

000301.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.99

板块评级: 强于大市

东方盛虹

炼化一体化产能释放, 24Q1 销售毛利率修复

2023 年度公司实现营业收入 1,404.40 亿元, 同比增长 119.87%; 归母净利润 7.17 亿元, 同比增长 17.35%。2024 年第一季度实现营收 367.39 亿元, 同比增长 24.34%, 环比下跌 0.16%; 归母净利润 2.47 亿元, 同比下跌 66.53%, 环比增长 114.01%。随着行业景气度修复, 公司经营业绩有望提升, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **炼化一体化产能释放, 资产减值拖累业绩。** 盛虹炼化一体化项目产能全面释放, 带动公司营收规模大幅增长, 2023 年石化及化工新材料产销量分别为 1569.83 万吨/1916.71 万吨, 同比分别增长 194.66%/165.76%, 实现营收 1146.25 亿元, 同比增长 172.55%, 毛利率 12.40%, 同比提升 4.20 pct。其中, 炼油产品营收 290.33 亿元, 同比增长 1597.75%, 毛利率为 27.04%, 同比提升 11.89pct, 其它石化及化工新材料实现营收 855.92 亿元, 同比增长 112.14%, 毛利率为 7.44%, 同比降低 0.47pct。费用方面, 销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别为 3.34/8.64/34.94/6.71 亿元, 同比分别增长 74.75%/27.84%/75.73%/33.46%。此外, 由于计提存货减值, 2023 年资产减值达到 22.10 亿元, 同比增加 120.87%。2024 年一季度资产减值 5.04 亿元, 同比增长 84.78%, 对利润水平形成一定拖累。公司集炼化一体化、醇基多联产、PDH 于一体的综合化学原材料供应平台构建完成, 未来随着外部原材料价格波动幅度减弱, 内部管理效能提升, 公司的“大化工”平台优势或逐步凸显。

■ **2024 Q1 产品价格企稳, 销售毛利率回升。** 根据百川盈孚统计数据, 2024Q1 布伦特原油均价为 83.29 美元/桶, 环比下降 1.33%, PX/PTA 市场均价为 8406.68 / 5867.25 元/吨, 环比均上涨 0.84%; 聚乙烯/聚丙烯市场均价为 8173.3 / 7405.37 元/吨, 环比+1.22% / -3.16%; 汽油/柴油市场均价为 8949.62 / 7651.70 元/吨, 环比 -0.27% / -3.65%。2024Q1 公司销售毛利率为 10.89%, 环比提升 4.25 pct。未来随着石化行业景气度修复, 公司盈利能力有望持续提升。

■ **新材料项目有序推进, 深化“1+N”产业布局。** 公司斯尔邦石化第四套丙烯腈装置投产, 总产能升至 104 万吨/年, 跃居世界第一。自研 POE 中试成功, 10 万吨/年工业化装置建设工作顺利实施, 25 万吨/年再生聚酯纤维、13 万吨/年 PETG、9 万吨/年 MMA 等高端新材料项目陆续投产, 同时目标打造全球最大的光伏膜生产基地, 规划的百万吨 EVA 项目持续发力。公司围绕新能源材料、高性能新材料、低碳绿色产业, 全面推进战略新兴产业转型, 致力于构建并形成核心原料平台+新能源、新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条的“1+N”新格局, 未来具有广阔发展空间。

估值

■ 考虑到成本端原油价格仍居高位, 同时石化产业链下游需求缓慢提升, 下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 29.52 亿元、48.10 亿元、61.36 亿元。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.45 元、0.73 元、0.93 元, 对应的 PE 分别为 22.4 倍、13.7 倍、10.8 倍。基于大炼化优质资产具有稀缺性, 同时未来随着行业景气度修复, 公司经营业绩有望改善, 维持公司评级为**买入**。

评级面临的主要风险

■ 原油价格剧烈波动; 经济大幅下行; 政策风险导致生产受限或需求不及预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	63,822	140,440	151,202	160,218	173,148
增长率(%)	23.4	120.0	7.7	6.0	8.1
EBITDA(人民币 百万)	4,234	7,945	12,730	15,823	18,051
归母净利润(人民币 百万)	548	717	2,952	4,810	6,136
增长率(%)	(87.9)	30.8	311.7	62.9	27.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.08	0.11	0.45	0.73	0.93
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	0.79	1.25	/
调整幅度(%)	/	/	(43.04)	(41.60)	/
市盈率(倍)	120.5	92.1	22.4	13.7	10.8
市净率(倍)	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(倍)	61.6	33.4	20.7	16.0	13.0
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	0.8	1.0	1.5	2.4	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年营收及归母净利润数据引用 2023 年年报调整前数据。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.5	(5.2)	(4.5)	(19.6)
相对深圳成指	1.0	(9.9)	(14.8)	(6.9)

发行股数(百万)	6,611.21
流通股(百万)	5,497.01
总市值(人民币 百万)	66,046.03
3 个月日均交易额(人民币 百万)	176.96
主要股东	
江苏盛虹科技股份有限公司	41.87

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 5 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

- 《东方盛虹》20231120
- 《东方盛虹》20230816
- 《东方盛虹》20230424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300524050001

图表 1. 东方盛虹 2023 年财务报告摘要

(亿元)	2023 年报	2022 年报	同比增长(%)
一、营业总收入	1,404.40	638.22	119.87
二、营业总成本	1,386.37	629.59	120.30
其中：营业成本	1,246.13	589.30	111.70
营业税金及附加	86.60	7.02	1,124.07
销售费用	3.34	2.17	74.75
管理费用	8.64	6.52	27.84
研发费用	6.71	5.03	33.46
财务费用	34.94	19.55	75.73
资产减值	(22.10)	(10.01)	(120.87)
三、其他经营收益	5.94	1.13	396.48
公允价值变动收益	0.02	(0.03)	155.72
投资收益	(0.43)	(0.30)	(43.69)
四、营业利润	2.44	4.16	(51.31)
加：营业外收入	1.04	0.60	70.18
减：营业外支出	0.37	0.30	22.47
五、利润总额	3.11	4.47	(41.52)
减：所得税	(4.00)	(0.96)	(490.31)
六、净利润	7.11	5.43	18.61
少数股东损益	(0.06)	(0.05)	48.83
七、归属母公司净利润	7.17	5.48	17.35
EPS(元)	0.11	0.09	10.00

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 东方盛虹 2024 年第一季度财务报告摘要

(亿元)	2024 第一季度	2023 第一季度	同比增长(%)
一、营业总收入	367.39	295.34	24.34
二、营业总成本	364.20	283.52	28.52
其中：营业成本	327.40	253.06	29.37
营业税金及附加	19.81	20.22	(2.16)
销售费用	0.82	0.92	9.53
管理费用	2.22	1.85	27.92
研发费用	2.26	1.20	88.42
财务费用	11.70	6.27	83.28
资产减值	(5.04)	(2.73)	(84.78)
三、其他经营收益	1.39	0.17	691.41
公允价值变动收益	(0.28)	(0.10)	(180.41)
投资收益	1.40	(0.10)	1570.29
四、营业利润	0.61	8.96	(93.40)
加：营业外收入	0.26	0.20	29.98
减：营业外支出	0.00	0.03	(86.51)
五、利润总额	0.86	9.12	(90.79)
减：所得税	(1.58)	1.98	(176.57)
六、净利润	2.44	7.14	(66.63)
少数股东损益	(0.03)	(0.03)	53.59
七、归属母公司净利润	2.47	7.17	(66.53)
EPS(元)	0.04	0.11	(63.64)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	63,822	140,440	151,202	160,218	173,148
营业收入	63,822	140,440	151,202	160,218	173,148
营业成本	58,930	124,613	131,516	138,285	148,760
营业税金及附加	702	8,660	9,299	9,613	10,389
销售费用	217	334	408	433	468
管理费用	652	864	847	897	970
研发费用	503	671	680	721	779
财务费用	1,955	3,494	3,890	3,872	3,718
其他收益	113	594	500	500	500
资产减值损失	(1,001)	(2,210)	(1,500)	(1,000)	(1,000)
信用减值损失	(11)	(15)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	484	114	100	100	100
公允价值变动收益	(3)	2	0	0	0
投资收益	(30)	(43)	(10)	(10)	(10)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	416	244	3,641	5,977	7,645
营业外收入	60	104	100	100	100
营业外支出	30	37	30	30	30
利润总额	447	311	3,711	6,047	7,715
所得税	(96)	(400)	668	1,088	1,389
净利润	543	711	3,043	4,958	6,326
少数股东损益	(5)	(6)	91	149	190
归母净利润	548	717	2,952	4,810	6,136
EBITDA	4,234	7,945	12,730	15,823	18,051
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.08	0.11	0.45	0.73	0.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年营收及归母净利润数据引用 2023 年年报调整前数据。

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	33,586	32,789	33,668	35,360	35,104
货币资金	12,244	10,010	10,584	11,215	12,120
应收账款	695	1,479	1,461	1,388	1,498
应收票据	92	307	155	201	184
存货	17,533	18,208	18,616	19,642	18,374
预付账款	409	877	804	886	849
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,614	1,908	2,048	2,028	2,078
非流动资产	132,926	157,426	158,054	158,032	156,483
长期投资	692	665	665	665	665
固定资产	39,954	123,428	126,770	127,962	127,834
无形资产	4,182	4,895	4,811	4,726	4,642
其他长期资产	88,098	28,438	25,809	24,679	23,342
资产合计	166,512	190,215	191,722	193,393	191,588
流动负债	54,409	76,055	79,386	85,752	90,727
短期借款	26,155	41,698	48,622	53,069	59,369
应付账款	13,169	15,951	15,467	16,031	15,374
其他流动负债	15,085	18,406	15,297	16,652	15,983
非流动负债	76,405	78,668	74,792	66,754	55,710
长期借款	66,235	68,745	64,759	56,776	45,704
其他长期负债	10,170	9,923	10,034	9,978	10,006
负债合计	130,814	154,723	154,178	152,506	146,437
股本	6,611	6,611	6,611	6,611	6,611
少数股东权益	(3)	41	132	281	471
归属母公司股东权益	35,701	35,451	37,411	40,605	44,680
负债和股东权益合计	166,512	190,215	191,722	193,393	191,588

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	543	711	3,043	4,958	6,326
折旧摊销	2,427	4,873	5,788	6,564	7,278
营运资金变动	(14,342)	1,461	(1,948)	(117)	323
其他	12,762	1,298	5,087	3,119	3,960
经营活动现金流	1,391	8,343	11,970	14,524	17,887
资本支出	(31,366)	(23,768)	(7,500)	(6,000)	(6,000)
投资变动	519	66	0	0	0
其他	(87,541)	36,846	90	90	90
投资活动现金流	(118,387)	13,144	(7,410)	(5,910)	(5,910)
银行借款	28,376	18,053	2,938	(3,536)	(4,771)
股权融资	451,789	238,888	(992)	(1,616)	(2,061)
其他	3,346	(49)	(5,932)	(2,831)	(4,239)
筹资活动现金流	483,510	256,892	(3,986)	(7,983)	(11,072)
净现金流	366,514	278,379	574	631	905

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	23.4	120.0	7.7	6.0	8.1
营业利润增长率(%)	(93.1)	(41.3)	1,393.1	64.1	27.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(87.9)	30.8	311.7	62.9	27.6
息税前利润增长率(%)	(74.1)	70.0	126.0	33.4	16.4
息税折旧前利润增长率(%)	(53.4)	87.7	60.2	24.3	14.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(87.9)	30.8	311.7	62.9	27.6

获利能力

息税前利润率(%)	2.8	2.2	4.6	5.8	6.2
营业利润率(%)	0.7	0.2	2.4	3.7	4.4
毛利率(%)	7.7	11.3	13.0	13.7	14.1
归母净利润率(%)	0.9	0.5	2.0	3.0	3.5
ROE(%)	1.5	2.0	7.9	11.8	13.7
ROIC(%)	1.0	3.0	2.4	3.3	4.1

偿债能力

资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	2.7	3.4	3.2	2.8	2.4
流动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4

营运能力

总资产周转率	0.4	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	104.1	129.2	102.9	112.5	120.0
应付账款周转率	4.9	9.6	9.6	10.2	11.0

费用率

销售费用率(%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
研发费用率(%)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	3.1	2.5	2.6	2.4	2.1

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.4	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	1.3	1.8	2.2	2.7
每股净资产(最新摊薄)	5.4	5.4	5.7	6.1	6.8
每股股息	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3

估值比率

P/E(最新摊薄)	120.5	92.1	22.4	13.7	10.8
P/B(最新摊薄)	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	61.6	33.4	20.7	16.0	13.0
价格/现金流(倍)	47.5	7.9	5.5	4.5	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371