

证券研究报告

公司研究

点评报告

东方盛虹(000301.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

曹熠 石化行业研究助理

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: caoyi@cindasc.com

相关研究

《内核持续升级, 炼化切换估值逻辑》2021. 05. 25

《聚酯业绩大幅反弹, 大炼化核心装置中交》2021. 07. 08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

143.6 亿收购斯尔邦, 精细化工版图扩张

2021 年 07 月 11 日

事件: 2021 年 7 月 9 日, 东方盛虹发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 公司拟以发行股份及支付现金方式购买盛虹石化、博虹实业、建信投资、中银资产所持有的斯尔邦 100% 股权。经各方协商一致, 本次交易的标的资产的最终交易价格确定为 143.6 亿元。上市公司本次发行股份购买资产的发行价格为 11.04 元/股。

点评:

➤ **斯尔邦 143.6 亿注入, 产业链再添“版图”。**斯尔邦石化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乙烯、丙烯等中间产品, 进而合成烯烃衍生物。目前斯尔邦投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年 (以甲醇计), 单体规模位居全球已建成 MTO 装置前列, 丙烯腈、MMA、EVA、EO 及衍生物等装置产能在行业内名列前茅。公司此次拟作价 143.6 亿元, 收购斯尔邦石化 100% 股权, 发行股份购买资产的发行价格为 11.04 元/股。其中拟向盛虹石化发行股份 10.52 亿股, 向博虹实业发行股份 0.59 亿股, 合计发行 11.11 亿股。同时, 上市公司向建信投资支付现金 13.05 亿元, 向中银资产支付现金 7.83 亿元, 合计支付现金 20.88 亿元。补偿义务人盛虹石化、博虹实业对标的公司业绩承诺: 标的公司 2021 年、2022 年和 2023 年扣非归母净利润不低于 17.84 亿元、15.09 亿元和 18.43 亿元。若本次重组未能在 2021 年底完成, 则承诺 2022 年、2023 年和 2024 年扣非归母净利润不低于 15.09 亿元、18.43 亿元和 17.79 亿元。根据公司 2021 年业绩承诺 17.84 亿元对标公司拟收购价格 143.6 亿元, 本次重组估值约 8.05 倍。另外, 公司拟向符合条件的特定投资者以非公开发行的方式募集配套资金, 总额不超过 40.89 亿元, 用于支付本次交易的现金对价、补充上市公司流动资金或偿还有息负债等用途。本次募集配套资金采取询价发行的方式, 定价基准日为非公开发行股票发行期首日, 发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。本次权益变动前, 公司一致行动人盛虹科技、盛虹苏州、朱红梅、朱红娟、朱敏娟合计持有公司 64.20% 的股份。本次权益变动后, 信息披露义务人盛虹石化持有公司 17.70% 的股份; 一致行动人盛虹科技、盛虹苏州、朱红梅、朱红娟、朱敏娟合计持有公司 52.20% 的股份; 一致行动人博虹实业持有公司 0.99% 的股份, 公司信息披露义务人及其一致行动人合计持有公司 70.89% 的股份。

➤ **光伏 EVA 助力业绩增长, 斯尔邦 PDH 投产在即。**根据公司公告, 目前斯尔邦石化拥有产能包括: 52 万吨/年丙烯腈、17 万吨/年 MMA、30 万吨/年 EVA、42 万吨 EO。目前斯尔邦石化正在建设丙烷产业链项目, 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。从产能利用率和产销率角度来看, 除 EVA 以外, 公司其他产品 2020 年受疫情影响产能利用率及产销率均低于

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

100%。2021 年疫情恢复良好情况下，1 季度各类产品生产线均超负荷运转，基本实现 100%产销率。2019 年、2020 年和 2021 年 1 季度，斯尔邦石化实现归母净利润 9.43 亿元、5.27 亿元和 10.37 亿元。主要业绩增量来源于两个方面：一个方面是顺周期的大环境下，化工品价格同比大幅上涨，化工品供需向好，利润显著回升；另一个方面是如丙烯腈、MMA 和 EVA 等化工品下游需求持续增长，尤其是光伏装机量增长带动对光伏用 EVA 的需求。根据联泓新科的招股说明书，国内能够提供光伏用 EVA 的仅有斯尔邦石化、联泓新科和宁波台塑，其中斯尔邦石化是最大的可以提供光伏用 EVA 的企业，需求带来的业绩增量更加突出。截止 2019 年，中国光伏市场累计装机容量达到 141.67GW，同比增长 14.41%，近 5 年年均复合增速达到 43.48%。2020 年下半年以来受益于全球“碳中和”的市场需求驱动，EVA 光伏料需求旺盛，拉动 EVA 价格持续上升，2021 年 1 季度斯尔邦 EVA 销售均价达到 17,008.22 元/吨（不含税价）。根据公司公告，国内 EVA 的表观消费量从 2016 年约 130 万吨迅速增长至 2020 年的约 183 万吨，年均复合增长率达到约 7%。自 2013 年以来我国 EVA 产品进口依赖从 80%降至 60%左右，但无论光伏料 EVA 或其他型号 EVA，仍大量依赖于进口。未来随着“碳中和”的推进，光伏行业仍将保持高速发展，对于光伏料 EVA 的供需格局及国内光伏料 EVA 生产企业均有显著利好。整体而言，斯尔邦石化现有产品所在的细分行业进口依赖度仍然较高，供需格局较好，存量产能仍有较强的盈利能力和一定的技术壁垒。另一方面，斯尔邦丙烷脱氢项目有序建设中，未来还将为公司带来成长性的保障。斯尔邦石化注入东方盛虹，不仅解决了盛虹大炼化项目产品与斯尔邦中间部分副产品的重合问题，还有助于打造东方盛虹“炼化+聚酯+精细化工品”一体化石化龙头。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到斯尔邦石化尚未完成注入，暂不考虑斯尔邦石化的利润贡献。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 22.21 亿元、58.91 亿元和 105.62 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.46 元/股、1.22 元/股和 2.18 元/股，对应 2021 年 7 月 9 日的收盘价，PE 分别为 49 倍、18 倍和 10 倍。我们看好公司大炼化项目完全投产贡献业绩和斯尔邦石化注入后公司的价值显著提升，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**炼化一体化项目及配套项目建设进度滞后，盈利不及预期的风险；重组斯尔邦进度不及预期的风险；原油价格剧烈波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；全国 PTA 产能过剩加剧导致利润持续摊薄的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	24,888	22,777	32,009	74,573	114,825
增长率 YoY %	7.0%	-8.5%	40.5%	133.0%	54.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,614	316	2,221	5,891	10,562
增长率 YoY%	67.2%	-80.4%	602.2%	165.2%	79.3%
毛利率%	12.1%	6.0%	16.3%	17.0%	17.3%
净资产收益率 ROE%	11.5%	1.8%	11.2%	23.0%	29.2%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.46	1.22	2.18
市盈率 P/E(倍)	15.52	144.90	48.50	18.29	10.20
市净率 P/B(倍)	1.79	2.61	5.45	4.20	2.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月09日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,457	20,314	11,122	41,295	70,067
货币资金	5,312	15,147	6,154	29,812	53,459
应收票据	103	0	0	0	0
应收账款	254	213	299	698	1,074
预付账款	378	310	387	895	1,372
存货	2,859	2,729	2,351	7,889	12,094
其他	1,552	1,916	1,931	2,001	2,068
非流动资产	24,585	42,619	91,489	96,506	92,520
长期股权投资	56	72	72	72	72
固定资产	13,354	13,773	19,066	73,127	68,385
无形资产	1,431	2,238	2,877	3,600	4,376
其他	9,743	26,536	69,474	19,706	19,687
资产总计	35,042	62,934	102,611	137,800	162,587
流动负债	13,290	18,341	20,653	35,808	50,033
短期借款	6,115	6,914	6,914	6,914	6,914
应付票据	2,502	4,350	5,438	12,575	19,278
应付账款	2,266	3,489	4,361	10,086	15,462
其他	2,407	3,588	3,941	6,234	8,379
非流动负债	6,453	22,045	57,189	71,022	71,022
长期借款	2,285	17,203	47,346	61,180	61,180
其他	4,168	4,843	9,843	9,843	9,843
负债合计	19,742	40,386	77,842	106,830	121,055
少数股东权益	1,284	5,002	5,002	5,312	5,312
归属母公司	14,016	17,545	19,767	25,657	36,219
负债和股东权益	35,042	62,934	102,611	137,800	162,587

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,888	22,777	32,009	74,573	114,825
同比	7.0%	-8.5%	40.5%	133.0%	54.0%
归属母公司净利润	1,614	316	2,221	5,891	10,562
同比	67.2%	-80.4%	602.2%	165.2%	79.3%
毛利率(%)	12.1%	6.0%	16.3%	17.0%	17.3%
ROE%	11.5%	1.8%	11.2%	23.0%	29.2%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.46	1.22	2.18
P/E	15.52	144.90	48.50	18.29	10.20
P/B	1.79	2.61	5.45	4.20	2.97
EV/EBITDA	12.50	43.93	38.76	14.88	9.54

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,888	22,777	32,009	74,573	114,825
营业成本	21,868	21,421	26,778	61,928	94,938
营业税金及	135	132	169	410	635
销售费用	246	47	230	746	1,148
管理费用	256	259	331	895	1,378
研发费用	185	176	257	577	900
财务费用	524	453	1,741	2,888	3,081
减值损失合	-20	-83	-1	-1	-3
投资净收益	134	112	158	367	566
其他	109	108	222	518	797
营业利润	1,898	424	2,881	8,014	14,105
营业外收支	8	20	14	14	16
利润总额	1,906	444	2,895	8,028	14,121
所得税	294	131	674	1,827	3,559
净利润	1,612	313	2,221	6,201	10,562
少数股东损	-2	-4	0	310	0
归属母公司	1,614	316	2,221	5,891	10,562
EBITDA	3,355	1,958	5,941	14,814	20,625
EPS(当年)(元)	0.33	0.07	0.46	1.22	2.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,215	2,061	8,040	22,092	26,981
净利润	1,612	313	2,221	6,201	10,562
折旧摊销	1,158	1,217	1,698	4,796	4,798
财务费用	498	444	1,817	2,919	3,230
投资损失	0	-134	-112	-158	-367
营运资金变	2,071	57	2,510	8,639	9,097
其它	10	142	-49	-95	-141
投资活动现金流	-4,684	-16,020	-50,360	-9,348	-104
资本支出	-5,907	-16,419	-50,518	-9,715	-669
长期投资	867	207	0	0	0
其他	355	192	158	367	566
筹资活动现金流	1,568	22,387	33,326	10,914	-3,230
吸收投资	1,347	7,547	0	0	0
借款	2,870	15,385	30,144	13,833	0
支付利息或股息	-829	-1,177	-1,817	-2,919	-3,230
现金流净增加额	2,091	8,395	-8,994	23,658	23,647

研究团队简介

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围 2020 年第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020 年第 8 届 Wind “金牌分析师”石化行业第四名，2020 年“21 世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019 年第 7 届 Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。