

东方盛虹 (000301.SZ)

注入斯尔邦优质新材料资产，坚定看好公司发展前景

事件：公司公告拟发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金：

1) 拟 100% 收购斯尔邦股权，交易对价为 143.6 亿元，其中以 11.04 元/股向盛虹石化、博虹实业发行股份 11.1 亿股收购 85.5% 股份，以支付现金 20.9 亿元向建信投资、中银资产购买 14.5% 股份，补偿义务人盛虹石化、博虹实业承诺 2021~2024 年扣非后归母净利润分别不低于 17.8、15.1、18.4、17.8 亿元。

2) 拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者发行股份配套募集资金不超过 40.9 亿元，其中 20.9 亿元用于支付收购斯尔邦的现金对价，20.0 亿元用于补充上市公司流动资金或偿还有息负债。

注入斯尔邦优质新材料资产，将提高公司综合竞争力：

1) 光伏需求拉动 EVA 景气有望超预期：斯尔邦于 2010 年成立，是盛虹集团旗下优质的新材料公司，目前 MTO 装置设计产能约为 240 万吨/年，单体规模位居全球前列，下游配套丙烯腈、MMA、EVA、EO 及衍生物，广泛应用于光伏、化纤、洗涤、农药、医药、建筑、聚氨酯制品等行业。其中核心产品之一 EVA 受益于下游光伏需求持续增长景气有望超预期，光伏胶膜是 EVA 的最大下游应用领域，占比约 35% 左右，国内 2020 年 EVA 光伏料需求量约 60-70 万吨，国内仅有斯尔邦、联泓新科、台塑石化三家企业能够生产，进口依存度仍在 70% 以上，供需紧张平衡状态下 EVA 价格自去年下半年开始大幅上涨。斯尔邦具有 EVA 产能 30 万吨，是国内最大的生产企业，由于 EVA 行业扩产周期长，尤其做到光伏料需要较长爬坡期，未来 2 年我们预期供需紧张下 EVA 仍将保持较高景气，收购完成后将大幅提高公司盈利能力。

2) 斯尔邦中长期还具备较大发展潜力：斯尔邦二期丙烷产业链项目正在建设阶段，建成投产后将新增 70 万吨/年丙烷脱氢以及配套 26 万吨/年丙烯腈、8.5 万吨/年 MMA 的生产能力，使公司成为国内最大的丙烯腈生产企业之一，进一步增强斯尔邦盈利能力。另外，4 月份斯尔邦石化与鄂尔多斯政府签订绿色新材料循环经济产业园项目投资协议，拟投资 1270 亿元建设甲醇和下游生产醋酸、甲醛、丙烯酸、烯烃及可降解材料、高吸水性树脂等多种高端新材料及精细化工产品，看好斯尔邦收购完成后公司综合竞争力得到进一步提升。

3) 收购交易对价优于市场此前预期：根据公告斯尔邦 2021 年 1-3 月实现营业收入 47.0 亿元，净利润 10.4 亿元，按照 2021 年业绩承诺 17.8 亿元测算，收购估值约 8 倍。可比公司联泓新科 2021 年按照 Wind 一致预期归母净利润 10.7 亿元，对应目前约 45 PE。

炼化项目年底投产在即，将成为公司未来发展重要的原材料平台：公司实施的 1600 万吨炼化一体化项目预计将于 2021 年底建成投产，盛虹炼化所处区域紧邻斯尔邦及虹港石化，投产后一方面将对公司营业及净利润带来的巨大增量贡献，另一方面将成为公司未来优质的原材料供应平台，为公司将来持续发展精细化工及新材料产品提供原料端保障。

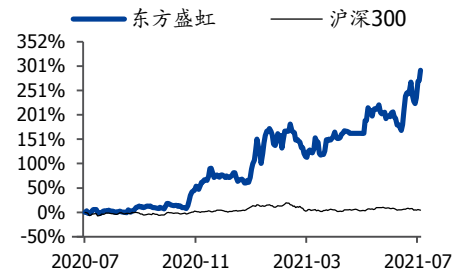
盈利预测与投资建议：我们看好碳中和背景下指标和资源将进一步向头部企业集中，同时看好新型炼厂基于产业链一体化及现金流的优势向下游精细化工及新材料领域的持续延伸。暂不考虑斯尔邦注入及发行股份，我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 20.5、75.4、101.1 亿元，分别对应

买入（维持）

股票信息

行业	化学纤维
前次评级	买入
7月9日收盘价(元)	22.28
总市值(百万元)	107,720.77
总股本(百万股)	4,834.86
其中自由流通股(%)	35.82
30日日均成交量(百万股)	43.22

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

相关研究

1、《东方盛虹 (000301.SZ)：拟收购斯尔邦丰富下游产品，看好一体化布局下公司成长潜力》2021-05-13

2、《东方盛虹 (000301.SZ)：大炼化项目开启新征程，公司跨越式成长在即》2021-04-20



53、14及11倍PE，目前还存在显著低估，继续坚定推荐！

风险提示：国际油价大幅下跌、宏观经济下行、新项目建设进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,888	22,777	29,672	94,626	123,450
增长率 yoy（%）	35.0	-8.5	30.3	218.9	30.5
归母净利润（百万元）	1,614	316	2,051	7,545	10,113
增长率 yoy（%）	90.6	-80.4	548.3	267.9	34.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.33	0.07	0.42	1.56	2.09
净资产收益率（%）	10.5	1.4	8.6	27.8	27.4
P/E（倍）	66.7	340.6	52.5	14.3	10.7
P/B（倍）	7.7	6.1	5.7	4.2	3.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年7月9日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10457	20314	7373	23742	14917
现金	5312	15147	254	718	278
应收票据及应收账款	358	213	531	1841	1253
其他应收款	108	38	152	452	336
预付账款	378	310	586	2270	1456
存货	2859	2729	3974	16583	9716
其他流动资产	1444	1878	1878	1878	1878
非流动资产	24585	42619	59380	107129	123152
长期投资	56	72	90	113	139
固定资产	13354	13773	21490	82838	92579
无形资产	1431	2238	2513	2880	3357
其他非流动资产	9743	26536	35287	21299	27077
资产总计	35042	62934	66754	130872	138068
流动负债	13290	18341	21064	71472	71748
短期借款	6115	6914	7533	19873	40422
应付票据及应付账款	4768	7838	7284	39097	20239
其他流动负债	2407	3588	6248	12503	11087
非流动负债	6453	22045	21881	27512	23455
长期借款	3280	18199	18035	23666	19610
其他非流动负债	3173	3846	3846	3846	3846
负债合计	19742	40386	42945	98984	95203
少数股东权益	1284	5002	4995	6311	7957
股本	7017	7823	7823	7823	7823
资本公积	4500	7269	7269	7269	7269
留存收益	2364	2277	2139	357	-3102
归属母公司股东权益	14016	17545	18814	25577	34908
负债和股东权益	35042	62934	66754	130872	138068

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5215	2061	2025	35389	11398
净利润	1612	313	2043	8861	11760
折旧摊销	1158	1217	1762	5251	9174
财务费用	524	453	757	1693	3143
投资损失	-134	-112	-77	-57	-60
营运资金变动	2087	48	-2469	19629	-12634
其他经营现金流	-32	142	9	12	14
投资活动现金流	-4684	-16020	-18455	-52955	-25152
资本支出	6025	16784	16743	47726	15997
长期投资	730	207	-18	-23	-26
其他投资现金流	2071	971	-1730	-5251	-9180
筹资活动现金流	1568	22387	1536	18030	13314
短期借款	2791	798	619	12340	20549
长期借款	2656	14920	-164	5631	-4057
普通股增加	0	806	0	0	0
资本公积增加	1113	2769	0	0	0
其他筹资现金流	-4992	3094	1081	59	-3179
现金净增加额	2091	8395	-14894	465	-440

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24888	22777	29672	94626	123450
营业成本	21868	21421	25696	78811	100826
营业税金及附加	135	132	313	1136	1852
营业费用	246	47	59	554	864
管理费用	256	259	297	1136	1605
研发费用	185	176	195	804	1049
财务费用	524	453	757	1693	3143
资产减值损失	-20	-83	0	0	0
其他收益	71	133	0	0	0
公允价值变动收益	16	-53	-9	-12	-14
投资净收益	134	112	77	57	60
资产处置收益	9	25	0	0	0
营业利润	1898	424	2423	10538	14156
营业外收入	12	22	11	14	15
营业外支出	4	2	2	2	3
利润总额	1906	444	2432	10549	14168
所得税	294	131	389	1688	2409
净利润	1612	313	2043	8861	11760
少数股东损益	-2	-4	-7	1316	1646
归属母公司净利润	1614	316	2051	7545	10113
EBITDA	3491	2827	4999	17304	25869
EPS (元)	0.33	0.07	0.42	1.56	2.09

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	35.0	-8.5	30.3	218.9	30.5
营业利润(%)	72.1	-77.6	471.2	334.8	34.3
归属于母公司净利润(%)	90.6	-80.4	548.3	267.9	34.0
获利能力					
毛利率(%)	12.1	6.0	13.4	16.7	18.3
净利率(%)	6.5	1.4	6.9	8.0	8.2
ROE(%)	10.5	1.4	8.6	27.8	27.4
ROIC(%)	7.1	2.4	5.2	12.7	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.3	64.2	64.3	75.6	69.0
净负债比率(%)	54.9	67.6	139.5	167.0	165.5
流动比率	0.8	1.1	0.4	0.3	0.2
速动比率	0.5	0.9	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.5	1.0	0.9
应收账款周转率	50.3	79.8	79.8	79.8	79.8
应付账款周转率	6.2	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.07	0.42	1.56	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.43	0.42	7.32	2.36
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.63	3.89	5.29	7.22
估值比率					
P/E	66.7	340.6	52.5	14.3	10.7
P/B	7.7	6.1	5.7	4.2	3.1
EV/EBITDA	52.5	68.6	42.4	13.5	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 9 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com