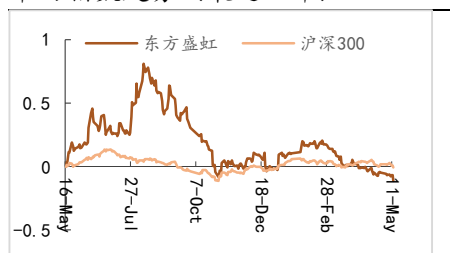


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话：010-81152683

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

#### 公司基本数据

最新收盘价(元)	11.80
一年内最高/最低价(元)	24.83/11.76
市盈率(当前)	134.34
市净率(当前)	2.20
总股本(亿股)	66.11
总市值(亿元)	780.12

资料来源：聚源数据

#### 相关研究

#### 核心观点

- **事件：**近日，公司发布 2022 年年度报告，报告期内实现营业收入 638.22 亿元，同比增长 21.13%，归母净利润 5.48 亿元，同比减少 88.02%，扣非后归母净利润 0.85 亿元，同比减少 93.33%。Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 137.73 亿元、164.69 亿元、164.66 亿元、171.14 亿元，同比增长 23.58%、9.77%、17.14%、37.08%，归母净利润分别为 6.88 亿元、9.48 亿元、-0.59 亿元、-10.29 亿元，同比减少 53.72%、34.06%、105.78%、262.58%。
- **Q4 亏损拖累全年业绩，行业景气度已经呈现探底回升的趋势。** 2022 年四季度，公司亏损较多，拖累公司全年业绩，主要原因是宏观经济放缓、房地产下滑、疫情防控等因素造成全国需求低位，下游需求拖累导致产品价格和价差低位，且四季度原油价格的不稳定使得成本端不可控，整体使得第四季度亏损较多。由中国化工产品价格指数(CCPI)-BRENT 价差数据可知，从 2023 年一季度开始，炼化行业景气度已经呈现探底回升的趋势。且全球能源结构转型加速，大力开发利用可再生能源已成为能源革命的选择，近年来全球太阳能开发利用规模迅速扩大，技术进步较多，光伏发电成本降低，呈现出良好的发展前景，光伏级 EVA 材料作为光伏胶膜的主要原料，充分受益光伏行业的高景气。
- **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 63.32/81.48/86.71 亿元，EPS 分别为 0.66/0.85/0.90 元，对应 PE 分别为 18/14/13 倍，考虑公司作为国内“炼化+聚酯化纤+新能源新材料”龙头企业，公司炼化产品将受益于国家经济的恢复，公司聚酯化纤产品将受益于居民可选消费的复苏，公司新能源新材料产品将充分受益于光伏行业 and 高端化工的发展，三大板块公司积极布局，未来成长空间巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格大涨；国内光伏政策的变化；下游需求不及预期；新建项目投产进度不及预期。

#### 盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	638.22	1365.07	1510.45	1559.14
营收增速(%)	23.4%	113.9%	10.6%	3.2%
净利润(亿元)	5.48	63.32	81.48	86.71
净利润增速(%)	-87.9%	1055.1%	28.7%	6.4%
EPS(元/股)	0.06	0.66	0.85	0.90
PE	206.65	17.89	13.90	13.06

资料来源：Wind，首创证券

## 1 公司是全球领先的能源化工企业

公司是一家全球领先、全产业链垂直整合并已深入布局新能源、新材料业务的能源化工企业。盛虹炼化是公司盛虹炼化一体化项目的经营主体，拥有原油加工能力 1600 万吨/年，拥有芳烃联合装置规模 280 万吨/年（以对二甲苯产量计），乙烯裂解装置规模 110 万吨/年，系目前国内单体最大的常减压装置。2022 年 12 月，盛虹炼化一体化项目常减压、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已顺利打通全流程并全面投产。斯尔邦石化为公司化工新能源新材料经营主体，现已形成丙烯、乙烯及其衍生精细化学品协同发展的多元化产品结构，拥有 MTO 装置设计生产能力 240 万吨/年（以甲醇计），系全球单套最大的醇基多联产装置，同时拥有丙烷脱氢装置（PDH）设计产能 70 万吨/年；公司还拥有 78 万吨/年丙烯腈、30 万吨/年 EVA、25.5 万吨/年 MMA、30 万吨/年 EO 等产能，是全球最大的光伏 EVA 生产企业，也是国内最大的丙烯腈生产企业。虹港石化是公司聚酯新材料产业链的重要中间环节，向上承接公司炼化芳烃产品，向下供应公司苏州、宿迁基地聚酯原材料，拥有 390 万吨/年 PTA 产能，是华东地区重要的聚酯原材料供应商。国望高科主攻超细纤维、差别化功能性纤维的开发和生产，牵头成立国家级的先进功能纤维创新中心，打造了拥有完整自主知识产权、世界领先的可再生 PTT 聚酯纤维产业链等，拥有 310 万吨/年差别化纤维产能，其中包括超 30 万吨/年再生纤维产能，以高端 DTY 产品为主。

## 2 2022 年国际国内复杂环境对业绩影响较大

2022 年国际局势动荡影响成本端原油价格，国内疫情频发导致需求收缩，整体对业绩影响较大。2022 年受全球宏观经济放缓、欧美等发达经济体通胀高企、地缘政治动荡、国内疫情防控等因素影响，国内石油和化工下游表观需求增速回落，但受成本支撑下化工产品价格总体上涨。炼化主营产品 PTA 量价齐升带来营收的增长，其中销量 215.80 万吨，同比增长 25.81%，据年报数据，PTA 全年均价为 5500.56 元/吨，同比增长 29.79%，全年营收 118.7 亿元，同比增长 46.82%，毛利率 3.82%，较去年提高 1.01pct，毛利为 4.53 亿元，同比增长 126.5%。受上游原油价格暴涨暴跌的影响，成本大幅波动，同时下游纺织行业景气度下降，2022 年聚酯产业链主营产品 DTY 销量 101.50 万吨，同比增长 3.54%，据年报数据，DTY 全年均价为 10613.97 元/吨，同比减少 2.58%，全年营收为 107.73 亿元，同比增长 0.87%，毛利率为 8.82%，较去年降低 10.30pct，毛利为 9.50 亿元，同比减少 53.48%。其他化纤产品全年营收 92.14 亿元，同比增长 2.98%，毛利 3.00 亿元，同比减少 60.84%。在国家“双碳”目标提出后，光伏新能源被普遍认为是碳减排的重点行业，2022 年 EVA 销量 34.23 万吨，同比减少 0.38%，据年报数据，EVA 全年均价 19195.99 元/吨，同比增长 3.12%，产品营业收入 65.71 亿元，同比增长 2.73%，毛利率 41.88%，较去年降低 2.26pct，毛利 27.52 亿元，同比减少 2.52%。作为国内最大的丙烯腈生产企业，2022 年丙烯腈产品销量 75.05 万吨，较去年增长 37.28%，据年报数据，丙烯腈全年均价为 9516.28 元/吨，同比减少 24.32%，营业收入 71.42 亿元，同比增长 3.89%，毛利率为 -2.80%，较去年降低 34.28pct，毛利亏损 2 亿元，同比减少 109.24%。其他化工材料营业收入 164.3 亿元，同比增长 64.6%。其他主营业务营业收入 18.22 亿元，同比增长 5.56%。

## 3 打造全球最大的光伏膜材料产业基地

借力“双碳”目标，打造全球最大光伏胶膜原料生产基地。光伏级 EVA 和 POE 生产壁垒高、扩产周期长、转产限制多，国内能够生产光伏级 EVA 和 POE 的企业屈指可数。目前，斯尔邦石化拥有 30 万吨/年的 EVA 产能，且 2022 年 9 月，斯尔邦石化 800 吨/年 POE 中试装置成功产出合格产品，标志着斯尔邦石化成为全国唯一同时具备光伏级 EVA 和 POE 自主生产技术的企业。目前公司正积极推进“百万吨级 EVA”战略目标，同时规划建设 30 万吨/年 POE 及 20 万吨/年  $\alpha$ -烯烃工业化装置。公司将通过 EVA 与 POE 双线并进，横向覆盖、链式延伸的光伏材料全产业链布局，朝着“打造全球最大的

光伏膜材料产业基地”目标加速迈进。

#### 4 新材料布局助力公司未来成长

深度布局新材料项目，拓展下游材料高端应用。报告期内，公司新材料领域密集布局，斯尔邦石化 2 万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）项目于 2022 年底投产。盛虹炼化 10/90 万吨/年乙二醇装置和 40/25 万吨/年苯酚/丙酮装置于 2023 年 3 月投产。虹威化工 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 装置报告期内项目已开工建设。虹科新材料可降解材料项目（一期）工程 34 万吨/年顺酐装置、30 万吨/年 BDO 装置和 18 万吨/年 PBAT 装置处于项目前期阶段。海格斯新能源配套原料及磷酸铁、磷酸铁锂新能源材料项目 180 万吨/年选矿装置、50 万吨/年磷酸铁装置、30 万吨/年磷酸铁锂装置处于项目前期阶段。公司利用现有一体化产业链优势，继续加大产业链投资，拓展下游材料业务高端应用，不断向新材料领域布局。

#### 5 风险提示

上游原材料价格大涨；国内光伏政策的变化；下游需求不及预期；新建项目投产进度不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	33,586	43,648	52,047	57,425	经营活动现金流	1,391	25,048	13,262	9,177
现金	12,244	12,180	14,915	17,025	净利润	548	6,332	8,149	8,671
应收账款	695	1,397	1,545	1,623	折旧摊销	2,358	2,701	2,579	2,492
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2,114	519	515	493
预付账款	409	1,700	1,777	1,787	投资损失	18	36	39	41
存货	17,533	21,282	25,139	27,967	营运资金变动	-3,727	15,405	1,980	-2,404
其他	2,613	6,668	8,246	8,474	其它	85	119	82	-30
非流动资产	132,926	132,174	131,711	131,329	投资活动现金流	-32,149	-1,924	-2,094	-2,091
长期投资	111	116	122	128	资本支出	-26,346	-1,940	-2,109	-2,101
固定资产	16,456	15,249	14,206	13,304	长期投资	29	-6	-6	-6
无形资产	4,182	4,628	5,201	5,711	其他	-5,832	22	21	16
其他	31,770	31,774	31,775	31,779	筹资活动现金流	30,989	-23,187	-8,434	-4,976
资产总计	166,512	175,822	183,758	188,754	短期借款	33,264	28,376	28,376	28,376
流动负债	54,409	63,106	67,641	68,718	长期借款	18,533	13,861	13,861	13,861
短期借款	26,155	40,671	55,186	69,701	其他	-6,312	65,835	174,910	159,782
应付账款	13,169	23,895	29,698	32,608	现金净增加额	230	-63	2,734	2,110
其他	478	478	478	478					
非流动负债	76,405	90,266	104,127	117,988	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	66,235	80,096	93,957	107,818	成长能力				
其他	6,027	6,027	6,027	6,027	营业收入	23.4%	113.9%	10.6%	3.2%
负债合计	130,814	153,372	171,768	186,706	营业利润	-93.1%	1474.6%	30.3%	7.6%
少数股东权益	-3	-66	-148	-234	归属母公司净利润	-87.9%	1055.1%	28.7%	6.4%
归属母公司股东权益	35,701	22,516	12,138	2,282	获利能力				
负债和股东权益	166,512	175,822	183,758	188,754	毛利率	7.7%	10.8%	10.3%	10.4%
					净利率	0.9%	4.6%	5.3%	5.5%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	1.5%	28.2%	-9.2%	-2.9%
营业收入	63,822	136,507	151,045	155,914	ROIC	2.0%	7.1%	9.1%	9.5%
营业成本	58,930	121,805	135,412	139,691	偿债能力				
营业税金及附加	702	2,730	1,661	1,559	资产负债率	78.6%	104.6%	120.2%	133.5%
营业费用	217	956	453	468	净负债比率	314.6%	626.6%	-191.0%	-67.1%
研发费用	503	1,229	1,510	1,403	流动比率	0.6	0.7	0.3	0.2
管理费用	652	1,775	1,813	1,871	速动比率	0.3	0.4	0.2	0.1
财务费用	1,955	519	515	493	营运能力				
资产减值损失	-1,001	-1,500	-1,700	-1,800	总资产周转率	0.4	0.8	0.8	0.8
公允价值变动收益	-3	-3	-3	-3	应收账款周转率	104.1	130.5	102.7	98.4
投资净收益	-30	-33	-36	-38	应付账款周转率	4.6	6.6	5.1	4.5
营业利润	416	6,545	8,527	9,174	每股指标(元)				
营业外收入	61	63	66	70	每股收益	0.06	0.66	0.85	0.90
营业外支出	30	9	11	13	每股经营现金	0.21	3.79	2.01	1.39
利润总额	447	6,599	8,582	9,231	每股净资产	5.40	3.41	-13.36	-44.47
所得税	-96	330	515	646	估值比率				
净利润	543	6,269	8,067	8,585	P/E	206.65	17.89	13.90	13.06
少数股东损益	-5	-63	-81	-86	P/B	3.17	5.03	-1.28	-0.39
归属母公司净利润	548	6,332	8,148	8,671					
EBITDA	4,759	9,819	11,676	12,216					
EPS (元)	0.06	0.66	0.85	0.90					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现