

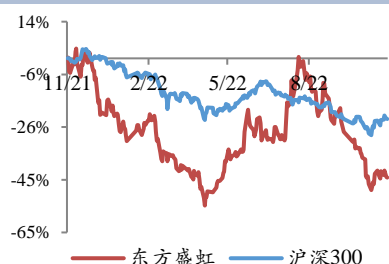
炼化投产在即，EVA 景气向上

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-23

收盘价（元）	13.40
近 12 个月最高/最低（元）	24.84/10.85
总股本（百万股）	6,213
流通股本（百万股）	4,835
流通股比例（%）	77.82
总市值（亿元）	833
流通市值（亿元）	648

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

10 月 28 日晚间，东方盛虹发布 2022 年三季度报告，公司 2022 年前三季度实现收入 467.08 亿元，同比增加 16.17%；归母净利润 15.77 亿元，同比减少 59.99%；实现扣非净利润 11.33 亿元，同比减少 19.04%，基本每股收益 0.26 元。

● 主要产品价差收窄，三季度业绩承压

公司第三季度实现收入 164.65 亿元，同比增加 17.14%；归母净利润-0.59 亿元，同比减少 105.78%；实现扣非净利润-4.63 亿元，同比减少 333.60%，基本每股收益-0.0095 元。2022 年三季度业绩同比、环比下降主要原因是公司主要产品 FDY/DTY/EVA/丙烯腈等价差收窄。根据市场价格测算，2022Q3 公司主要产品 FDY/DTY /光伏 EVA/丙烯腈价格同比分别+9.94%/+2.02%/+15.90%/-36.15%，环比分别-3.71%/-3.93%/-11.66%/-16.24%；主要产品价 FDY-聚酯切片/DTY-聚酯切片/EVA-乙烯-醋酸乙烯/丙烯腈-丙烯同比分别+3.47%/+21.07%/+24.08%/-54.56%，环比分别+17.73%/+8.11%/-16.00%/-21.59%。

● Q3 光伏级 EVA 价格下滑，明年硅料放量需求有望修复

三季度光伏 EVA 市场观望情绪浓厚，四季度硅料下跌后有望开启修复。从市场心态的角度，经历季初的需求不振，市场信心不足后，光伏 EVA 价格一度跌至 21600 元/吨的低点。季度中后期，由于市场出现低价货源，市场心态好转，贸易商开始活跃，下游采购积极，导致三季度中后期出现价格小幅回升。到季度末期，由于硅料因西北地区疫情以及北方雨雪天气提前，硅料运输和通行部分受阻，产能有所增加但价格仍维持，下游终端需求未见集中启动迹象，市场整体观望情绪浓厚。待相关因素解除，硅料和硅片新产能持续爬坡，我们认为产业链需求将回升，供需偏紧的粒子端将充分受益整体产业链的需求回升，价格有望回升。

● 涤纶长丝盈利承压，静待景气回暖

三季度终端需求较弱，同时成本支撑不足，导致价格下跌，叠加成本压力致使公司聚酯板块盈利延续下滑。根据百川盈孚数据，当前 FDY/DTY 价格处于历史 43.97%及 30.79%分位数，价差处于历史 9.73%及 1.36%分位数。我们认为在当前时点产品价格下跌空间已有限，静待下游景气回暖。

● 炼化一体化年底即将投产，公司盈利能力即将踏上新的台阶

公司抓住民营大炼化项目布局机会，项目设计原油加工能力 1600 万吨/年，是目前国内单体最大的常减压装置，拥有规模优势。此次炼化一体

化项目投产后，公司形成了原油-PX/乙二醇-PTA-聚酯化纤的完整一体化产业链布局，弥补了公司在上游产业链的短板，一体化成本优势显著。届时，公司除了斯尔邦外将增加重要盈利增长极，炼化一体化推动公司盈利上新的台阶。

● 投资建议

我们认为公司四季度光伏 EVA 及化纤需求有望回升，主要产品景气度边际好转；同时，炼化一体化项目预计将在年底投产贡献业绩。中长期来看，借助炼化一体化原料平台及抢先布局新材料优势，公司进一步规划了总计百万吨 EVA、百万吨丙烯腈、百万吨可降解材料的后续扩产规划，未来 EVA、丙烯腈、可降解塑料等新材料总体量将翻三番，持续推动公司利润增长。预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 22.29、92.08、134.24 亿元，同比分别-50.9%、313.1%、45.8%，当前股价对应 PE 分别为 36.28、8.78、6.02 倍。我们选取同行业可比公司，认为公司目前估值属于偏低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建产能投放不及预期；
- (2) 产品及原料价格大幅波动；
- (3) 行业竞争加剧；
- (4) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51722	60711	116949	149316
收入同比 (%)	53.5%	17.4%	92.6%	27.7%
归属母公司净利润	4544	2229	9208	13424
净利润同比 (%)	492.7%	-50.9%	313.1%	45.8%
毛利率 (%)	16.7%	13.4%	17.1%	18.1%
ROE (%)	16.5%	6.7%	21.7%	24.0%
每股收益 (元)	0.76	0.37	1.53	2.22
P/E	25.45	36.28	8.78	6.02
P/B	3.39	2.44	1.90	1.45
EV/EBITDA	16.75	7.49	4.05	2.88

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 光伏 EVA 供需偏紧，静待硅料放量产业链需求回升	4
2 炼化一体化开车在即，预计带来盈利大幅增加	5
3 风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

图表目录

图表 1 光伏 EVA 需求测算	4
图表 2 光伏 EVA 市场价格 (单位: 元/吨)	5
图表 3 东方盛虹炼化一体化产品方案	6

1 光伏 EVA 供需偏紧，静待硅料放量产业链需求回升

2022-2024 光伏 EVA 需求高增。EVA 光伏料主要应用于光伏封装胶膜。光伏封装胶膜置于光伏组件的玻璃与太阳能电池或背板与太阳能电池之间，用于封装并保护太阳能电池，是光伏组件的关键材料之一，目前市场上主要的封装材料有透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜、EPE 胶膜等。其中透明 EVA 胶膜由于性价比高，加工性能好成为主流，2021 年光伏协会数据显示，透明 EVA 胶膜占比 61%。透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜及 EPE 共挤胶膜的主体材料是 EVA 树脂，其主要优点在于良好的封装性能、加工性能好、耐老化性能和可获得性。但 EVA 树脂封装材料的缺点在于抗 PID 性能较差。尽管 POE 能够解决抗 PID 性能较差的问题，但由于 POE 粒子加工性能较 EVA 差，同时 POE 在我国技术尚在攻坚状态，在短期难有大规模投产，仅有 EVA 能够满足光伏领域短期内快速增长的需求。我们预测 2022/2023/2024/2025 年全球光伏装机量约为 250/350/430/500GW，预计全球光伏级别 EVA 树脂年需求量约为 122.2/165.8/197.9/222.8 万吨，2022-2024 年仍能够维持 16.2%的复合增长率。

图表 1 光伏 EVA 需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏新增装机量/GW	175	250	350	430	500
全球实际组件产量/GW	210	300	420	516	600
胶膜单位用量 亿平方米/GW	0.1	0.098	0.097	0.096	0.095
光伏胶膜需求量/亿平方米	21	29.4	40.74	49.54	57
EVA 胶膜渗透率	73%	70%	67%	64%	60%
POE 胶膜渗透率	10%	10%	10%	10%	10%
EPE 胶膜渗透率	16%	19%	22%	24%	27%
PVB 胶膜渗透率	1%	1%	1%	2%	3%
EVA 胶膜需求量/亿平方米	15.41	20.71	27.18	31.66	34.29
EPE 胶膜中 EVA 需求量/亿平方米	2.24	3.724	5.975	7.926	10.26
全球光伏级 EVA 树脂需求量/万吨	88.2	122.2	165.8	197.9	222.8

资料来源：华安证券研究所

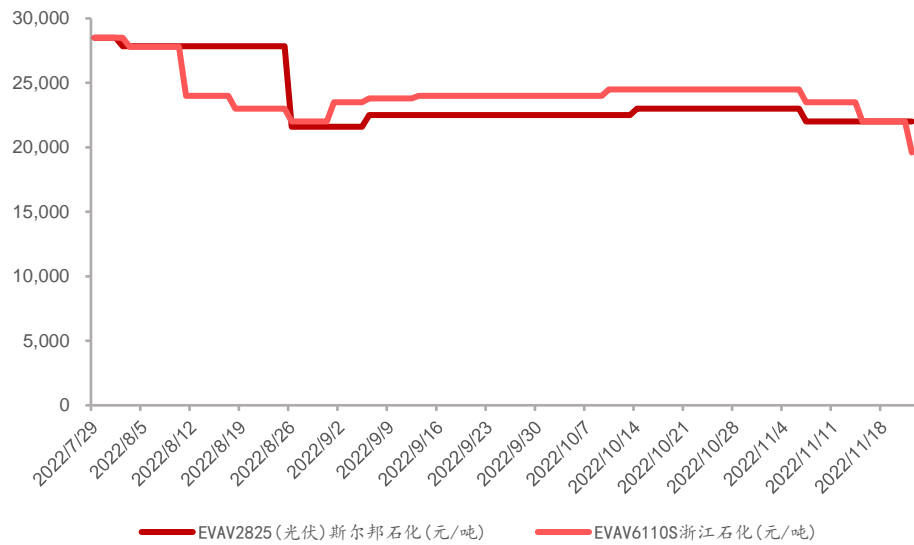
光伏级 EVA 产能较少，增量有不确定性，2023 年预计将成为光伏产业链卡脖子环节。从供应来看，国内 EVA 树脂不能满足国内需求，进口依赖度较高。2021 年，我国 EVA 树脂自给率低于 50%。尤其是高端牌号，如光伏级 EVA 和高端热熔胶等，我国自给率更低。2021 年，我国光伏级 EVA 总产量 30.88 万吨，总需求达 88.20 万吨，供需缺口较大。2021 年，国内仅东方盛虹、联泓新科、宁波台塑三家企业能够持续稳定生产光伏料。当前在建产能有新疆天利（2022 年 11 月已出光伏料）、古雷石化（预计 2023 年一季度出光伏料）和宁夏宝丰（预计 2023 年底投产）。由于光伏级 EVA 装置审批与建设期需 2-3 年时间，加上投产当年需要至少 1-2 年时间进行爬坡，我们认为去年新规划产能最快要到 2024-2025 年才能大规模投产。

我们测算在 2022-2023 年面临光伏级 EVA 产能供应不足的问题。且由于其他

牌号受制于装置以及工艺技术极少能够在短时间内切换，无法弥补缺口。

三季度光伏 EVA 市场观望情绪浓厚，四季度硅料下跌后有望开启修复。从市场心态的角度，经历季初的需求不振，市场信心不足后，光伏 EVA 价格一度跌至 21600 元/吨的低点。季度中后期，由于市场出现低价货源，市场心态好转，贸易商开始活跃，下游采购积极，导致三季度中后期出现价格小幅回升。到季度末期，由于硅料价格因西北地区疫情以及北方雨雪天气提前，硅料运输和通行部分受阻，产能有所增加但价格仍维持，下游终端需求未见集中启动迹象，市场整体观望情绪浓厚。待相关因素解除，硅料和硅片新产能持续爬坡，我们认为产业链需求将回升，供需偏紧的粒子端将充分受益整体产业链的需求回升，价格有望回升。

图表 2 光伏 EVA 市场价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

东方盛虹是光伏级 EVA 的龙头企业。东方盛虹子公司斯尔邦拥有 30 万吨 EVA 产能，其中 20 万吨管式法和 10 万吨釜式法，均能够持续稳定生产光伏料，是全球最大的光伏级 EVA 生产企业。根据公司后续规划，未来将扩建 70 万吨 EVA 产能，其中 60 万吨为光伏级产品，总共形成百万吨 EVA 产能，进一步加强规模优势。同时，公司也对 POE 粒子技术进行储备。2022 年 9 月 27 日，公司发布公告称，子公司斯尔邦投建 800 吨/年 POE 中试装置成功实现了 POE 催化剂及全套生产技术完全自主化，项目一次性开车成功，顺利打通全流程，产出合格产品，连续稳定运行。公司在光伏胶膜树脂原料领域上丰富产品矩阵，持续处于领先地位。

炼化新增配套醋酸乙烯，进一步降本增效。公司炼化一体化配套的 30 万吨/年醋酸乙烯预计将于年底开车投产，解决公司 EVA 原料长期外购带来的成本不确定性，同时，30 万吨/年的产能能够保障未来斯尔邦百万吨 EVA 规划产能。

2 炼化一体化开车在即，预计带来盈利大幅增加

东方盛虹是国内差异化纤维龙头。公司现有 260 万吨/年差异化纤维，总体以高端 DTY 长丝产品为主，其中还拥有 30 万吨/年再生纤维产能，产品差异化率达 90%。子公司虹港石化已有 390 万吨/年 PTA 产能，为国内 PTA-聚酯纤维龙头。

炼化一体化有望在年底投产，公司盈利能力即将踏上新的台阶。公司抓住民营大炼化项目布局机会，项目设计原油加工能力 1600 万吨/年，是目前国内单体最大的常减压装置，拥有规模优势。此次炼化一体化项目投产后，公司形成了原油-PX/乙二醇-PTA-聚酯化纤的完整一体化产业链布局，弥补了公司在上游产业链的短板，一体化成本优势显著。届时，公司除了斯尔邦外将增加重要盈利增长极，炼化一体化推动公司盈利上新的台阶。

图表 3 东方盛虹炼化一体化产品方案

产品	产能	预计投产时间
原油加工	1600 万吨/年	2022 年四季度
对二甲苯	280 万吨/年	
乙烯	110 万吨/年	
丙烯	24.25 万吨/年	
醋酸乙烯	30 万吨/年	
乙二醇	208 万吨/年	
苯酚	40 万吨/年	
丙酮	25 万吨/年	

资料来源：百川盈孚，公司公告，环评报告，华安证券研究所

打造三个“百万吨”，新材料航母扬帆起航。借助炼化一体化原料平台及抢先布局新材料优势，公司进一步规划了百万吨 EVA、百万吨丙烯腈、百万吨可降解材料的后续扩产规划，未来 EVA、丙烯腈、可降解材料等新材料总体量将翻三番，持续推动公司利润增长。我们认为公司四季度光伏 EVA 及化纤需求有望回升，主要产品景气度边际好转，盈利能力有望持续提升。预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 22.29、92.08、134.24 亿元，同比分别-50.9%、313.1%、45.8%，当前股价对 PE 分别为 36.28、8.78、6.02 倍。我们选取同行业可比公司，认为公司目前估值属于合理偏低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 4 可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润				PE			
		2022/11/23	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
000301.SZ	东方盛虹	832.6	45.4	22.3	92.1	134.2	18.3	36.3	8.8	6.0
600346.SH	恒力石化	1,157.9	155.3	80.6	143.8	214.7	7.5	14.4	8.1	5.4
002493.SZ	荣盛石化	1,230.3	128.2	76.0	124.7	196.8	9.6	16.2	9.9	6.3
601233.SH	桐昆股份	338.3	73.3	33.8	57.2	74.4	4.6	10.0	5.9	4.5

注：桐昆股份归母净利润来自 wind 一致预期，其余公司盈利预测来自华安证券研究所预测，时间截止 2022/11/23 收盘

资料来源：wind，华安证券研究所

3 风险提示:

- (1) 新建产能投放不及预期;
- (2) 产品及原料价格大幅波动;
- (3) 行业竞争加剧;
- (4) 宏观经济下行。

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25017	30817	73510	114587	营业收入	51722	60711	116949	149316
现金	13398	17619	52307	88614	营业成本	43073	52581	96977	122351
应收账款	531	617	1185	1521	营业税金及附加	209	278	504	644
其他应收款	93	148	213	302	销售费用	155	337	481	631
预付账款	739	963	1810	2208	管理费用	642	679	1343	1747
存货	6086	6975	12928	16609	财务费用	1092	3791	4775	5402
其他流动资产	4170	4495	5068	5333	资产减值损失	-216	-80	-140	-187
非流动资产	106985	131703	151612	168220	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	140	151	183	220	投资净收益	-23	182	258	237
固定资产	31187	39465	40183	38686	营业利润	6017	2913	12553	17929
无形资产	3055	4494	5514	6607	营业外收入	53	30	36	39
其他非流动资产	72604	87593	105731	122707	营业外支出	11	11	13	11
资产总计	132003	162520	225123	282808	利润总额	6059	2932	12576	17956
流动负债	39786	38601	63546	78756	所得税	972	550	2502	3275
短期借款	11640	14403	17165	19814	净利润	5086	2382	10075	14682
应付账款	12696	9624	20317	28030	少数股东损益	543	153	866	1257
其他流动负债	15450	14575	26063	30911	归属母公司净利润	4544	2229	9208	13424
非流动负债	62808	88803	116253	144091	EBITDA	9203	22064	39714	53919
长期借款	52374	77418	102463	128900	EPS (元)	0.76	0.37	1.53	2.22
其他非流动负债	10435	11384	13790	15191					
负债合计	102595	127404	179798	222846					
少数股东权益	1793	1946	2813	4070					
股本	8935	10134	10134	10134					
资本公积	10162	13984	13984	13984					
留存收益	8518	9052	18394	31774					
归属母公司股东权	27615	33169	42512	55891					
负债和股东权益	132003	162520	225123	282808					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5334	18202	51845	61160
净利润	4544	2229	9208	13424
折旧摊销	2110	15696	22978	31155
财务费用	1186	3999	5435	6916
投资损失	21	-182	-258	-237
营运资金变动	-3375	-3683	13598	8571
其他经营现金流	8769	6057	-3505	6185
投资活动现金流	-41008	-40317	-42616	-47712
资本支出	-41563	-41804	-41650	-50771
长期投资	-276	227	185	167
其他投资现金流	831	1261	-1151	2892
筹资活动现金流	29412	26334	25459	22859
短期借款	2422	2762	2762	2649
长期借款	29223	25045	25045	26437
普通股增加	1112	1199	0	0
资本公积增加	-2865	3822	0	0
其他筹资现金流	-479	-6493	-2348	-6227
现金净增加额	-6255	4220	34688	36307

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	53.5%	17.4%	92.6%	27.7%
营业利润	441.8%	-51.6%	330.9%	42.8%
归属于母公司净利	492.7%	-50.9%	313.1%	45.8%
获利能力				
毛利率 (%)	16.7%	13.4%	17.1%	18.1%
净利率 (%)	8.8%	3.7%	7.9%	9.0%
ROE (%)	16.5%	6.7%	21.7%	24.0%
ROIC (%)	5.8%	3.8%	7.5%	8.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	77.7%	78.4%	79.9%	78.8%
净负债比率 (%)	348.9%	362.8%	396.7%	371.6%
流动比率	0.63	0.80	1.16	1.45
速动比率	0.46	0.59	0.92	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.37	0.52	0.53
应收账款周转率	97.39	98.47	98.69	98.18
应付账款周转率	3.39	5.46	4.77	4.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.37	1.53	2.22
每股经营现金流	1.10	3.02	8.59	10.14
每股净资产	5.71	5.50	7.05	9.26
估值比率				
P/E	25.45	36.28	8.78	6.02
P/B	3.39	2.44	1.90	1.45
EV/EBITDA	16.75	7.49	4.05	2.88

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。