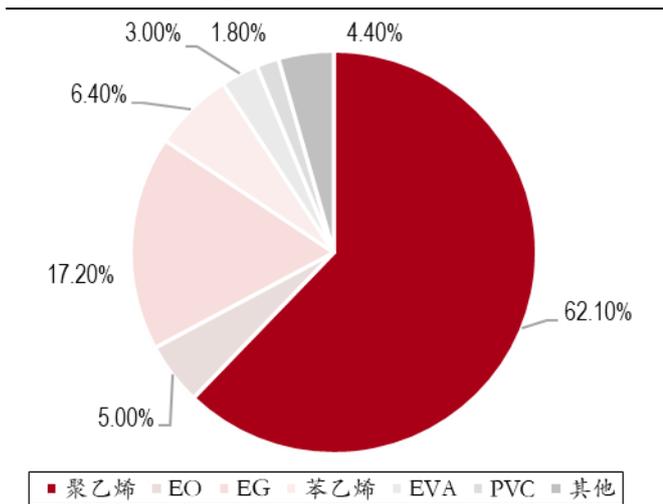
未来国内乙烯市场仍然存在较大的空间，即使大量新产能投放，到2025年预计自给率仍然只能达到70%左右。产品结构可能存在分化，预计到2025年，丙烯及对二甲苯的主要新增产能来自中国，但美国及亚洲其他国家依然有相对较多的乙烯产能投产。烯烃市场整体来看依然存在较大的缺口，未来除了进口替代的需求之外，民营大炼化新产能项目平均生产成本比传统炼厂低20%-40%，因此抢占出口市场也可能是未来的新增空间之一。美国柏克德石化公司根据中东炼厂情况进行估算，对于尼尔森系数复杂的大炼化装置，组成包括炼油、PX、聚乙烯和聚丙烯的投资回收期仅3.9年，而传统炼油厂投资回收期需要5年。

图表 40. 国内乙烯供需情况及预测



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 41. 国内乙烯消费结构



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 42. 国内乙烯及下游产品产能增长情况



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

聚乙烯作为乙烯聚合物，通常是一类高分子聚合物的统称，目前斯尔邦的主要产品之一 EVA 也是聚乙烯的一种。中国低端聚乙烯产品供应并不缺乏，而真正需要进口的是技术壁垒比较高的国内目前并不成熟的高端聚乙烯产品。

从公司的产品结构可以看出，盛虹的目标其一是产出差异化的、高技术含量的、高附加值的、更为精细化的产品，其二是为全产业链从上至下进行配套生产。

PO/SM 项目投资

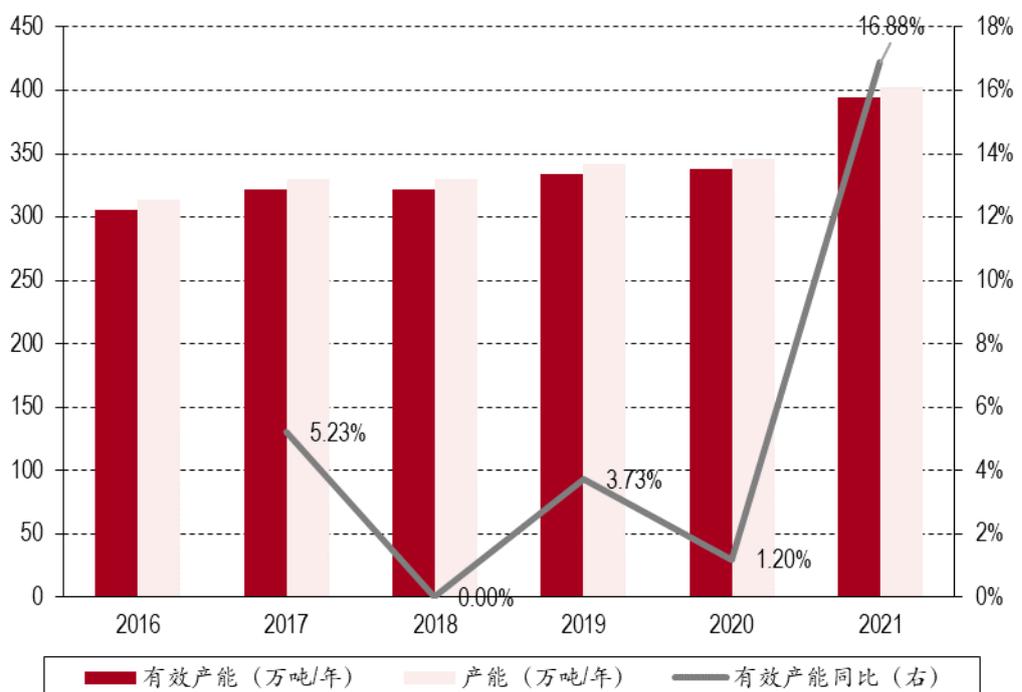
2021年5月15日，公司公告表示为充分发挥炼化产业链规模化、一体化的平台作用，进一步丰富炼化产品结构，提高产品附加值，提升公司综合竞争实力，预计将投资人民币60.34亿元建设 POSM 及多元醇项目，建设期为3年。

本项目由公司二级控股子公司盛虹炼化（连云港）有限公司旗下江苏虹威化工（100%控股）有限公司负责实施。项目位于规划的江苏省连云港市徐圩新区化工产业园盛虹化工新材料项目内，总占地面积约22.39公顷。目前尚处于前期报批阶段。

项目作为在原有炼化一体化产品建设之后的新增配套项目，产品范围包括乙苯（EB）50.8万吨/年、环氧丙烷/苯乙烯（POSM）20/45万吨/年、聚醚多元醇（PPG）11.25万吨/年和聚合物多元醇（POP）2.5万吨/年等工艺装置、配套公用工程及生产辅助设施。

新增项目同样遵循公司产品结构的一贯风格，在原有原材料基础上进一步加工，丰富了原有的芳烃以及减水剂产业链的产品。

图表 43. 中国 PO 环氧丙烷历史产能



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 44. 中国 PO 工厂产能

序号	省份	企业名称	产能	单位
1	广东	中海壳牌石油化工有限公司	58	万吨
2	山东	无棣鑫岳化工集团有限公司	39	万吨
3	山东	山东三岳化工有限公司	32	万吨
4	吉林	吉神化学工业股份有限公司	30	万吨
5	浙江	宁波镇海炼化利安德化学有限公司	28.5	万吨
6	山东	滨化集团股份有限公司	28	万吨
7	山东	万华化学(烟台)石化有限公司	24	万吨
8	江苏	南京金陵亨斯迈新材料有限责任公司	24	万吨
9	福建	中化泉州石化有限公司	20	万吨
10	江苏	南京金浦锦湖化工有限公司	18	万吨
11	山东	山东金岭集团有限公司	16	万吨
12	天津	天津大沽化工股份有限公司	15	万吨
13	辽宁	航锦科技股份有限公司	12	万吨
14	江苏	红宝丽集团泰兴化学有限公司	12	万吨
15	山东	山东大泽化工有限公司	10	万吨
16	湖南	中国石油化工股份有限公司长岭分公司	10	万吨
17	山东	东营华泰化工集团有限公司	8	万吨
18	山东	山东石大胜华化工集团股份有限公司	7	万吨
19	山东	山东中海精细化工有限公司	6.2	万吨
20	福建	福建湄洲湾氯碱工业有限公司	5	万吨
21	合计产能		402.7	万吨

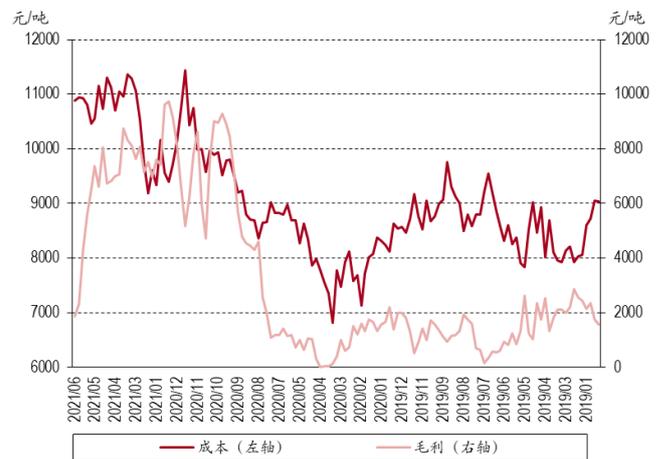
资料来源：金联创，中银证券

图表 45. 中国 PO 开工率



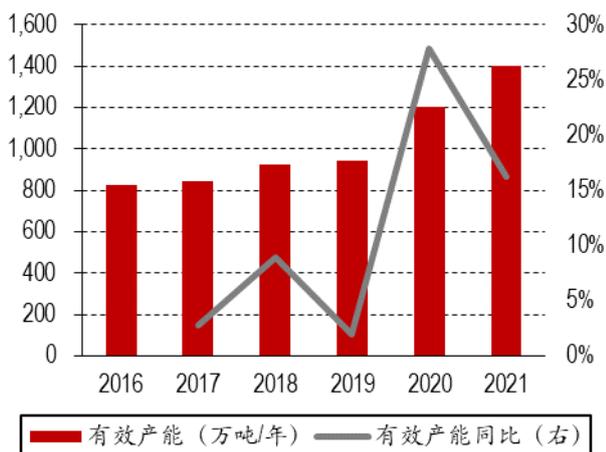
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 46. 行业平均 PO 成本及毛利



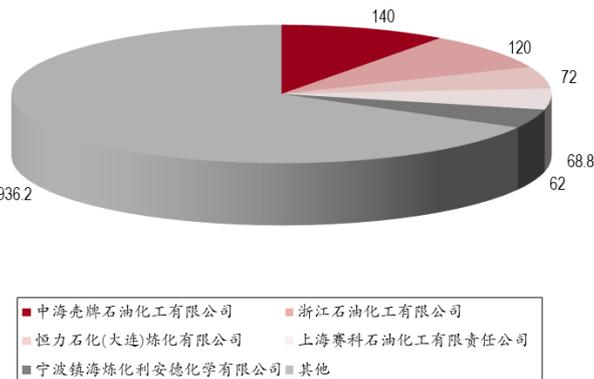
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 47. 中国 SM 苯乙烯历史产能



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 48. 中国 SM 苯乙烯工厂产能集中度 (单位: 万吨)

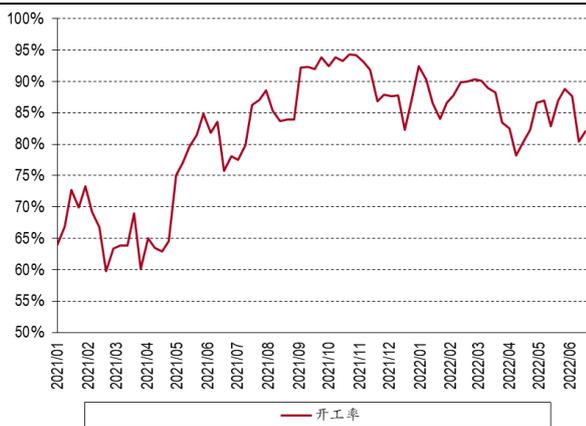


资料来源: 百川盈孚, 中银证券

国内环氧丙烷 PO 开工率持续保持在较高水平, 除了 2020 年上半年受疫情影响严重以外, 其他时间都维持在 80% 以上, 而进入 2021 年后更是开工率持续增加, 甚至达到接近满负荷。

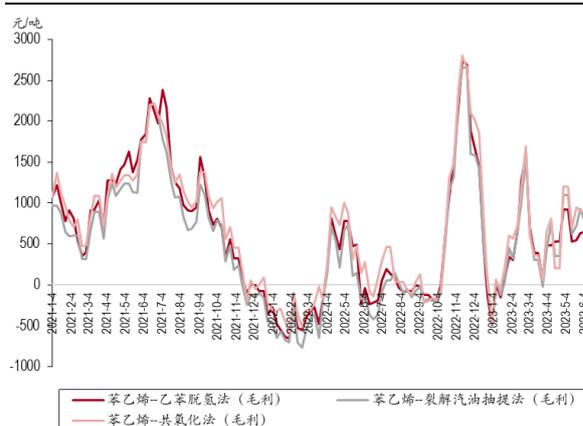
苯乙烯 SM 2020 年国内总产能为 1399 万吨, 前五大生产商产能之和占国内总产能的 33.08%。苯乙烯开工率同样维持在较高水平, 三种不同路线的毛利基本保持一致, 目前盈利情况也比较丰厚。

图表 49. 中国 SM 开工率



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 50. SM 不同路线毛利



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

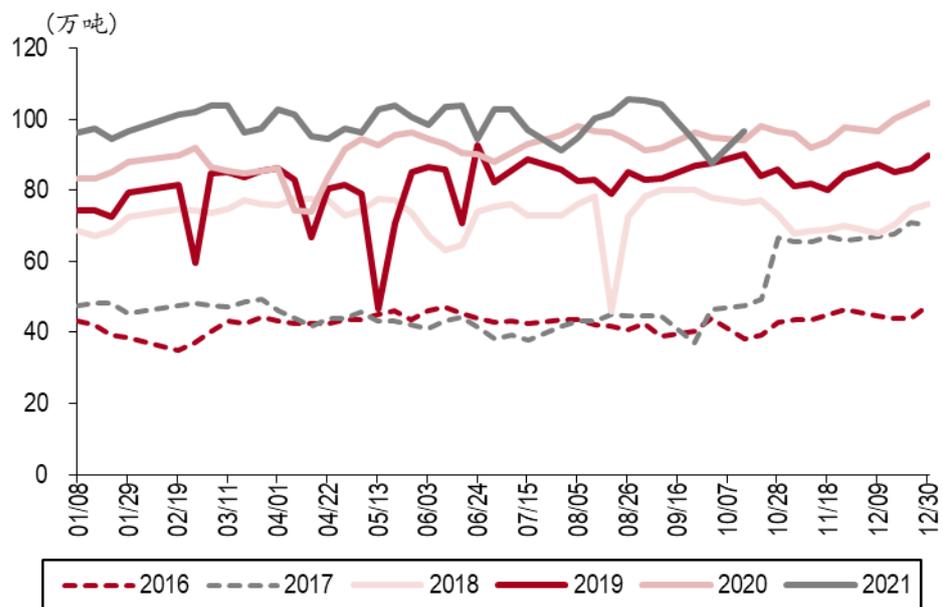
聚酯产业链完善，保持差异化产品优势

PTA 供需格局改善

随着 2021 年一季度公司新产能投放，目前共拥有 PTA 产能 390 万吨/年，其中 240 万吨/年产能为新技术，能耗、醋酸等用量成本相对较低。公司聚酯长丝需要 PTA 理论产能约 197 万吨/年，因此 PTA 产能已经能够完全自足，不需外采，同时仍将有一定量的 PTA 外售。

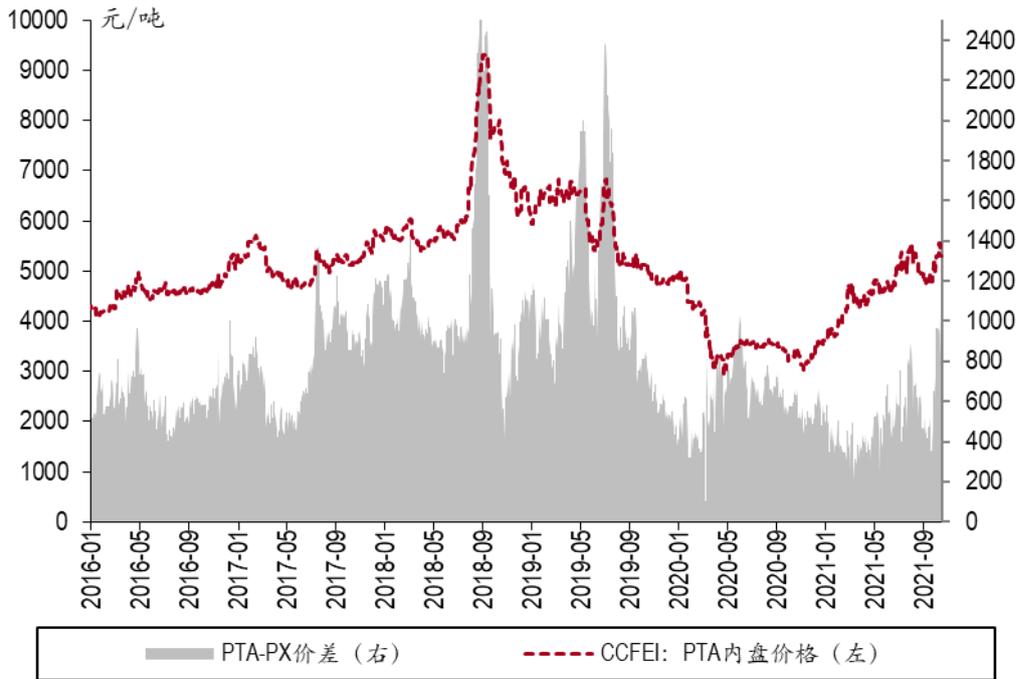
PTA 自 2017 年年底以来，产量逐年增加。2020-2021 年更是扩产高峰，PTA 在 2020 年大幅累库，即使期货交割库作为蓄水池作用已经以期货仓单的形式帮助储蓄了最多高达 200 万吨的库存（2021 年一季度），但 PTA 的社会库存较 2020 年初依然将近翻了一倍。在供过于求的压力下，PTA 加工价差从 2020 年下半年开始走弱，在 2021 年一季度达到了历史最低水平。受此影响，一些老旧小规模装置开始陆续停产，2021 年上半年虽然有新增产能投放，但从二季度开始，2021 年 PTA 产量较 2020 年没有大幅显著增长，供需格局有所改善。另外 PTA 价格在随油价持续上涨而上涨的过程中，亏损压力也得到一定的缓解。

图表 51. PTA 周度产量变化



资料来源：万得，中银证券

图表 52. PTA 价差变化



资料来源：万得，中银证券

注：价差按照公式：“PTA-0.655PX*汇率*税率”计算，未考虑醋酸及运费成本

由于 PTA 新投产能的技术新、规模大、能耗低，成本上相比老旧装置有显著优势，因此未来落后产能的淘汰和退出将持续成为市场主要的关注点。PTA 装置开停车调整负荷相对 PX 比较灵活，且每年的检修也是必要的。2021 年一季度在 PTA 加工价差维持在 400 元/吨以下时，不仅部分老旧偏小的装置已经停车，主流工厂的负荷也有所下降。

根据 CCF 统计，目前主流技术的现金流成本大约在 450-550 元/吨，比较早期技术的老旧装置成本可能高于 700 元/吨，而最新技术的现金流成本仅 300 元/吨左右。因此随着持续的供过于求和累库，在较低的加工价差水平下，新装置的成本优势将十分明显。公司虹港石化 PTA240 万吨/年新产能于 2021 年一季度顺利投产，不仅保证了长丝工厂的原料供应，也能够降低 PTA 的成本，增加了 PTA 板块的市场竞争力。

涤纶长丝差异化优势显著

盛虹优势

经过多年的研发和经营，公司在民用涤纶长丝产品迭代上取得了颇多成就，掌握了多项核心技术，诸如超细纤维、记忆纤维、生物基合成高分子纤维、全消光熔体直纺聚酯纤维、阳离子超细纤维等先进技术。不仅在中国境内拥有 168 项核心专利，同时在境外也注册拥有 3 项。

通过自主研发，公司成功开发了世界上第一条“记忆纤维”专业生产线，成为全球最大的全消光系列纤维、“阳涤复合”等系列多组份复合纤维供应商，以及全球最大的超细纤维供应商。

公司全资子公司国望高科（包括其下属子公司盛虹纤维、中鲈科技、港虹纤维、苏震生物）负责经营和管理民用涤纶长丝的研发、生产和销售的相关业务。

图表 53. 主要控股参股公司分析 (2020 年)

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本(亿)	总资本(亿)	净资产(亿)	营业收入(亿)	营业利润(亿)	净利润(亿)
国望高科	子公司	涤纶长丝研发、生产和销售	48.96	209.27	98.49	147.67	6.22	5.59
石化产业	子公司	石化产业投资	135.00	444.26	177.34	115.30	(4.09)	(4.14)

资料来源: 公司 2020 年年报, 中银证券

公司 240 万吨 PTA、再生纤维等差别化功能性长丝二期等项目于 2021 年 3 月开始投产; 民工涤纶长丝 25 万吨产能扩建项目也已处于施工建设阶段。结合盛虹炼化一体化项目的建成并投产, “原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”的一体化产业链将逐步完善并成为经营主轴。可以进一步巩固并增强公司盈利能力与抗风险能力。

图表 54. 主要产品产能

主要产品	设计产能 (截至报告期末已投产) (万吨)	产能利用率情况	在建产能 (截至报告期末) (万吨)	投资建设情况
民用涤纶长丝	230	无闲置产能	25	施工建设阶段
PTA	390	无闲置产能	-	-

资料来源: 公司公告, 中银证券

各子公司项目也于 2020 年分别获得各地方政府有关部门的批复。

图表 55. 各子公司项目批复情况

子公司名称	项目名称	批复单位	是否获得批复
中鲈科技	年产 6 万吨 PET 再生纤维项目	苏州市行政审批局	是
芮邦科技	年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝项目	宿迁市生态环境局	是
芮邦科技	年产 25 万吨再生差别化和功能性加弹涤纶长丝项目	宿迁市生态环境局	是
国望高科	原液着色差别化功能性纤维技术改造项目	苏州市行政审批局	是

资料来源: 公司公告, 中银证券

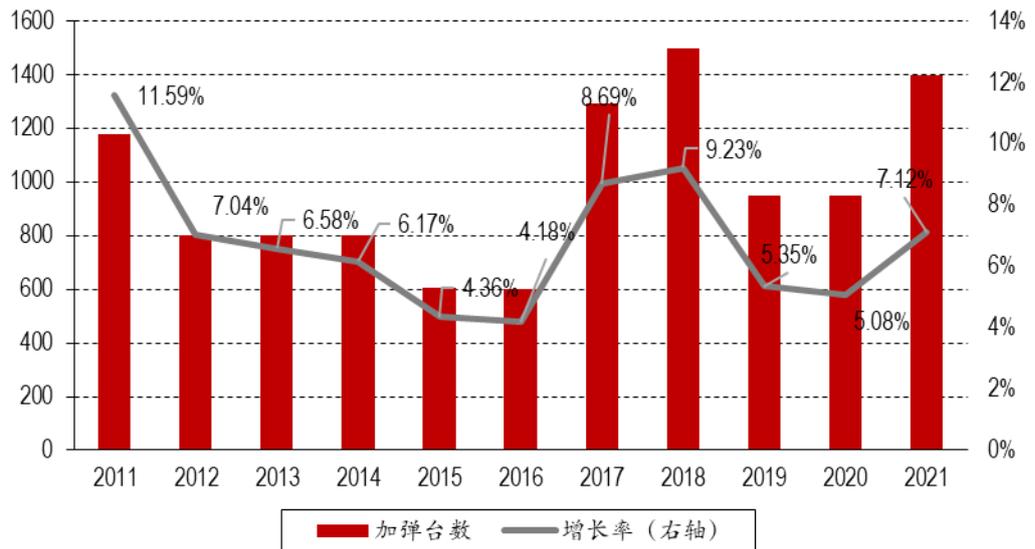
从目前公司的新增在建产能可以看出, 未来在涤纶长丝的领域公司依然坚持差异化和绿色生态的发展方向。主打产品除了差异化及功能性长丝外, 还有大量的再生纤维产品。再生纤维是指以再生聚酯切片(废瓶片、膜片、废丝)等为原料, 经粉碎, 清洗, 分解, 聚合, 造粒, 熔融纺丝加工成绿色环保纤维, 这种聚酯长丝具有可追溯性, 符合全球保护环境和节约资源的新理念, 深受国际一线服装品牌的喜爱, 需求也在不断扩张。

涤纶长丝利润回暖

从分布地上来看, 江苏和浙江是目前国内聚酯的主要生产地, 截至 2020 年底, 产能合计达 4991 万吨, 占比超过国内的 77%。因此华东地区是聚酯产业链上下游的主要集中地。

2018 年-2020 年聚酯产能增速都远超过下游加弹经编的产能增速, 从 2018 年开始聚酯的现金流利润从顶部下滑, 而 2021 年可能有所好转。且随着上游 PTA 及乙二醇的供应增加, 2021 年开始出现了一定程度的利润转移, 涤纶长丝的加工利润当前基本回到了历史偏高水平。

图表 56. 加弹机新增台数



资料来源: CCF, 中银证券

2020 年受到疫情影响, 原材料价格波动较大且高端差异化产品销售承压, 盛虹各长丝产品的毛利率大幅下降。但是从 2019 年的毛利率数据可以看出, 其产能最多最具特色及差异化的 DTY 产品毛利率显著高于同行其他企业。2021 年后随着新增 PTA 产能以及大炼化中配套的乙二醇产能投放, 公司长丝所需原材料能够全部自给, 预计未来长丝的毛利率能够得到进一步提升。

图表 57. 2020 年各公司长丝毛利率

公司名称	POY(%)	FDY(%)	DTY(%)
东方盛虹	1.05	5.63	9.50
桐昆股份	6.29	11.88	10.51
新凤鸣	3.75	10.39	9.09

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 58. 2019 年各公司长丝毛利率

公司名称	POY(%)	FDY(%)	DTY(%)
东方盛虹	6.54	9.45	15.22
桐昆股份	13.58	12.34	11.68
新凤鸣	9.77	11.89	12.43

资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测与估值

斯尔邦整体估值

核心假设:

斯尔邦二期产品将于 2022 年陆续投产，且销售情况保持基本一致。

原材料甲醇及各产品价格将于 2022 年有不同幅度的回落。

销售、管理等费用率保持稳定。

图表 59. 斯尔邦经营预测 (单位: 亿元)

产品	营收				毛利			
	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
丙烯腈	37.61	36.60	71.32	79.25	10.28	4.19	18.18	15.48
MMA	9.88	11.30	18.74	30.66	0.45	(2.53)	(2.94)	(0.55)
EVA	32.10	35.76	79.94	92.53	5.84	8.67	37.76	52.03
EO 及衍生品	19.19	14.66	20.26	25.32	1.48	1.64	1.36	3.52
其他	15.93	7.82	8.99	8.50	1.95	1.05	1.47	2.23
合计	114.70	106.14	199.24	236.25	20.00	13.01	55.83	72.71

资料来源: 公司公告, 中银证券

可比公司

图表 60. 可比公司估值表

公司代码	公司简称	产品产能	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
003022.SZ	联泓新科	聚丙烯 20 万吨 EVA12 万吨 EO 及衍生物 24 万吨	53.72	717.47	0.62	0.87	1.11	24.83	61.40	48.27

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 10 月 18 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

根据对斯尔邦经营情况及产品的行业分析进行预测, 我们预计斯尔邦 2021-2023 年将实现归母净利润 37.7 亿, 49.1 亿及 54.1 亿元人民币。以 2022 年重组进公司考虑, 若进行弹性测算, 给予 20 倍、30 倍、40 倍市盈率, 则将分别对应 981 亿、1472 亿及 1963 亿市值。

现有业务核心假设

目前在建 20 万吨/年产能将于 2022 年投产, 以高端产品 DTY 为主。

宿迁泗阳第二化纤生产基地将于 2023 年陆续投产。

炼化一体化项目将于 2021 年底投产, 并于 2022 年产能逐渐爬坡, 贡献业绩; 盈利能力与可比公司(浙石化及恒力石化) 维持相似水平。

2022 年原油价格及化工品价格回落, 原油价格维持在 40-80 美元/桶范围内波动, 2022 年炼厂毛利率将低于 2021 年及 2023 年。

图表 61. 现有传统业务 PTA-聚酯/热电盈利预测

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PTA						
营业收入	0	42.98	27.59	66.37	100.88	106.19
毛利率(%)	0	(1.27)	4.00	6.00	8.50	6.00
DTY						
营业收入	105.94	111.04	90.42	106.86	116.15	141.15
毛利率(%)	14.34	15.22	9.50	20.50	19.00	18.00
POY						
营业收入	34.00	33.23	24.82	35.40	35.43	38.45
毛利率(%)	11.44	6.53	1.05	12.00	11.00	11.00
FDY						
营业收入	26.18	29.50	22.24	29.03	27.21	31.06
毛利率(%)	15.62	9.46	5.62	14.00	12.50	12.00
热电						
营业收入	2.99	8.77	7.25	10.00	8.6	8.8
毛利率(%)	34.45	40.82	38.48	28.00	35.00	38.00

资料来源: 公司年报, 中银证券预测

图表 62. 炼化一体化项目对应市值弹性测试 (单位: 亿元)

市盈率	净利润		
	悲观净利润	中性净利润	乐观净利润
	82	100	126
10	820	1000	1260
12	984	1200	1512
15	1230	1500	1890

资料来源: 公司年报, 中银证券预测

盈利预测

基于盛虹炼化项目投产及涤纶长丝 PTA 行业景气程度, 不考虑斯尔邦重组, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21.33 亿元, 111.07 亿元, 138.43 亿元, 预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.44 元, 2.30 元, 2.86 元, 对应的 PE 分别为 64, 12 和 9.8。

若考虑斯尔邦 2022 年重组并表, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21.33 亿元, 160.14 亿元, 192.55 亿元, 对应的 PE (考虑股本 2022 年摊薄至 59.46 亿股) 分别为 64, 10 和 9。

公司大炼化项目投产在即, 聚酯业务具备独特优势, 首次覆盖, 给予公司 **增持** 评级。

图表 63. 可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产(元/股)
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601233.SH	桐昆股份	21.81	525.87	1.52	3.70	3.95	14.35	5.89	5.52	10.14
002648.SZ	卫星石化	39.38	677.19	1.52	2.72	3.43	25.91	14.48	11.48	8.73
002493.SZ	荣盛石化	19.32	1956.25	1.14	1.29	1.93	16.95	14.98	10.01	3.79
600346.SH	恒力石化	25.35	1784.41	1.92	2.42	2.77	13.20	10.48	9.15	5.47
000703.SZ	恒逸石化	11.41	418.32	1.08	1.43	1.63	10.56	7.98	7.00	8.50
行业平均							16.19	10.76	8.63	7.33

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 10 月 18 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

炼化一体化项目投产不及预期；

原油价格剧烈波动；

政策风险导致生产受限或需求不及预期；

斯尔邦并购重组失败等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	24,888	22,777	31,647	91,712	98,450
销售成本	(22,003)	(21,553)	(27,839)	(73,716)	(76,678)
经营费用	477	653	799	1,665	2,526
息税折旧前利润	3,361	1,877	4,607	19,660	24,299
折旧及摊销	(1,158)	(1,217)	(1,426)	(2,371)	(3,275)
经营利润(息税前利润)	2,204	660	3,181	17,289	21,024
净利息收入/(费用)	(490)	(384)	(728)	(802)	(587)
其他收益/(损失)	238	237	302	302	302
税前利润	1,906	444	2,666	16,705	20,640
所得税	(294)	(131)	(533)	(3,341)	(4,128)
少数股东权益	(2)	(4)	0	2,257	2,668
净利润	1,614	316	2,133	11,107	13,843
核心净利润	1,615	322	2,133	11,107	13,843
每股收益(人民币)	0.334	0.065	0.441	2.297	2.863
核心每股收益(人民币)	0.334	0.067	0.441	2.297	2.863
每股股息(人民币)	0.083	0.033	0.110	0.574	0.716
收入增长(%)	35	(8)	39	190	7
息税前利润增长(%)	80	(70)	382	443	22
息税折旧前利润增长(%)	68	(44)	145	327	24
每股收益增长(%)	91	(80)	574	421	25
核心每股收益增长(%)	90	(80)	562	421	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,906	444	2,666	16,705	20,640
折旧与摊销	1,158	1,217	1,426	2,371	3,275
净利息费用	524	453	817	886	687
运营资本变动	1,933	1	(3,536)	3,771	(14)
税金	(294)	(131)	(533)	(3,341)	(4,128)
其他经营现金流	(12)	77	3,839	(2,966)	(191)
经营活动产生的现金流	5,215	2,061	4,679	17,427	20,267
购买固定资产净值	7,737	11,970	12,000	7,000	7,000
投资减少/增加	183	96	100	100	100
其他投资现金流	(12,605)	(28,087)	(24,416)	(14,000)	(14,000)
投资活动产生的现金流	(4,684)	(16,020)	(12,316)	(6,900)	(6,900)
净增权益	(403)	(159)	(533)	(2,777)	(3,461)
净增债务	4,922	16,113	8,080	(4,184)	(7,224)
支付股息	403	159	533	2,777	3,461
其他融资现金流	(3,354)	6,273	(4,515)	(3,663)	(4,148)
融资活动产生的现金流	1,568	22,387	3,566	(7,847)	(11,372)
现金变动	2,098	8,428	(4,071)	2,680	1,995
期初现金	2,717	5,312	15,147	11,076	13,757
公司自由现金流	531	(13,959)	(7,637)	10,527	13,367
权益自由现金流	5,976	2,608	1,261	7,229	6,830

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,312	15,147	11,076	13,757	15,752
应收帐款	358	213	578	645	668
库存	2,859	2,729	4,491	7,337	7,408
其他流动资产	378	310	566	617	612
流动资产总计	10,457	20,314	18,649	24,323	26,401
固定资产	16,378	27,541	37,198	40,935	43,793
无形资产	1,431	2,238	3,158	4,054	4,925
其他长期资产	6,080	12,128	6,584	6,604	6,624
长期资产总计	23,889	41,908	46,941	51,593	55,342
总资产	35,042	62,934	66,298	76,621	82,444
应付帐款	4,768	7,838	5,218	8,975	9,046
短期债务	6,115	6,914	14,012	17,675	15,877
其他流动负债	2,407	3,588	3,216	3,377	3,302
流动负债总计	13,290	18,341	22,446	30,027	28,226
长期借款	3,280	18,199	19,269	11,422	5,997
其他长期负债	3,173	3,846	3,600	3,600	3,600
股本	4,835	4,835	4,835	4,835	4,835
储备	6,864	9,546	11,146	19,476	29,859
股东权益	11,699	14,381	15,981	24,311	34,694
少数股东权益	1,284	5,002	5,002	7,260	9,928
总负债及权益	35,042	62,934	66,298	76,621	82,444
每股帐面价值(人民币)	2.42	2.97	3.31	5.03	7.18
每股有形资产(人民币)	2.12	2.51	2.65	4.19	6.16
每股净负债/(现金)(人民币)	0.64	1.86	4.39	2.97	1.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	8.2	14.6	21.4	24.7
息税前利润率(%)	8.9	2.9	10.1	18.9	21.4
税前利润率(%)	7.7	2.0	8.4	18.2	21.0
净利率(%)	6.5	1.4	6.7	12.1	14.1
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	4.7	1.3	3.5	17.8	26.7
净权益负债率(%)	31.5	51.4	105.8	48.6	13.7
速动比率(倍)	0.6	1.0	0.6	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	84.3	430.1	63.8	12.2	9.8
核心业务市盈率(倍)	84.2	422.3	63.8	12.2	9.8
市净率(倍)	11.6	9.5	8.5	5.6	3.9
价格/现金流(倍)	26.1	66.0	29.1	7.8	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.4	77.2	34.1	7.6	5.8
周转率					
存货周转天数	49.3	47.3	47.3	29.3	35.1
应收帐款周转天数	7.3	4.6	4.6	2.4	2.4
应付帐款周转天数	51.4	101.0	75.3	28.2	33.4
回报率					
股息支付率(%)	25.0	50.4	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	14.4	2.4	14.0	55.1	46.9
资产收益率(%)	6.6	0.9	3.9	19.4	21.1
已运用资本收益率(%)	2.2	0.2	1.1	4.8	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 财务数据未考虑斯尔邦并购重组带来的变化

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371