

证券研究报告

公司研究

点评报告

东方盛虹(000301.SZ)

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

《143.6亿收购斯尔邦,精细化工版图扩张》2021.07.11

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

大炼化即将投产,斯尔邦打开格局

2021年08月25日

事件: 2021年8月24日,东方盛虹发布《2021年半年度报告》,2021年上半年,公司实现营业收入156.91亿元,同比增加65.43%;归属于上市公司股东的净利润为11.47亿元,同比增加1720.30%;实现基本每股收益0.24元。其中2021年2季度单季实现营业收入92.26亿元,同比增加75.62%,环比上升42.71%;实现归母净利润5.46亿元,同比增加507.54%,环比下滑9.15%,实现扣非后归属母公司股东净利润5.40亿元,同比增加488%,环比下滑14.15%。与公司2021年7月8日发布的《2021年半年度业绩公告》相比,2021年半年度业绩符合预期。

点评:

➢ **化纤景气周期复苏,业绩同比大增。**2021年上半年,公司化纤业务实现营收92.45亿元,其中POY、FDY和DTY营收分别为21.19亿元、15.47亿元和51.33亿元,切片等聚酯产品营收4.46亿元,PTA贡献营收30.47亿元。DTY为公司贡献32.71%的营收,且其毛利在公司主营的“PTA-化纤”产业链中最高,2021年上半年,DTY毛利率为23.59%,POY、FDY和PTA分别为14.09%、14.89%和3.15%。2021年上半年,化纤行业受益于原油价格攀升和疫情修复后,全球经济复苏,终端需求恢复良好,长丝景气度爆发,2021年2季度,POY和FDY盈利环比上升,但DTY环比略有所下降。从行业平均水平来看,2021年上半年,POY、FDY和DTY行业平均单吨净利润分别为304.61元/吨、155元/吨和462.53元/吨。2021年1季度,POY、FDY和DTY行业单吨净利润分别为249.89元/吨、87.20元/吨和497.42元/吨。2021年2季度POY、FDY和DTY行业单吨净利润分别为358.74元/吨、222.05元/吨和428.02元/吨。PTA方面,2021年1季度和2季度行业单吨净利润分别为-121元/吨和-59.57元/吨,2021年上半年行业平均单吨净利润-90.12元/吨,2季度PTA利润有所修复。2021年3月,虹港石化240万吨/年PTA二期项目投产,采用英威达P8+技术,存在远优于行业的成本优势,且完全实现了公司PTA原料的自给自足,聚酯产业链的原料覆盖完成。

➢ **大炼化即将投产,打通石化全产业链。**目前公司拥有230万吨/年差别化纤维产能,390万吨/年PTA产能,在建20万吨/年涤纶长丝产能将于2022年投产。另外公司在宿迁泗阳规划了第二化纤生产基地,规划再建25万吨/年再生纤维产能、50万吨/年功能性纤维产能。公司未来内生增量包含两个部分,盛虹炼化1600万吨/年原油加工能力、280万吨芳烃联合装置和110万吨/年乙烯裂解装置已于2021年6月30日完成核心装置中交,计划2021年底大炼化项目投产。另外拟建设2#乙二醇+苯酚/丙酮项目,设计乙二醇装置规模10/90万吨/年、苯酚/丙酮装置规模40/25万吨/年;拟建设POSM及多元醇项目,设计乙苯装置50.8万吨/年、环氧丙烷/苯乙烯装置20/45万吨/年、聚醚多元醇装置11.25

万吨/年、聚合物多元醇装置 2.5 万吨/年。

- **收购斯尔邦石化，打开化工新材料格局。**现阶段公司正在推进并购重组斯尔邦石化，公司拟通过发行股份及支付现金方式，以 143.6 亿元的价格购买斯尔邦石化 100% 股权并募集配套资金。并购完成后，公司将获得斯尔邦石化的产能，包括 52 万吨/年丙烯腈、17 万吨/年 MMA、30 万吨/年 EVA、42 万吨 EO。斯尔邦石化带有内生增长力，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。另外斯尔邦石化是国内能够提供光伏用 EVA 的企业之一。根据我们的测算，截止 2021 年 8 月 23 日，今年 EVA 和 0.72 单位乙烯、0.28 单位醋酸乙烯的价差达到 17,461 元/吨，较 2016 年-2020 年平均 9,932 元/吨的利差上涨 75.80%。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供需格局较好，存量产能仍有较强的盈利能力和领先优势。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 21.26 亿元、58.55 亿元和 105.94 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.44 元/股、1.21 元/股和 2.19 元/股，对应 2021 年 8 月 24 日的收盘价，PE 分别为 62.99 倍、22.87 倍和 12.64 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	30,026	74,781	114,977
增长率 YoY %	7.0%	-8.5%	31.8%	149.1%	53.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,614	316	2,126	5,855	10,594
增长率 YoY%	67.2%	-80.4%	572.2%	175.4%	80.9%
毛利率%	12.1%	6.0%	16.9%	16.9%	17.3%
净资产收益率ROE%	11.5%	1.8%	10.8%	22.9%	29.3%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.44	1.21	2.19
市盈率 P/E(倍)	15.52	144.90	62.99	22.87	12.64
市净率 P/B(倍)	1.79	2.61	6.81	5.25	3.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 24 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	10,231	41,268	70,012
货币资金	5,312	15,147	5,311	29,748	53,388
应收票据	103	0	0	0	0
应收账款	254	213	281	700	1,076
预付账款	378	310	361	899	1,374
存货	2,859	2,729	2,351	7,920	12,107
其他	1,552	1,916	1,928	2,002	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	101,720	137,774	162,533
流动负债	13,290	18,341	19,857	35,915	50,079
短期借款	6,115	6,914	6,914	6,914	6,914
应付票据	2,502	4,350	5,068	12,625	19,299
应付账款	2,266	3,489	4,065	10,126	15,479
其他	2,407	3,588	3,811	6,249	8,387
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	77,046	106,937	121,101
少数股东权益	1,284	5,002	5,002	5,311	5,311
归属母公司	14,016	17,545	19,672	25,527	36,121
负债和股东权益	35,042	62,934	101,720	137,774	162,533

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	30,026	74,781	114,977
同比 (%)	7.0%	-8.5%	31.8%	149.1%	53.8%
归属母公司	1,614	316	2,126	5,855	10,594
净利润					
同比 (%)	67.2%	-80.4%	572.2%	175.4%	80.9%
毛利率 (%)	12.1%	6.0%	16.9%	16.9%	17.3%
ROE%	11.5%	1.8%	10.8%	22.9%	29.3%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.44	1.21	2.19
P/E	15.52	144.90	62.99	22.87	12.64
P/B	1.79	2.61	6.81	5.25	3.71
EV/EBITDA	12.50	43.93	46.83	17.81	11.58

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	30,026	74,781	114,977
营业成本	21,868	21,421	24,956	62,175	95,042
营业税金及附加	135	132	159	411	635
销售费用	246	47	216	748	1,150
管理费用	256	259	311	897	1,380
研发费用	185	176	241	578	901
财务费用	524	453	1,741	2,893	3,082
减值损失	-20	-83	-1	-1	-3
投资净收益	134	112	148	368	566
其他	109	108	208	519	798
营业利润	1,898	424	2,757	7,965	14,149
营业外收支	8	20	14	14	16
利润总额	1,906	444	2,771	7,979	14,165
所得税	294	131	645	1,816	3,570
净利润	1,612	313	2,126	6,163	10,594
少数股东损益	-2	-4	0	308	0
归属母公司	1,614	316	2,126	5,855	10,594
EBITDA	3,355	1,958	5,841	14,767	20,667
EPS(当年)(元)	0.33	0.07	0.44	1.21	2.19

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	7,209	22,870	26,973
净利润	1,612	313	2,126	6,163	10,594
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	-148	-368
营运资金变动	2,071	57	1,762	9,456	9,057
其它	10	142	-46	-96	-141
投资活动现金流	-4,684	-16,020	-50,372	-9,347	-103
资本支出	-5,907	-16,419	-50,520	-9,715	-669
长期投资	867	207	0	0	0
其他	355	192	148	368	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	-9,837	24,438	23,640

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。

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	hanqiuyue@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	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@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
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@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

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。

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。	

评级说明

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。