

东方盛虹 (000301)

证券研究报告

2021年05月13日

跟踪点评：注入斯尔邦，提升协同、打开空间

事项：

公司公告，拟以发行股份及支付现金方式购买其合计持有的斯尔邦 100% 股权，并配套募集资金。

注入标的斯尔邦简介

江苏斯尔邦为盛虹石化集团控股子公司，拥有 240 万吨 MTO 产能，主要产品为以甲醇为原料生产的丙烯、乙烯及衍生精细化工品，包括 30 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (EVA)、18 万吨/年环氧乙烷 (EO)、52 万吨/年丙烯腈 (AN)、17 万吨/年甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、乙醇胺、非离子表面活性剂、聚羧酸减水剂单体等。公司 EVA、丙烯腈、MMA、EO 产能分别占国内比例 31%、23%、11%、5%。

根据交易预案公告，斯尔邦 2019、2020、2021Q1 净利润分别 9.3、5.3、10.2 亿元。

斯尔邦 EVA 国内第一大供应商，光伏膜料绝对龙头

公司 EVA 产能全国第一，占比 31%。在 EVA 光伏膜料领域，公司是国内绝对龙头。根据我们预期，在光伏装机需求拉动下，以及考虑国内光伏级 EVA 在 2024 年之前扩产有限，EVA 光伏级别国内供给将保持偏紧状态，为公司提供良好盈利前景。我们估算目前 EVA 盈利超过 4000 元/吨净利润。

在建 PDH 项目，提升配套能力

公司在建 70 万吨 PDH 装置，已经进入施工安装阶段；下游配套 52 万吨/年的丙烯腈装置和 18 万吨/年的 MMA 装置。建成之后公司将在一定程度上完善产业链配套，且届时丙烯腈将形成国内第一大产能。

盈利预测和估值

考虑到 2021 年以来涤纶长丝盈利超预期，上调 2021 年业绩预测至 15 亿，维持 2022 年业绩预测 79 亿，新增 2023 年业绩预测 95 亿（因斯尔邦估值作价未定、配套募集资金金额未定，暂不考虑斯尔邦注入之后的盈利变化）。当前股价对应 21/22/23 年 PE 分别 49/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：炼化项目推迟投产的风险；炼化行业盈利下滑的风险；斯尔邦盈利下滑的风险；EVA 光伏膜需求低于预期的风险。

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,834.86
流通 A 股股本(百万股)	1,731.82
A 股总市值(百万元)	72,571.31
流通 A 股市值(百万元)	25,994.57
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	69.40
一年内最高/最低(元)	16.73/4.82

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据















相关报告

1 《东方盛虹-首次覆盖报告:蓄势待发——价值被低估的民营大炼化龙头》
2021-01-18

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,887.77	22,777.00	25,054.70	62,636.76	93,955.14
增长率(%)	34.96	(8.48)	10.00	150.00	50.00
EBITDA(百万元)	3,709.01	2,276.64	4,021.14	13,026.75	18,209.36
净利润(百万元)	1,613.80	316.31	1,485.66	7,853.49	9,451.13
增长率(%)	90.59	(80.40)	369.69	428.62	20.34
EPS(元/股)	0.33	0.07	0.31	1.62	1.95
市盈率(P/E)	44.97	229.43	48.85	9.24	7.68
市净率(P/B)	5.18	4.14	4.66	3.32	2.47
市销率(P/S)	2.92	3.19	2.90	1.16	0.77
EV/EBITDA	5.66	22.00	20.79	5.24	3.13

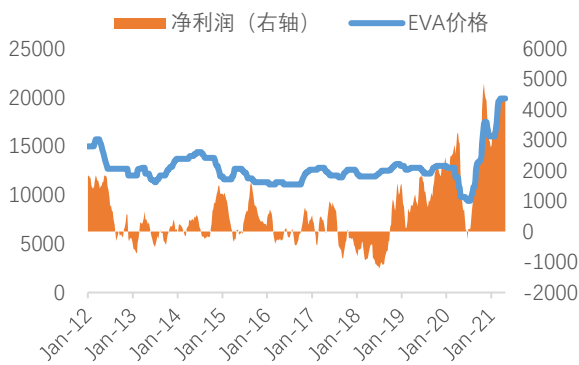
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：斯尔邦石化产业链图

		丙烯下游衍生物		乙烯下游衍生物	
		丙烯腈	甲基丙烯酸甲酯	乙烯-醋酸乙烯共聚物	环氧乙烷及其衍生物
外观及基本性质		<ul style="list-style-type: none"> 英文名Acrylonitrile (缩写为AN) 无色的有刺激性气味液体，微溶于水，易溶于多数有机溶剂 	<ul style="list-style-type: none"> 英文名Methyl methacrylate (简称MMA) 无色液体，可溶于乙醇、乙醚、丙酮等 		<ul style="list-style-type: none"> 英文名ethylene-vinyl acetate copolymer (简称EVA) 可燃，燃烧气味无刺激性
		<ul style="list-style-type: none"> 可用于制备ABS树脂及腈纶等产品，在家电、服装、汽车行业得到广泛应用 	<ul style="list-style-type: none"> 可用于生产PMMA等，广泛应用于液晶显示器导光板、光学纤维等 		<ul style="list-style-type: none"> 环氧乙烷是一种无色气体，简称EO 乙醇胺是一种无色透明的液体，简称EOA 非离子表面活性剂大多为液态和浆状态 聚羧酸减水剂单体是一种白色或浅黄色固体
应用领域					
					

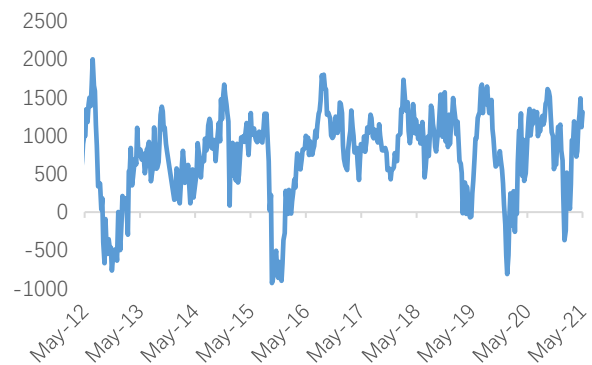
资料来源：公司关联交易预案公告，天风证券研究所

图 2：EVA 净利润估算（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：PDH 净利润估算（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,311.51	15,147.37	7,626.34	21,740.48	34,197.09
应收票据及应收账款	357.91	213.09	695.16	(684.41)	(1,026.62)
预付账款	377.82	309.57	295.73	1,221.57	1,009.00
存货	2,858.51	2,728.65	2,758.41	10,224.88	8,646.99
其他	1,551.64	1,915.59	1,028.21	1,220.95	1,302.90
流动资产合计	10,457.38	20,314.28	12,403.84	33,723.47	44,129.37
长期股权投资	56.22	72.27	72.27	72.27	72.27
固定资产	13,354.39	13,773.47	18,360.28	20,599.13	21,416.19
在建工程	3,023.53	13,767.71	8,296.62	5,025.97	3,045.58
无形资产	1,431.22	2,238.08	2,182.94	2,127.79	2,072.65
其他	6,719.50	12,767.80	7,289.06	8,823.92	9,620.29
非流动资产合计	24,584.87	42,619.33	36,201.18	36,649.09	36,226.98
资产总计	35,042.25	62,933.61	48,605.02	70,372.55	80,356.35
短期借款	6,115.28	6,913.67	12,000.00	12,000.00	12,000.00
应付票据及应付账款	4,767.65	7,838.47	3,777.34	16,995.16	16,370.80
其他	2,406.58	3,588.41	2,996.84	4,432.71	5,643.04
流动负债合计	13,289.51	18,340.55	18,774.18	33,427.87	34,013.84
长期借款	2,284.78	17,202.66	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付债券	994.81	996.70	663.84	885.12	848.55
其他	3,173.14	3,845.84	2,594.83	3,204.60	3,215.09
非流动负债合计	6,452.73	22,045.20	9,258.66	10,089.72	10,063.64
负债合计	19,742.24	40,385.75	28,032.84	43,517.59	44,077.48
少数股东权益	1,283.81	5,002.39	5,002.39	5,002.39	6,865.39
股本	4,029.05	4,834.86	4,834.86	4,834.86	4,834.86
资本公积	4,500.26	7,269.06	7,269.06	7,269.06	7,269.06
留存收益	6,864.19	9,546.40	10,734.92	17,017.71	24,578.62
其他	(1,377.30)	(4,104.85)	(7,269.06)	(7,269.06)	(7,269.06)
股东权益合计	15,300.01	22,547.86	20,572.17	26,854.97	36,278.87
负债和股东权益总计	35,042.25	62,933.61	48,605.02	70,372.55	80,356.35

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,612.16	312.73	1,485.66	7,853.49	9,451.13
折旧摊销	1,157.71	1,217.18	999.42	1,166.95	1,268.47
财务费用	498.06	444.27	1,050.00	1,400.00	1,867.60
投资损失	(133.98)	(112.19)	(77.11)	(82.37)	(101.41)
营运资金变动	1,050.51	(5,753.65)	(182.22)	6,374.65	1,809.35
其它	1,030.66	5,953.00	0.00	0.00	1,863.00
经营活动现金流	5,215.12	2,061.34	3,275.74	16,712.72	16,158.13
资本支出	6,437.70	12,530.64	1,311.01	(529.78)	39.51
长期投资	(49.25)	16.05	0.00	0.00	0.00
其他	(11,072.79)	(28,567.02)	(725.94)	532.15	11.90
投资活动现金流	(4,684.34)	(16,020.34)	585.07	2.37	51.41
债权融资	10,885.77	27,001.16	20,130.65	20,500.39	20,505.29
股权融资	727.37	3,162.53	(4,214.21)	(1,400.00)	(1,867.60)
其他	(10,045.53)	(7,777.09)	(27,298.29)	(21,701.35)	(22,390.62)
筹资活动现金流	1,567.61	22,386.60	(11,381.85)	(2,600.95)	(3,752.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,098.40	8,427.60	(7,521.03)	14,114.14	12,456.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,887.77	22,777.00	25,054.70	62,636.76	93,955.14
营业成本	21,868.37	21,420.80	21,547.05	49,483.04	73,660.83
营业税金及附加	134.69	132.08	100.22	219.23	1,719.23
营业费用	246.26	47.37	52.11	130.27	195.41
管理费用	256.31	259.50	285.45	713.61	1,070.42
研发费用	184.65	176.47	125.27	313.18	469.78
财务费用	523.64	453.34	1,050.00	1,400.00	1,867.60
资产减值损失	(19.55)	(82.93)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	15.94	(52.91)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	133.98	112.19	77.11	82.37	101.41
其他	(354.15)	(113.18)	(154.21)	(164.75)	(202.83)
营业利润	1,897.65	424.27	1,971.72	10,459.80	15,073.29
营业外收入	12.25	21.91	11.18	13.76	14.77
营业外支出	4.01	1.98	2.03	2.24	2.57
利润总额	1,905.88	444.19	1,980.87	10,471.32	15,085.50
所得税	293.72	131.46	495.22	2,617.83	3,771.38
净利润	1,612.16	312.73	1,485.66	7,853.49	11,314.13
少数股东损益	(1.63)	(3.57)	0.00	0.00	1,863.00
归属于母公司净利润	1,613.80	316.31	1,485.66	7,853.49	9,451.13
每股收益(元)	0.33	0.07	0.31	1.62	1.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	34.96%	-8.48%	10.00%	150.00%	50.00%
营业利润	72.13%	-77.64%	364.73%	430.49%	44.11%
归属于母公司净利润	90.59%	-80.40%	369.69%	428.62%	20.34%
获利能力					
毛利率	12.13%	5.95%	14.00%	21.00%	21.60%
净利率	6.48%	1.39%	5.93%	12.54%	10.06%
ROE	11.51%	1.80%	9.54%	35.94%	32.13%
ROIC	17.02%	4.36%	10.39%	33.46%	72.25%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56.34%	64.17%	57.67%	61.84%	54.85%
净负债率	36.43%	52.57%	60.78%	-4.62%	-37.74%
流动比率	0.79	1.11	0.66	1.01	1.30
速动比率	0.57	0.96	0.51	0.70	1.04

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	50.27	79.78	55.17	11,657.75	-109.82
存货周转率	8.38	8.15	9.13	9.65	9.96
总资产周转率	0.87	0.46	0.45	1.05	1.25

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.33	0.07	0.31	1.62	1.95
每股经营现金流	1.08	0.43	0.68	3.46	3.34
每股净资产	2.90	3.63	3.22	4.52	6.08

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	44.97	229.43	48.85	9.24	7.68
市净率	5.18	4.14	4.66	3.32	2.47
EV/EBITDA	5.66	22.00	20.79	5.24	3.13
EV/EBIT	8.23	47.29	27.66	5.76	3.36

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com