

投资评级 优于大市 维持

#### 股票数据

08月19日收盘价(元)	22.65
52周股价波动(元)	10.70-41.30
总股本/流通A股(百万股)	6213/4835
总市值/流通市值(百万元)	140730/109513

#### 相关研究

《1Q22 归母净利润环比小幅改善》  
2022.04.30

《收购斯尔邦, 归母净利润站上新台阶》  
2022.04.19

《收购斯尔邦过会, 加强新材料布局》  
2021.12.24

#### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	32.5	26.9	52.8
相对涨幅(%)	35.3	30.6	49.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@htsec.com

## EVA 高景气, 构建“炼化+聚酯+新材料”产业矩阵

### 投资要点:

- EVA 高景气, 2Q22 归母净利润环比增长 17.24%。**公司 2022H1 实现营业收入 302.42 亿元, 同比增长 15.66%; 实现归母净利润 16.36 亿元, 同比调整后下降 44.06%。其中, 二季度实现营业收入 164.69 亿元, 环比增长 19.57%; 实现归母净利润 9.48 亿元, 环比增长 37.69%。
- 上半年斯尔邦贡献主要盈利。**分子公司看, 2022 年上半年, 斯尔邦 (EVA、丙烯腈、环氧乙烷、MMA 等) 实现净利润 13.70 亿元; 国望高科 (长丝) 净利润 3.01 亿元, 同比减少 9.60 亿元 (-76.1%), 我们认为主要由于上半年受疫情影响, 长丝下游需求较弱, 盈利下滑; 虹港石化 (PTA) 净利润 2.95 亿元, 同比增加 4.29 亿元, 同比扭亏。
- 分产品看, 上半年 EVA、PTA 毛利同比增长, 丙烯腈、化纤毛利下滑。**2022 年上半年, 公司实现毛利 36.02 亿元, 同比减少 15.67 亿元 (-30.3%)。分产品看, 我们认为光伏需求旺盛, 带动 EVA 价格、价差扩大, 2022H1 公司 EVA 实现毛利 17.81 亿元, 占总毛利 49%, 同比增长 4.02 亿元, 贡献主要增量; 其次 PTA 毛利 3.89 亿元, 同比增长 2.55 亿元。而丙烯腈、化纤盈利下滑, 拖累盈利, 2022H1 丙烯腈基本盈亏平衡, 毛利同比减少 13.49 亿元; 化纤毛利 10.43 亿元, 同比减少 7.44 亿元。
- 上半年财务成本同比增加。**2022 年上半年, 公司财务费用 9.39 亿元, 同比增加 4.82 亿元 (+105.7%), 主要由于利息费用增加。
- 构建“炼化+聚酯+新材料”产品矩阵。**公司上游拥有 240 万吨/年甲醇制烯烃装置 (MTO)、70 万吨/年 PDH 装置, 并在建 1600 万吨/年炼化一体化项目 (计划 2022 年内全流程打通), 实现“油、煤、气”三种烯烃制取工艺路线全覆盖。公司加快布局新材料产业链, 包括 70 万吨/年 EVA、26 万吨/年丙烯腈、9 万吨/年 MMA、“乙二醇+茶酚丙酮”、POSM 及多元醇、可降解塑料一期、10 万吨/年丁腈胶乳等; 并积极布局高端聚烯烃项目, 其中 800 吨 POE 中试装置以及 2 万吨/年超高分子量聚乙烯项目计划 4Q22 陆续投料试车。此外公司在建及规划 240 万吨/年 PTA 三期项目, 以及 245 万吨/年纤维项目 (含 25 万吨/年可再生纤维), 巩固聚酯产业链龙头地位。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 66 亿元、133 亿元和 141 亿元, EPS 分别为 1.06、2.14、2.26 元, 2022 年 BPS 为 5.29 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2022 年 4.5-5.5 倍 PB, 对应合理价值区间 23.81-29.10 元 (对应 2022 年 PEG 为 0.12-0.14), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原油价格大幅波动; 产品价格大幅波动; 在建项目进度不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33699	51722	78448	144051	151403
(+/-)YoY(%)	35.4%	53.5%	51.7%	83.6%	5.1%
净利润(百万元)	767	4544	6561	13266	14070
(+/-)YoY(%)	-52.5%	492.7%	44.4%	102.2%	6.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	0.73	1.06	2.14	2.26
毛利率(%)	7.9%	16.7%	16.6%	21.7%	21.8%
净资产收益率(%)	3.2%	16.5%	20.0%	30.5%	25.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**EVA 高景气，2Q22 归母净利润环比增长 17.24%。**东方盛虹发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 302.42 亿元，同比增长 15.66%；实现归母净利润 16.36 亿元，同比调整后下降 44.06%。其中，二季度实现营业收入 164.69 亿元，环比增长 19.57%；实现归母净利润 9.48 亿元，环比增长 37.69%。

**上半年斯尔邦贡献主要盈利。**分子公司看，2022 年上半年，斯尔邦（EVA、丙烯腈、环氧乙烷、MMA 等）实现净利润 13.70 亿元；国望高科（长丝）净利润 3.01 亿元，同比减少 9.60 亿元（-76.1%），我们认为主要由于上半年受疫情影响，长丝下游需求较弱，盈利下滑；虹港石化（PTA）净利润 2.95 亿元，同比增加 4.29 亿元，同比扭亏。

**分产品看，上半年 EVA、PTA 毛利同比增长，丙烯腈、化纤毛利下滑。**2022 年上半年，公司实现毛利 36.02 亿元，同比减少 15.67 亿元（-30.3%）。分产品看，我们认为光伏需求旺盛，带动 EVA 价格、价差扩大，2022H1 公司 EVA 实现毛利 17.81 亿元，占总毛利 49%，同比增长 4.02 亿元，贡献主要增量；其次 PTA 毛利 3.89 亿元，同比增长 2.55 亿元。而丙烯腈、化纤盈利下滑，拖累盈利，2022H1 丙烯腈基本盈亏平衡，毛利同比减少 13.49 亿元；化纤毛利 10.43 亿元，同比减少 7.44 亿元。

**上半年财务成本同比增加。**2022 年上半年，公司财务费用 9.39 亿元，同比增加 4.82 亿元（+105.7%），主要由于利息费用增加。

### 构建“炼化+聚酯+新材料”产品矩阵。

**上游端**，公司拥有 240 万吨/年甲醇制烯烃装置（MTO）、70 万吨/年 PDH 装置，并在建 1600 万吨/年炼化一体化项目，实现“油、煤、气”三种烯烃制取工艺路线全覆盖，原料选择灵活性强，降低周期波动风险。下游端，公司依托上游原材料平台，构建聚酯及新能源新材料产业链。

**聚酯产业链**，公司现拥有 390 万吨/年 PTA、260 万吨/年以高端 DTY 为主的差别化纤维（含超过 30 万吨/年再生纤维）；

**新材料产业链**，公司依托斯尔邦，现拥有 78 万吨/年丙烯腈、30 万吨/年 EVA（光伏级 21.6 万吨以上）、25.5 万吨/年 MMA、30 万吨/年环氧乙烷（EO）产能，是全球最大的光伏 EVA 企业，也是国内最大的丙烯腈生产企业。

表 1 东方盛虹现有主要产品产能

业务板块	产品	产能（万吨/年）
聚酯产业链	PTA	390
	涤纶长丝	260
新材料（斯尔邦）	EVA	30
	丙烯腈	78
	MMA	25.5
	EO	30

资料来源：东方盛虹 2022 半年报，海通证券研究所

**1600 万吨/年大炼化项目投产在即。**公司 1600 万吨/年大炼化项目位于七大石化基地之一的连云港石化产业园，包括 1600 万吨/年原油加工能力、280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯等。项目于 2018 年 12 月正式开工建设，2022 年 5 月常减压等首批核心主装置投料开车，公司计划 2022 年内全流程打通，实现全面投产。项目单线产能国内最大、成品油收率低，同时园区内具有较好协同效益，公司估计 70% 化工品有望在园区内就近消化。我们认为大炼化投产后有助于补充公司 PTA-涤纶长丝主业的原料，完善全产业链布局，提高整体抗风险能力。

**加快布局新能源新材料，提高附加值，贡献未来增量。**公司目前在建及规划新材料项目聚焦新能源、电子化学、生物技术等多元化产业链条，主要包括：70 万吨/年 EVA、26 万吨/年丙烯腈、9 万吨/年 MMA、“乙二醇+苯酚丙酮”、POSM 及多元醇、可降解塑料一期（34 万吨/年顺酐+30 万吨/年 BDO+18 万吨/年 PBAT）、10 万吨/年丁腈胶乳等；并积极布局高端聚烯烃项目，其中 800 吨 POE 中试装置计划 2022 年 10 月投料试车，2 万吨/年超高分子量聚乙烯项目计划 2022 年底前投料试车。

**PTA-聚酯产能稳步扩张。**公司在建及规划 240 万吨/年 PTA 三期项目，以及 245 万吨/年纤维项目（含 25 万吨/年可再生纤维），巩固聚酯产业链龙头地位。

**表 2 东方盛虹主要在建项目**

业务板块	产品	项目	投资规模 (亿元)	项目进展
炼化	炼化	1600 万吨/年大炼化项目	677	预计 2022 年内全流程打通
新材料	POE	800 吨中试项目	2.04	计划 2022 年 10 月投料试车
	超高分子量聚乙烯	2 万吨项目	4.55	预计 2022 年底前投料试车
	乙二醇+苯酚丙酮	10/90 万吨/年乙二醇 40/25 万吨/年苯酚/丙酮	55.73	建设中后期
	POSM 及多元醇	50.8 万吨/年乙苯装置 20/45 万吨/年 POSM 装置 11.25 万吨/年 PPG 装置 2.5 万吨/年 POP 装置	60.34	项目前期
	丁腈胶乳	10 万吨项目	5.42	项目前期
	可降解塑料 (一期)	34 万吨/年顺酐 30 万吨/年 BDO 18 万吨/年 PBAT	74.71	项目前期
	丙烯腈	26 万吨/年项目		
	MMA	9 万吨/年项目		
	EVA	70 万吨/年项目		
	PTA-聚酯	PTA (三期)	240	39.39
	涤纶长丝	220 万吨项目	155.08	120 万吨项目已进入建设
	再生纤维	25 万吨项目	28.38	25 万吨项目已进入建设

资料来源: 东方盛虹 2022 半年报, 海通证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 66 亿元、133 亿元和 141 亿元, EPS 分别为 1.06、2.14、2.26 元, 2022 年 BPS 为 5.29 元。因东方盛虹 2021 年底收购斯尔邦, 新增 EVA 等新材料业务且毛利占比较高 (2022H1 EVA 毛利占比 49%), 参考可比公司估值水平, 给予其 2022 年 4.5-5.5 倍 PB, 对应合理价值区间 23.81-29.10 元 (对应 2022 年 PEG 为 0.12-0.14), 维持“优于大市”评级。

**表 3 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	PEG
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
600346.SH	恒力石化	1407	2.21	2.16	2.74	9.05	9.25	7.30	2.1	0.82
601233.SH	桐昆股份	367	3.04	3.23	3.89	5.01	4.72	3.92	0.9	0.36
000703.SZ	恒逸石化	327	0.93	1.21	1.36	9.59	7.37	6.56	1.1	0.35
002493.SZ	荣盛石化	1538	1.27	1.32	1.69	11.96	11.51	8.99	2.4	0.75
003022.SZ	联泓新科	721	0.82	0.98	1.25	65.85	55.10	43.20	9.9	2.35
	均值		1.65	1.78	2.19	20.29	17.59	13.99	3.27	0.92

注: (1) 收盘价为 2022 年 8 月 19 日价格, EPS 为 Wind 一致预期; (2)  $PEG = PE(2022) / 2021-2022$  年 EPS 年均复合增速; (3) 因东方盛虹 2021 年底收购斯尔邦, 新增 EVA 业务且毛利占比较高 (2022H1 EVA 毛利占比 49%), 因此新增 EVA 可比公司联泓新科。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 原油价格大幅波动; 产品价格大幅波动; 在建项目进度不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>51722</b>	<b>78448</b>	<b>144051</b>	<b>151403</b>
每股收益	0.73	1.06	2.14	2.26	营业成本	43073	65452	112773	118424
每股净资产	4.44	5.29	7.00	8.81	毛利率%	16.7%	16.6%	21.7%	21.8%
每股经营现金流	0.86	1.88	3.47	3.74	营业税金及附加	209	941	4322	4542
每股股利	0.15	0.15	0.30	0.31	营业税金率%	0.4%	1.2%	3.0%	3.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	155	236	864	908
P/E	30.97	21.45	10.61	10.00	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%
P/B	5.10	4.28	3.24	2.57	管理费用	642	1569	5762	6056
P/S	3.91	2.58	1.40	1.34	管理费用率%	1.2%	2.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	25.03	18.63	10.23	9.76	EBIT	7215	9602	19134	20216
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	财务费用	1092	1615	3015	3115
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
毛利率	16.7%	16.6%	21.7%	21.8%	资产减值损失	-216	-50	-50	-50
净利润率	8.8%	8.4%	9.2%	9.3%	投资收益	-23	157	288	303
净资产收益率	16.5%	20.0%	30.5%	25.7%	<b>营业利润</b>	<b>6017</b>	<b>8286</b>	<b>16710</b>	<b>17726</b>
资产回报率	3.4%	4.3%	7.6%	7.4%	营业外收支	42	40	40	40
投资回报率	5.9%	6.3%	11.1%	10.6%	<b>利润总额</b>	<b>6059</b>	<b>8326</b>	<b>16750</b>	<b>17766</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	9324	14802	27344	28936
营业收入增长率	53.5%	51.7%	83.6%	5.1%	所得税	972	1665	3350	3553
EBIT 增长率	308.5%	33.1%	99.3%	5.7%	有效所得税率%	16.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	492.7%	44.4%	102.2%	6.1%	少数股东损益	543	100	134	142
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>4544</b>	<b>6561</b>	<b>13266</b>	<b>14070</b>
资产负债率	77.7%	77.2%	73.8%	70.0%					
流动比率	0.63	0.55	0.60	0.62	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.46	0.35	0.33	0.32	货币资金	13398	14000	15000	16000
现金比率	0.34	0.25	0.23	0.23	应收账款及应收票据	880	1325	2432	2556
<b>经营效率指标</b>					存货	6086	10042	16066	18818
应收帐款周转天数	3.75	3.70	3.70	3.70	其它流动资产	4653	4878	5658	5751
存货周转天数	51.57	56.00	52.00	58.00	流动资产合计	25017	30245	39157	43125
总资产周转率	0.39	0.51	0.83	0.80	长期股权投资	140	150	160	170
固定资产周转率	1.66	1.40	1.84	1.79	固定资产	31187	56187	78187	84687
					在建工程	59972	49972	39972	44972
					无形资产	3055	3355	3645	3925
					非流动资产合计	106985	122295	134595	146385
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>132003</b>	<b>152540</b>	<b>173752</b>	<b>189510</b>
净利润	4544	6561	13266	14070	短期借款	11640	24982	30051	33558
少数股东损益	543	100	134	142	应付票据及应付账款	18489	19725	23173	23685
非现金支出	2339	5250	8260	8770	预收账款	34	78	144	151
非经营收益	1284	2590	2436	2419	其它流动负债	9622	10190	12073	12406
营运资金变动	-3375	-2828	-2566	-2166	流动负债合计	39786	54975	65440	69800
<b>经营活动现金流</b>	<b>5334</b>	<b>11673</b>	<b>21530</b>	<b>23235</b>	长期借款	52374	52374	52374	52374
资产	-41563	-20432	-20409	-20406	其它长期负债	10435	10435	10435	10435
投资	-276	-10	-10	-10	非流动负债合计	62808	62808	62808	62808
其他	831	157	288	303	<b>负债总计</b>	<b>102595</b>	<b>117783</b>	<b>128249</b>	<b>132608</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-41008</b>	<b>-20285</b>	<b>-20131</b>	<b>-20114</b>	实收资本	8935	8935	8935	8935
债权募资	47907	13341	5069	3508	归属于母公司所有者权益	27615	32863	43476	54732
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1793	1893	2027	2170
其他	-18495	-4127	-5468	-5629	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>132003</b>	<b>152540</b>	<b>173752</b>	<b>189510</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>29412</b>	<b>9214</b>	<b>-399</b>	<b>-2122</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-6255</b>	<b>602</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,梅花生物,百傲化学,玲珑轮胎,润阳科技,七彩化学,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,飞凯材料,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,中粮科技,永东股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。