

# 东方盛虹

## 重视四大预期差异；上调评级至“跑赢行业”，列为民营炼化首选

### 观点聚焦

#### 投资建议

我们认为市场对东方盛虹存在四大预期差异，导致公司可能被过度低估。本篇报告重点阐述了我们对于四大预期差异的观点，并上调公司评级从“中性”至“跑赢行业”。理由如下：

- ▶ **盛虹炼化远期炼化规模堪比恒力炼化与浙江石化。**由东方盛虹在连云港石化产业基地控股投资的1,600万吨/年盛虹炼化项目启动与建成投产时间晚于恒力炼化和浙江石化，市场前期关注度较低。我们观察到，目前市场鲜有投资者关注到盛虹炼化“十四五”至“十五五”期间的规划，盛虹炼化远期成长性可能被市场严重低估。
- ▶ **盛虹炼化一期项目已完成项目融资。**我们发现部分投资者担心公司在盛虹炼化项目资本金筹措上可能会有压力。事实上，截止到目前为止，东方盛虹已经通过自有资金、定向增发和引入三级政府产业基金的方式，成功筹集了全部所需的资本金，银团债务资金也已批复，获得了融资支持。我们认为三级政府产业基金，未来亦可能通过市场化方式退出，东方盛虹不排除远期对盛虹炼化最终实现全资控股的可能性。
- ▶ **盛虹炼化一期项目竞争力与同行民营炼化项目无实质性差异。**我们发现部分投资者担心盛虹炼化一期项目因途中调整了设计方案，取消了部分下游装置而削弱了项目的盈利能力。我们认为该项目在成本竞争力方面与同行项目无实质性差距，设计方案对下游产品结构的调整，增强了盈利保障。
- ▶ **斯尔邦借壳上市计划终止，与盛虹炼化具有较大产业协同的空间。**盛虹集团旗下斯尔邦与盛虹炼化存在产业协同的空间，长期来看，我们认为集团下两个平台未来均有更多产能规模和产品链延伸发展的潜力。考虑到目前斯尔邦借壳上市计划因故终止，我们不排除斯尔邦未来注入东方盛虹的可能性，有利于丰富下游产品和提升市场竞争力，两者实现协同发展。

**我们与市场的最大不同？**我们认为市场低估公司远期规划，同时过分担忧炼化项目融资、竞争力以及同业竞争等问题。

**潜在催化剂：**炼化项目建设出现实质性进展。

#### 盈利预测与估值

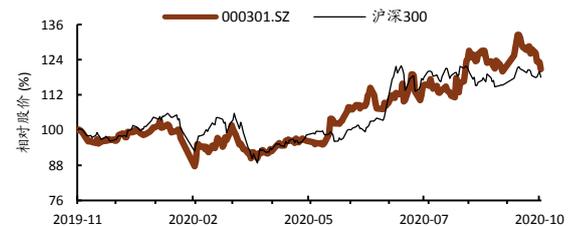
我们维持公司2020年归母净利润预测基本不变，考虑到盛虹炼化一期项目明年投产的预期，上调2021年归母净利润预测28%至24亿元，并引入2022年归母净利润预测达76亿元。上调2021年市盈率倍数从15倍至18倍，对应上调目标价53%至9.2元，对应2022年市盈率6倍，存在50%的上行空间。上调评级从“中性”至“跑赢行业”，列为民营大炼化行业中首选标的。

#### 风险

主营业务景气复苏和炼化项目投产不及预期，同业竞争问题。

### 上调至跑赢行业

|               |               |
|---------------|---------------|
| 股票代码          | 000301.SZ     |
| 评级            | ↑ 跑赢行业        |
| 最新收盘价         | 人民币 6.14      |
| 目标价           | 人民币 9.20      |
| 52周最高价/最低价    | 人民币 6.79~4.25 |
| 总市值(亿)        | 人民币 297       |
| 30日日均成交额(百万)  | 人民币 51.63     |
| 发行股数(百万)      | 4,835         |
| 其中：自由流通股(%)   | 26            |
| 30日日均成交量(百万股) | 7.95          |
| 主营行业          | 能源            |



| (人民币 百万)  | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 23,264 | 24,888 | 24,679 | 41,943 |
| 增速        | 42.7%  | 7.0%   | -0.8%  | 70.0%  |
| 归属母公司净利润  | 965    | 1,614  | 630    | 2,432  |
| 增速        | -32.5% | 67.2%  | -61.0% | 286.3% |
| 扣非后净利润    | 932    | 1,351  | 630    | 2,432  |
| 增速        | -5.0%  | 44.9%  | -53.4% | 286.3% |
| 每股净利润     | 0.24   | 0.40   | 0.13   | 0.50   |
| 每股净资产     | 3.89   | 3.48   | 2.95   | 3.35   |
| 每股股利      | 0.10   | 0.10   | 0.10   | 0.13   |
| 每股经营现金流   | 0.52   | 1.29   | 0.50   | 1.07   |
| 市盈率       | 25.6   | 15.3   | 47.2   | 12.2   |
| 市净率       | 1.6    | 1.8    | 2.1    | 1.8    |
| EV/EBITDA | 10.7   | 8.5    | 22.1   | 18.4   |
| 股息收益率     | 1.4%   | 1.4%   | 1.6%   | 2.1%   |
| 平均总资产收益率  | 4.5%   | 5.0%   | 1.4%   | 3.1%   |
| 平均净资产收益率  | 8.7%   | 10.9%  | 4.5%   | 16.0%  |

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

#### 陆辰

分析师

chen.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080519060003

SFC CE Ref: BKH244

#### 王钟杨

分析师

Nelson.Wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080519050001

SFC CE Ref: AXN241

#### 胡宇豪

联系人

yuhao.hu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080119070037

SFC CE Ref: BNJ944

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元)   | 2018A  | 2019A  | 2020E   | 2021E   | 主要财务比率       | 2018A  | 2019A | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|--------|---------|---------|--------------|--------|-------|--------|--------|
| <b>利润表</b>   |        |        |         |         | <b>成长能力</b>  |        |       |        |        |
| 营业收入         | 23,264 | 24,888 | 24,679  | 41,943  | 营业收入         | 42.7%  | 7.0%  | -0.8%  | 70.0%  |
| 营业成本         | 20,172 | 21,868 | 22,674  | 37,012  | 营业利润         | -27.1% | 49.1% | -61.0% | 305.6% |
| 税金及附加        | 108    | 135    | 115     | 195     | EBITDA       | -0.7%  | 34.6% | -31.1% | 100.1% |
| 营业费用         | 221    | 246    | 247     | 419     | 净利润          | -32.5% | 67.2% | -61.0% | 286.3% |
| 管理费用         | 218    | 256    | 247     | 419     | 扣非后净利润       | -5.0%  | 44.9% | -53.4% | 286.3% |
| 财务费用         | 402    | 524    | 480     | 544     | <b>盈利能力</b>  |        |       |        |        |
| 其他           | -979   | -96    | -291    | -544    | 毛利率          | 12.8%  | 11.6% | 7.7%   | 11.3%  |
| 营业利润         | 1,272  | 1,898  | 741     | 3,003   | 营业利润率        | 5.5%   | 7.6%  | 3.0%   | 7.2%   |
| 营业外收支        | 11     | 8      | 0       | 0       | EBITDA 利润率   | 11.5%  | 14.4% | 10.0%  | 11.8%  |
| 利润总额         | 1,283  | 1,906  | 741     | 3,003   | 净利率          | 4.1%   | 6.5%  | 2.6%   | 5.8%   |
| 所得税          | 318    | 294    | 111     | 450     | 扣非后净利率       | 4.0%   | 5.4%  | 2.6%   | 5.8%   |
| 少数股东损益       | 0      | -2     | 0       | 121     | <b>偿债能力</b>  |        |       |        |        |
| 归属母公司净利润     | 965    | 1,614  | 630     | 2,432   | 流动比率         | 0.91   | 0.79  | 1.07   | 0.71   |
| 扣非后净利润       | 932    | 1,351  | 630     | 2,432   | 速动比率         | 0.58   | 0.57  | 0.83   | 0.49   |
| EBITDA       | 2,665  | 3,589  | 2,471   | 4,945   | 现金比率         | 0.31   | 0.40  | 0.64   | 0.31   |
| <b>资产负债表</b> |        |        |         |         | 资产负债率        | 47.0%  | 56.3% | 72.8%  | 82.0%  |
| 货币资金         | 3,475  | 5,312  | 7,929   | 6,545   | 净债务资本比率      | 6.2%   | 5.7%  | 净现金    | 21.3%  |
| 应收账款及票据      | 774    | 748    | 742     | 1,261   | <b>回报率分析</b> |        |       |        |        |
| 预付款项         | 354    | 378    | 392     | 639     | 总资产收益率       | 4.5%   | 5.0%  | 1.4%   | 3.1%   |
| 存货           | 3,734  | 2,859  | 2,964   | 4,563   | 净资产收益率       | 8.7%   | 10.9% | 4.5%   | 16.0%  |
| 其他流动资产       | 1,876  | 1,161  | 1,151   | 1,957   | <b>每股指标</b>  |        |       |        |        |
| 流动资产合计       | 10,214 | 10,457 | 13,178  | 14,966  | 每股净利润 (元)    | 0.24   | 0.40  | 0.13   | 0.50   |
| 固定资产及在建工程    | 13,940 | 16,378 | 35,197  | 73,763  | 每股净资产 (元)    | 3.89   | 3.48  | 2.95   | 3.35   |
| 无形资产及其他长期资产  | 5,477  | 8,207  | 8,691   | 9,162   | 每股股利 (元)     | 0.10   | 0.10  | 0.10   | 0.13   |
| 非流动资产合计      | 19,417 | 24,585 | 43,888  | 82,925  | 每股经营现金流 (元)  | 0.52   | 1.29  | 0.50   | 1.07   |
| 资产合计         | 29,631 | 35,042 | 57,066  | 97,890  | <b>估值分析</b>  |        |       |        |        |
| 短期借款         | 5,899  | 7,606  | 6,491   | 11,491  | 市盈率          | 25.6   | 15.3  | 47.2   | 12.2   |
| 应付账款及票据      | 4,350  | 4,989  | 5,173   | 8,445   | 市净率          | 1.6    | 1.8   | 2.1    | 1.8    |
| 其他流动负债       | 929    | 694    | 697     | 1,171   | EV/EBITDA    | 10.7   | 8.5   | 22.1   | 18.4   |
| 流动负债合计       | 11,177 | 13,290 | 12,361  | 21,106  | 股息收益率        | 1.4%   | 1.4%  | 1.6%   | 2.1%   |
| 长期借款和应付债券    | 1,410  | 2,285  | 25,000  | 55,000  |              |        |       |        |        |
| 其他非流动负债      | 1,348  | 4,168  | 4,174   | 4,180   |              |        |       |        |        |
| 非流动负债合计      | 2,758  | 6,453  | 29,174  | 59,180  |              |        |       |        |        |
| 负债合计         | 13,935 | 19,742 | 41,535  | 80,286  |              |        |       |        |        |
| 归母所有者权益      | 15,691 | 14,016 | 14,247  | 16,199  |              |        |       |        |        |
| 少数股东权益       | 5      | 1,284  | 1,284   | 1,405   |              |        |       |        |        |
| 负债及股东权益合计    | 29,631 | 35,042 | 57,066  | 97,890  |              |        |       |        |        |
| <b>现金流量表</b> |        |        |         |         |              |        |       |        |        |
| 净利润          | 965    | 1,614  | 630     | 2,432   |              |        |       |        |        |
| 折旧和摊销        | 980    | 1,157  | 1,251   | 1,518   |              |        |       |        |        |
| 营运资本变动       | -1,022 | 2,087  | 84      | 573     |              |        |       |        |        |
| 其他           | 1,191  | 357    | 476     | 661     |              |        |       |        |        |
| 经营活动现金流      | 2,115  | 5,215  | 2,440   | 5,184   |              |        |       |        |        |
| 资本开支         | -2,217 | -6,025 | -20,546 | -40,546 |              |        |       |        |        |
| 其他           | 252    | 1,341  | 0       | 0       |              |        |       |        |        |
| 投资活动现金流      | -1,966 | -4,684 | -20,546 | -40,546 |              |        |       |        |        |
| 股权融资         | 0      | 0      | 0       | 0       |              |        |       |        |        |
| 银行借款         | 448    | 2,870  | 21,600  | 35,000  |              |        |       |        |        |
| 其他           | -94    | -1,302 | -879    | -1,024  |              |        |       |        |        |
| 筹资活动现金流      | 355    | 1,568  | 20,721  | 33,976  |              |        |       |        |        |
| 汇率变动对现金的影响   | 38     | -7     | 0       | 0       |              |        |       |        |        |
| 现金净增加额       | 542    | 2,091  | 2,615   | -1,386  |              |        |       |        |        |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

东方盛虹位于江苏省苏州市吴江区，主营业务以民用涤纶长丝的研发、生产和销售为核心，以热电等业务为补充。公司目前主要专注于民用涤纶长丝领域，坚持高端产品的研发与生产，在国内外均享有一定的市场领先地位。公司的涤纶长丝产能达 171 万吨/年，约占全国总产能的 5%，位列全国第四。2019 年，公司收入达到 249 亿元人民币，归母净利润 16.1 亿元。

## 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>四大预期差异导致过度低估</b> .....                | <b>4</b>  |
| 预期差异一：盛虹炼化远期炼油规模堪比恒力炼化与浙江石化.....         | 4         |
| 预期差异二：盛虹炼化一期项目已完成项目融资，东方盛虹远期或实现全资控股..... | 6         |
| 预期差异三：盛虹炼化一期项目竞争力与同行民营炼化项目无实质性差异.....    | 7         |
| 预期差异四：斯尔邦借壳上市计划终止，与盛虹炼化具有较大产业协同的空间.....  | 10        |
| <b>盈利预测与估值</b> .....                     | <b>12</b> |
| 盛虹炼化一期投产后，预期公司年化盈利中枢有望达 70 亿元.....       | 12        |
| 上调评级至“跑赢行业”，上调目标价至 9.2 元.....            | 12        |
| <b>风险</b> .....                          | <b>16</b> |

## 图表

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 连云港石化产业基地总体布局规划图（2019-2030）..... | 4  |
| 图表 2: 三大民营炼化项目一期（左）和二期（右）建设与投产时间表..... | 5  |
| 图表 3: 盛虹炼化股权结构图 - 三级政府基金落地后.....       | 6  |
| 图表 4: 盛虹炼化一体化项目调整前后经济指标.....           | 7  |
| 图表 5: 盛虹炼化项目调整前后及与恒力炼化项目比对.....        | 8  |
| 图表 6: 民营炼化项目与国营炼化项目成本差异.....           | 9  |
| 图表 7: 炼油厂单位能力投资走势.....                 | 9  |
| 图表 8: 完全操作费用及单位能力成本走势.....             | 9  |
| 图表 9: 吨油利润及项目投资内部收益率走势.....            | 9  |
| 图表 10: 项目投资净现值走势.....                  | 9  |
| 图表 11: 斯尔邦产业链.....                     | 10 |
| 图表 12: 斯尔邦毛利率同业对比.....                 | 11 |
| 图表 13: 斯尔邦净负债权益比与自由现金流.....            | 11 |
| 图表 14: 盈利预测调整.....                     | 12 |
| 图表 15: 盈利预测.....                       | 13 |
| 图表 16: 历史 P/E.....                     | 14 |
| 图表 17: 历史 P/B.....                     | 14 |
| 图表 18: 可比公司估值表.....                    | 15 |

## 四大预期差异导致过度低估

### 预期差异一：盛虹炼化远期炼油规模堪比恒力炼化与浙江石化

由东方盛虹在连云港石化产业基地控股投资的1,600万吨/年盛虹炼化项目，作为“十三五”期间，中国政府批复的三大民营炼化一体化项目之一，项目启动与建成投产时间晚于恒力炼化和浙江石化，单期项目的原油一次加工能力较两者亦略小，市场前期关注度较低。我们观察到，目前市场鲜有投资者关注到盛虹炼化“十四五”至“十五五”期间的规划，盛虹炼化远期成长性可能被市场严重低估。

连云港石化产业基地是中国七大石化产业基地之一。连云港石化产业基地（徐圩新区石化产业园）是《石化产业规划布局方案》明确的七大基地之一，规划面积61.3平方公里，主要布局炼化一体化、乙烯、丙烯、聚酯、多元化原料加工、化工新材料等产业。根据今年4月连云港市政府发布的[产业基地总体发展规划（修订版）](#)，产业规模达4,000万吨/年炼油、600万吨/年乙烯和700万吨/年芳烃。

规划期2020-2030年，分两期进行。根据规划，一期到2025年，基地炼油规模达到1,600万吨/年，乙烯规模达到280万吨/年，芳烃规模达到280万吨/年；二期到2030年炼油规模达到4,000万吨/年，乙烯规模达到600万吨/年，芳烃规模达到700万吨/年。

盛虹炼化为基础主体项目。由东方盛虹控股的盛虹炼化（连云港）有限公司，目前在基地内建设1,600万吨/年炼化一体化项目，配套年产110万吨/年乙烯和280万吨对二甲苯（PX）。该项目于2018年12月正式动工，公司预计将于2021年中投料试车，于2021年底全面投产。

该项目是目前基地内已建和在建产能、投资规模最大的工程，我们认为也是整个基地上下游石化产业布局的主心骨。同样位于基地内的[其他主要项目](#)还包括：1）由东方盛虹控股的虹港石化PTA项目；2）盛虹集团旗下斯尔邦石化甲醇制烯烃项目；3）由卫星石化控股的乙烷裂解制乙烯项目（在建）；4）东华能源丙烷脱氢和聚丙烯项目（在建）；5）中化连云港循环经济产业园项目等（在建）。

图表1：连云港石化产业基地总体布局规划图（2019-2030）



资料来源：连云港市人民政府，徐圩新区环境保护局，中金公司研究部

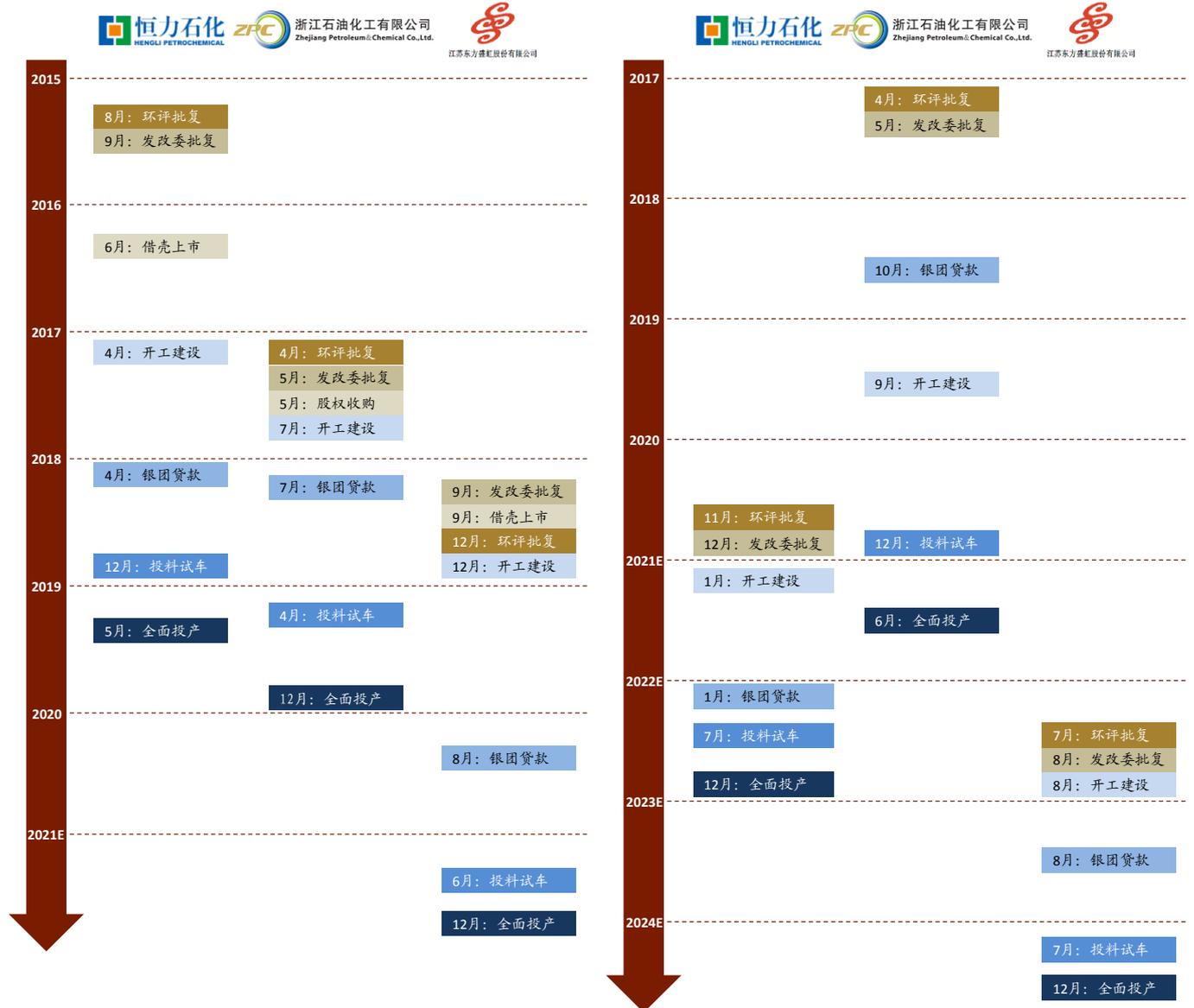
炼化二期项目土地已预留，预计仍将以东方盛虹主导推进。根据规划，该基地在当初纳入《石化产业规划布局方案》时，即做了二期炼化项目的规划，且已在邻接盛虹炼化项目西北侧，预留了二期项目所需的土地。考虑到基地内首套1,600万吨/年炼化项目由东

方盛虹控股投资，我们判断，二期炼化项目大概率亦将由公司主导推进。

我们预计二期炼化项目有可能会分步推进，第一步从 2022 年开始启动建设 1,500 万吨/年炼化一体化项目，预计在“十四五”初期投产，第二步在此装置基础上扩大 1,000 万吨/年原油一次加工能力，最终于 2030 年底之前达到合计 4,000 万吨/年的炼油规模。

综上所述，横向比较恒力炼化在大连长兴岛石化基地已投产一期 2,000 万吨/年炼化一体化项目，拟建二期 2,000 万吨/年，和浙江石化在舟山石化基地已投产一期 2,000 万吨/年炼化一体化项目，在建二期 2,000 万吨/年，我们认为就三家民营炼化公司已规划且投资建成确定性较高的炼油规模来看，均有望在 2030 年前达到参控股约 4,000 万吨/年的体量。

图表 2：三大民营炼化项目一期（左）和二期（右）建设与投产时间表



资料来源：国家和地方发改委、公司公告、中金公司研究部

**预期差异二：盛虹炼化一期项目已完成项目融资，东方盛虹远期或实现全资控股**

我们发现部分投资者担心东方盛虹作为盛虹炼化控股股东，在筹措资本金的工作上可能会遇到困难，从而连带影响银团债务资金的批复和项目建设的推进。事实上，截止目前为止，东方盛虹已经通过自有资金、定向增发和引入三级政府产业基金的方式，成功筹集了全部所需的资本金，银团债务资金也已批复，获得了融资支持。我们认为三级政府产业基金，未来亦可能通过市场化方式退出，东方盛虹不排除远期对盛虹炼化最终实现全资控股的可能性。

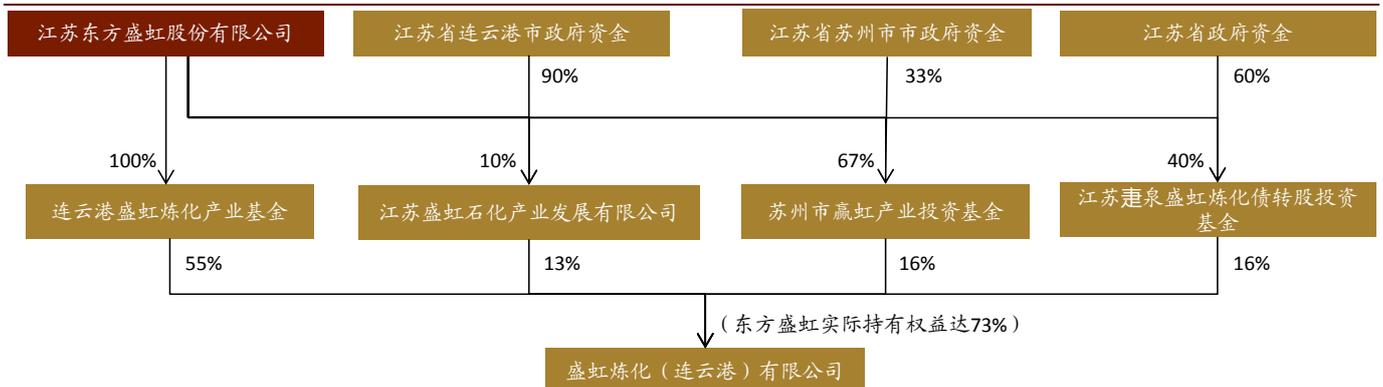
**盛虹炼化资本金已筹备完成。**根据公告，盛虹炼化一体化项目总投资额约为 677 亿元，其中 190 亿元（或 28%）由资本金构成，余下 486 亿元由银团贷款、非公开发行绿色公司债券以及流动资金贷款组成。

- ▶ **资本金：**根据公司公告，190 亿元的项目资本金主要由公司自有资金加江苏省、苏州市、连云港市三级政府产业基金筹备。截止目前，已经筹备到位 161 亿元，其中 128.5 亿元（或 80%，包括约 36 亿元定向增发募集资金）来自东方盛虹自有资金，22.5 亿元（或 14%，已扣除东方盛虹对基金出资的 2.5 亿元）来自连云港市政府设立的产业基金，10 亿元来自苏州市产业基金（或 6%，已扣除东方盛虹对基金出资的 20 亿元）。余下的 30 亿元来自江苏省财政厅牵头设立的产业基金，其中东方盛虹出资 11.98 亿元。由此我们测算，东方盛虹最终持有盛虹炼化项目权益达 73%。
- ▶ **债务资金：**2020 年 8 月 12 日公司公告，盛虹炼化与工商银行、国开行等银行组成的财团签订了协议，根据协议财团确认了 415 亿元的贷款份额。剩余项目规划所需投资额，公司将通过流动资金贷款和发行绿色债补充完成。

**政府基金未来或市场化退出。**我们认为，三级政府产业基金虽然通过参与盛虹炼化资本金筹措的方式，稀释了项目权益约 27%，但实际可视为各级政府为支持东方盛虹加快推进盛虹炼化项目所给予的资金支持。根据公司公告，三级政府产业基金的存续期为 5+2 年，存续期结束后或以市场化的形式退出。

我们预计届时上述资金在退出时，东方盛虹作为项目的控股股东或拥有优先购股权，我们预计远期公司对项目有望实现全资控股。

图表 3：盛虹炼化股权结构图 - 三级政府基金落地后



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 预期差异三：盛虹炼化一期项目竞争力与同行民营炼化项目无实质性差异

我们发现部分投资者担心盛虹炼化一期项目因途中调整了设计方案，取消了部分下游装置而大幅削弱了项目的盈利能力。我们分析了盛虹炼化调整前后的设计方案，认为调整前方案与浙江石化一期项目接近，而调整后更接近恒力炼化一期项目，该项目在成本竞争力方面与同行民营炼化项目无实质性差异，不必多虑下游产品结构的调整。

**盛虹炼化项目调整优化，基础化工原料收率进一步提升。**根据公司公告，盛虹炼化1,600万吨/年炼化项目原计划总投资约775亿元，不过2019年8月9日，公司宣布对项目设计方案进行优化，总投资由775亿元调减98亿元至677亿元。公司表示，“年加工原油1,600万吨、年产乙烯110万吨、PX 280万吨”的主体规模并未变化，主要调整了：1) 部分炼油二次加工装置及建设规模，2) 取消了润滑油系列生产装置和下游乙烯醋酸乙烯共聚物(EVA)等化工装置，3) 变更了供发电制氢气系统方案，4) 优化调整了公用工程及辅助设施建设规模。公司维持项目2021年底全面投产的预期。

公司表示，调整后的成品油占原油加工量比例由37%降低到31%，并可提供更多基础化工原料。而此次调整之后，公司预计年均净利润将较原计划增长24%至94亿元，资本金净利润率上升15.42个百分点至49.43%。

图表4：盛虹炼化一体化项目调整前后经济指标

| 单位：百万元        |        |        |
|---------------|--------|--------|
| 项目            | 调整前    | 调整后    |
| 总投资估算         | 77,475 | 67,664 |
| 其中：建设投资       | 69,666 | 58,775 |
| 建设期利息         | 3,477  | 2,967  |
| 流动资金          | 4,332  | 5,922  |
| 生产期内年均营业收入    | 72,209 | 92,331 |
| 年均利润总额        | 10,127 | 12,338 |
| 年均净利润         | 7,595  | 9,418  |
| 所得税前财务内部收益率   | 17.3%  | 22.2%  |
| 所得税后财务内部收益率   | 14.0%  | 17.9%  |
| 项目本金税后财务内部收益率 | 26.6%  | 33.8%  |
| 资本金净利润率(ROE)  | 34.0%  | 49.4%  |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**部分下游化工装置被取消，以规避集团内企业斯尔邦同业竞争问题。**我们比对了盛虹炼化项目调整前后的方案，认为公司调整项目设计方案的主要原因之一，是规避与集团内企业江苏斯尔邦石化有限公司（简称：斯尔邦）同业竞争的问题，因此取消了乙烯醋酸乙烯共聚物(EVA)、环氧乙烷(EO)、丙烯腈(AN)和甲基丙烯酸酯甲酯(MMA)等生产装置（上述四种为斯尔邦目前主营产品），部分放大了乙二醇(EG)、丁二烯抽提等装置产能以实现物料平衡。公司实控人今年2月亦承诺斯尔邦在盛虹炼化投产后，不再对外销售乙二醇、丙烯和丁二烯三种产品。

**调整后方案更接近恒力炼化，PX/EG自足是设计核心理念。**从盛虹炼化炼油部分来看，我们认为方案调整前后的主要差异是降低了汽、柴油的收率，放弃生产润滑油，而扩大了重油二次裂解和芳烃联合的建设规模，即提高了基础油、重质调和油和芳烃等产品收率。

从化工部分来看，调整前方案乙烯及下游衍生品种类较多，加工链较深，可类比浙江石化乙烯项目，而调整后方案更接近于恒力炼化乙烯项目，提高了EG收率以满足公司未来扩大下游聚酯业务对原料的需求。

图表 5: 盛虹炼化项目调整前后及与恒力炼化项目对比

| 调整前      |             |           | 调整后      |             |           | 恒力炼化     |             |           |
|----------|-------------|-----------|----------|-------------|-----------|----------|-------------|-----------|
| 序号       | 装置名称        | 规模, 百万吨/年 | 序号       | 装置名称        | 规模, 百万吨/年 | 序号       | 装置名称        | 规模, 百万吨/年 |
| <b>1</b> | <b>炼油部分</b> |           | <b>1</b> | <b>炼油部分</b> |           | <b>1</b> | <b>炼油部分</b> |           |
| 1.1      | 常减压蒸馏       | 16.00     | 1.1      | 常减压蒸馏       | 16.00     | 1.1      | 常减压蒸馏       | 10.00     |
| 1.2      | 煤油加氢        | 1.80      | 1.2      | 煤油加氢        | 1.80      | 1.2      | 常减压蒸馏       | 10.00     |
| 1.3      | 焦化          | 2.00      | 1.3      | 焦化          | 2.00      | 1.3      | 煤油加氢        | 2.00      |
| 1.4      | 重油加氢裂化      | 9.00      | 1.4      | 柴油加氢裂化      | 3.20      | 1.4      | 柴油加氢裂化      | 6.00      |
| 1.5      | 润滑油异构脱蜡     | 0.70      | 1.5      | 重油加氢裂化      | 9.50      | 1.5      | 重油加氢裂化      | 11.50     |
| 1.6      | 汽柴油加氢       | 3.00      | 1.5      | 芳烃联合        | 4.00      | 1.6      | 润滑油异构脱蜡     | 0.60      |
| 1.7      | 芳烃联合        | 2.80      | 1.6      | 烷基化         | 0.44      | 1.7      | 芳烃联合        | 4.50      |
| 1.8      | 烷基化         | 0.30      | 1.7      | PSA (千标立/时) | 600       | 1.8      | 异构化         | 0.50      |
| 1.9      | PSA (千标立/时) | 440       | 1.8      | 硫磺回收        | 0.60      | 1.9      | C3/IC4混合脱氢  | 1.00      |
| 1.10     | 硫磺回收        | 0.60      | <b>2</b> | <b>化工部分</b> |           | 1.10     | 聚丙烯         | 0.30      |
| <b>2</b> | <b>化工部分</b> |           | 2.1      | 乙烯裂解        | 1.10      | 1.11     | MTBE        | 0.82      |
| 2.1      | 乙烯裂解        | 1.10      | 2.2      | 裂解汽油加氢      | 0.55      | 1.12     | PSA (千标立/时) | 730       |
| 2.2      | 裂解汽油加氢      | 0.42      | 2.3      | 丁二烯抽提       | 0.20      | 1.13     | 硫磺回收        | 0.65      |
| 2.3      | 芳烃抽提        | 0.29      | 2.4      | 醋酸乙烯        | 0.30      | 1.14     | 煤制氢 (千标立/时) | 500       |
| 2.4      | 丁二烯抽提       | 0.15      | 2.5      | EG          | 1.00      | <b>2</b> | <b>化工部分</b> |           |
| 2.5      | EVA         | 0.30      | 2.6      | 苯乙烯         | unknown   | 2.1      | 乙烯裂解        | 1.50      |
| 2.6      | 醋酸乙烯        | 0.30      | <b>3</b> | <b>IGCC</b> |           | 2.2      | 裂解汽油加氢      | 0.35      |
| 2.7      | EO/EG       | 0.60      |          |             |           | 2.3      | 丁二烯抽提       | 0.14      |
| 2.8      | 苯乙烯         | 0.60      |          |             |           | 2.4      | HDPE        | 0.40      |
| 2.9      | 丙烯腈         | 0.26      |          |             |           | 2.5      | EG          | 0.90      |
| 2.10     | 甲基丙烯酸酯甲酯    | 0.09      |          |             |           | 2.6      | 苯乙烯         | 0.72      |
| 2.11     | 丙烯酸及酯       | 0.30      |          |             |           | 2.7      | PP          | 0.40      |
| 2.12     | SAP         | 0.24      |          |             |           |          |             |           |
| <b>3</b> | <b>IGCC</b> |           |          |             |           |          |             |           |

资料来源: 公司公告, 连云港市人民政府, 中金公司研究部

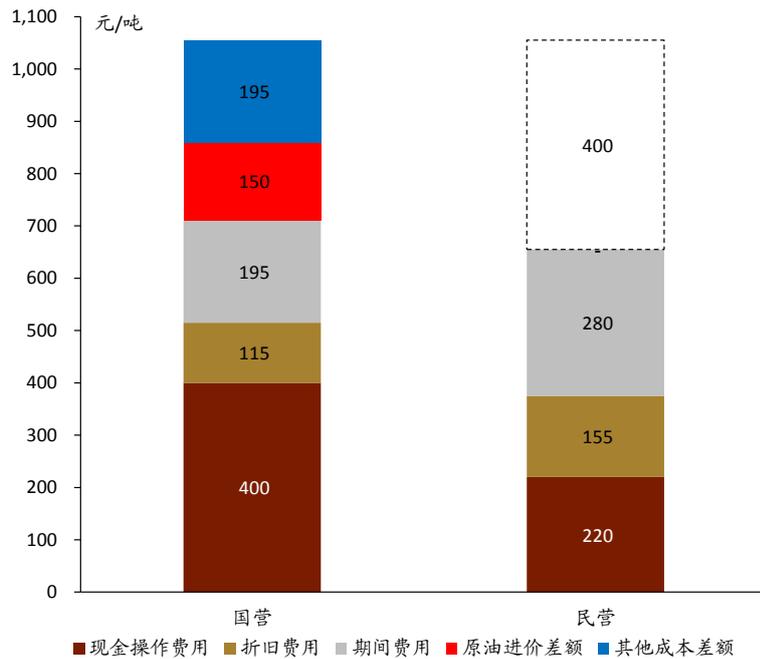
低成本一体化全产业链是民营炼化项目核心竞争力, 不必多虑下游产品结构的调整。“十三五”期间中国政府批复的三大民营炼化项目中, 恒力炼化一期 2,000 万吨/年和浙江石化一期 2,000 万吨/年已经分别于 2019 年 5 月和 2019 年 12 月投产实现盈利。两套装置投产至今, 即使在行业供需矛盾格局恶化、疫情等黑天鹅事件冲击的市场环境下, 今年前三季度仍然取得了好于市场预期的盈利, 且大幅好于国营炼厂实现的盈利。我们认为, 民营炼化项目之所以能实现超预期的业绩, 核心优势来自于其低成本一体化全产业链的竞争力, 而并非来自于其与国营炼厂产品结构存在较大差距带来的优势。

根据我们的测算, 上述两套已投产的民营炼化项目单吨原油加工完全成本, 比国营炼厂低约 400 元, 其中现金操作费用、原油采购成本、税金和其他等成本节省较为显著。换言之, 当炼化行业平均处于盈亏平衡的情形下, 我们预计 2,000 万吨/年规模的民营炼化项目亦有望凭借较大的成本竞争优势, 实现年化约 80 亿元的盈利。

我们认为盛虹炼化 1,600 万吨/年炼化项目与恒力炼化和浙江石化一期 2\*1,000 万吨/年炼化项目相比, 理论上单位成本竞争力有过之而无不及。根据行业内权威机构中国石化工程建设有限公司对 500-2,500 万吨/年规模炼化项目规划方案的测算, 1,500-1,800 万吨/年规模区间是炼化厂的最佳经济规模。同时, 盛虹炼化项目自备 30 万吨级原料码头, 管道入库, 我们认为该项目在原油采购成本环节也具备较大的竞争力。

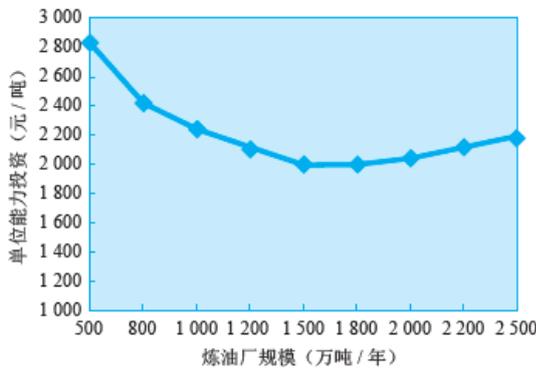
我们判断盛虹炼化项目投产后, 大概率将凭借显著的成本优势, 实现相同甚至好于民营同行的回报率, 当然随着行业内先进产能的逐步投产, 市场化淘汰落后产能, 行业平均加工成本或将下降, 但我们认为这可能是一个相当缓慢的过程。

图表6：民营炼化项目与国营炼化项目成本差异



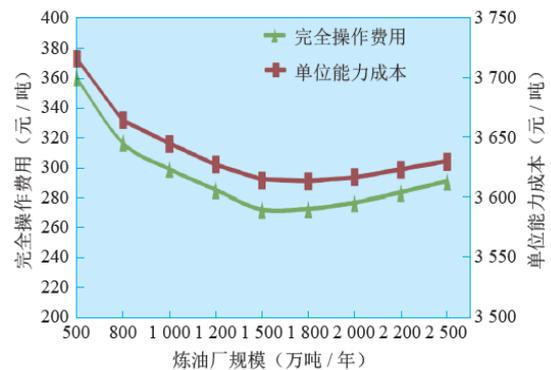
资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：测算采用2019年数据

图表7：炼油厂单位能力投资走势



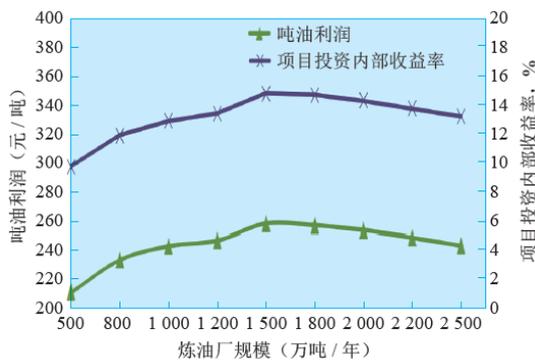
资料来源：《当代石油石化》，中金公司研究部

图表8：完全操作费用及单位能力成本走势



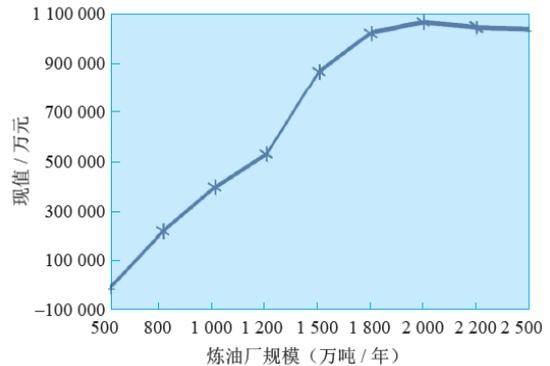
资料来源：《当代石油石化》，中金公司研究部

图表9：吨油利润及项目投资内部收益率走势



资料来源：《当代石油石化》，中金公司研究部

图表10：项目投资净现值走势



资料来源：《当代石油石化》，中金公司研究部

**预期差异四：斯尔邦借壳上市计划终止，与盛虹炼化具有较大产业协同的空间**

盛虹集团旗下斯尔邦与盛虹炼化存在产业协同的空间，长期来看，我们认为集团下两个平台未来均有更多产能规模和产品链延伸发展的潜力。包括我们在内，市场潜在的担忧是倘若盛虹集团坚持双平台独立发展，一定程度上未必有利于两大平台实现长远盈利的最大化，但考虑到目前斯尔邦借壳上市计划因故终止，我们重新看到了新的希望。我们不排除斯尔邦未来注入东方盛虹的可能性，有利于丰富下游产品和提升市场竞争力，两者实现协同发展。

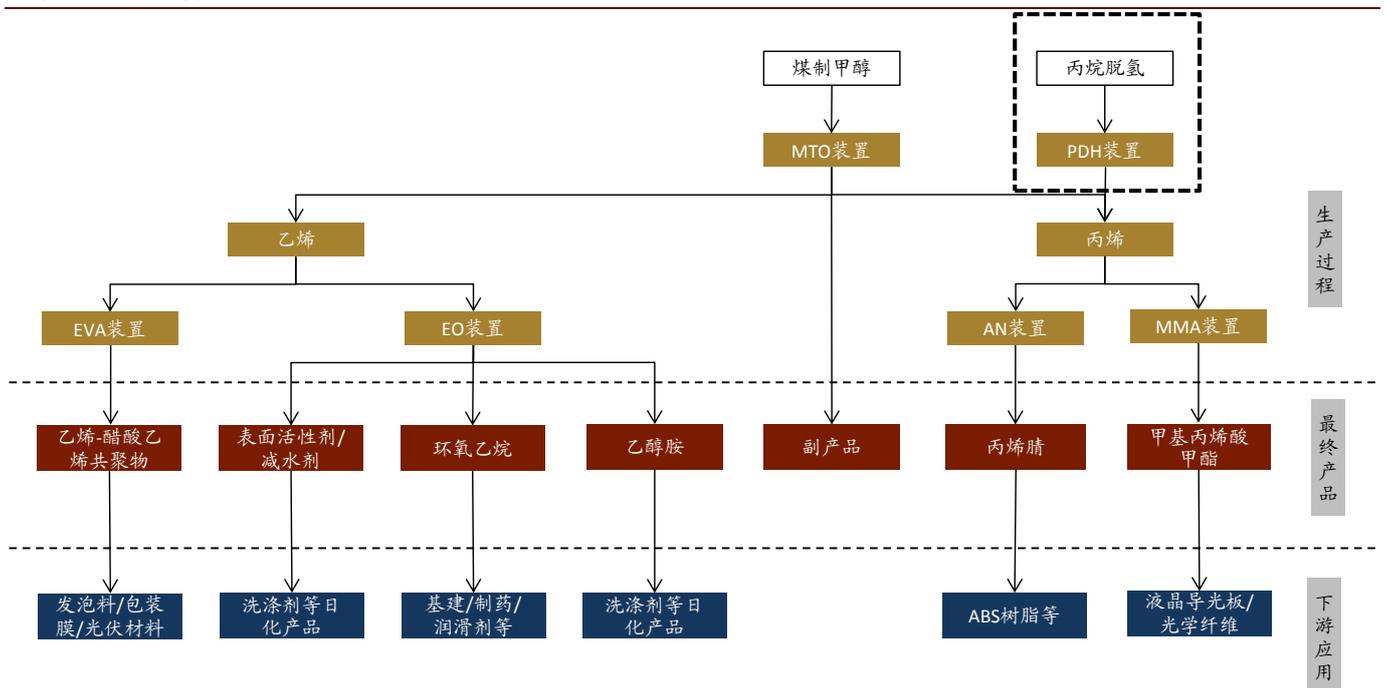
**江苏斯尔邦石化有限公司简介**

**斯尔邦股权结构与主营业务简介。**斯尔邦当前注册资本为 56 亿元。2019 年公司股权结构变更后，当前盛虹集团持有 81% 股权，其一致行动人连云港博虹实业有限公司持有 5%（合计持股 85.5%），建信投资持股 9.1%，中银资产持股 5.5%。

斯尔邦主营业务以甲醇为原料，经过甲醇转化制烯烃（MTO）工艺生产乙烯、丙烯、C4 等，进而合成高附加值烯烃衍生物。目前斯尔邦投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年（以甲醇计），单体规模位居全球已建成 MTO 装置前列；丙烯腈产量为全国第一，MMA 产量位居前三，EVA、EO 及其衍生物产量也位居全国前列，具有较强的竞争优势。

截止目前，斯尔邦拥有 EVA 产能 30 万吨/年、丙烯腈产能 52 万吨/年、MMA 产能 17 万吨/年、环氧乙烷产能 18 万吨/年。根据公司规划，未来有望启动二期 120 万吨/年 MTO 装置建设，并新增醋酸乙烯产能 6 万吨/年，丙烯酸酯产能 24 万吨/年，丁辛醇产能 23 万吨/年。

图表 11：斯尔邦产业链

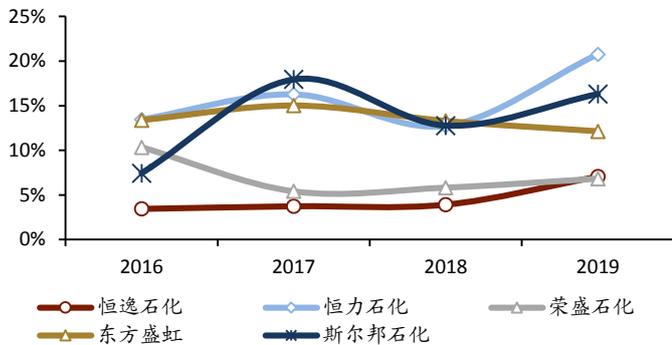


注：丙烷产业链于 2020 年 3 月 18 日才开始建设，还未投产。资料来源：公司公告，中金公司研究部

**斯尔邦财务简介与分析。**斯尔邦最早于 2015-17 年间逐步投产了 MTO、丙烯腈、环氧乙烷、EVA 等装置，于 2017 年 9 月，公司才正式完成上下游装置全流程打通，公司盈利也在 2017 年出现较大的涨幅，达到 8 亿元左右，2018/7M19 斯尔邦归母净利润分别达到 3 亿元/10 亿元，公司表示主要受 2018 年例行检修增加停工及检修费用、部分装置 2017 年转固后利息支出资本化部分减少导致当年财务费用增加的影响，2018 年公司净利润下滑，2019 年业绩已经大幅提升。

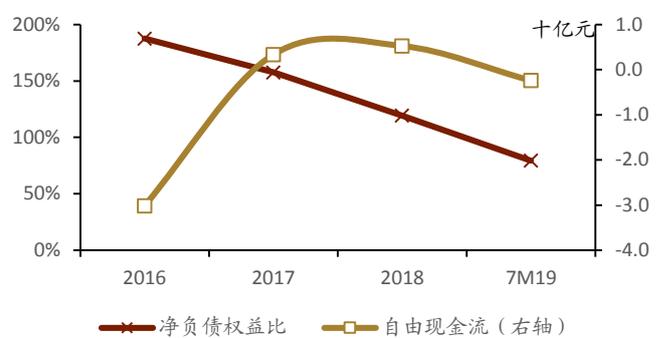
我们发现，斯尔邦定位于化工品中高端领域，因此毛利率在同行中也处于较高水平，仅次于已经投产大炼化项目的恒力石化。此外，随着斯尔邦主要装置建设完成，公司的自由现金流也在大幅好转，净负债权益比持续下降，截止2019年7月底，斯尔邦的净负债权益比已经下降至79%。

图表 12: 斯尔邦毛利率同业对比



注：斯尔邦2019年指7M19。资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: 斯尔邦净负债权益比与自由现金流



资料来源：公司公告，中金公司研究部

**未来有望朝着一体化产业链继续延伸和扩张。**往前看，我们预计斯尔邦将沿着“煤制甲醇-烯烃-下游衍生物”的路线继续向产业链上下游扩张。上游方面，我们预计斯尔邦将向上布局煤制甲醇业务，力图降低甲醇等原材料价格波动风险；下游方向，斯尔邦将充分利用现有 MTO 装置及烯烃下游衍生物产能，在差别化和功能化的特种化学品以及高端聚烯烃树脂等中高端领域不断延伸发展。斯尔邦丙烯腈二期技改项目已于2019年9月投产，为公司新增了26万吨/年丙烯腈产能；**今年3月**，总投资为103亿元的丙烷产业链项目也已经正式开工建设。长期来看，我们不排除公司实施二期 MTO 建设的可能性。

#### 百亿估值作价借壳丹化科技受阻终止

2019年5-6月，丹化科技发布公告，拟以不低于3.66元/股的发行价格，向斯尔邦全体股东发行A股股份购买其持有的斯尔邦100%股权，本次交易的标的资产预估交易价格为110亿元。2020年2月25日，丹化科技发布公告称，由于疫情的影响，无法按时出具审计报告，因此公司关于重大资产重组相关财务数据有效期延期，并且于2020年3月26日发布公告继续延期。2020年6月3日，丹化科技向中国证监会申请中止审查本次重大资产重组事项；9月22日，公司宣布终止本次重大资产重组事项。

**借壳终止缘由。**我们认为丹化科技终止重组的主要原因有两方面，第一是由于壳公司起初对2019年业绩出具了非标准意见审计报告，主要因其两家子公司未能给审计单位提供充分、适当的审计证据；且壳公司在未回复证监会审查二次反馈意见的前提下，主动申请了中止审查。虽然截止到目前为止，其两家子公司已补充提供了审计报告，但我们认为已经错过了重组最佳的时间窗口。

第二是由于根据重组预案，斯尔邦注入壳公司要履行3年业绩对赌，而因今年黑天鹅疫情的负面影响，大幅增加了斯尔邦完成原先3年业绩对赌约定的预见性和难度，为推行重组成功进一步增添了难度。

**斯尔邦注入东方盛虹获得的长期优势可能更大。**从另一个角度来看，我们认为，相比将斯尔邦借壳丹化科技，甚至是将斯尔邦单独上市以及不上市的情况，将斯尔邦注入东方盛虹上市主体亦可能是一个较好的选择。

我们主要考虑到：1) 两家公司均坐落于连云港石化基地，主要生产装置紧密相邻，理论上较高的管理协同性；2) 两家公司生产的基础化工品，如乙烯和丙烯，可以互供或合并对外销售；3) 终端化工产品也有望整合销售渠道，放大规模优势；4) 最重要的是，我们认为无论是斯尔邦还是盛虹炼化，未来都有更长产业链延伸布局 and 更多产能建设的规划，两家公司在下游产品链的布局上，如能实现斯尔邦与东方盛虹“合体”，有望强化行业竞争力并形成优于其它国有和民营炼化的独特优势。

## 盈利预测与估值

### 盛虹炼化一期投产后，预期公司年化盈利中枢有望达 70 亿元

**盛虹炼化一期项目：**根据公司指引，项目计划于 2021 年中投料试车，于年底投产，我们从目前建设进度来判断，该时间表存在提前的可能。我们预计炼化项目 4Q21 投产并于 1Q22 达满产后，有望实现年化净利润 75-80 亿元，考虑目前东方盛虹持有权益 73%，即项目归属母公司净利润 55-58 亿元。2021 年，我们保守估计炼化项目贡献约 1 个月净利润，约 4-5 亿元。

**主营业务 (PTA+聚酯+热电)：**公司目前拥有 210 万吨/年聚酯、150 万吨/年 PTA 和一座热电厂；考虑到在建项目的投产预期，我们预计明年初产能有望扩张到 250 万吨/年聚酯+390 万吨/年 PTA，热电厂产销规模亦有望进一步扩大。今年受疫情和原油跌价等多重不利影响，我们预计 2020 年主营业务实现净利润约 6 亿元。随着国内外疫情的恢复，以及原料价格企稳，叠加新产能的投产，我们预计明后年公司主营业务有望恢复至 15-20 亿元水平。

综上所述，我们维持东方盛虹 2020 年归母净利润预测基本不变为 6 亿元，上调 2021 年归母净利润预测 28%至 24 亿元，并引入 2022 年归母净利润预测达 76 亿元。该盈利预测未考虑潜在斯尔邦注入的预期，倘若斯尔邦在未来 1-2 年内实现资产注入，我们预计有望进一步增厚东方盛虹净利润 8-12 亿元。

图表 14: 盈利预测调整

| (百万元)      | 2020E  |        |       | 2021E  |        |       | 2022E |         |     |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|---------|-----|
|            | Old    | New    | Chg   | Old    | New    | Chg   | Old   | New     | Chg |
| 收入         | 24,679 | 24,679 | 0.0%  | 33,279 | 41,943 | 26.0% |       | 136,685 |     |
| 营业利润       | 744    | 741    | -0.4% | 2,243  | 3,003  | 33.9% |       | 11,320  |     |
| 税前利润       | 744    | 741    | -0.4% | 2,243  | 3,003  | 33.9% |       | 11,320  |     |
| 净利润        | 632    | 629    | -0.4% | 1,906  | 2,553  | 33.9% |       | 9,622   |     |
| 少数股东损益     | (0)    | (0)    | -0.4% | (0)    | 121    | N.A.  |       | 2,029   |     |
| 归属于控股股东净利润 | 632    | 630    | -0.4% | 1,907  | 2,432  | 27.6% |       | 7,592   |     |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 上调评级至“跑赢行业”，上调目标价至 9.2 元

考虑到明后年主营业务盈利有望明显恢复，以及盛虹炼化一期项目投产确定性高，带来可观的业绩增量。我们上调 2021 年市盈率倍数从 15 倍至 18 倍，对应上调目标价 53%至 9.2 元，对应 2022 年市盈率 6 倍，存在 50%的上行空间。上调评级从“中性”至“跑赢行业”，列为民营大炼化行业中首选标的。

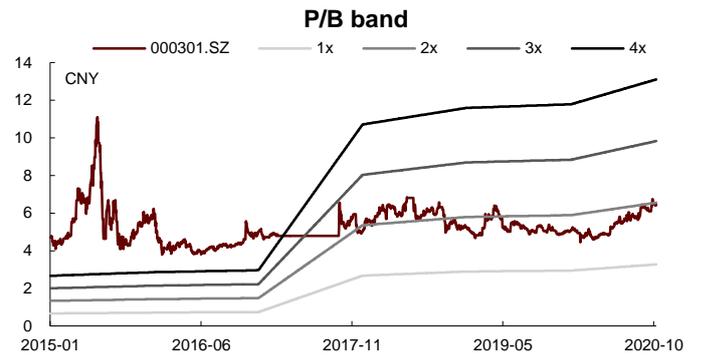
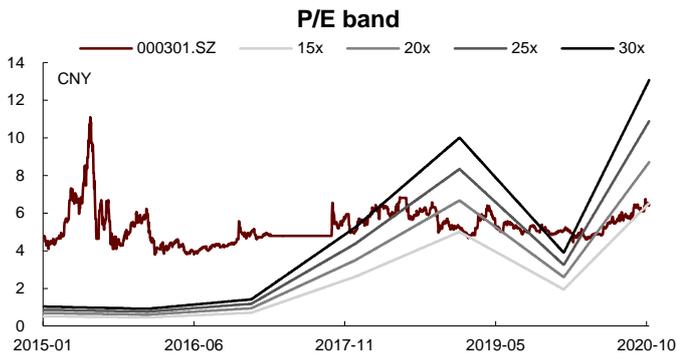
图表 15: 盈利预测

| 单位(人民币百万)     | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>损益表</b>    |         |         |         |         |          |
| 营业收入          | 23,264  | 24,888  | 24,679  | 41,943  | 136,685  |
| 营业成本          | -20,172 | -21,868 | -22,674 | -37,012 | -118,673 |
| 毛利            | 3,092   | 3,019   | 2,005   | 4,931   | 18,012   |
| 税金及附加         | -108    | -135    | -115    | -195    | -634     |
| 营业费用          | -221    | -246    | -247    | -419    | -1,367   |
| 管理费用          | -218    | -256    | -247    | -419    | -1,367   |
| 研发费用          | -207    | -185    | -247    | -419    | -1,367   |
| 财务费用          | -402    | -524    | -480    | -544    | -2,027   |
| 资产减值损失        | -742    | -20     | -20     | -20     | -20      |
| 投资收益          | 12      | 134     | 20      | 20      | 20       |
| 公允价值变动收益      | 0       | 16      | 0       | 0       | 0        |
| 资产处置收益        | -1      | 9       | 0       | 0       | 0        |
| 其他收益          | 68      | 71      | 70      | 70      | 70       |
| 营业利润          | 1,272   | 1,898   | 741     | 3,003   | 11,320   |
| 营业外收入         | 14      | 12      | 0       | 0       | 0        |
| 营业外支出         | -3      | -4      | 0       | 0       | 0        |
| 税前利润          | 1,283   | 1,906   | 741     | 3,003   | 11,320   |
| 所得税           | -318    | -294    | -111    | -450    | -1,698   |
| 少数股东损益        | 0       | -2      | 0       | 121     | 2,029    |
| 净利润           | 965     | 1,614   | 630     | 2,432   | 7,592    |
| <b>现金流量表</b>  |         |         |         |         |          |
| 净利润           | 965     | 1,614   | 630     | 2,432   | 7,592    |
| 折旧和摊销         | 980     | 1,157   | 1,251   | 1,518   | 5,843    |
| 营运资本的增加       | -1,022  | 2,087   | 84      | 573     | 1,953    |
| 经营活动现金流净额     | 2,115   | 5,215   | 2,440   | 5,184   | 19,441   |
| 资本开支          | -2,217  | -6,025  | -20,546 | -40,546 | -20,546  |
| 投资活动现金流净额     | -1,966  | -4,684  | -20,546 | -40,546 | -20,546  |
| 股权融资          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| 借款变动          | 448     | 2,870   | 21,600  | 35,000  | 5,000    |
| 分配股利、利润或偿付利息支 | -310    | -829    | -883    | -1,028  | -2,655   |
| 融资活动现金流净额     | 355     | 1,568   | 20,721  | 33,976  | 2,349    |
| 现金及现金等价物增加额   | 542     | 2,091   | 2,615   | -1,386  | 1,244    |
| 现金及现金等价物期初余额  | 1,793   | 2,334   | 4,426   | 7,041   | 5,655    |
| 现金及现金等价物期末余额  | 2,334   | 4,426   | 7,041   | 5,655   | 6,899    |
| <b>资产负债表</b>  |         |         |         |         |          |
| 货币资金          | 3,475   | 5,312   | 7,929   | 6,545   | 7,791    |
| 应收票据及应收账款     | 774     | 748     | 742     | 1,261   | 4,110    |
| 存货            | 3,734   | 2,859   | 2,964   | 4,563   | 9,754    |
| 流动资产合计        | 10,214  | 10,457  | 13,178  | 14,966  | 26,700   |
| 固定资产          | 12,096  | 13,354  | 14,476  | 19,113  | 35,762   |
| 无形资产及其他资产     | 7,321   | 11,230  | 29,413  | 63,811  | 61,873   |
| 非流动资产合计       | 19,417  | 24,585  | 43,888  | 82,925  | 97,635   |
| 总资产           | 29,631  | 35,042  | 57,066  | 97,890  | 124,335  |
| 短期借款          | 5,899   | 7,606   | 6,491   | 11,491  | 16,491   |
| 应付票据及应付帐款     | 4,350   | 4,989   | 5,173   | 8,445   | 15,834   |
| 应交税费          | 81      | 85      | 85      | 144     | 749      |
| 流动负债合计        | 11,177  | 13,290  | 12,361  | 21,106  | 38,548   |
| 长期借款          | 1,410   | 2,285   | 25,000  | 55,000  | 55,000   |
| 非流动负债合计       | 2,758   | 6,453   | 29,174  | 59,180  | 59,186   |
| 股东权益          | 15,691  | 14,016  | 14,247  | 16,199  | 23,167   |
| 负债和权益合计       | 29,631  | 35,042  | 57,066  | 97,890  | 124,335  |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16: 历史 P/E

图表 17: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 18: 可比公司估值表

| 股票代码          | 公司名称                    | 财报货币 | 交易货币 | 收盘价<br>10-30 | 市值<br>(百万<br>美元) | 市盈率          |             | 市净率        |            | 净资产收益率<br>(%) |             | EV/EBITDA   |             | 股息率 (%)    |            |
|---------------|-------------------------|------|------|--------------|------------------|--------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
|               |                         |      |      |              |                  | 2020E        | 2021E       | 2020E      | 2021E      | 2020E         | 2021E       | 2020E       | 2021E       | 2020E      | 2021E      |
| <b>A 股公司</b>  |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| 600688.SH     | 上海石化*                   | CNY  | CNY  | 3.31         | 4,269            | 34.5         | 15.2        | 1.2        | 1.1        | 3.5           | 7.7         | 11.8        | 14.4        | 1.7        | 3.9        |
| 600346.SH     | 恒力石化*                   | CNY  | CNY  | 19.30        | 20,297           | 10.2         | 9.4         | 2.9        | 2.4        | 31.9          | 28.1        | 8.0         | 7.2         | 3.9        | 4.3        |
| 002493.SZ     | 荣盛石化*                   | CNY  | CNY  | 19.06        | 19,222           | 14.7         | 12.7        | 4.0        | 3.1        | 31.0          | 27.4        | 14.5        | 12.2        | 0.5        | 0.5        |
| 000301.SZ     | 东方盛虹*                   | CNY  | CNY  | 6.14         | 4,435            | 47.2         | 12.2        | 2.1        | 1.8        | 4.5           | 16.0        | 22.1        | 18.4        | 1.6        | 2.1        |
| 601233.SH     | 桐昆股份*                   | CNY  | CNY  | 15.13        | 4,183            | 9.8          | 5.7         | 1.3        | 1.1        | 14.1          | 20.9        | 5.9         | 4.0         | 1.5        | 2.7        |
| 000703.SZ     | 恒逸石化*                   | CNY  | CNY  | 11.52        | 6,336            | 9.4          | 7.9         | 1.6        | 1.4        | 18.1          | 18.8        | 10.2        | 9.0         | 3.8        | 4.5        |
| 000059.SZ     | 华锦股份                    | CNY  | CNY  | 4.98         | 1,189            | 9.2          | 8.4         | n.a.       | n.a.       | 6.1           | 6.5         | n.a.        | n.a.        | n.a.       | n.a.       |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>8,561</b>     | <b>19.3</b>  | <b>10.2</b> | <b>2.2</b> | <b>1.8</b> | <b>15.6</b>   | <b>17.9</b> | <b>12.1</b> | <b>10.9</b> | <b>2.2</b> | <b>3.0</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>4,435</b>     | <b>10.2</b>  | <b>9.4</b>  | <b>1.8</b> | <b>1.6</b> | <b>14.1</b>   | <b>18.8</b> | <b>11.0</b> | <b>10.6</b> | <b>1.7</b> | <b>3.3</b> |
| <b>H 股公司</b>  |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| 00338.HK      | 上海石油化工股份*               | CNY  | HKD  | 1.43         | 4,270            | 13.3         | 5.8         | 0.5        | 0.4        | 3.5           | 7.7         | 5.0         | 2.3         | 4.5        | 10.3       |
| <b>中国台湾公司</b> |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| 1301.TT       | 台塑                      | TWD  | TWD  | 79.10        | 17,599           | 28.0         | 15.6        | 1.5        | 1.4        | 5.4           | 9.0         | 21.2        | 16.7        | 2.8        | 4.8        |
| 1303.TT       | 南亚塑胶                    | TWD  | TWD  | 58.70        | 16,271           | 25.4         | 17.0        | 1.3        | 1.3        | 5.2           | 8.0         | 16.0        | 14.5        | 3.0        | 4.4        |
| 1326.TT       | 台化                      | TWD  | TWD  | 68.80        | 14,094           | 28.0         | 18.8        | 1.2        | 1.2        | 3.8           | 5.5         | 14.9        | 13.9        | 2.6        | 3.9        |
| 1402.TT       | 远东新                     | TWD  | TWD  | 25.75        | 4,817            | 17.2         | 14.3        | 0.6        | 0.6        | 4.0           | 4.5         | 11.8        | 11.2        | 3.9        | 4.9        |
| 6505.TT       | 台塑石化                    | TWD  | TWD  | 78.60        | 26,176           | 130.8        | 22.7        | 2.5        | 2.3        | 1.4           | 9.8         | 45.8        | 13.5        | 1.4        | 2.9        |
| 1710.TT       | 东联                      | TWD  | TWD  | 16.40        | 508              | n.a.         | 34.2        | 1.2        | 1.1        | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | n.a.       |
| 2103.TT       | 台橡                      | TWD  | TWD  | 20.25        | 585              | 44.0         | 20.0        | 1.1        | 1.1        | 2.9           | 5.2         | 10.8        | 9.1         | 2.5        | 4.6        |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>11,436</b>    | <b>45.6</b>  | <b>20.4</b> | <b>1.3</b> | <b>1.3</b> | <b>3.8</b>    | <b>7.0</b>  | <b>20.1</b> | <b>13.1</b> | <b>2.7</b> | <b>4.3</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>14,094</b>    | <b>28.0</b>  | <b>18.8</b> | <b>1.2</b> | <b>1.2</b> | <b>3.9</b>    | <b>6.8</b>  | <b>15.4</b> | <b>13.7</b> | <b>2.7</b> | <b>4.5</b> |
| <b>韩国公司</b>   |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| 009830.KS     | 韩国朝华集团                  | KRW  | KRW  | 43700.00     | 6,158            | 16.5         | 11.9        | 1.2        | 1.1        | 7.0           | 9.1         | 10.1        | 8.7         | 0.6        | 0.7        |
| 011170.KS     | 乐天石油化学公司                | KRW  | KRW  | 233000.00    | 7,042            | 38.2         | 11.4        | 0.6        | 0.6        | 1.5           | 5.3         | 7.9         | 4.7         | 1.7        | 2.7        |
| 011780.KS     | 锦湖石油化学有限公司              | KRW  | KRW  | 133000.00    | 3,573            | 9.1          | 8.8         | 1.4        | 1.2        | 15.8          | 14.5        | 6.3         | 6.1         | 1.3        | 1.4        |
| 051910.KS     | LG 化学有限公司               | KRW  | KRW  | 611000.00    | 38,029           | 32.1         | 23.1        | 2.5        | 2.3        | 7.8           | 10.0        | 11.1        | 9.1         | 1.1        | 1.2        |
| 010950.KS     | S-Oil 公司                | KRW  | KRW  | 54300.00     | 5,389            | n.a.         | 13.5        | 1.1        | 1.1        | -14.7         | 8.0         | n.a.        | 9.1         | 0.3        | 2.2        |
| 096770.KS     | SK innovation 有限公司      | KRW  | KRW  | 125500.00    | 10,231           | n.a.         | 32.2        | 0.7        | 0.7        | -10.4         | 2.8         | n.a.        | 9.0         | 1.4        | 2.3        |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>11,737</b>    | <b>24.0</b>  | <b>16.8</b> | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> | <b>1.2</b>    | <b>8.3</b>  | <b>8.9</b>  | <b>7.8</b>  | <b>1.1</b> | <b>1.7</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>6,600</b>     | <b>24.3</b>  | <b>12.7</b> | <b>1.1</b> | <b>1.1</b> | <b>4.3</b>    | <b>8.5</b>  | <b>9.0</b>  | <b>8.8</b>  | <b>1.2</b> | <b>1.8</b> |
| <b>印度公司</b>   |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| RIL.IN        | 印度瑞来斯实业公司               | INR  | INR  | 2054.50      | 181,386          | 21.1(a)      | 17.7(a)     | 2.2(a)     | 2.0(a)     | 10.7(a)       | 11.6(a)     | 13.4(a)     | 11.5(a)     | 0.4(a)     | 0.5(a)     |
| BPCL.IN       | 巴拉特石油公司                 | INR  | INR  | 354.45       | 10,314           | 8.9(a)       | 8.0(a)      | 1.6(a)     | 1.4(a)     | 19.2(a)       | 19.1(a)     | 8.3(a)      | 7.5(a)      | 4.6(a)     | 5.2(a)     |
| HPCL.IN       | 印度斯坦石油有限公司              | INR  | INR  | 187.65       | 3,836            | 4.3(a)       | 3.4(a)      | 0.8(a)     | 0.7(a)     | 19.8(a)       | 24.8(a)     | 5.4(a)      | 4.9(a)      | 8.7(a)     | 9.4(a)     |
| GAIL.IN       | GAIL 印度有限公司             | INR  | INR  | 84.75        | 5,127            | 6.1(a)       | 5.0(a)      | 0.7(a)     | 0.7(a)     | 12.1(a)       | 15.0(a)     | 5.4(a)      | 4.1(a)      | 5.5(a)     | 6.8(a)     |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>50,166</b>    | <b>10.1</b>  | <b>8.5</b>  | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> | <b>15.4</b>   | <b>17.6</b> | <b>8.1</b>  | <b>7.0</b>  | <b>4.8</b> | <b>5.5</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>7,720</b>     | <b>7.5</b>   | <b>6.5</b>  | <b>1.2</b> | <b>1.1</b> | <b>15.7</b>   | <b>17.0</b> | <b>6.8</b>  | <b>6.2</b>  | <b>5.1</b> | <b>6.0</b> |
| <b>泰国公司</b>   |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| IVL.TB        | Indorama Ventures 股份有限公 | THB  | THB  | 22.10        | 3,981            | 19.3         | 10.3        | 1.0        | 0.9        | 4.7           | 8.7         | 10.1        | 8.1         | 2.7        | 4.0        |
| IRPC.TB       | IRPC 股份有限公司             | THB  | THB  | 2.02         | 1,324            | n.a.         | 21.7        | 0.5        | 0.5        | -6.7          | 2.7         | 83.4        | 8.6         | 2.4        | 3.8        |
| TOP.TB        | 泰国石油股份有限公司              | THB  | THB  | 34.25        | 2,242            | n.a.         | 11.9        | 0.6        | 0.6        | -1.1          | 5.3         | 27.4        | 8.7         | 1.6        | 3.8        |
| PTTGC.TB      | PTT 全球化工公共有限公司          | THB  | THB  | 40.00        | 5,758            | 370.4        | 16.0        | 0.6        | 0.6        | 0.0           | 3.7         | 14.4        | 8.8         | 2.9        | 3.5        |
| SCC.TB        | 暹罗水泥股份有限公司              | THB  | THB  | 338.00       | 13,014           | 12.3         | 11.9        | 1.3        | 1.3        | 11.0          | 11.0        | 10.6        | 10.0        | 3.9        | 4.1        |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>5,264</b>     | <b>134.0</b> | <b>14.4</b> | <b>0.8</b> | <b>0.8</b> | <b>1.6</b>    | <b>6.3</b>  | <b>29.2</b> | <b>8.8</b>  | <b>2.7</b> | <b>3.8</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>3,981</b>     | <b>19.3</b>  | <b>11.9</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> | <b>0.0</b>    | <b>5.3</b>  | <b>14.4</b> | <b>8.7</b>  | <b>2.7</b> | <b>3.8</b> |
| <b>日本公司</b>   |                         |      |      |              |                  |              |             |            |            |               |             |             |             |            |            |
| 4183.JP       | 三井化学                    | JPY  | JPY  | 2666.00      | 5,225            | 11.1(a)      | 9.7(a)      | 0.9(a)     | 0.9(a)     | 8.0(a)        | 9.1(a)      | 6.3(a)      | 5.9(a)      | 3.7(a)     | 3.7(a)     |
| 4063.JP       | 信越化学工业                  | JPY  | JPY  | 13890.00     | 55,441           | 17.7(a)      | 16.4(a)     | 1.9(a)     | 1.7(a)     | 11.0(a)       | 11.0(a)     | 8.4(a)      | 7.9(a)      | 1.8(a)     | 2.0(a)     |
| 4005.JP       | 住友化学有限公司                | JPY  | JPY  | 340.00       | 5,392            | 10.2(a)      | 7.4(a)      | 0.7(a)     | 0.6(a)     | 6.0(a)        | 7.7(a)      | 8.1(a)      | 7.2(a)      | 3.7(a)     | 4.5(a)     |
| 4188.JP       | 三菱化学控股                  | JPY  | JPY  | 586.20       | 8,459            | 10.0(a)      | 8.4(a)      | 0.7(a)     | 0.7(a)     | 7.5(a)        | 8.0(a)      | 7.5(a)      | 7.2(a)      | 4.1(a)     | 4.3(a)     |
| <b>平均值</b>    |                         |      |      |              | <b>18,629</b>    | <b>12.3</b>  | <b>10.5</b> | <b>1.0</b> | <b>1.0</b> | <b>8.1</b>    | <b>9.0</b>  | <b>7.6</b>  | <b>7.0</b>  | <b>3.3</b> | <b>3.6</b> |
| <b>中值</b>     |                         |      |      |              | <b>6,925</b>     | <b>10.7</b>  | <b>9.0</b>  | <b>0.8</b> | <b>0.8</b> | <b>7.8</b>    | <b>8.5</b>  | <b>7.8</b>  | <b>7.2</b>  | <b>3.7</b> | <b>4.0</b> |

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

---

## 风险

**主营业务景气恢复不及预期。**倘若全球疫情控制缓慢甚至出现反复，全球聚酯需求复苏或慢于我们预期，或将对公司主营业务盈利的恢复产生负面的影响

**盛虹炼化一期项目投产慢于预期。**盛虹炼化一期项目是公司未来 2 年业绩增量的主要贡献来源，倘若该项目投产时间慢于预期，或投产后盈利能力低于预期，将导致公司未来两年整体盈利不及我们的预期。

**模糊处理斯尔邦同业竞争问题。**虽然实控人当前已经有效的处理了斯尔邦与盛虹炼化一期项目可能存在的同业竞争风险，但考虑到斯尔邦和盛虹炼化未来仍可能做进一步的产业延伸和扩产规划，市场仍可能对两家公司未来潜在的同业竞争风险产生担忧。倘若大股东对处理斯尔邦同业竞争问题的态度过于模糊，或引发市场潜在的担忧。

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

#### CICC US Securities, Inc

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

#### China International Capital Corporation (UK) Limited

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

#### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

#### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

#### 中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

#### 中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

