

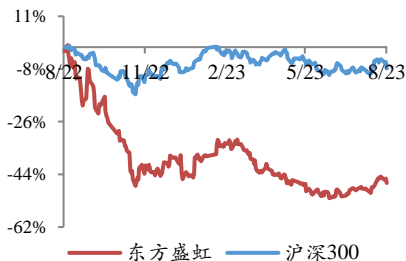
炼化一体化全面投产，需求有望回暖

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-12

收盘价（元）	12.38
近 12 个月最高/最低（元）	23.51/11.16
总股本（百万股）	6,611
流通股本（百万股）	5,497
流通股比例（%）	83.15
总市值（亿元）	818
流通市值（亿元）	681

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 宏观波动导致业绩承压，需求有望触底回暖 2023-04-21

2. 入局锂电材料赛道，布局 POE 加码光伏材料 2022-12-03

3. 炼化投产在即，EVA 景气向上 2022-11-24

主要观点：

● 事件描述

8月10日，东方盛虹发布2023年半年度报告，实现营业收入659.00亿元，同比增长117.91%；实现归母净利润16.80亿元，同比上涨3.21%；实现扣非归母净利润15.60亿元，同比下降2.27%；实现基本每股收益0.25元/股。其中，第二季度实现营业收入363.65亿元，同比上涨120.81%，环比上涨23.13%；实现归母净利润9.63亿元，同比上涨2.09%，环比上涨34.31%；实现扣非归母净利润8.62亿元，同比下降4.94%，环比上涨23.67%。

● 炼化一体化全面投产，需求疲弱和原料成本高位影响全年盈利

Q2业绩环比提升主要因为炼油炼化产能持续爬坡带来利润提升。根据半年报披露，盛虹炼化上半年实现净利润19.30亿元，斯尔邦石化实现净利润1.79亿元，由此推算长丝及PTA板块略微亏损。根据我们对公司的主要产品价差跟踪，Q2成品油保持坚挺、芳烃类（PX、PTA）及EVA等价差改善明显、烯烃类（MEG、EO、丙烯腈）价差环比继续承压、涤纶长丝等产品价差基本持平。由于成本及供需端共同推涨，芳烃链较为强劲，烯烃链则由于下游需求不振盈利收窄明显，目前已来到底部区间，预计三季度补库周期及原油价格回归上行通道将驱动下游需求的修复。

费用方面，2023年二季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.29%/0.49%/1.79%，同比变动0.00/-0.48/-1.22pct。研发费用率0.37%。

● 高端化布局丰富产品矩阵，规模化链条扩大供给能力

2023年公司“1+N”新能源新材料战略全面发力。炼化一体化全年投产后，公司基于炼化一体化原料平台及抢先布局新材料优势，公司进一步规划了EVA、丙烯腈、可降解材料的后续扩产规划，未来新材料总体量将翻三番，持续推动公司利润增长。同时公司拟投资建设20万吨 α -烯烃、30万吨POE、30万吨/年丁辛醇装置、30万吨/年丙烯酸及酯装置、24万吨/年双酚A装置等高端新材料项目，目标实现国产化替代，实现炼化延链强链补链，其中公司将打造特色的POE+EVA光伏粒子双头并进的产业链布局，成为全球之最。

图表 1 东方盛虹在建拟建项目

项目	内容	预期投产时间
聚烯烃弹性体（POE）等高端新材料项目	20万吨/年 α -烯烃装置、30万吨/年POE装置、30万吨/年丁辛醇装置、30万吨/年丙烯酸及酯装置、24万吨/年双酚A装置	2024年12月

湖北海格斯配套原料及磷酸铁、磷酸铁锂新能源材料项目	180万吨/年选矿装置、80万吨/年硫磺制酸装置、40万吨/年湿法磷酸装置、28万吨/年湿法磷酸净化装置、50万吨/年磷酸铁装置、30万吨/年磷酸铁锂装置、10万吨/年水溶肥装置、50万吨/年专用复合肥装置、200万吨/年磷石膏无害化处理装置、100万吨/年路基材料装置、100万吨/年水泥缓凝剂装置、2万吨/年无水氟化氢装置	2024年12月
240万吨/年精对苯二甲酸(PTA)三期项目	240万吨/年精对苯二甲酸(PTA)生产装置	2024年11月
连云港虹科新材料有限公司可降解材料项目(一期)工程	34万吨/年顺酐装置, 30万吨/年BDO装置和18万吨/年PBAT装置	2025年3月
年产100万吨智能化功能性纤维项目	年产100万吨智能化功能性纤维, 主要包括涤纶长丝POY(预取向丝)生产线42条、FDY(全拉伸丝)生产线6条	2026年4月
二期年产25万吨再生差别化和功能性涤纶长丝、加弹涤纶长丝项目	年产25万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套108台加弹机	2024年1月
二期年产50万吨超仿真功能性纤维项目	年产50万吨超仿真功能性纤维项目, 生产涤纶长丝POY(预取向丝)、FDY(全拉伸丝)	2024年1月
江苏虹威化工有限公司 POSM 及多元醇项目	乙苯装置规模: 50.8万吨/年, POSM 装置规模: 20/45万吨/年, PPG 装置规模: 11.25万吨/年, POP 装置规模: 2.5万吨/年	2024年5月

资料来源: 公司公告、华安化工研究所

● 投资建议

我们看好公司基于全种类原料平台优势, 通过资本开支扩大规模优势, 实现强者恒强, 同时积极开拓下游新材料, 提高产品的差异化和附加值。由于原油价格波动高于预期以及宏观经济趋势变化, 我们对2023-2025年盈利预测作出修正, 预计公司2023年、2024年和2025年归母净利润分别为65.13亿元、73.58亿元和114.86亿元(2023-2025年原值为91.81亿元、109.27亿元及126.79亿元), EPS分别为0.99元、1.11元和1.74元, 对应当前股价PE分别为12.92/11.44/7.33, 维持“买入”评级。

● 风险提示

原油和煤炭价格大幅波动;
项目建设不及预期;

不可抗力；
宏观经济下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	63822	145881	172180	214816
收入同比 (%)	21.1%	128.6%	18.0%	24.8%
归属母公司净利润	548	6513	7358	11486
净利润同比 (%)	-88.0%	1088.2%	13.0%	56.1%
毛利率 (%)	7.7%	10.5%	10.3%	10.9%
ROE (%)	1.5%	15.5%	14.8%	18.9%
每股收益 (元)	0.09	0.99	1.11	1.74
P/E	144.89	12.92	11.44	7.33
P/B	2.41	2.00	1.70	1.38
EV/EBITDA	41.79	9.32	8.10	7.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	33586	66634	84698	107781	营业收入	63822	145881	172180	214816
现金	12244	35096	44906	54404	营业成本	58930	130605	154408	191332
应收账款	695	1504	1795	2264	营业税金及附加	702	937	1228	1759
其他应收款	820	770	1142	1772	销售费用	217	492	558	717
预付账款	409	1927	1982	2202	管理费用	652	1623	1931	2331
存货	17533	24458	32071	44166	财务费用	1955	5119	6281	7646
其他流动资产	1886	2878	2803	2973	资产减值损失	-1001	-114	-151	-88
非流动资产	132926	169191	202752	227576	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	111	129	148	150	投资净收益	-30	154	9	46
固定资产	39954	57237	73192	88107	营业利润	416	6865	7274	10807
无形资产	4182	5576	6689	7900	营业外收入	60	46	53	53
其他非流动资产	88679	106249	122724	131419	营业外支出	30	19	20	23
资产总计	166512	235825	287451	335357	利润总额	447	6892	7307	10837
流动负债	54409	93257	113517	131050	所得税	-96	443	21	-535
短期借款	26155	34624	43093	53577	净利润	543	6449	7286	11372
应付账款	13169	28852	37724	43923	少数股东损益	-5	-64	-73	-114
其他流动负债	15085	29781	32701	33550	归属母公司净利润	548	6513	7358	11486
非流动负债	76405	100588	124453	143779	EBITDA	4347	19871	25762	30409
长期借款	66235	87777	109318	128300	EPS (元)	0.09	0.99	1.11	1.74
其他非流动负债	10170	12811	15135	15479					
负债合计	130814	193845	237970	274829					
少数股东权益	-3	-68	-141	-254					
股本	9600	9600	9600	9600					
资本公积	18210	18210	18210	18210					
留存收益	7891	14238	21812	32973					
归属母公司股东权益	35701	42048	49621	60782					
负债和股东权益	166512	235825	287451	335357					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1391	43957	29250	26765	成长能力				
净利润	548	6513	7358	11486	营业收入	21.1%	128.6%	18.0%	24.8%
折旧摊销	2427	8784	13077	13424	营业利润	-93.1%	1551.8%	5.9%	48.6%
财务费用	2114	5312	6807	8266	归属于母公司净利	-88.0%	1088.2%	13.0%	56.1%
投资损失	18	-154	-9	-46	获利能力				
营运资金变动	-3924	23948	2584	-5268	毛利率 (%)	7.7%	10.5%	10.3%	10.9%
其他经营现金流	4679	-17882	4207	15657	净利率 (%)	0.9%	4.5%	4.3%	5.3%
投资活动现金流	-32149	-44830	-46067	-37354	ROE (%)	1.5%	15.5%	14.8%	18.9%
资本支出	-31104	-41563	-47322	-39914	ROIC (%)	1.6%	5.8%	5.8%	6.9%
长期投资	-2079	297	283	348	偿债能力				
其他投资现金流	1034	-3565	973	2213	资产负债率 (%)	78.6%	82.2%	82.8%	82.0%
筹资活动现金流	30989	23725	26626	20086	净负债比率 (%)	366.5%	461.8%	480.9%	454.1%
短期借款	14515	8469	8469	10484	流动比率	0.62	0.71	0.75	0.82
长期借款	13861	21542	21542	18982	速动比率	0.29	0.43	0.45	0.47
普通股增加	665	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	8040	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.62	0.60	0.64
其他筹资现金流	-6092	-6285	-3384	-9380	应收账款周转率	91.89	96.97	95.92	94.87
现金净增加额	325	22852	9810	9497	应付账款周转率	4.47	4.53	4.09	4.36

每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.99	1.11	1.74
每股经营现金流薄)	0.21	6.65	4.42	4.05
每股净资产	5.40	6.36	7.51	9.19

估值比率				
P/E	144.89	12.92	11.44	7.33
P/B	2.41	2.00	1.70	1.38
EV/EBITDA	41.79	9.32	8.10	7.53

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。