

东方盛虹 (000301)

证券研究报告

2021年01月18日

蓄势待发——价值被低估的民营大炼化龙头

公司介绍: 东方盛虹 2018 年借壳东方市场上市, 实控人缪汉根、朱红梅夫妇。公司拥有差别化纤维产能 210 万吨, PTA 产能 150 万吨, 另有 240 万吨 PTA 我们预计 2021 年 Q1 投产, 一期 1600 万吨炼化项目预计 2021 年底前投产。

盛虹炼化积极推进, 预计 2021 年底投产后贡献可观业绩。公司控股的盛虹炼化一期项目总加工能力 1600 万吨。作为典型的化工型炼厂, 化工品收率达到 69%。项目已于 2018 年获批, 2018 年底开工建设。目前融资进展较顺利、施工积极推进, 计划 2021 年底投产。我们估算其投产后年化利润规模将达到 92 亿。

融资逐步到位, 项目建设积极推进

- 1) 银行贷款落地: 2020 年 8 月, 盛虹炼化与几大银行组成的银团在南京市签订了《盛虹炼化(连云港)有限公司炼化一体化项目银团协议》, 确认了 415 亿元的参贷份额。
- 2) 资本金到位: 2020 年 6 月, 公司定增募集资金约 36 亿已经全部到账, 9 月, 江苏省政府基金 30 亿资金到位; 10 月, 苏州政府基金 30 亿到位。

聚酯业务最差时期已过, 后续有望迎来好转

需求端: 2020 年纺织服装需求, 尤其是海外需求受疫情影响明显。预计 2021 年下半年重新进入补库周期。。

供给端: 20、21 年仍有年均 7-8% 的新增产能投放, 此后新增产能相对较少。

聚酯业务特色: 聚焦 DTY 及差异化产品

与同行相比, 公司涤纶长丝毛利率比其他竞争对手要高 2-3 个 pct。主要原因包括: 1) 公司产品结构偏重高毛利率的 DTY 品种; 2) 具体到 DTY 和 FDY 品种, 公司的差异化程度导致其实现价格高于行业平均水平。

盈利预测、投资与评级

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4/12/80 亿, EPS 分别为 0.08/0.25/1.66 元/股。参考同行石化公司, 2022 年平均 PE 在 13X 左右。考虑目前距离公司炼化项目达产仍有一段时间, 按照同行估值 0.9 倍, 即 12 倍 PE, 目标价为 19 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 项目投产不及预期的风险; 2) 下游需求大幅放缓的风险; 3) 油价大幅回调的风险

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	12.62 元
目标价格	19 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,834.86
流通 A 股股本(百万股)	1,731.82
A 股总市值(百万元)	61,015.98
流通 A 股市值(百万元)	21,855.53
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	59.62
一年内最高/最低(元)	14.48/4.34

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
刘子栋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090001	
liuzidong@tfzq.com	

股价走势

资料来源: 贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,440.22	24,887.77	20,271.00	27,766.56	89,591.86
增长率(%)	1558.26	34.96	(18.55)	36.98	222.66
EBITDA(百万元)	2,207.04	3,709.01	2,090.83	3,571.73	15,617.54
净利润(百万元)	846.73	1,613.80	395.21	1,214.90	8,018.50
增长率(%)	270.61	90.59	(75.51)	207.40	560.02
EPS(元/股)	0.18	0.33	0.08	0.25	1.66
市盈率(P/E)	65.49	34.36	140.32	45.65	6.92
市净率(P/B)	4.28	3.96	6.18	5.82	4.19
市销率(P/S)	3.01	2.23	4.75	3.47	1.07
EV/EBITDA	16.95	9.84	50.18	25.47	6.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 资产重组进军涤纶长丝领域，打造一体化产业链	4
1.1. 2018 年重组后，东方盛虹主业为聚酯产业链	4
1.2. 炼化项目积极推进，将成为国内第三大民营炼化巨头	6
2. 大炼化：助力公司扬帆远航，站上新高点	7
2.1. 公司炼化装置及产品结构介绍	7
2.2. 与浙石化、恒力炼化项目比较	8
2.2.1. 二次加工：加氢规模大，重油采用了沸腾床渣油加氢	9
2.2.2. 化工品：同为化工型炼厂，但下游配套各有差异	9
2.2.3. 氢及热电：公司采用了 IGCC 能源效率更高	10
2.3. 融资逐步到位，项目建设积极推进	11
2.4. 炼化项目盈利预测	12
3. 涤纶长丝最差时期已过，后续有望迎来好转	13
3.1. 中长期：供需拐点应在 2021 到来	13
3.2. 短期：多因素推动四季度反弹	14
3.3. 公司聚酯业务特色：聚焦 DTY 及差异化产品	15
4. 盈利假设及估值	16
4.1. 盈利预测假设	16
4.2. 盈利预测及估值	16
风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展情况	4
图 2：东方盛虹重组过程，及重组后股权结构（根据 2020 中报整理）	5
图 3：重大资产重组前，公司毛利构成	6
图 4：重大资产重组后，毛利构成	6
图 5：重大资产重组前后，营收变化（亿元）	6
图 6：重大资产重组前后，归母净利润变化（亿元）	6
图 7：业务布局地图	7
图 8：公司产业布局	7
图 9：公司炼化装置产业链	8
图 10：民营炼化公司化工品收率对比	10
图 11：民营炼化公司成品油收率对比	10
图 12：乙烯下游衍生物产品分布	10
图 13：丙烯下游衍生物产品分布	10
图 14：公司与其他民营炼化公司制氢的不同	11
图 15：盛虹炼化理论股权结构	12
图 16：盛虹炼化、恒力炼化和浙石化单吨加工量利润（元/吨）	12

图 17: 盛虹炼化、恒力炼化和浙石化一期盈利模拟 (亿元)	12
图 18: 涤纶长丝产能 (万吨) 及增速	14
图 19: PTA 产能 (万吨) 及增速	14
图 20: 涤纶长丝价格 (元/吨)	14
图 21: 涤纶长丝价差 (元/吨)	14
图 22: 涤纶长丝平均产销率	15
图 23: 涤纶长丝库存 (天)	15
图 24: 上市公司涤纶长丝毛利率 (%)	15
图 25: 公司涤纶长丝产品结构同行比较	16
图 26: 公司 DTY 价格与同行比较 (元/吨)	16
表 1: 公司一期炼油、芳烃和化工装置明细	7
表 2: 民营大炼化二次加工装置对比	9
表 3: 沸腾床加氢技术与其他技术对比	9
表 4: 盛虹炼化原料、产品价格及盈利预测 (亿元)	12
表 5: 20/21 年涤纶长丝新增产能数据 (万吨)	14
表 6: 公司主要产品盈利预测 (产量: 万吨, 价格/价差: 元/吨, 营收/成本: 万元)	16
表 7: 同行业可比公司估值比较	17

1. 资产重组进军涤纶长丝领域，打造一体化产业链

1.1. 2018 年重组后，东方盛虹主业为聚酯产业链

东方盛虹前身为盛虹科技旗下的子公司国望高科主营差别化化学纤维的研发生产。2018 年，借壳东方市场，更名为“东方盛虹”。

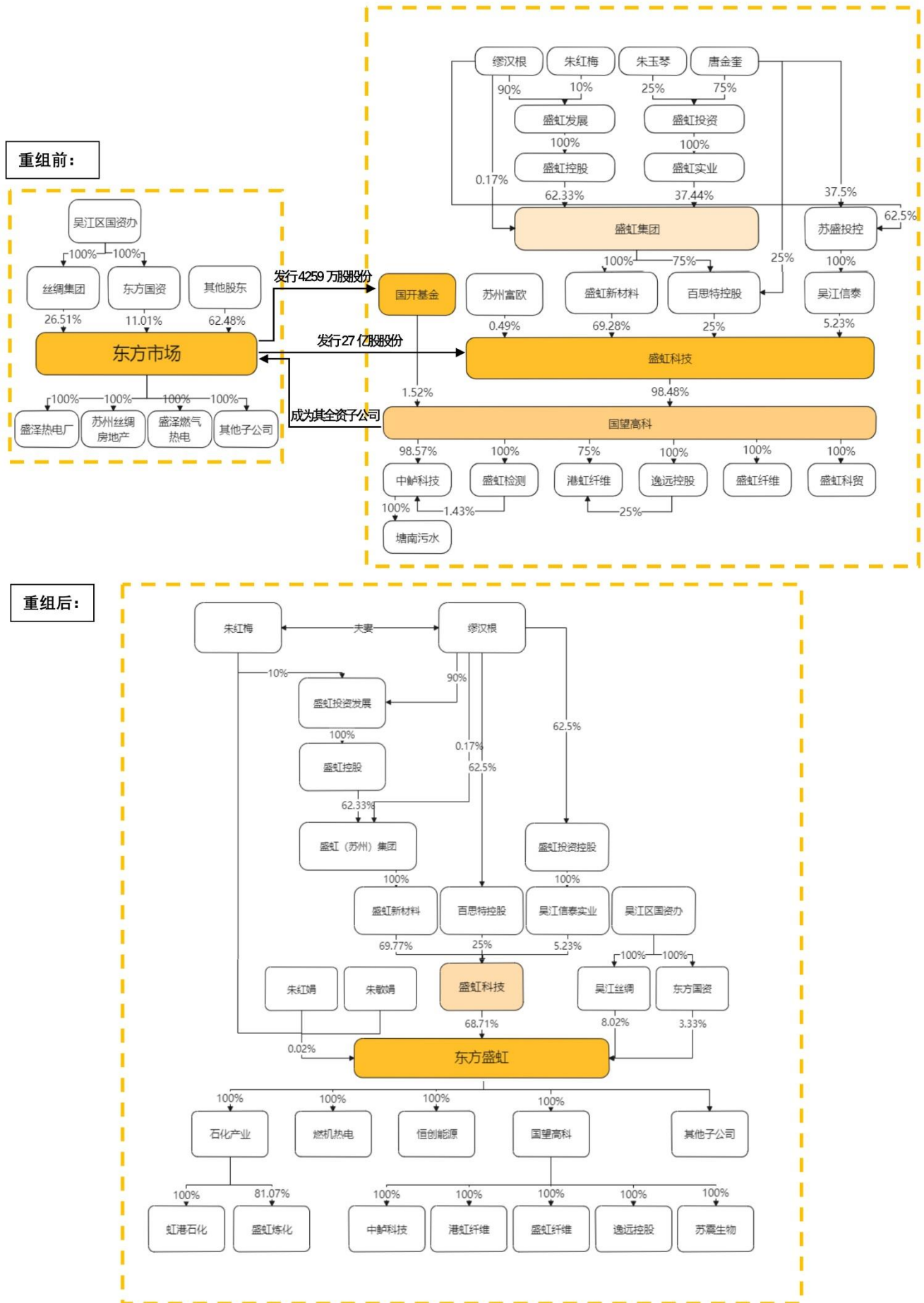
重组后，公司控股股东为盛虹科技，实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇。

图 1：公司发展情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

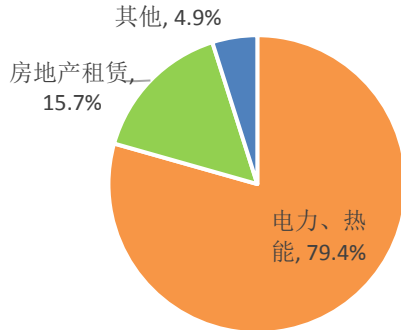
图 2：东方盛虹重组过程，及重组后股权结构（根据 2020 中报整理）



资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：根据 2020 年半年报数据整理

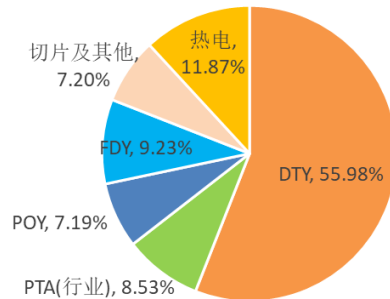
重组后，涤纶长丝成为公司主要盈利来源。2019 年，涤纶长丝、热电业务在公司毛利结构占比分别为 70%、12%。目前公司拥有差别化纤维 210 万吨，PTA 产能 150 万吨，正在建设的 PTA 二期项目 240 万吨我们预计 2020 年 Q1 投产；热电业务，目前拥有 900 吨/小时供热能力，在建 2 台 10 万千瓦级燃机热电联产机组及相应辅助设施。

图 3：重大资产重组前，公司毛利构成



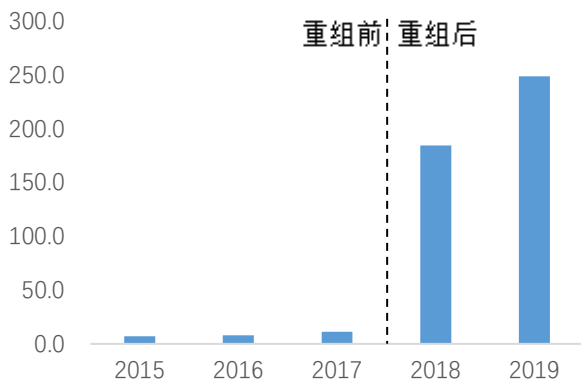
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：重大资产重组后，毛利构成



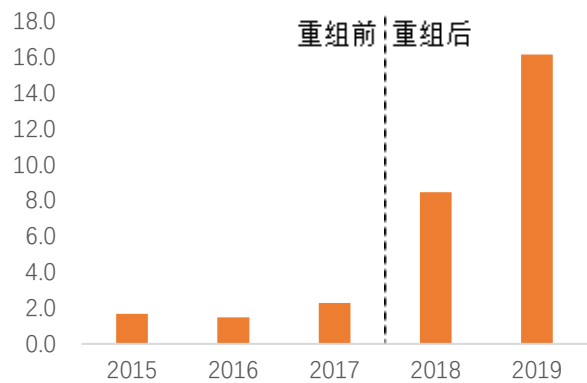
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：重大资产重组前后，营收变化（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：重大资产重组前后，归母净利润变化（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 炼化项目积极推进，将成为国内第三大民营炼化巨头

2019 年，东方盛虹收购盛虹炼化和虹港石化，进一步打造完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链。

公司一期 1600 万吨炼油、280 万吨 PX、110 万吨乙烯的炼化一体化项目于 2018 年 9 月获得江苏省发改委批准，2018 年 12 月正式开工建设。项目总投资预计 677 亿，预计 2021 年底投产。（详见第二部分）

2021 年，公司炼化项目投产后，公司将形成四大业务板块：炼化业务、PTA 业务、化纤业务和热电业务。所有业务均位于江苏省境内。

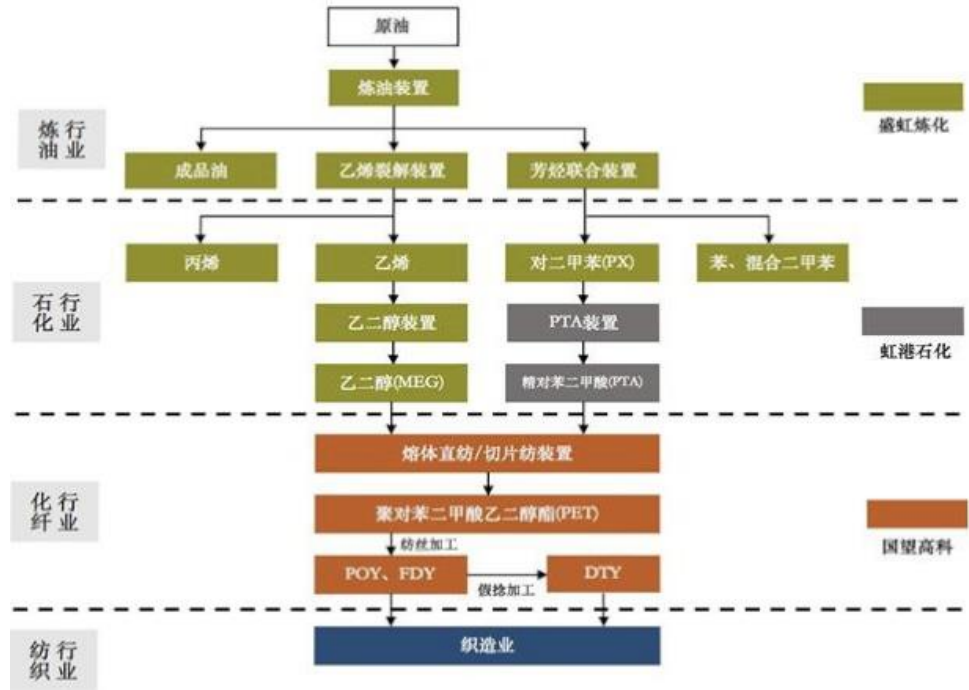
具体来看，盛虹炼化主要负责炼化业务；虹港石化主要负责 PTA 业务，炼化项目投产后将为 PTA 提供原料 PX，两者相距仅 2KM，这两块业务均位于连云港市。公司化纤板块业务主要由国望高科及其下属子公司负责；热电业务由子公司燃机热电负责，化纤和热电业务均位于苏州市。

盛虹炼化一体化项目完全建成后，东方盛虹将形成以聚酯化纤产业为起点，以“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”为新型高端纺织产业链一体化的发展战略，形成从“一滴油”

到“一根丝”的全产业链业务经营模式。

图 7: 业务布局地图

图 8: 公司产业布局



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 大炼化: 助力公司扬帆远航, 站上新高点

2.1. 公司炼化装置及产品结构介绍

公司炼化一期 1600 万吨炼化项目已于 2018 年拿到批文, 2018 年底开工建设。加工原油为沙特轻质油和沙特重质油, 各为 800 万吨。

产品结构, 一期成品油 767 万吨, 汽油、柴油、航煤分别 240、200、150 万吨。化工品包括, 110 万吨乙烯及下游 30 万吨 EVA, 60 万吨 EO/EG, 60 万吨苯乙烯; 丙烯及下游 26 万吨丙烯腈, 9 万吨 MMA, 24 万吨 SAP 等 (根据环评报告)。

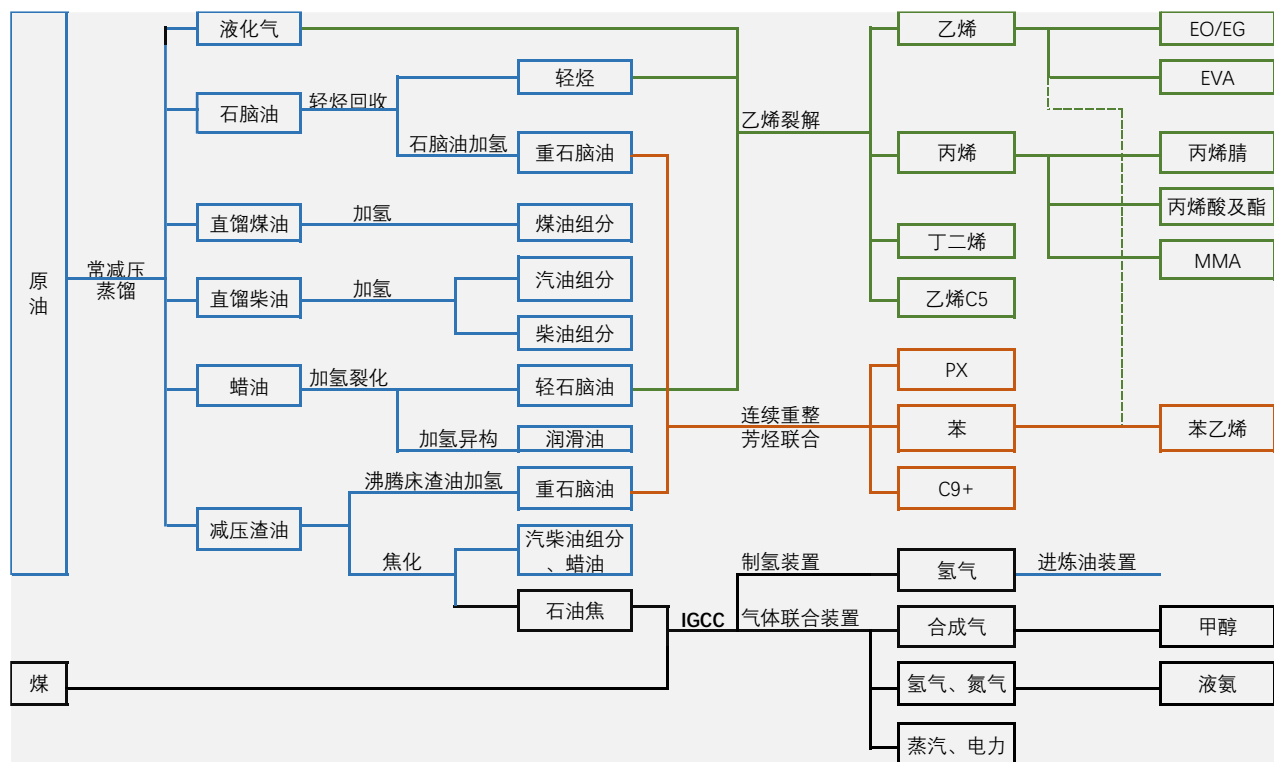
表 1: 公司一期炼油、芳烃和化工装置明细

序号	主项目	工程规模	工艺技术选择	技术来源
1	炼油装置			
1.1	常减压蒸馏	1600	初馏-常压蒸馏-减压蒸馏	国内
1.2	轻烃回收	400	吸收-解吸-再吸收-稳定	国内
1.3	煤油加氢	180	固定床煤油加氢精制	中石化
1.4	焦化装置	200	可灵活调节循环比工艺	中石化
1.5	重油加氢			
1.5.1	1#加氢裂化	350	单段串联一次通过加氢裂化	AXENS
1.5.2	2#加氢裂化	360	两段全循环加氢裂化	AXENS
1.5.3	沸腾床渣油加氢	330	H-OIL	AXENS
1.6	汽柴油加氢	300	固定床柴油加氢	中石化
1.7	烷基化	30	硫酸法烷基化	DUPONT
1.8	PSA	2*17 万+10 万 Nm ³ /h 氢气	重整氢 PSA 装置选用真空再生 VPSA 工艺, 含氢气体 PS 装置选用变压吸附 PSA 工艺	国内
1.9	硫磺回收联合			
1.9.1	硫磺回收	4*15 万吨	部分燃烧法、二级转化 CLAU S 工艺	国内
1.9.2	酸性水气提	160t/h+220t/h	单塔抵押全吹出汽提工艺	国内

1.9.3	溶剂再生单元	800t/h+2*500t/h	常规汽提再生法	国内
2	芳烃联合装置	280		
2.1.1	石脑油加氢	400	先分馏后加氢	AXENS
2.1.2	连续重整	2*320	REGEN C 连续重整工艺	AXENS
2.1.3	芳烃抽提	150	抽提蒸馏工艺	中石化
2.1.4	对二甲苯	280	歧化及烷基转移单元选用中石化的催化剂; 吸附分离单元选用 AXENS 的新工艺, 异构化单元用 AXENS 与 XOM 合作催化剂	AXENS 与中石化
3	化工装置			
3.1	乙烯裂解	110	国内开发的成套乙烯技术	中国寰球公司
3.2	裂解汽油加氢	42	国内开发的裂解汽油加氢	寰球
3.3	芳烃抽提	29	环丁砜液-液抽提	北京金伟晖
3.4	丁二烯抽提	15	CAN 抽提	寰球
3.5	EVA	10 万吨釜式法+20 万吨管式法	高压釜式法 Lupotech 及高压管式法 Lupotech T 工艺	LyondeBasell
3.7	EO/EG	60	氧气法	Shell
3.8	苯乙烯	60	CLASSIC	Lummus/UOP
3.9	丙烯腈	26	丙烯氨氧化	DUPONT
3.10	甲基丙烯酸甲酯	9 万吨(含 18 万吨 SAR)	丙酮腈醇法	vekamaf+chemetics
3.11	丙烯酸及酯	30/18	丙烯两部氧化法	吉林设计院
3.12	SAP	24	水溶聚合法	盛虹集团

资料来源: 环评报告, 天风证券研究所; 注: 公司实际成品油、和化工产品数据跟这可能存在出入

图 9: 公司炼化装置产业链



资料来源: 环评报告, 天风证券研究所

2.2. 与浙石化、恒力炼化项目比较

我们将公司炼化项目与国内两家民营炼化项目——恒力炼化、浙石化一期，以及恒逸文莱炼化进行比较。

2.2.1. 二次加工：加氢规模大，重油采用了沸腾床渣油加氢

盛虹炼化的二次加工装置与另外两家对比，1) 加氢规模亦较大，达到 1920 万吨，超过一次加工规模；2) 重油加工同样包含蜡油加氢裂化、渣油加氢裂化、柴油加氢裂化，有延迟焦化、没有催化裂化。

表 2：民营大炼化二次加工装置对比

主要加氢装置	东方盛虹	恒力炼化	浙石化一期	恒逸文莱
1.重油加氢裂化	1040	1750	1680	440
蜡油加氢裂化	350	370	380	
渣油加氢裂化	330	640	500	220
柴油加氢裂化	360	600	800	220
溶剂脱沥青		140		
2.加氢精制	880	600	670	130
煤油加氢装置	180	200	150	130
汽柴油加氢装置	300		200	
石脑油加氢	400	400	320	
3.催化裂化			420	
4.焦化	200		300	
5.重整	640	960	800	
6.润滑油异构脱蜡		60		
加氢能力合计	1920	2350	2350	570
二次加工装置合计	2760	3370	3870	570

资料来源：环评报告，天风证券研究所；注：恒逸文莱有石脑油加氢装置和重整装置，公开数据未查到

常减压装置副产的渣油，主要成分是沥青、焦炭，附加值较低，另外还包含杂质如氮、硫、金属等。通过渣油加氢，不仅能够除去其中杂质，还能改变碳氢比，使得重油向轻油转化。

公司具备 330 万吨/年的沸腾床加氢装置，沸腾床加氢技术渣油转化率较高，而且其原料适应范围较广，可灵活接受上游不同原油加工残留下来的重油。

表 3：沸腾床加氢技术与其他技术对比

项目	固定床	移动床	沸腾床	悬浮床
原料油	常规渣油	较劣质重油	较劣质的重渣油	劣质重渣油
渣油转化率/%	20~50	<50	50~90	>90
脱硫率	>90	60~90	60~90	60~70
脱氮率	50~70	50~90	30~50	30~40
脱残炭率	70~90	70~85	70~95	80~95
脱金属率	50~70	80~95	60~80	70~90
氢耗/(m ³ ·m ⁻³)	~150	200~250	200~300	200~300
技术难易程度	简单易操作	较复杂	复杂	较复杂
技术成熟性	成熟	基本成熟	较成熟	开发中

资料来源：环评报告，天风证券研究所

2.2.2. 化工品：同为化工型炼厂，但下游配套各有差异

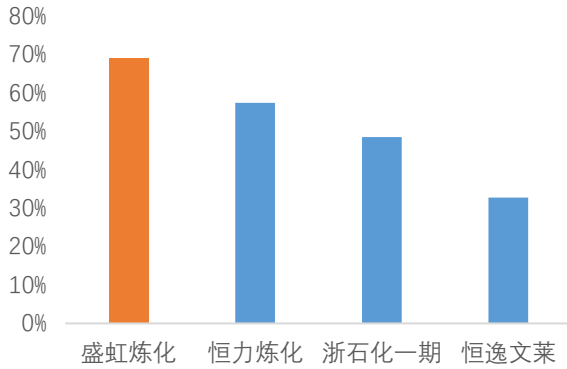
公司一期 1600 万吨炼化项目化工品收率 69%，成品油收率 31%，是典型的化工型炼厂。

盛虹炼化下游化工品中，PX 产能 280 万吨是第一大产品，与其他民营大炼化类似。这主要是为了契合各公司现有的 PTA-聚酯产业链。

在烯烃衍生物中，公司选择产品与恒力、浙石化明显不同。1) 乙烯下游衍生物中，公司

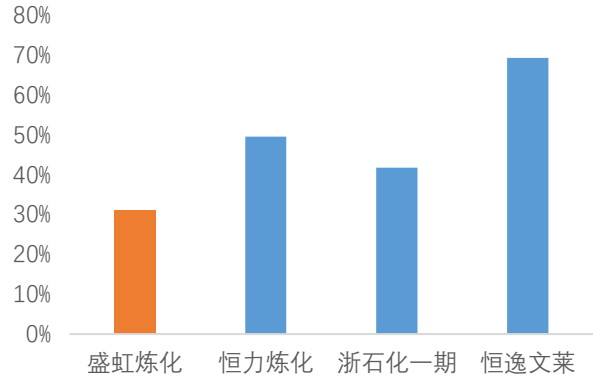
除了配套几家企业共同的苯乙烯和乙二醇外，还配有环氧乙烷和 EVA，这两个产品占比 27%；2) 丙烯下游衍生物中，恒力和浙石化主要选择聚丙烯作为产品，而公司选择的是丙烯酸产业链，配套有 9 万吨甲基丙烯酸甲酯、18 万吨丙烯酸丁酯、和 24 万吨 SAP。(以上根据环评报告)

图 10: 民营炼化公司化工品收率对比



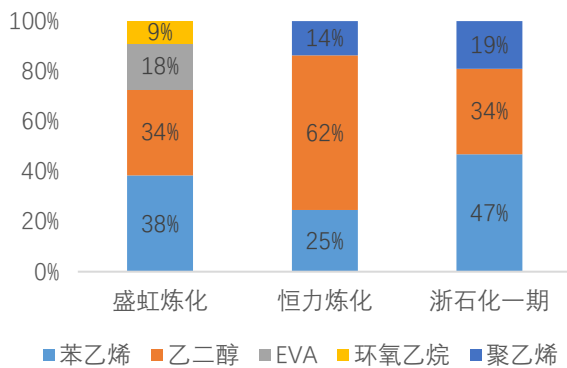
资料来源: 环评报告, 天风证券研究所

图 11: 民营炼化公司成品油收率对比



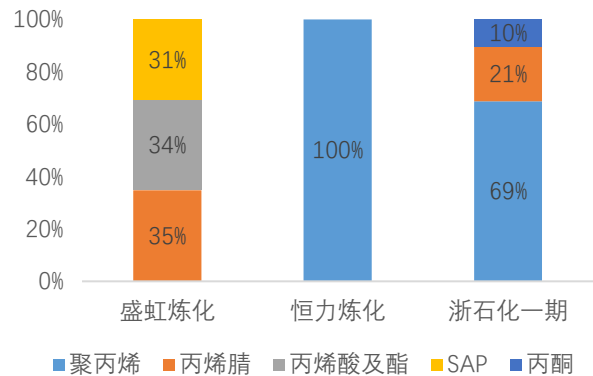
资料来源: 环评报告, 天风证券研究所; 注: 这里成品油没有包含润滑油等

图 12: 乙烯下游衍生物产品分布



资料来源: 环评报告, 天风证券研究所

图 13: 丙烯下游衍生物产品分布



资料来源: 环评报告, 天风证券研究所

2.2.3. 氢及热电: 公司采用了 IGCC 能源效率更高

民营大炼化炼油装置均配备了较大规模的加氢装置。恒力石化加氢总规模 2350 万吨、浙石化加氢总规模 2350 万吨、公司加氢总规模 1920 万吨、恒逸文莱加氢总规模 570 万吨。而炼厂重整、乙烯裂解、PSA 装置自产氢气无法满足需求，因此需要另外新建制氢装置来补充氢气缺口。公司在煤制氢和热电联产方面选择的是 IGCC 装置。

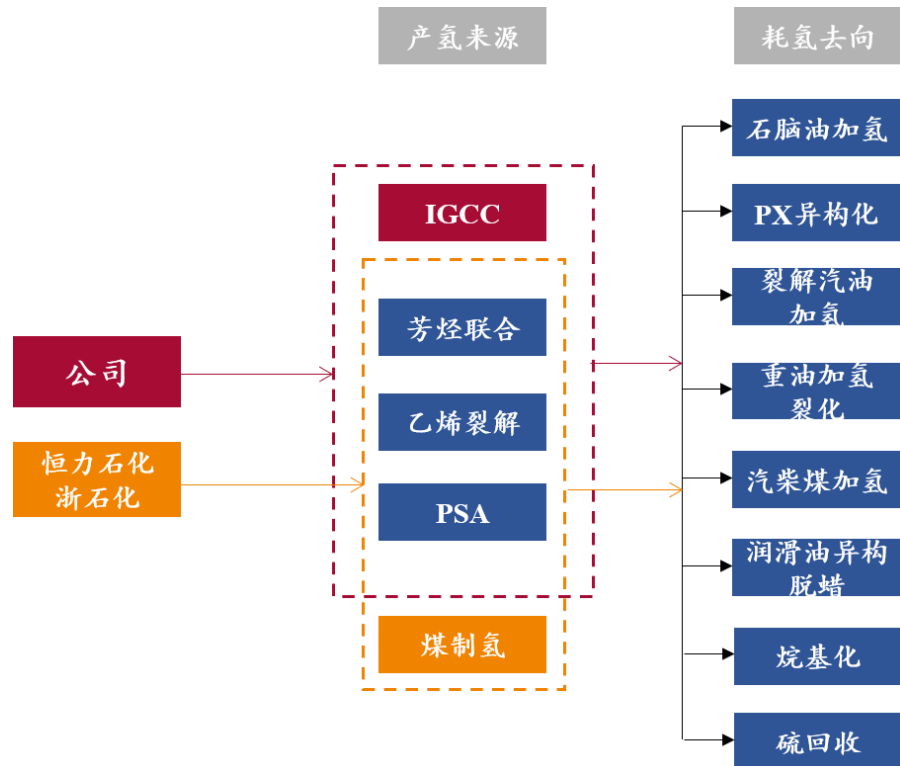
制氢方面与恒力炼化、浙石化路线上没有本质差异。在制氢原料方面，恒力石化由于前端采用全加氢工艺，实际上并没有残留石油焦，所以它的制氢原料全是煤炭。而盛虹和浙石化前端配套有焦化装置，所以会有石油焦产品作为制氢的原料来源，外购部分煤炭。

IGCC 优势主要体现在热电方面的能源效率更高。IGCC 能够充分利用气化环节所产的燃料气和产品气。燃料气供燃气轮机燃烧发电，燃气轮机排气进入余热锅炉加热锅炉给水，产生的过热蒸汽带动蒸汽轮机进行发电，从而实现燃气-蒸汽联合循环发电，并通过联合循环实现能量的高效梯级利用。国际上典型 IGCC 示范电站的供电效率在 38%-43%，国内华能集团天津 IGCC 电站的设计供电效率达到 48%，比常规亚临界燃煤电站效率高 6%-9%。环保方面，IGCC 系统污染物的排放量仅为常规燃煤电站的十分之一。

此外，在合成气利用上面三家有差异，恒力石化选择生产醋酸与 PTA 配套；浙石化是作为

燃料气；公司合成气主要用于生产甲醇，与斯尔邦有协同效应。

图 14：公司与其他民营炼化公司制氢的不同



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 融资逐步到位，项目建设积极推进

盛虹一期 1600 万吨炼化项目，预计总投资 677 亿，资本金 191 亿，剩下来自银行贷款。

2020 年 8 月，盛虹炼化和工商银行苏州分行、国家开发银行江苏省分行、等银行组成的银团在南京市签订了《盛虹炼化(连云港)有限公司炼化一体化项目银团协议》，确认了 415 亿元的参贷份额，即银行贷款已经落地。

资本金主要来自三个渠道：定增、自有资金和政府基金。

1) 定增：2019 年 5 月，董事会通过公司定增预案，2020 年 4 月，定增获得证监会批复，2020 年 6 月，公司定增募集资金约 36 亿已经全部到账，定增资金主要补充盛虹炼化资本金。

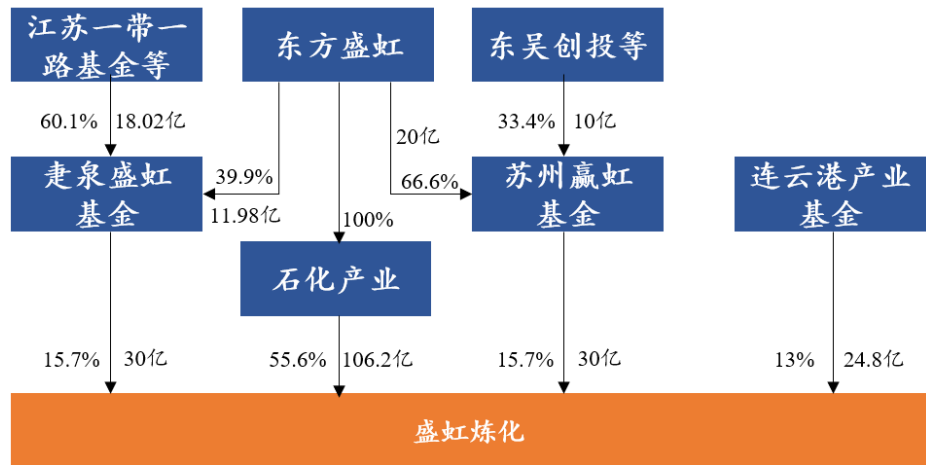
2) 公司将通过石化产业子公司为盛虹炼化注入 106 亿资本金，除定增 36 亿之外，其他 70 亿资金，我们估计主要来自自由现金流

3) 政府基金：2020 年 9 月 2 日，公司与工银投资、一带一路基金分别签订了《关于江苏惠泉盛虹炼化债转股投资基金(有限合伙)财产份额转让协议》，惠泉盛虹基金的认缴出资总额为 30 亿元，公司认缴出资额为 11.98 亿，占比 39.93%；10 月 26 日，公司与盛虹科技签订了《关于苏州市赢虹产业投资基金(有限合伙)财产份额转让协议》。根据转让协议，公司将出资 20 亿元人民币为对价，受让盛虹科技持有的苏州赢虹基金 66.64% 份额。

总的来说，在 191 亿的资本金里，公司直接注入资金是 106 亿，通过惠泉盛虹基金和苏州赢虹基金间接注入了 32 亿，即公司通过直接和间接的方式 72% 的股权。

公司一期 1600 万吨炼化项目目前正在积极推进，预计将于 2021 年底投产。

图 15：盛虹炼化理论股权结构

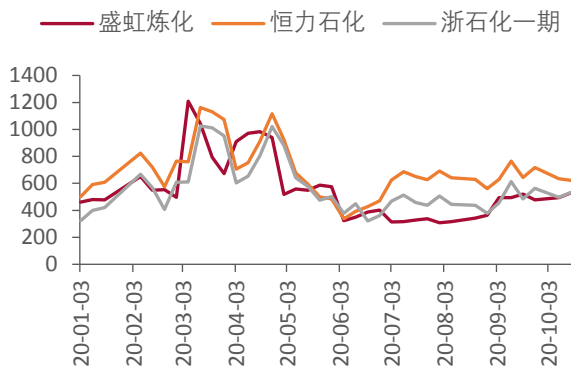


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 炼化项目盈利预测

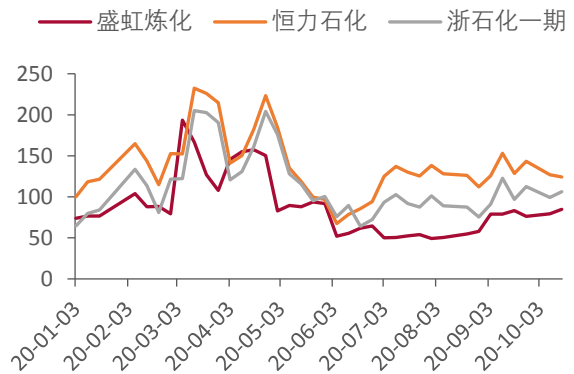
根据盛虹炼化环评报告产品结构，及连云港或临近市场的相关产品及原料价格，估算盛虹炼化项目盈利能力。盛虹炼化模拟年化利润水平在 92 亿（2020 年以来），单吨加工量盈利水平与恒力石化、浙石化接近。

图 16：盛虹炼化、恒力炼化和浙石化单吨加工量利润（元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 17：盛虹炼化、恒力炼化和浙石化一期盈利模拟（亿元）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 4：盛虹炼化原料、产品价格及盈利预测（亿元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020
原料端					
迪拜原油 FOB（美金/桶）	51	42	69	63	41

原料煤（元/吨）	420	467	671	659	568
产品（单位：元/吨）					
汽油 92#国六	5952	5069	7538	6615	5451
汽油 95#国六	6002	5119	7588	6665	5501
煤油	4018	2918	4490	4243	2684
柴油国六	4918	4527	6473	6369	5273
润滑油基础油	6538	6219	6970	5899	5900
乙烯	10352	10334	9673	8584	8438
丙烯	6504	6317	8490	7358	6631
丁二烯	7439	10190	11433	9626	5421
EO	7950	8573	10278	7774	7073
EG	6007	5444	7211	4737	3832
苯乙烯 SM	8528	8522	10720	8258	5677
醋酸乙烯	6050	5670	8060	6719	6700
EVA	12670	12388	12918	13301	11881
丙烯腈	10471	9000	15392	12126	10166
乙腈	7100	7332	14466	19843	23322
甲基丙烯酸甲酯	12239	12475	19532	14468	14380
丙烯酸丁酯	7908	7539	10201	8948	7896
SAP	6664	7056	9546	8724	8226
乙烯 C5	4176	4161	5334	4212	3543
苯	4350	5268	6454	5040	3845
对二甲苯	6297	6325	8431	7177	4675
C9+芳烃	3363	2836	4411	3883	2683
液化石油气	4526	3757	4972	4438	3208
液氨	2350	2158	3257	2966	2607
硫磺	1203	777	1230	832	590
甲醇	2150	2062	3083	2234	1793
盈利预测（单位：亿元）					
营业税金及附加	33	32	35	33	32
加工成本	32	32	32	32	32
折旧费用	51	51	51	51	51
销售费用	8	7	10	8	7
管理费用	15	14	20	17	13
财务费用	35	35	35	35	35
盛虹炼化税后利润	146	141	169	99	92
归母（72%权益）	105	102	122	71	66

资料来源：环评报告，卓创资讯，天风证券研究所

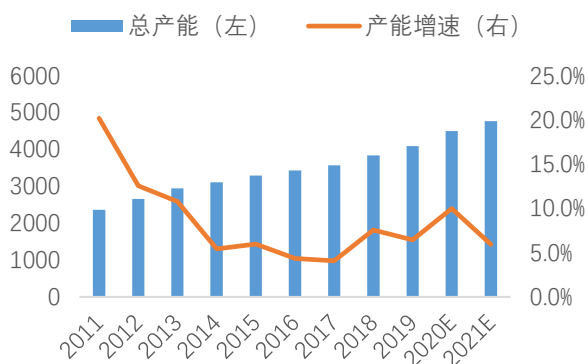
3. 涤纶长丝最差时期已过，后续有望迎来好转

3.1. 中长期：供需拐点应在 2021 到来

需求端：2020 年纺织服装需求，尤其是海外需求受疫情影响明显。预计 2021 年下半年重新进入补库周期。

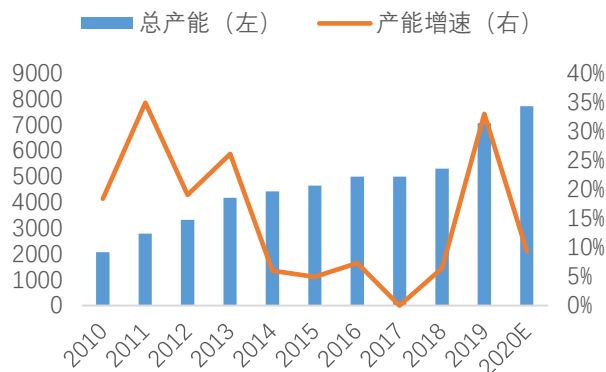
供给端：20、21 年仍有年均 7-8% 的新增产能投放，此后新增产能相对较少。

图 18: 涤纶长丝产能 (万吨) 及增速



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 19: PTA 产能 (万吨) 及增速



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

表 5: 20/21 年涤纶长丝新增产能数据 (万吨)

公司名称	2020E	2021E
恒科	80	45
恒逸	25	25
海宁新材料	75	50
逸鹏	25	25
桐昆	50	80
新凤鸣	64	30
盛虹	50	
无锡华亚	20	
天龙新材料	20	
立新		12
合计	409	267

资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

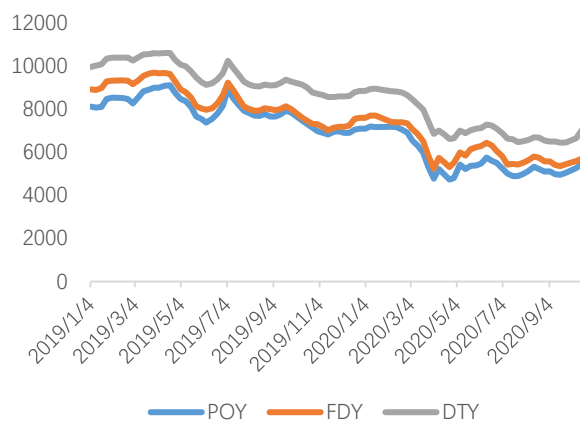
3.2. 短期: 多因素推动四季度反弹

进入十月份, 涤纶长丝及下游坯布去库较为明显。涤纶长丝盈利从底部快速回升。

近期聚酯全产业链景气明显好转, 主要原因: 1) 拉尼娜导致 2020/2021 年寒冬, 下游大量布局冬季面料; 2) 印度纺织订单转移国内, 加快消化下游库存; 3) 房地产竣工面积增长, 软装需求提升 (详见报告《涤纶长丝多因素短期拉涨, 明年或是供需拐点》)。

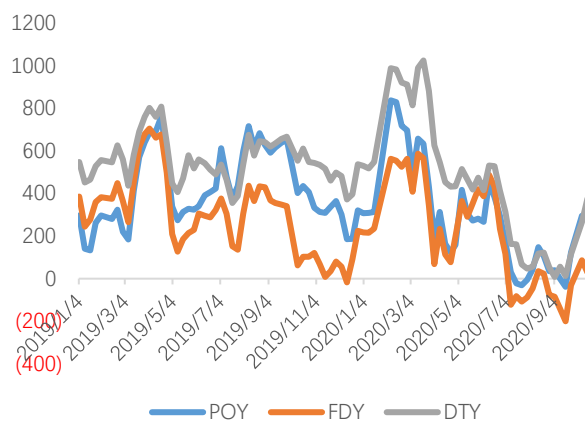
图 20: 涤纶长丝价格 (元/吨)

图 21: 涤纶长丝价差 (元/吨)



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 22：涤纶长丝平均产销率

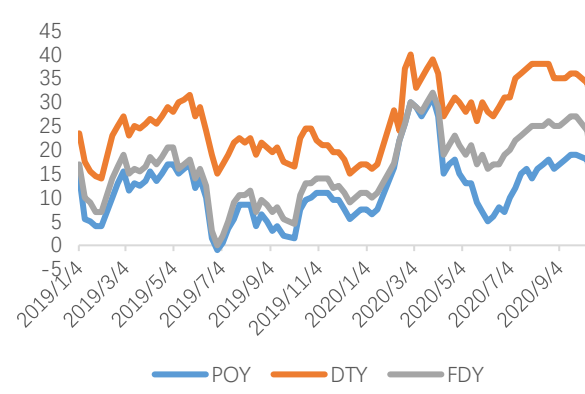


资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 23：涤纶长丝库存(天)



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所



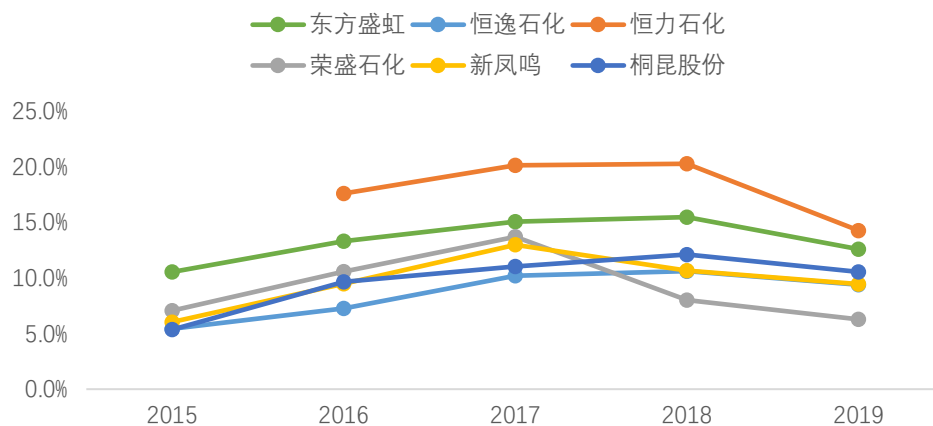
资料来源：中纤网，天风证券研究所

3.3. 公司聚酯业务特色：聚焦 DTY 及差异化产品

公司涤纶长丝毛利率处在行业前列。近五年，公司涤纶长丝毛利率均维持在 10%以上，2017-2018 年，毛利率超过 15%。与同行相比，公司涤纶长丝毛利率仅次于恒力石化，比其他竞争对手高 2-3 个 pct。

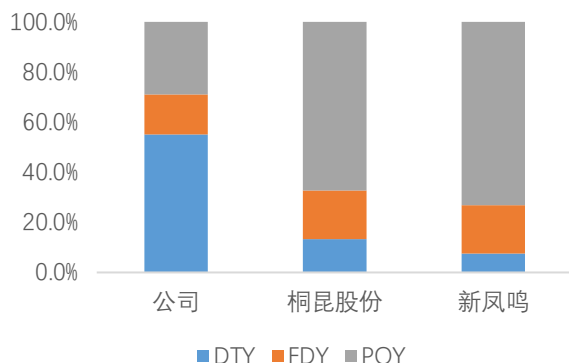
公司毛利率高于行业平均原因包括：1) 公司产品结构偏重高毛利率的 DTY 品种；2) 具体到 DTY 和 FDY 品种，公司的差异化程度导致其实现价格高于行业平均水平。

图 24：上市公司涤纶长丝毛利率(%)



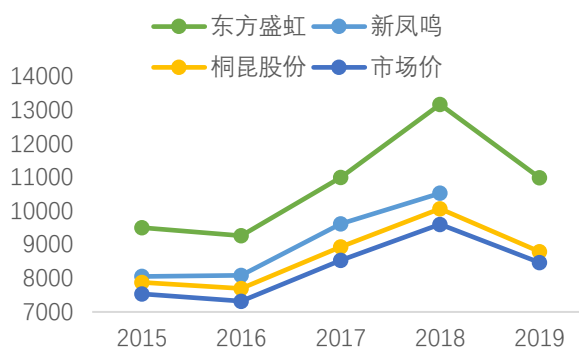
资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：恒力没有公开 15 年数据，19 年数据用聚酯产品毛利率作为替代测算

图 25：公司涤纶长丝产品结构同行比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：其他公司数据披露不详细

图 26：公司 DTY 价格与同行比较（元/吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利假设及估值

4.1. 盈利预测假设

1) 炼化项目

预计盛虹炼化项目 2021 年低投产，2022 年初开始贡献业绩。

盈利水平维持 2020 年水平，盛虹炼化达产后盈利约 92 亿，按照上文所述 72% 股权，对应归母净利润在 66 亿。详细估算见 2.4 部分。

2) 聚酯业务：2020 年 Q4 受多因素拉动盈利环比改善。2021/2022 年，涤纶长丝供需改善，毛利同比修复。公司新增 240 万吨 PTA 我们预计 2021Q1 投产。

3) 热电：预计在建的 2 台 10 万千瓦级燃机热电项目 2021 年投产，热电行业毛利率基本维持不变

表 6：公司主要产品盈利预测（产量：万吨，价格/价差：元/吨，营收/成本：万元）

主营产品	2019	2020E	2021E	2022E
聚酯业务				
产量	194	220	230	230
价格	9495	7500	8350	8900
单吨毛利	1158	769	988	1012
PTA				
产量	151	150	330	390
价格	5156	3422	4041	4660
单吨毛利	309	102	125	188
热电				
营业收入	87,716.3	65,787.2	105,259.6	105,259.6
营业成本	51,880.1	40,994.9	63,924.0	64,757.9
毛利	35,836.2	24,792.3	41,335.6	40,501.6
毛利率	40.9%	37.7%	39.3%	38.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 盈利预测及估值

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4/12/80 亿，EPS 分别为 0.08/0.25/1.66 元/股。参考同行石化公司，2022 年平均 PE 在 13X 左右。考虑目前距离公司炼化项目达产仍有一段时间，按照同行估值 0.9 倍，即 12 倍 PE，目标价为 19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7: 同行业可比公司估值比较

公司	2019	2020E	2021E	2022E
恒力石化	25	18	17	15
荣盛石化	97	27	17	14
恒逸石化	15	12	10	10
平均值	45	19	15	13

资料来源: wind, 天风证券研究所

风险提示

1) 项目投产不及预期的风险

如果炼化项目投产时间推迟, 公司 2021/2022 年的盈利将受到负面影响

2) 主要石化产品供需压力加剧的风险

我们判断, 2020-2021 年是石化行业供需压力最大的年份, 2022 年及以后将有所好转。但如果行业产能投放压力超过预期, 或者终端需求受疫情等因素影响弱于预期, 将影响公司炼化项目 2021 年底投产后的盈利能力。

3) 油价大幅回调的风险

炼化项目盈利跟油价高度相关, 如果油价大幅回调, 炼化项目盈利将不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,717.29	5,311.51	1,621.68	22,339.93	9,201.48
应收票据及应收账款	632.29	357.91	2,125.47	182.91	997.47
预付账款	317.75	377.82	504.30	302.41	2,386.09
存货	3,082.08	2,858.51	9,278.23	100.78	43,265.75
其他	1,074.11	1,551.64	762.71	901.13	1,074.39
流动资产合计	7,823.52	10,457.38	14,292.38	23,827.17	56,925.19
长期股权投资	105.47	56.22	56.22	56.22	56.22
固定资产	8,412.26	13,354.39	14,105.52	14,356.68	14,294.87
在建工程	876.85	3,023.53	1,850.12	1,158.07	724.84
无形资产	782.84	1,431.22	1,394.88	1,358.55	1,322.21
其他	3,868.30	6,719.50	3,994.34	4,559.68	5,090.91
非流动资产合计	14,045.73	24,584.87	21,401.09	21,489.20	21,489.05
资产总计	21,869.24	35,042.25	35,693.46	45,316.37	78,414.24
短期借款	3,324.45	6,115.28	8,394.62	12,000.00	12,000.00
应付票据及应付账款	2,235.88	4,767.65	2,155.55	4,606.23	18,582.86
其他	1,962.71	2,406.58	3,936.53	2,649.01	13,001.95
流动负债合计	7,523.04	13,289.51	14,486.70	19,255.23	43,584.82
长期借款	623.46	2,284.78	2,577.07	6,000.00	6,000.00
应付债券	0.00	994.81	431.04	475.28	633.71
其他	765.50	3,173.14	1,346.41	1,761.68	2,093.74
非流动负债合计	1,388.96	6,452.73	4,354.52	8,236.97	8,727.46
负债合计	8,912.00	19,742.24	18,841.21	27,492.20	52,312.27
少数股东权益	4.76	1,283.81	1,283.81	1,283.81	3,146.81
股本	7,017.45	7,017.45	8,388.08	8,388.08	8,388.08
资本公积	3,387.69	4,500.26	4,500.26	4,500.26	4,500.26
留存收益	5,938.91	6,864.19	7,180.36	8,152.27	14,567.07
其他	(3,391.58)	(4,365.70)	(4,500.26)	(4,500.26)	(4,500.26)
股东权益合计	12,957.24	15,300.01	16,852.25	17,824.17	26,101.97
负债和股东权益总计	21,869.24	35,042.25	35,693.46	45,316.37	78,414.24

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	846.60	1,612.16	395.21	1,214.90	8,018.50
折旧摊销	773.86	1,157.71	518.62	557.22	581.39
财务费用	169.23	498.06	1,050.00	1,400.00	1,867.60
投资损失	(6.22)	(133.98)	(50.69)	(61.73)	(63.15)
营运资金变动	(1,221.86)	1,050.51	(7,847.81)	11,917.40	(22,137.78)
其它	826.32	1,030.66	0.00	0.00	1,863.00
经营活动现金流	1,387.94	5,215.12	(5,934.66)	15,027.79	(9,870.45)
资本支出	10,292.13	6,437.70	1,886.73	(335.27)	(282.06)
长期投资	2.26	(49.25)	0.00	0.00	0.00
其他	(11,311.39)	(11,072.79)	(1,103.31)	317.00	295.21
投资活动现金流	(1,017.00)	(4,684.34)	783.41	(18.27)	13.15
债权融资	4,969.33	10,885.77	12,240.17	19,591.87	19,782.02
股权融资	8,256.18	727.37	186.07	(1,400.00)	(1,867.60)
其他	(13,470.67)	(10,045.53)	(10,964.81)	(12,483.15)	(21,195.57)
筹资活动现金流	(245.17)	1,567.61	1,461.42	5,708.72	(3,281.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	125.77	2,098.40	(3,689.83)	20,718.25	(13,138.45)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,440.22	24,887.77	20,271.00	27,766.56	89,591.86
营业成本	15,894.75	21,868.37	18,157.70	24,017.07	70,764.56
营业税金及附加	94.22	134.69	81.08	97.18	1,597.18
营业费用	174.03	246.26	200.58	274.74	886.49
管理费用	139.45	256.31	208.76	285.95	922.66
研发费用	204.82	184.65	101.35	138.83	447.96
财务费用	188.11	523.64	1,050.00	1,400.00	1,867.60
资产减值损失	709.49	(19.55)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	15.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.22	133.98	50.69	61.73	63.15
其他	(73.35)	(354.15)	(101.37)	(123.46)	(126.31)
营业利润	1,102.46	1,897.65	522.21	1,614.50	13,168.56
营业外收入	9.70	12.25	7.05	7.47	9.12
营业外支出	0.93	4.01	2.31	2.11	2.34
利润总额	1,111.23	1,905.88	526.95	1,619.86	13,175.33
所得税	264.63	293.72	131.74	404.97	3,293.83
净利润	846.60	1,612.16	395.21	1,214.90	9,881.50
少数股东损益	(0.13)	(1.63)	0.00	0.00	1,863.00
归属于母公司净利润	846.73	1,613.80	395.21	1,214.90	8,018.50
每股收益(元)	0.18	0.33	0.08	0.25	1.66

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1558.26%	34.96%	-18.55%	36.98%	222.66%
营业利润	348.05%	72.13%	-72.48%	209.17%	715.64%
归属于母公司净利润	270.61%	90.59%	-75.51%	207.40%	560.02%
获利能力					
毛利率	13.80%	12.13%	10.43%	13.50%	21.01%
净利率	4.59%	6.48%	1.95%	4.38%	8.95%
ROE	6.54%	11.51%	2.54%	7.35%	34.93%
ROIC	56.16%	17.02%	8.33%	9.31%	99.70%
偿债能力					
资产负债率	40.75%	56.34%	52.79%	60.67%	66.71%
净负债率	17.38%	36.43%	63.01%	-15.42%	40.54%
流动比率	1.04	0.79	0.99	1.24	1.31
速动比率	0.63	0.57	0.35	1.23	0.31
营运能力					
应收账款周转率	45.56	50.27	16.33	24.06	151.80
存货周转率	10.02	8.38	3.34	5.92	4.13
总资产周转率	1.40	0.87	0.57	0.69	1.45
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.33	0.08	0.25	1.66
每股经营现金流	0.29	1.08	-1.23	3.11	-2.04
每股净资产	2.68	2.90	1.86	1.97	2.74
估值比率					
市盈率	65.49	34.36	140.32	45.65	6.92
市净率	4.28	3.96	6.18	5.82	4.19
EV/EBITDA	16.95	9.84	50.18	25.47	6.76
EV/EBIT	26.07	14.30	66.73	30.18	7.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com