深度研究

公司研究

证券研究报告

推荐（首次）

东方盛虹（000301）

风险评级：中风险

DTY 龙头，打造新型高端纺织产业链

2021 年 2 月 18 日

许建锋
SAC 执业证书编号：
S0340519010001
电话：0769-22110925
邮箱:xujianfeng@dgzq.com.cn

何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据	2021 年 2 月 10 日
收盘价(元)	15.27
总市值（亿元）	738.28
总股本(百万股)	4,834.86
流通股本(百万股)	240.68
ROE（TTM）	3.79%
12 月最高价(元)	16.09
12 月最低价(元)	4.62

行业指数走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

相关报告

- **打造“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”一体化产业链。**公司2018年重组，核心业务变更为民用涤纶长丝的研发、生产及销售，形成“PTA—聚酯化纤”的产业链结构。2019年进行产业链纵向整合，预期2021年末炼化一体化项目投产，届时公司将打通“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，其核心竞争力、整体盈利能力和抗风险能力得到提升。

- **公司炼化项目具备规模优势，成本竞争力强。**公司炼化项目单线产能国内最大，设计产能“年加工原油1600万吨、年产PX 280万吨、年产乙烯及下游衍生物110万吨”。根据行业内权威机构中国石化工程建设有限公司对500-2500万吨/年炼油厂的盈利能力测算，1500~1800万吨/年区间为单位能力投资、单位成本的低点和吨油利润、项目投资内部收益率的高点，结合投资、成本和效率来看，1500~1800万吨/年规模区间是炼油厂的最佳经济规模，因此理论上公司炼化项目单位成本优于恒力炼化一期及浙江石化一期。预期炼化项目2022、2023年开工负荷分别为80%、100%，将分别为公司贡献净利润37.03亿元、61.11亿元。

- **化工品收率高于同行。**炼化项目秉承“少产成品油、多产化工品”的理念，将重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品。2019年8月公司优化了炼化项目设计，将成品油收率从37%降至约31%，提升化工品收率至约69%，高于同行业三大民营炼化项目平均水平。盛虹炼化一体化项目PX占炼油产能的比例达到17.43%，远高于我国平均水平和日韩水平。

- **涤纶长丝产品实施差异化竞争策略，聚焦高附加值DTY产品。**公司涤纶长丝系列产品产能达210万吨，差别化细分产品种类达到上百种，产品差别化率超90%，做到市场上差别化产品的100%覆盖，全行业领先。主要产品产能居行业前列，其中高附加值DTY产能位居全国首位，同时通过持续的自主研发和技术创新，提升产品竞争性。公司整体毛利率高于行业平均水平，研发投入占营收比例在同行可比企业中领先。未来通过全产业链打通和规模化提升，将有助进一步提升产品毛利率及竞争优势。

- **投资建议：给予公司推荐评级。**石油价格中枢稳中上移，下游聚酯化纤需求及价格回升，叠加炼化项目投产带来产品毛利率提升及额外净利润，将带动公司业绩实现较明显的增长。我们预测公司 2020 年-2022 年归属净利润分别为 3.98 亿、11.27 亿、73.80 亿，EPS 分别为 0.08 元、0.23 元、1.53 元。

- **风险提示。**原油价格、公司产品价格大幅波动；PTA 扩建项目、大炼化项目投产时间不及预期。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 构建新型高端纺织产业链.....4
1.1 打造“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链.....4
1.2 公司炼化项目竞争优势显著.....8
1.3 炼化项目盈利预测.....14
2. 涤纶长丝产品实施差异化竞争策略，毛利率高于可比同业.....14
2.1 聚酯化纤业务——聚焦高附加值 DTY 产品.....14
2.2 重视研发投入，持续提升差别化竞争优势.....15
2.3 PTA 产能提升，有助增厚盈利.....16
3. 行业景气度将恢复，公司业绩有望修复.....16
4. 总结与投资建议.....18
5. 风险提示.....19

图 片

图 1：公司收入结构（%）.....4
图 2：公司主要产品毛利率（%）.....4
图 3：PTA 价格（元/吨）.....4
图 4：DTY 价格（元/吨）.....4
图 5：POY 价格（元/吨）.....5
图 6：FDY 价格（元/吨）.....5
图 7：炼化项目建成后，公司形成“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链.....5
图 8：民营炼化项目比较.....6
图 9： 盛虹炼化股权结构.....7
图 10：单位能力投资走势.....9
图 11：完全操作费用及单位能力成本走势.....9
图 12：吨油利润及项目投资内部收益率走势.....9
图 13：项目投资净现值走势.....9
图 14：盛虹炼化一体化项目工艺流程.....10
图 15：国内主要炼化项目成品油收率对比.....10
图 16：国内主要炼化项目乙烯、PX、MEG 收率.....10
图 17：徐圩新区规划图.....11
图 18：石化产业链规划图.....11
图 19：连云港石化产业基地规划图.....12
图 20：头部企业化纤业务毛利率水平对比（%）.....15
图 21：2019 年公司涤纶长丝产品占比同行对比（%）.....15
图 22：公司与头部企业研发费用对比（万元）.....16
图 23：公司与头部企业研发费用率对比（%）.....16

图 24：公司营收情况（亿元，%）.....17
图 25：公司归母净利润情况（亿元，%）.....17
图 26：涤纶长丝价格（元/吨）.....17
图 27：涤纶长丝产品原料价差（元/吨）.....17

表　格

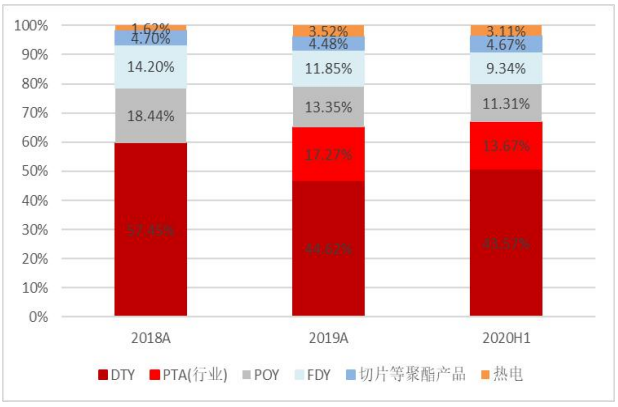
表 1：盛虹炼化一体化项目工艺装置组成及规模.....8
表 2：民营炼化厂盈利能力优于国营炼厂.....9
表 3：连云港市徐圩新区产业规划.....11
表 4：连云港石化产业园区对公司炼化项目产品需求预测（万吨/年）.....12
表 5：盛虹炼化一体化项目成品油产量（万吨/年）.....13
表 6：徐圩港区规交通配套.....13
表 7：盛虹炼化一体化项目盈利预测（元）.....14
表 8：公司主要化纤产品特征及用途.....14
表 9：公司盈利预测（截至 2021/2/08，百万元）.....18

1. 构建新型高端纺织产业链

1.1 打造“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链

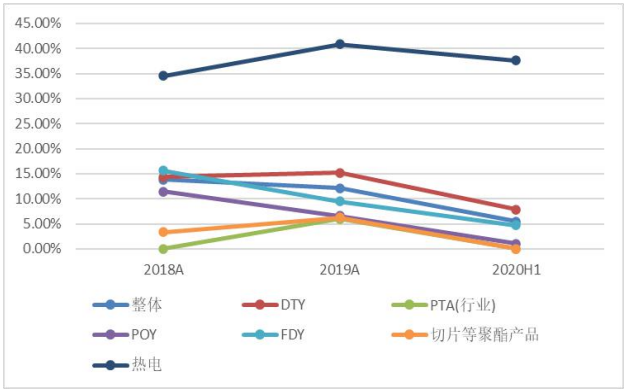
公司 2018 年非公开发行股份购买国望高科 100%股权，在原有热电等业务的基础上，注入优质化纤业务，核心业务变更为以民用涤纶长丝的研发、生产和销售；2019 年，公司进行产业链纵向整合，收购盛虹炼化、虹港石化 100%股权，完成炼油、石化、化纤三大产业布局。目前公司已形成“PTA-聚酯-化纤”的产业链结构，2019 年、2020 年上半年，涤纶长丝（DTY+FDY+POY）营收占比分别为 69.82%、64.22%。

图 1：公司收入结构（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：公司主要产品毛利率（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

盛虹炼化一体化项目落地后，公司将打通“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，提升公司的核心竞争力、整体盈利能力和抗风险能力。2020 年上半年，疫情对“PTA-聚酯-化纤”产业带来较强冲击。虽然 2020 年第二季度国内疫情逐渐受到控制，下游纺织企业开工率提升，但海外疫情反复导致纺织服装出口受拖累，2020 年上半年 PTA、涤纶长丝（DTY、FDY、POY）价格大幅下跌，拖累公司相关产品毛利率骤降，PTA、DTY、FDY、POY 毛利率分别较去年同期下降了 6.23pct、5.95pct、2.05pct、10.82pct。

图 3：PTA 价格（元/吨）

图 4：DTY 价格（元/吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5：POY 价格（元/吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：FDY 价格（元/吨）

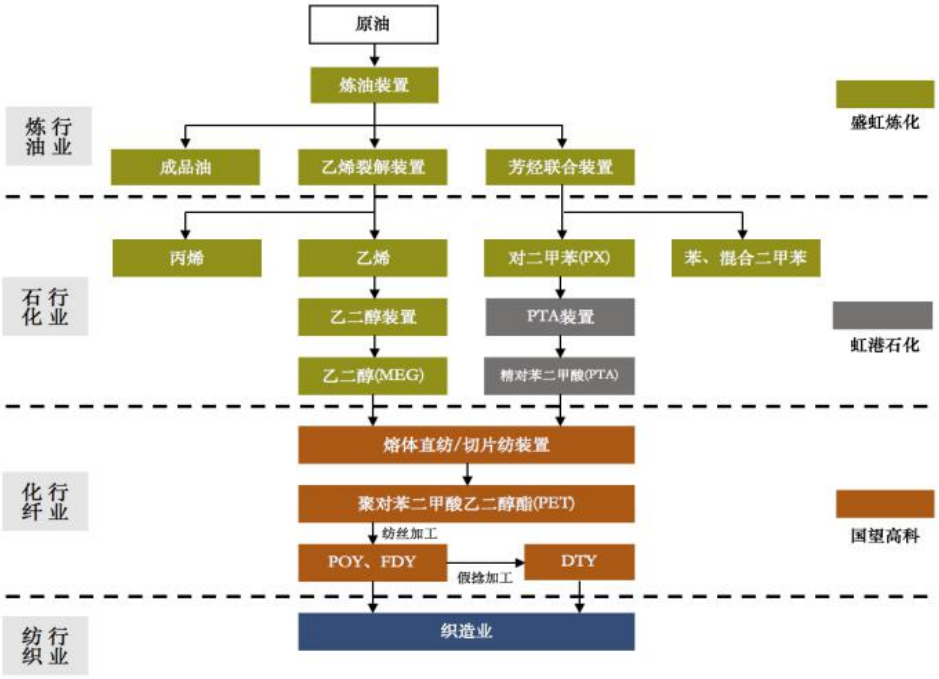


资料来源：wind，东莞证券研究所

“PTA-聚酯-化纤”毛利率受上游原材料烯烃、芳烃价格波动影响成本，同时受下游纺织服装的景气度影响需求，盛虹炼化一体化项目（下文简称“炼化项目”）落地后，公司产业链向上游烯烃、芳烃延伸，形成了完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链，增加公司核心业务上游原材料 MEG、PX 的自给率，将增强公司的核心竞争力、整体盈利能力和抗风险能力。

公司炼化项目单线产能国内最大，总投资 676.64 亿元，设计产能“年加工原油 1600 万吨、年产 PX 280 万吨、年产乙烯及下游衍生物 110 万吨”，并配套 30 万吨原油码头、4 个 5 万吨液体化工码头。项目建成后，将打通公司 PTA 产业链原料供应，盛虹炼化产出品 PX 将通过管道直供公司子公司虹港石化用于生产 PTA，虹港石化产品 PTA 及盛虹炼化产品 MEG 将进一步供应公司子公司国望高科生产 DTY、FDY、POY（差别化化学纤维）等。

图 7：炼化项目建成后，公司形成“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

炼化项目预计 2021 年底投产。“PTA-涤纶”头部企业恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份均向产业链上游布局炼化项目，打造“原油炼化-石油化工-化纤”一体化产业链，其中恒力炼化、恒逸文莱一期、浙江石化炼化项目于 2019 年陆续投产。公司炼化项目于 2018 年 12 月动工，计划建设期 3 年，预计于 2021 年底投产，2022 年为公司贡献业绩。截止 2020 年 6 月末，炼化项目已签订了 443 亿元的采购合同，达到合同总金额的约 75%，超长周期、长周期、次长周期设备的均已完成定商，完成率在 75%左右；地基处理已完成，桩基施工累计完成到图总量 53.52%。

图 8：民营炼化项目比较

项目	地址	所属企业	炼油能力（万吨/年）	乙烯产能（万吨/年）	PX产能（万吨/年）	（预计）投产时间
盛虹炼化一体化项目	江苏.连云港	东方盛虹、政府产业基金	1600	41	279	2021年12月
恒力炼化一体化	辽宁.大连	恒力石化100%	2000	150	450	2019年5月
浙石化炼化一体化项目（一期）	浙江.舟山	荣盛石化51%桐昆股份20%巨化集团20%舟山海投9%	2000	140	401.2	2019年12月
浙石化炼化一体化项目（二期）	浙江.舟山	荣盛石化51%桐昆股份20%巨化集团20%舟山海投9%	2000	140	400	2020-2022年
文莱石油化工项目	海外.文莱	恒逸石化70%	800	-	150	2019年11月
文莱炼化一体化项目（二期）	海外.文莱	恒逸石化70%	1400	165	200	2023年9月

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

炼化项目资金到位，公司对盛虹炼化保持控股地位。炼化项目总投资 676.64 亿元（建设投资 587.75 亿元+建设期利息 29.67 亿元+流动资金 59.22 亿元），其中资本金 190.8 亿元。截止 2020 年底，项目资金已到位 605.8 亿元，另有 35 亿元来自可转债（50 亿可转债发行正在审核中），基本能满足建设投资及建设期利息所需资金 617.42 亿元。

资本金来源：

1、2020 年 6 月份公司完成了非公开发行股票，扣除发行费用后募集资金 35.8 亿元；

2、通过全资子公司石化产业向盛虹炼化注资 106.2 亿元，资金来源包括非公开增发募集的 35.8 亿元；

3、三个政府基金，包括连云港盛虹炼化产业基金 24.8 亿元（基金总规模 25 亿元，其中公司认缴 2.5 亿，出资比例为 10%）、江苏聿泉盛虹炼化债转股投资基金 30 亿元（基金总规模 30 亿元，其中公司认缴 11.98 亿元，出资比例 39.93%）、苏州市赢虹产业投资基金 29.8 亿元（基金总规模 30.01 亿元，其中公司认缴 20 亿元，出资比例 66.64%）。

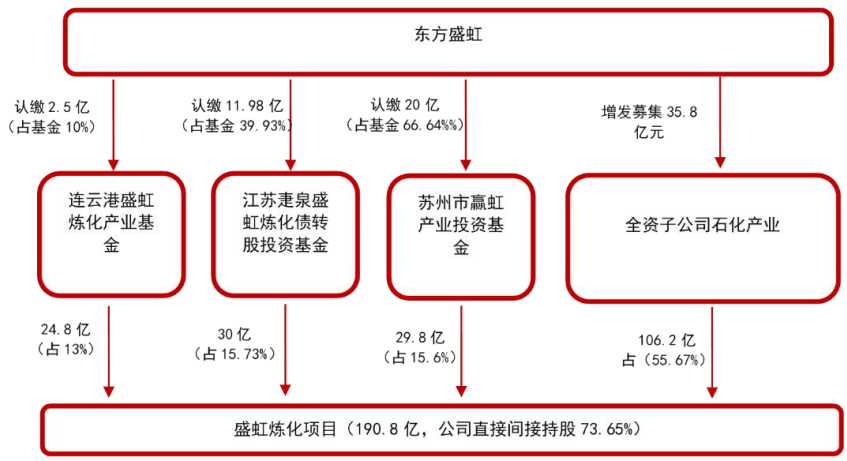
2020 年 11 月 13 日，公司发布《关于盛虹炼化(连云港)有限公司增资扩股的公告》，三个政府基金入股后，注册资本金增至 190.8 亿元，其中公司直接及间接出资 140.52 元，占股本 73.65%，公司对盛虹炼化保持控股地位。

项目其他投资资金来源：

1、银行贷款：2020 年 11 月 16 日，盛虹炼化与中国工商银行股份有限公司吴江分行、国家开发银行江苏省分行等银团签署了《人民币肆佰壹拾伍亿元固定资产银团贷款合同》，获得不超过人民币 415 亿元的中长期贷款额度。

2、2020 年 7 月 28 日公司发布 50 亿可转债预案，截止 2021 年 1 月 19 日，公司已回复证监会审查二次反馈意见。50 亿可转债募集的资金中 35 亿元用于炼化项目。

图 9： 盛虹炼化股权结构



请务必阅读末页声明。

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 公司炼化项目竞争优势显著

公司炼化项目具备规模优势，成本竞争力强。炼化项目为目前国内单线规模最大，设计原油加工能力 1,600 万吨/年，芳烃联合装置规模 280 万吨/年（以对二甲苯产量计），乙烯裂解装置规模 110 万吨/年。芳烃联合装置、重油加氢裂化装置等项目的核心装置均属于世界范围内最大型装置之一，其它装置包括常减压蒸馏装置、PSA 装置、乙烯裂解以及配套化工装置，在国内同类型装置中也属于最大或较大装置，各工艺装置/单元单系列处理能力跟同类装置/单元比较也均具备规模优势。

炼化项目 1,600 万吨的单线规模是目前我国最大的单线产能，是全球炼厂平均规模的 2 倍多，是我国炼厂平均规模的近 5 倍，装置规模直接影响能耗水平，进而影响生产成本，本项目装置比国内大量单线 200 万吨的装置能耗节约 50 千克标准油/吨左右；此外，由于炼化项目装置一体化设计，上下游装置之间产能匹配和供应的自给自足，节省了大量中间环节的运费、税费和损耗等，成本竞争力强。

表 1：盛虹炼化一体化项目工艺装置组成及规模

炼油工艺生产装置：		化工工艺生产装置：
1600 万吨/年常减压蒸馏		110 万吨/年乙烯裂解装置
轻烃回收		55 万吨/年裂解汽油加氢
180 万吨/年煤油加氢		20 万吨/年丁二烯抽提
200 万吨/年延迟焦化		100 万吨/年乙二醇
400 万吨/年蜡油加氢裂化		30 万吨/年醋酸乙烯
320 万吨/年柴油加氢裂化		
320 万吨/年沸腾床渣油加氢		IGCC（整体煤气化联合循环发电）
350 万吨/年柴蜡油加氢裂化		
芳烃装置	300 万吨/年石脑油加氢	
	310*3 万吨/年连续重整	
	200×2 万吨/年芳烃抽提	
	280 万吨/年 PX	
140 万吨/年液化气分离		
150 万吨/年正异构分离		
44 万吨/年烷基化		
60 万标立 PSA		
15×4 万吨/年硫磺回收		

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

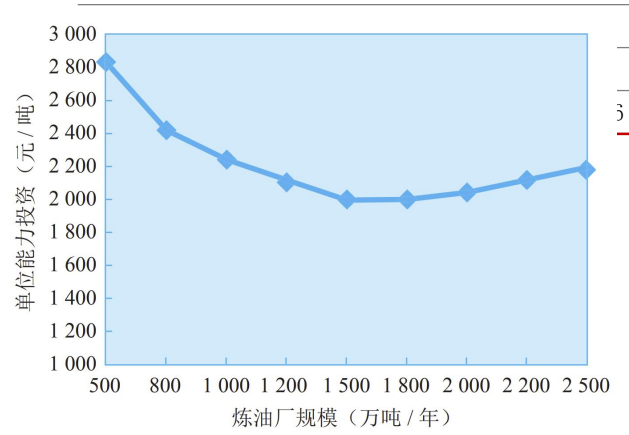
链带来的成本优势。恒力炼化一期 2*1,000 万吨/年和浙江石化一期 2*1,000 万吨/年已经分别于 2019 年 5 月和 2019 年 12 月投产。2020 年疫情冲击经济、下游产品需求恶化的情况下，恒力炼化一期及浙江石化 2020 年上半年分别实现净利润 46.2 亿元、44.88

亿元，吨均盈利分别为 462.00 元、448.80 元，盈利能力优于国营炼厂。根据行业内权威机构中国石化工程建设有限公司对 500-2500 万吨/年炼油厂的盈利能力测算，1500~1800 万吨/年区间为单位能力投资、单位成本的低点和吨油利润、项目投资内部收益率的高点，结合投资、成本和效率来看，1500~1800 万吨/年规模区间是炼油厂的最佳经济规模，因此理论上公司炼化项目单位成本优于恒力炼化一期及浙江石化一期。

表 2：民营炼化厂盈利能力优于国营炼厂

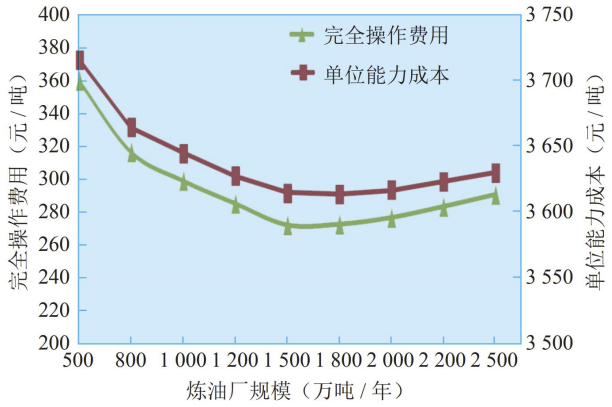
项目	2020 上半年净利润（亿元）	原油炼化能力（万吨/年）	吨均盈利（元/吨）
恒力炼化	46.2	2000	462.00

图 10：单位能力投资走势



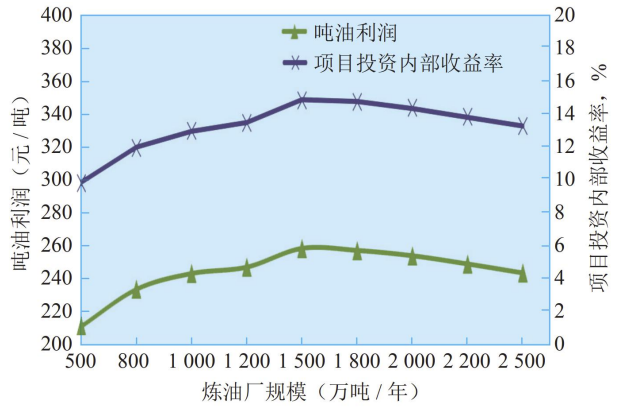
数据来源：《当代石油石化》，东莞证券研究所

图 11：完全操作费用及单位能力成本走势



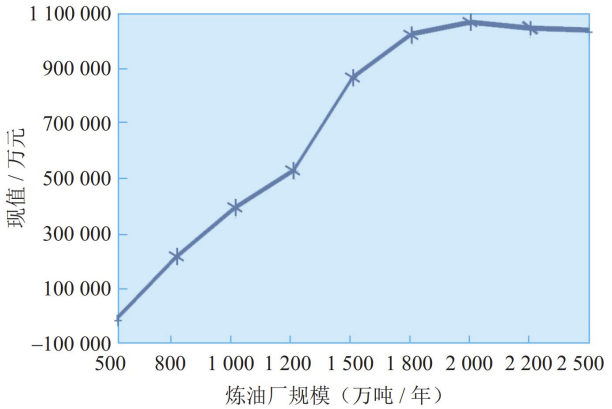
数据来源：《当代石油石化》，东莞证券研究所

图 12：吨油利润及项目投资内部收益率走势



数据来源：《当代石油石化》，东莞证券研究所

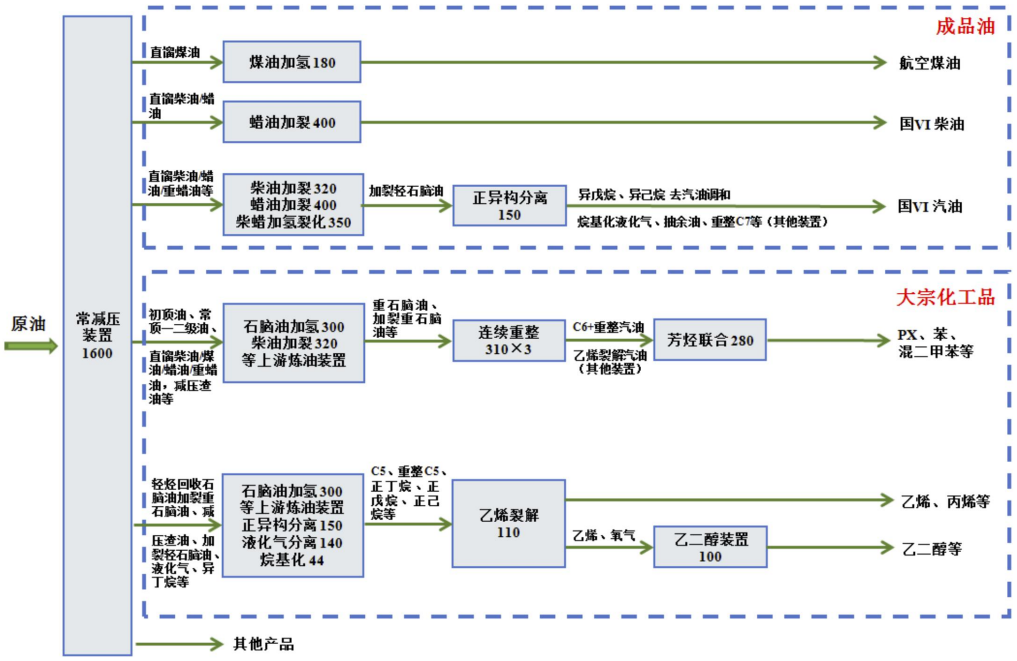
图 13：项目投资净现值走势



数据来源：《当代石油石化》，东莞证券研究所

化工品收率高于同行。炼化项目秉承“少产成品油、多产化工品”的理念，将重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品。2019 年 8 月公司优化了炼化项目设计，项目总投资从 774.75 亿元降至 676.64 亿元，同时将成品油收率（成品油产量/原油加工量）从 37%降至约 31%，提升化工品收率至约 69%，高于同行业三大民营炼化项目平均水平；同时调整产出化工产品种，减少与关联公司斯尔邦石化产品重叠。盛虹炼化一体化项目 PX 占炼油产能的比例达到 17.43%，远高于我国平均水平和日韩水平。

图 14：盛虹炼化一体化项目工艺流程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 15：国内主要炼化项目成品油收率对比

项目	恒力炼化	浙江石化	恒逸文莱（PMB项目）	恒逸文莱二期	盛虹炼化
原油加工量（万吨）	2000	2000	800	1400	1600
成品油产量（万吨）	992	836	554	633	496
成品油收率（%）	49.6%	41.8%	69.3%	45.21%	31%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 16：国内主要炼化项目乙烯、PX、MEG 收率

请务必阅读末页声明。

项目	炼油能力（万吨/年）	乙烯		PX		MEG	
		产能（万吨/年）	收率	产能（万吨/年）	收率	产能（万吨/年）	收率
恒力炼化	2000	150	8%	450	23%	180	9%
浙石化一期	2000	140	7%	400	20%	87	4.35%
浙石化二期	2000	140	7%	400	20%	90	4.5%
文莱炼化一期	800	-	-	150	18.75%	-	-
文莱炼化二期	1400	165	11.78%	200	14.29%	120	8.57%
盛虹炼化	1600	41	2.57%	279	17.43%	102	6.38%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

项目区位优势突出，园区内协同效应显著。连云港市徐圩新区主要发展石化、高端装备制造、临港物流贸易加工和高性能新材料等主导产业，区内的连云港石化产业基地是我国七大石化产业基地之一，规划面积 62.61 平方公里，依托 30 万吨级深水港口，以炼油、乙烯、芳烃一体化为基础，形成了多产品链、多产品集群的大型炼化一体化基地，建设总规模为 4000 万吨级炼油、600 万吨级乙烯、700 万吨级芳烃。

表 3：连云港市徐圩新区产业规划

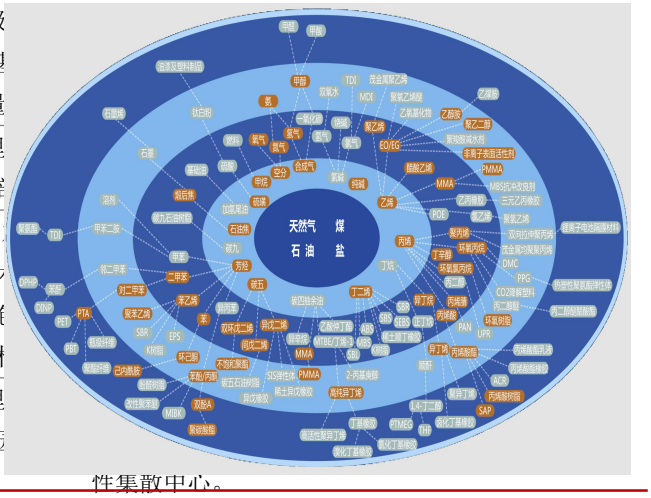
板块	产业规划
石化产业基地	连云港石化产业基地是全国七大石化产业基地之一。规划面积约 61.34 平方公里，

图 17：徐圩新区规划图



数据来源：徐圩新区政府网站，东莞证券研究所

图 18：石化产业链规划图



数据来源：徐圩新区政府网站，东莞证券研究所

资料来源：徐圩新区政府网站，东莞证券研究所

预期炼化项目化工产品 70%可实现园区内消化。公司炼化项目位于连云港石化产业基地内，项目主要化工产品 PX、乙烯、乙二醇、丙烯等需求旺盛，国产供给缺口较大，目前主要靠进口补充。连云港石化产业园区内化工项目多，化工原料需求大，公司炼化项目产品满足自用后，剩余产品可在区内销售，由于运输半径较短，成本较区外同类产品有优势。预期公司炼化项目化工产品 70%可实现园区内消化。

表 4：连云港石化产业园区对公司炼化项目产品需求预测（万吨/年）

产品	设计产能	上市公司产业链或园内需求	覆盖比例	其中：东方盛虹需求	其中：园内其他企业需求
PX	279	264	95%	264	-
苯	163	84	52%	-	84
乙烯	41	34	83%	-	34
乙二醇	102	66	65%	66	-
丙烯	43	27	63%	-	27
丁二烯	14	20	143%	-	14
丙烷	49	252	514%	-	49
其他	369	-	0%	-	-
合计	1,060	747	70%		

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 19：连云港石化产业基地规划图



数据来源：徐圩新区政府网站，东莞证券研究所

项目附近地区对成品油需求旺盛。炼化项目生产的汽柴油满足国Ⅵ产品质量标准，航空煤油符合现行国标（按硫含量不大于 10ppm）。炼化项目紧邻华东、华北市场，该区域成品油需求旺盛。盛虹炼化子公司盛虹油品销售有限公司已与中国石化销售股份有限公司江苏石油分公司、中油泰富船舶燃料有限公司等 17 公司签署了成品油购销合作意向书。根据合作意向书，待盛虹炼化一体化项目建成投产后，盛虹油品销售有限公司将按照市场化原则，长期稳定向合作企业供应符合国家质量标准的各品种成品油。

徐圩新区正在开工建设徐圩港区 30 万吨级航道及液体散货码头工程，加快沿海铁路及徐圩片区临港产业区铁路专用线推进力度，实施 226 省道、徐新公路等疏港道路，建成通榆运河北延工程，开工建设烧香支河航道等内河疏港航道并完善其他基础工程设施。炼化项目所在地的铁路、河运、海运等运输便利，成品油通过货运专用铁路辐射中西部地区；海河联运码头建成后可通过京杭运河直通长江，辐射苏中、苏南、长江沿线；汽运可辐射苏北、鲁南、皖北地区；项目油库紧邻中石化调配油库，可通过管线直接连接苏北成品油管线，与苏中、苏南成品油管线互通。

原油运输成本具备优势。徐圩港区建设 30 万吨级航道，2 个 30 万吨级原油码头和 10 个 5-10 万吨级液体化工码头正在建设中。炼化项目配套 30 万吨原油码头、4 个 5 万吨液体化工码头，原油运输到港后可管道入库，原油运输环节可节约成本。

表 5：盛虹炼化一体化项目成品油产量（万吨/年）

成品油	产量
汽油	277.64
其中：92#乙醇汽油基础油	138.82
95#乙醇汽油基础油	138.82
航煤油	169.71
柴油	48.84
合计	496.19

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 6：徐圩港区规交通配套

类型	配套
港口	徐圩港区规划面积约 74 平方公里，建设 30 万吨级航道和 112 个泊位，总吞吐能力约 4 亿吨。目前已建成 5 个 10 万吨级通用散货泊位、2 个 5 万吨级及 1 个 3 万吨级多用途泊位、2 个 5 万吨及 1 个 1 万吨级液体散货泊位用。另有 2 个 30 万吨级原油码头和 10 个 5-10 万吨级液体化工码头正加快建设。
铁路	高铁：连云港市至青岛、盐城、上海已正式开通运营，到达南京 2h、上海 3h、北京 5h。 徐圩铁路支线：等级为国铁Ⅲ级，输送能力约 4000 万吨/年，现已通车。通过陇海线、连盐线与沿海城市及中西部 10 个省区相联通。 产业区专用铁道：自徐圩支线徐圩站东咽喉引出，专用线主线引入产业区、石化基地，全长约 13.55km。
内河	徐圩港区后方规划了烧香河、善后河等多条内河三级航道，通达长江、京杭运河，岸线约 8.5 公里，可布置 1000 吨级泊位约 20 个，设计吞吐能力 600 万吨以上，发挥内河集疏运功能，实现海河联运。
公路	外部交通体系：徐新公路、连宿公路、228 国道、242 省道穿区而过；外围有 G15（沈海高速）、G25（宁连高速）、G30（连霍高速）高速公路，15 分钟即可到达高速路口。目前连宿高速计划 2021 年开工建设，2025 年建成投用，建成后新区内即有高速入口。
机场	现机场：距离徐圩新区约 70 公里，已开通了北京、上海、广州、深圳、杭州、天津、曼谷等三十余个国内外航线。 新建机场：距离徐圩新区约 40 公里，将于 2020 年建成，2021 年投用，是江苏省规划的第三大国际机场。连宿高速建成后，徐圩新区到花果山机场仅需 15 分钟。

资料来源：徐圩新区政府网站，东莞证券研究所

3 炼化项目盈利预测

假设项目建设期为 3 年，生产期为 15 年。生产负荷除投产第一年（2022 年）为 80%外，其余各年均为 100%；迪拜原油 58 美元/每桶左右，主要产品价格取 2017 年-2021 年 1 月期间均值。根据 2020 年 11 月 13 日公司发布《关于盛虹炼化(连云港)有限公司增资扩股的公告》，公司直接及间接出资 140.52 元，占股本 73.65%。

根据上述假设，预期盛虹炼化项目 2022 年、2023 年营收、归属公司净利润分别为 673.25 亿元、841.56 亿元，37.03 亿元、61.11 亿元。

表 7：盛虹炼化一体化项目盈利预测（元）

	2021 年	2022 年	2023 年
产能利用率	0%	80%	100%
营业收入	0	67,324,858,636	84,156,073,295
营业总成本	0	62,296,502,308	75,428,909,188
生产成本	0	47,264,665,508	58,972,829,385
税金及附加	0	6,289,516,800	7,913,439,803
其他费用	0	8,742,320,000	8,542,640,000
营业利润	0	5,028,356,328	8,727,164,107
利润总额	0	5,028,356,328	8,727,164,107
净利润	0	5,028,356,328	8,297,539,081
归属公司净利润（73.65%权益）	0	3,703,384,436	6,111,137,533
毛利	0	20,060,193,128	25,183,243,910
毛利率	/	29.80%	29.92%

资料来源：东莞证券研究所

实施差异化竞争策略，毛利率高于可比同业

2.1 聚酯化纤业务——聚焦高附加值 DTY 产品

公司主要业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，由全资子公司国望高科及其下属重要子公司盛虹纤维、中鲈科技、港虹纤维负责经营和管理。产品覆盖 POY、FDY 及 DTY 等多个系列。公司涤纶长丝系列产品产能达 210 万吨，差别化细分产品种类达到上百种，产品差别化率超 90%，做到市场上差别化产品的 100%覆盖，全行业领先。主要产品产能居行业前列，其中高附加值 DTY 产能位居全国首位。

表 8：公司主要化纤产品特征及用途

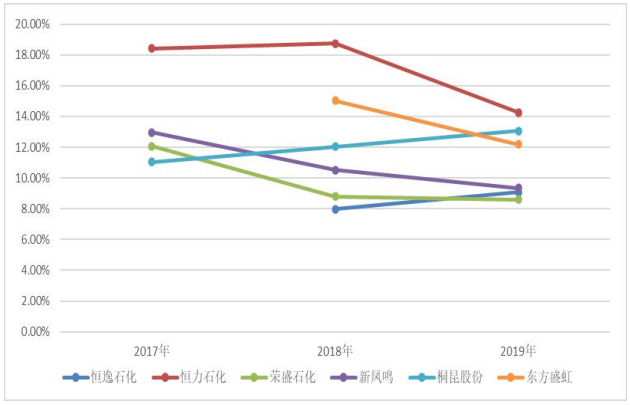
产品名称	产品特征及主要用途
DTY	涤纶化纤的一种变形丝类型，它是以聚酯（PET）为原料，采用高速纺制涤纶预取向丝（POY），再经牵伸假

	捻加工而成。具有弹性模量高、热定型性优异、回弹性能好、耐热性、耐光性、耐腐蚀性强、易洗快干等特点外，还具有膨松性高、隔热性好、手感舒适等特点。加工成服装面料（如西服、衬衫）、床上用品（如被面、床罩、蚊帐）及装饰用品（窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布）等。
POY	涤纶半成品，有一定的取向度及结晶度，后加工性能好。较多用于后加工生产。例如生产 DTY、DT、ATY，也可以直接应用于丝绸纺织行业。POY 一般有二种，一种是直接用于织造，一种是用于加弹。
FDY	在纺丝过程中引入拉伸作用，可获得具有高取向度和中等结晶度的卷绕丝，为全牵伸丝。具有强度高，热塑性好，耐磨性好，耐光性好，耐腐蚀，弹性及蓬松性一般等特点。加工成里料、衬布等，在服装和家纺方面有广泛的用途。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

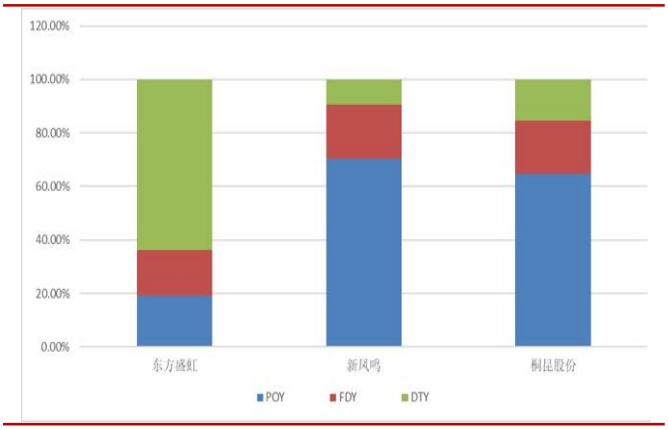
公司通过持续的自主研发和技术创新，提升产品竞争力，并通过聚焦差异化高端产品，提升整体毛利率、竞争力及行业地位。公司涤纶长丝业务毛利率高于行业平均水平，主要由于高附加值 DTY 产品占比较高。对比同行 5 家头部企业，公司涤纶长丝毛利率整体维持较高水平。随着未来全产业链打通和规模化提升，以及 PTA 成本向下游传递，涤纶长丝成本降低，有望一步提升产品竞争性。

图 20：头部企业化纤业务毛利率水平对比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 21：2019 年公司涤纶长丝产品占比同行对比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.2 重视研发投入，持续提升差别化竞争优势

经过多年发展，我国化纤行业已经告别了单一依靠价格竞争、盲目扩张产能抢占市场的格局，进而转向了差别化生产、智能制造的新格局，高性能纤维、生物基纤维有效产能进一步扩大。

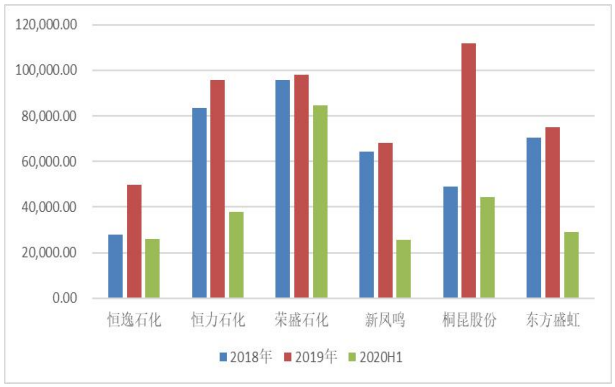
公司持续自主研发和技术创新，主攻超细纤维、差别化功能性纤维的开发和生产，拥有完整自主知识产权、世界领先的资源可再生 PTT 聚酯、纤维产业链，是全球领先的全消光系列纤维生产商和细旦差别化纤维生产商。

公司近年研发投入持续提升，2018 年及 2019 年分别投入 7.03 亿和 7.49 亿，研发投入占营收比例分别为 3.82%和 3.01%。2020 年上半年研发投入 2.9 亿，研发投入占营收比例为 3.06%。公司研发投入占营收比例在同行可比企业中处于领先位置。公司尤其

在涤纶长丝的前沿和高端功能纤维产品方面加大了研发力度。

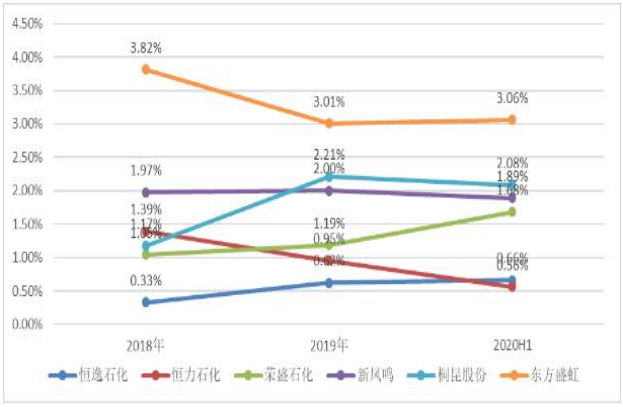
公司通过自主研发，成功开发了世界上第一条“记忆纤维”专业生产线，成为全球最大的全消光系列纤维、“阳涤复合”等系列多组份复合纤维供应商，以及全球最大的超细纤维供应商。公司引入苏震生物的生物基 PDO 及新型生物基纤维高新生产技术，采用生物法提取 PDO，年产能达 3 万吨，最后做成 PTT 产品，从而形成完整的从生物基到聚酯纤维的生产线。东方盛虹是除杜邦之外掌握核心技术的公司，打破国外企业对 PTT 核心技术的垄断，拥有完整自主知识产权、世界领先的资源可再生 PTT 聚酯、纤维产业链；主导制定 ISO18066 国际标准，实现中国化纤行业的零突破；致力于化纤生产线的智能化改造，自主研发了化纤行业首套生产智能物流系统。

图 22：公司与头部企业研发投入（万元）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 23：公司与头部企业研发投入占营收比例（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.3 PTA 产能提升，有助增厚盈利

PTA 是重要的大宗有机原料之一，主要用途是生产聚酯纤维（涤纶）、聚酯瓶片和聚酯薄膜，广泛用于化学纤维、轻工、电子、建筑等领域。

公司 PTA 业务板块的生产主体为虹港石化。虹港石化是公司二级全资子公司，是华东地区主要 PTA 供应商之一。目前拥有 150 万吨/年 PTA 产能，在建 240 万吨/年 PTA 产能预计将于 2021 年一季度投产。

虹港石化位于连云港徐圩新区石化产业基地，依托地理位置、区位交通、产业集群等优势，产品辐射苏北鲁南地区，同时为公司聚酯化纤业务板块提供稳定的原料供应保障。公司新建产能对老产能有较强的替代效应，将有助提高 PTA 的盈利能力。

3. 行业景气度将恢复，公司业绩有望修复

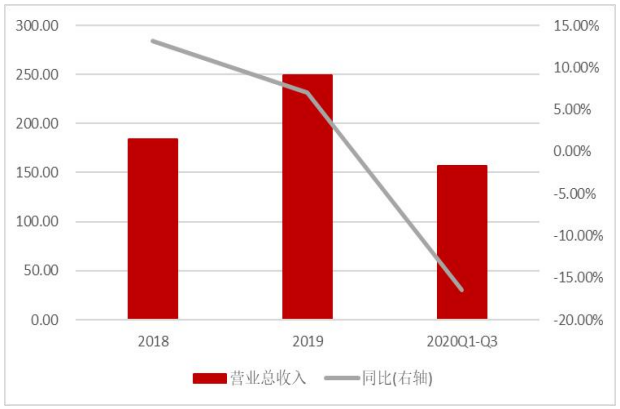
公司 2018 年重组后，营业收入及净利润均实现大幅增长。2020 年受新冠疫情、原油暴跌以及聚酯产品价格波动的影响，公司业绩出现明显下滑。根据公司近期的业绩预告公告，2020 年公司预计实现归属上市公司股东净利润 2.85 亿元-4 亿元，同比下降

75.21%-82.34%；归属上市公司扣非净利润 1.12 亿-2.27 亿，同比下降 83.19%-91.71%；基本每股收益 0.06 元-0.09 元。

公司业绩大幅下降，主要系 2020 年蔓延全球的新冠肺炎疫情对宏观经济造成巨大冲击，特别是前三季度，化纤石化行业下游需求下降明显，叠加石油价格剧烈波动的影响，行业景气度下滑，公司产品和原材料价差收窄，盈利空间被压缩。

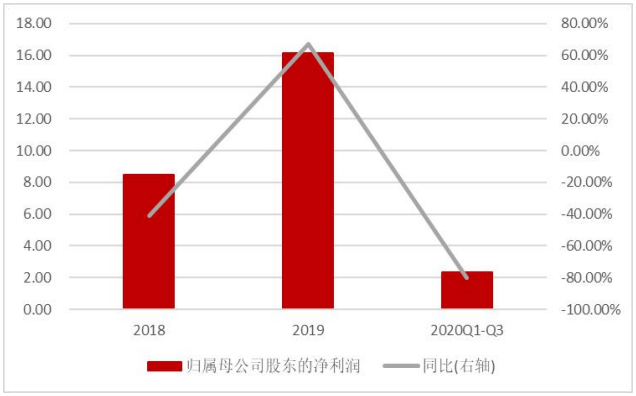
但我们看到，2020 年四季度开始，DTY 等产品价格出现止跌回升态势，并且产品与原材料价差也从四季度开始探底回升。公司前三季扣非净利润同比下降 91.74%，四季末业绩较三季末有明显改善。

图 24：公司营收情况（亿元，%）



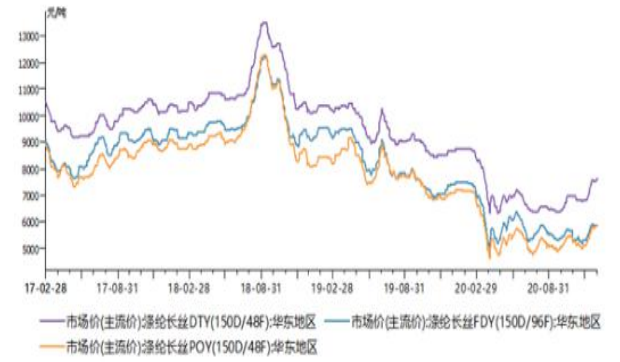
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 25：公司归母净利润情况（亿元，%）



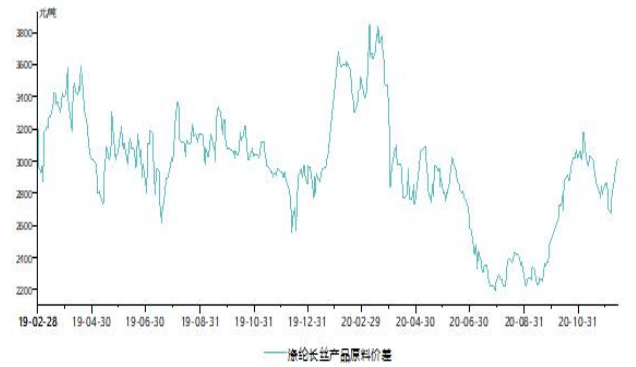
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 26：涤纶长丝价格（元/吨）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 27：涤纶长丝产品原料价差（元/吨）



数据来源：wind，东莞证券研究所

中短期来看，随着新冠疫苗顺利研发并上市，预计新冠疫情将能得到有效控制。经济将逐步复苏，带动下游行业需求回升。另外油价也从低位反弹，随着后续全球经济的复苏，预计油价能维持稳定并且价格中枢将上移。聚酯产成品毛利空间将实现逐步恢复。

同时，2021 年公司再生纤维等差别化功能性长丝、年产 240 万吨 PTA 二期等项目将逐步投产，尤其随着盛虹炼化（连云港）有限公司 1600 万吨炼化一体化项目建成并投料试车，公司将形成“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营的经营格局，进一步增强公司未来的盈利能力和抗风险能力。

4. 总结与投资建议

公司 2018 年重组，核心业务变更为民用涤纶长丝的研发、生产及销售，形成“PTA—聚酯化纤”的产业链结构。2019 年进行产业链纵向整合，预期 2021 年末炼化一体化项目投产，届时公司将打通“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，其核心竞争力、整体盈利能力和抗风险能力得以提升。

公司聚酯化纤业务聚焦高附加值的 DTY 产品，同时通过持续的自主研发和技术创新，提升产品竞争性。公司整体毛利率高于行业平均水平，其研发投入占营收比例在同行可比企业中领先。未来通过全产业链打通和规模化提升，有助进一步提升产品毛利率及竞争优势。

另一方面，公司再生纤维等差别化功能性长丝、年产 240 万吨 PTA 二期项目及 1600 万吨炼化一体化项目逐步投产，将进一步增厚企业利润，提升业绩。新建炼化一体化项目规模在业内排名前列，并且具备区位、交通及产业集群优势，盈利保障度高。

而随着新冠疫苗顺利研发并上市，疫情得以控制，经济逐步复苏，将带动下游行业需求回升，也有利于聚酯产品盈利的回升。

我们预测 240 万吨/年 PTA 产能将于 2021 年一季末投产，炼化一体化项目将于 2021 年末投产，并自 2022 年开始为公司贡献净利润，预期 2022 年开工负荷达 80%，2023 年及往后开工负荷保持 100%。随着经济复苏，石油价格中枢稳中上移，同时下游聚酯化纤需求及价格回升，将带动公司业绩实现较明显的提升。

预测公司 2020 年-2022 年归属净利润分别为 3.98 亿，11.27 亿和 73.80 亿，EPS 分别为 0.08 元、0.23 元、1.53 元。

表 9：公司盈利预测（截至 2021/2/18，百万元）

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**24888**	**20811**	**30085**	**103329**
营业成本	23214	20462	28854	92117
营业税金及附加	21868	18797	26899	79718
销售费用	246	125	211	3617
管理费用	256	208	301	1033
财务费用	524	229	301	3617
研发费用	185	937	903	2067
公允价值变动净收益	16	0	0	0
投资净收益	134	100	120	150

营业利润	**1898**	**495**	**1406**	**11514**
加 营业外收入	12	5	5	7
减 营业外支出	4	3	3	5
利润总额	**1906**	**497**	**1408**	**11516**
减 所得税	294	99	282	3225
净利润	**1612**	**398**	**1127**	**8292**
减 少数股东损益	(2)	0	0	912
归母公司所有者的净利润	**1614**	**398**	**1127**	**7380**
基本每股收益(元)	**0.33**	**0.08**	**0.23**	**1.53**

资料来源：wind，东莞证券研究所

示

原油价格、公司产品价格大幅波动；PTA 扩建项目、大炼化项目投产不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn