

公司研究

斯尔邦石化资产注入，炼化下游延伸，打开未来成长空间

——东方盛虹（000301.SZ）收购斯尔邦股权和投建 POSM 及多元醇项目公告点评

买入（维持）

当前价：17.66 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

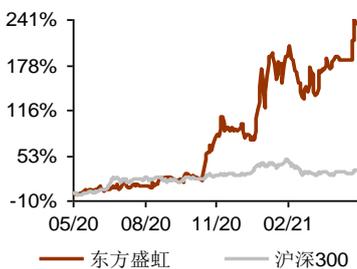
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.35
总市值(亿元):	853.84
一年最低/最高(元):	5.13/18.48
近3月换手率:	31.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind

相关研报

20 年业绩承压，期待炼化项目年底投产——东方盛虹（000301.SZ）2020 年度业绩预告点评（2021-01-17）

要点

事件：

公司发布公告，已与盛虹石化、博虹实业、建信投资、中银资产签署《发行股份及支付现金购买资产协议》，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。其中，拟向盛虹石化、博虹实业全部发行股份购买资产；拟向建信投资、中银资产全部支付现金购买资产。本次发行股份购买资产的发行价格为 11.14 元/股，发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%，募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%。

公司发布公告，其子公司虹威化工将投资建设 POSM 及多元醇项目，项目包括 50.8 万吨/年乙苯（EB）、20/45 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯（POSM）、11.25 万吨/年聚酯多元醇（PPG）和 2.5 万吨/年聚合物多元醇（POP）等工艺装置、配套公用工程及生产辅助设施。项目预计总投资为人民币 60.34 亿元，建设期为 3 年。

点评：

整合高附加值烯烃产业链，公司未来成长空间可期

斯尔邦石化下游布局完善助力公司完成全产业链布局，未来成长空间广阔：斯尔邦是一家专注于生产高附加值烯烃衍生物的大型民营石化企业，采用一体化生产工艺技术，以甲醇为主要原料制取合成烯烃衍生物。其主要产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生物，以及 EVA、EO 等乙烯下游衍生物，下游需求广泛分布于光伏、洗涤、农药、医药、建筑、聚氨酯制品等行业。截至 2021 年 5 月，斯尔邦拥有 240 万吨/年醇基多联产项目、30 万吨/年 EVA 树脂装置、52 万吨/年丙烯腈装置、17 万吨/年 MMA 装置、20 万吨/年环氧乙烷装置、10 万吨/年乙醇胺装置、12 万吨/年乙氧基化（EOD）等装置。同时，斯尔邦二期丙烷产业链项目稳步推进，在建产能包括 70 万吨/年丙烷脱氢装置、丙烯腈 52 万吨/年、MMA 18 万吨/年。此外，斯尔邦计划将 EO 产能扩至 30 万吨/年，新建 10 万吨/年 CO₂ 净化回收装置、10 万吨/年 EC 装置、7 万吨/年 DMC 装置、10 万吨/年 EOD 装置、2 万吨/年超高分子量聚乙烯装置、800 吨/年 POE 中试装置、10 万吨/年 CO₂ 制绿色甲醇装置，改造现有 10 万吨/年丁二烯装置并新增丁烯-1 产能 3.906 万吨/年。2020 年，斯尔邦实现营收 109.8 亿元，归母净利润 5.3 亿元；2021 年 Q1，斯尔邦实现营收 47 亿元，归母净利润 10.2 亿元。

斯尔邦主营产品需求向好，未来盈利可期：随着碳中和目标的提出以及国内各地相关政策陆续落地，能源结构转变将推动我国光伏装机需求大幅提升。斯尔邦作为国内第一大 EVA 生产商，其 EVA 产能占国内总产能的 31%，将率先受益于下游需求扩张，未来盈利空间可观。其次，环保政策趋严将凸显公司 PDH 项目优势，丙烷脱氢装置所用的原料是轻质化烃类丙烷，其含碳量和排碳量均较石油制原料低，同时氢气为该工艺重要副产，可为公司带来更多发展机会。另外，斯尔邦的丙烯腈产能占比约 21%，生产规模位居国内前列，随着新冠疫苗接种范围扩大以及全球经济复苏，化纤行业需求复苏、汽车销售大幅增长带动丙烯腈下游产品腈纶及 ABS 需求向好。

斯尔邦石化优质资产注入，协同效应提升公司核心竞争力：通过本次交易，公司将置入盈利能力较强的优质资产。主营业务将进一步拓展并新增高附加值烯烃衍生物的研发、生产及销售，主要产品范围将新增丙烯腈、MMA、EVA、EO 及其衍生物等一系列多元石化及精细化学品，可以充分发挥炼化一体化项目与斯尔邦石化的协同

效益，有助于增强公司的可持续发展能力和核心竞争力。另一方面，公司与斯尔邦主营产品并无明显上下游关系，公司通过横向扩张优化产品结构，可进一步分散产业链风险和下游需求波动风险，保障业绩稳定性。

纵向延伸炼化产业链，有望带动公司业绩上扬

公司新建 PO/SM 及多元醇项目将综合利用盛虹炼化一体化项目的乙烯、丙烯和苯进行深加工，通过共氧化法生产环氧丙烷和苯乙烯，并进一步生产聚醚多元醇和聚合物多元醇产品。其中，环氧丙烷是重要的丙烯衍生物，苯乙烯是合成高分子材料的重要原料，聚醚多元醇是合成聚氨酯的一种重要原料。中国是世界最大的聚氨酯消费中心，聚氨酯的消费成功带动了聚醚多元醇的消耗，预计未来聚醚多元醇消费量的增长速度将与我国 GDP 发展水平持平，市场空间较大。项目采用国际先进工艺技术，建设大规模的石化产品生产装置，发展高新技术材料，延伸炼化产业链，提升产品附加值，是增加盛虹炼化经济效益和竞争力的重要环节，也是稳定市场供应、满足国民经济各行业对石化产品需求的重要举措。据公司公告披露，本项目投产后预计年均销售收入 58.67 亿元，利润总额 6.48 亿元，将对公司业绩产生积极影响。

炼化一体化助力公司打开发展新格局

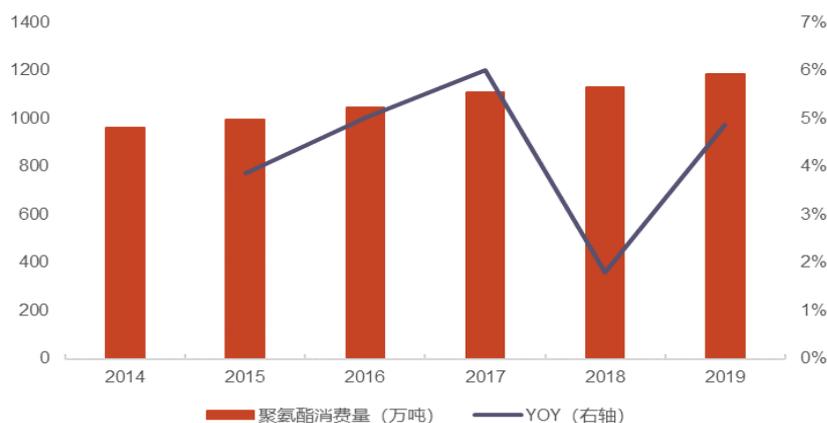
2019 年，公司进行产业链纵向整合，收购盛虹炼化、虹港石化 100% 股权以形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链架构，推动公司进入炼油、石化、化纤之间协同发展的新阶段和新格局。目前，公司已形成“PTA—聚酯化纤”业务结构，主要业务包括民用涤纶长丝的研发、生产和销售以及 PTA、热电的生产和销售等。2020 年下半年至今，国内疫情防控得当以及海外纺服业订单回流带动化纤行业回暖，公司涤纶产品板块盈利好转。此外，公司大炼化项目建设进展顺利，蜡油加氢装置、硫磺回收联合装置、乙二醇/丁二烯/醋酸乙烯装置已经陆续开工建设，前期围绕大炼化项目展开的一系列资本运作也已陆续落地，大炼化项目有望于 21 年年底投产，届时公司业绩有望大幅增厚。

图 1：斯尔邦主营产品

		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"> 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 聚醚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：公司公告，光大证券研究所整理

图 2: 2014-2019 年我国聚氨酯消费量及增速



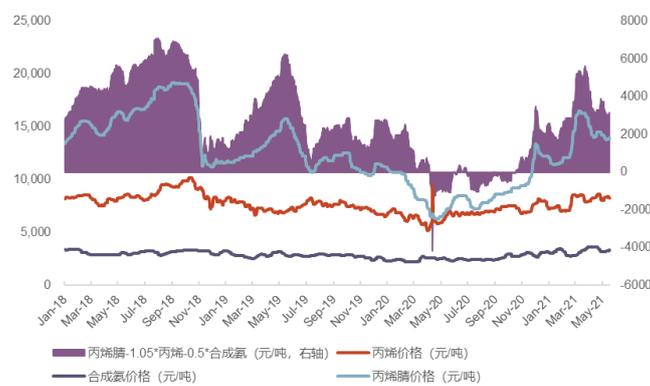
资料来源: 化工行业协会, 光大证券研究所整理

图 3: 环氧乙烷-乙烯价差



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

图 4: 丙烯腈-丙烯价差



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

盈利预测、估值与评级: 随着油价回暖及全球经济复苏, 化纤行业需求景气上行, 公司主营产品盈利稳定提升, 大炼化项目年底投产将助力公司业绩增厚, 此外暂不考虑斯尔邦石化注入贡献业绩, 我们上调公司 2021-2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年公司净利润分别为 18.48 (上调 20.9%)/71.28 (上调 10.5%) /96.00 亿元, 折 EPS 为 0.38/1.47/1.99 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格大幅波动风险; 下游需求不及预期; 新项目投产不及预期; 资产重组进度不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24,888	22,777	24,340	86,622	117,685
营业收入增长率	34.96%	-8.48%	6.86%	255.88%	35.86%
净利润 (百万元)	1,614	316	1,848	7,128	9,600
净利润增长率	90.59%	-80.40%	484.26%	285.70%	34.67%
EPS (元)	0.40	0.07	0.38	1.47	1.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.51%	1.80%	9.77%	28.07%	29.87%
P/E	44	270	46	12	9
P/B	5.1	4.9	4.5	3.4	2.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-05-19, 注: 2019 年末, 公司总股本为 40.28 亿; 2020 年末及以后, 公司总股本为 48.35 亿。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,888	22,777	24,340	86,622	117,685
营业成本	21,868	21,421	21,321	75,981	103,542
折旧和摊销	1,157	1,217	1,447	1,649	1,815
税金及附加	135	132	141	502	682
销售费用	246	47	51	180	245
管理费用	256	259	277	987	1,341
研发费用	185	176	189	671	912
财务费用	524	453	411	419	353
投资收益	134	112	84	110	102
营业利润	1,898	424	2,203	8,543	11,510
利润总额	1,906	444	2,215	8,557	11,525
所得税	294	131	371	1,433	1,930
净利润	1,612	313	1,844	7,124	9,594
少数股东损益	-2	-4	-4	-4	-5
归属母公司净利润	1,614	316	1,848	7,128	9,600
EPS(元)	0.40	0.07	0.38	1.47	1.99

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,215	2,061	902	16,916	16,684
净利润	1,614	316	1,848	7,128	9,600
折旧摊销	1,157	1,217	1,447	1,649	1,815
净营运资金增加	-2,063	-3,968	2,537	2,754	257
其他	4,507	4,496	-4,929	5,384	5,012
投资活动产生现金流	-4,684	-16,020	-1,016	-890	-898
净资本支出	-5,907	-16,419	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	49	-16	0	0	0
其他资产变化	1,174	415	-16	110	102
融资活动现金流	1,568	22,387	-7,293	58	-2,391
股本变化	0	806	0	0	0
债务净变化	5,916	16,115	-6,414	500	500
无息负债变化	4,914	4,528	-2,683	18,321	10,298
净现金流	2,091	8,395	-7,407	16,084	13,395

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.1%	6.0%	12.4%	12.3%	12.0%
EBITDA 率	13.8%	9.5%	16.3%	12.2%	11.6%
EBIT 率	9.2%	4.2%	10.4%	10.3%	10.0%
税前净利润率	7.7%	2.0%	9.1%	9.9%	9.8%
归母净利润率	6.5%	1.4%	7.6%	8.2%	8.2%
ROA	4.6%	0.5%	3.3%	8.8%	9.8%
ROE (摊薄)	11.5%	1.8%	9.8%	28.1%	29.9%
经营性 ROIC	8.8%	1.9%	5.5%	18.6%	25.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	64%	57%	62%	62%
流动比率	0.79	1.11	1.41	1.45	1.55
速动比率	0.57	0.96	1.11	1.08	1.19
归母权益/有息债务	1.29	0.65	0.92	1.20	1.49
有形资产/有息债务	3.00	2.21	2.52	3.67	4.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	35,042	62,934	55,197	80,497	98,039
货币资金	5,312	15,147	7,741	23,825	37,219
交易性金融资产	694	521	521	521	521
应收帐款	254	213	231	823	1,118
应收票据	103	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	108	38	36	130	176
存货	2,859	2,729	2,752	9,896	13,498
其他流动资产	750	1,357	1,388	2,633	3,255
流动资产合计	10,457	20,314	12,978	38,926	57,284
其他权益工具	639	686	686	686	686
长期股权投资	56	72	72	72	72
固定资产	13,354	13,773	15,918	17,197	17,812
在建工程	2,985	12,683	10,038	8,053	6,565
无形资产	1,431	2,238	2,193	2,149	2,106
商誉	695	695	695	695	695
其他非流动资产	3,342	9,844	9,891	9,891	9,891
非流动资产合计	24,585	42,619	42,220	41,570	40,755
总负债	19,742	40,386	31,289	50,110	60,908
短期借款	6,115	6,914	0	0	0
应付账款	2,266	3,489	2,985	11,397	16,049
应付票据	2,502	4,350	2,985	11,397	16,049
预收账款	404	40	43	152	207
其他流动负债	0	41	41	41	41
流动负债合计	13,290	18,341	9,172	26,871	36,858
长期借款	2,285	17,203	17,703	18,203	18,703
应付债券	995	997	997	997	997
其他非流动负债	1,307	1,708	1,724	2,347	2,658
非流动负债合计	6,453	22,045	22,117	23,239	24,050
股东权益	15,300	22,548	23,908	30,387	37,132
股本	7,017	7,823	7,823	7,823	7,823
公积金	4,825	7,640	7,825	8,538	9,498
未分配利润	2,039	1,906	3,086	8,856	14,646
归属母公司权益	14,016	17,545	18,910	25,393	32,143
少数股东权益	1,284	5,002	4,998	4,994	4,989

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.99%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
管理费用率	1.03%	1.14%	1.14%	1.14%	1.14%
财务费用率	2.10%	1.99%	1.69%	0.48%	0.30%
研发费用率	0.74%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
所得税率	15%	30%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.59	0.79
每股经营现金流	1.29	0.43	0.19	3.50	3.45
每股净资产	3.48	3.63	3.91	5.25	6.65
每股销售收入	6.18	4.71	5.03	17.92	24.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	44	270	46	12	9
PB	5.1	4.9	4.5	3.4	2.7
EV/EBITDA	38.9	74.6	41.1	15.0	11.1
股息率	0.6%	0.6%	0.8%	3.3%	4.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE