

强烈推荐-A (维持)

东方盛虹 000301.SZ

目标估值: 6.3-6.8 元

当前股价: 6.08 元

2019 年 4 月 3 日

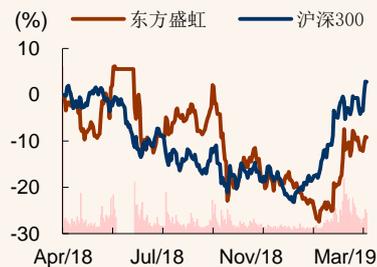
Q4业绩超预期, 炼化一体化打开成长空间

基础数据

上证综指	3177
总股本(万股)	402905
已上市流通股(万股)	121824
总市值(亿元)	245
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	40.8%
主要股东	江苏盛虹科技股份有
主要股东持股比例	68.71%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-7	-9
相对表现	7	-23	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方盛虹(000301)一注入长丝优质资产, 未来打造“炼化-PTA-聚酯”平台》2018-12-30
- 2、《东方盛虹(000301)一不考虑商誉减值业绩靓丽, 未来资产注入可期》2018-10-31

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

事件:

公司发布 2018 年年报, 报告期内公司实现营业收入 184.40 亿元, 同比增长 13.13%, 实现归属于上市公司股东的净利润 8.47 亿元, 同比下降 40.75%; 实现归属于上市公司扣非后的净利润 8.17 亿元, 同比下降 30.46%, 实现 EPS 0.26 元; 其中 Q4 公司实现营业收入 50.42 亿元, 实现归属于上市公司净利润 1.85 亿元。

评论:

1、受减值影响盈利同比下降, Q4 盈利超预期

公司于 2018 年 8 月 31 日完成重大资产重组, 注入国望高科涤纶长丝资产, 由于本次重大资产重组构成反向购买, 国望高科成为会计上的购买方, 原上市公司业务于 2018 年 9 月 1 日并入国望高科的财务报表, 去年同期报表为国望高科的财务报表。

2018 年公司实现营业收入 184.4 亿元, 同比增长 13.13%, 公司营收同比增长主要受益于涤纶长丝价格的上涨。2018 年公司涤纶长丝销量 154.19 万吨, 同比下降 4.25%, 根据我们的统计, 2018 年涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 的价格同比分别增长 13.75%、12.67%和 11.65%。

2018 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 8.47 亿元, 同比下降 40.75%; 实现归属于上市公司扣非后的净利润 8.17 亿元, 同比下降 30.46%; 公司盈利同比下滑主要是公司 Q3 计提了 5.99 亿元的商誉减值准备、计提了 1.0 亿元的无形资产减值损失, 此商誉是因此次反向收购资产重组而形成, 公司本着长期稳健发展的理念计提了本次商誉减值。报告期内, 国望高科实现净利润 14.56 亿元, 同比增长 1.88%。

Q4 公司实现营业收入 50.42 亿元, 实现归属于上市公司净利润 1.85 亿元, 显著优于同行业其他上市公司, 主要是公司涤纶长丝以 DTY 为主, 而 Q4 DTY 价差收窄较小, POY 价差收窄最为明显, 同时公司以差异化产品为主, 价格相对坚挺; 公司 Q4 盈利环比下滑主要受存货跌价影响。

2018 年公司整体毛利率 13.8%, 其中涤纶长丝业务整体毛利率 13.43%, 同比下降 1.4pct, 其中 POY、FDY 和 DTY 的毛利率分别为 11.47%、15.62%和 14.34%, 分别同比增加 0.06pct、下降 2.72pct 和下降 1.54pct。

报告期内公司三费基本保持稳定, 2018 年公司财务费用和管理费用同比下降 15.16%和 8.51%, 销售费用增长 12.96%。2018 年公司研发费用 2.05 亿元, 同比增长 30.45%。

2、注入盛虹炼化，完善产业链一体化，打开未来成长空间。

2019年3月9日，公司全资子公司江苏盛虹石化以现金方式收购盛虹苏州、盛虹石化合计持有的盛虹炼化100%的股权，交易价格10.11亿元。交易完成后，公司拥有盛虹炼化100%的股权。

盛虹炼化成立于2014年7月，2018年12月14日正式动工“盛虹1600万吨/年炼化一体化项目”，项目预计总投资约775亿元，设计原油加工能力1600万吨/年，PX 280万吨/年，乙烯裂解装置110万吨/年，根据《盛虹炼化一体化项目可行性研究报告》，预计项目达产后销售收入约772亿元，净利润约76亿元。公司预计盛虹炼化2021年底投产。

盛虹炼化的注入开启了公司成长新篇章，未来公司将从涤纶长丝扩展到炼油、炼化领域，一方面形成“原油—PX—PTA、MEG—聚酯—化纤”完整产业链，实现了公司产业链纵向整合，进一步提升公司的盈利能力和核心竞争力；另一方面有利于解决我国PX和MEG长期依赖于进口的局面，同时打通了原油炼化与高端化工的产业链条，改善了我国炼化产能结构，有利于推动我国炼化产业升级。

盛虹炼化的注入是公司资本运作的开始，盛虹集团旗下的虹港石化拥有150万吨PTA产能，在建220万吨/年PTA产能，与公司目前的涤纶长丝以及未来盛虹炼化的PX属于产业链上下游，存在关联交易预期，公司重组时，公司实际控制人明确表示，为了彻底解决国望高科的PTA关联采购问题，公司承诺在虹港石化经审计扣非后归属于母公司所有者的净利润为正且符合相关法律法规的条件下，在一年内启动将虹港石化整体注入上市公司的工作。2018年PTA行业盈利较好，我们测算虹港石化理论上应该盈利，因此我们预计虹港石化的注入可能只是时间问题。

3、公司涤纶长丝产能继续扩张，深耕DTY细分市场

随着港虹纤维20万吨聚酯纺丝的投产，公司目前拥有206万吨聚酯产能，其中POY产能151万吨（部分用于生产DTY）、FDY产能36万吨、切片产能19万吨、DTY产能96万吨（港虹化纤12万吨加弹部分投产后DTY产能将增加至108万吨）。随着公司涤纶长丝产能的进一步扩张以及产品结构的进一步优化，盈利能力将稳步提升。

公司长丝销售以DTY为主，多年来公司DTY市场占有率第一，DTY一般直接销售给下游织布厂，相较POY，客户粘性更强。公司DTY产品以差异化为主，深耕细旦、阳离子、全消光等差异化市场，因此公司DTY产品售价远高于市场普通产品，盈利能力强。

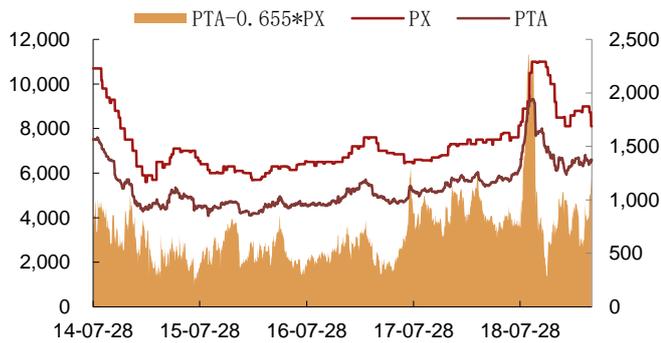
4、投资建议

按照规划，盛虹炼化预计2021年底投产，因此暂不考虑盛虹炼化对公司盈利的影响，预计2019~2021年公司净利润分别为14.33、15.91和18.08亿元，对应EPS分别为0.36、0.39、0.45元，当前股价6.08元，对应PE分别为17.1、15.4和13.6倍，考虑到公司未来PTA资产注入以及盛虹炼化投产带来的业绩大幅改善，维持“强烈推荐-A”评级，目标价6.3~6.8元。

5、风险提示

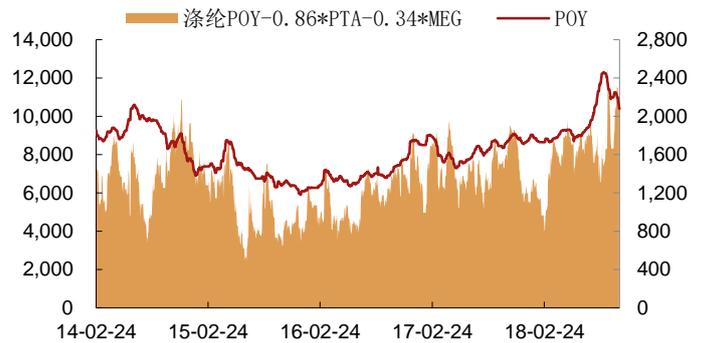
- （1）涤纶长丝下游需求增速下降，价差收窄；
- （2）上游原材料PTA、MEG涨幅过大，压缩涤纶长丝盈利空间；
- （3）盛虹炼化投产进度不及预期

图 1: PTA 价格及差价情况



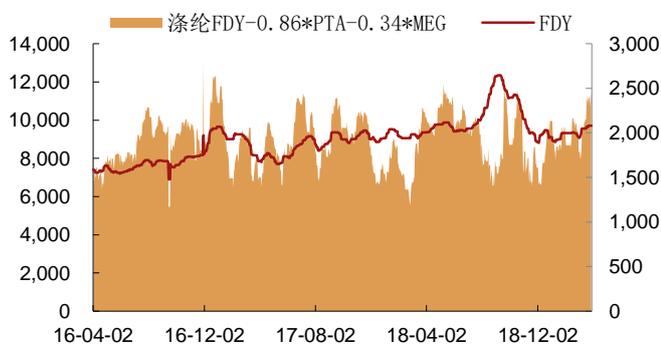
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 涤纶 POY 价格及价差情况



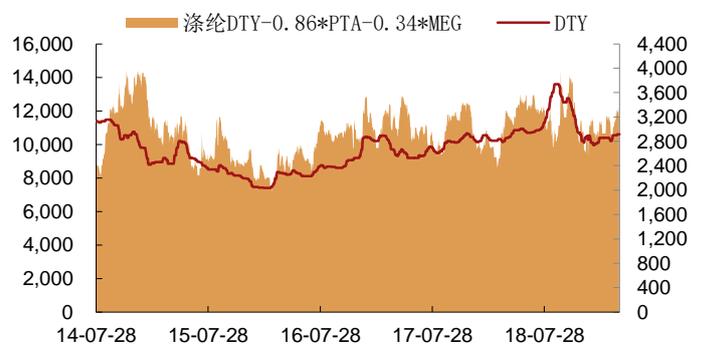
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 涤纶 FDY 价格及价差情况



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 涤纶 DTY 价格及价差情况



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2278	7824	6558	6633	7036
现金	708	2717	1619	1439	1727
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	134	443	433	457	470
应收款项	43	189	167	177	182
其它应收款	4	18	17	18	19
存货	597	3082	2982	3130	3189
其他	792	1374	1340	1413	1450
非流动资产	2137	14046	13523	13085	12717
长期股权投资	103	105	105	105	105
固定资产	384	8412	7969	7601	7297
无形资产	183	783	705	634	571
其他	1467	4745	4745	4744	4744
资产总计	4415	21869	20081	19718	19752
流动负债	427	7523	10272	8318	6545
短期借款	20	3324	7180	5090	3262
应付账款	38	896	869	912	930
预收账款	251	590	572	601	612
其他	117	2713	1651	1716	1742
长期负债	399	1389	1389	1389	1389
长期借款	0	623	623	623	623
其他	399	765	765	765	765
负债合计	826	8912	11661	9707	7934
股本	1218	7017	4029	4029	4029
资本公积金	739	3384	3384	3384	3384
留存收益	1629	2551	1003	2594	4402
少数股东权益	4	5	5	4	4
归属于母公司所有者权益	3586	12952	8415	10007	11814
负债及权益合计	4415	21869	20081	19718	19752

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	479	1388	3212	3101	3247
净利润	228	847	1433	1591	1808
折旧摊销	96	774	1523	1439	1369
财务费用	35	169	174	191	131
投资收益	(56)	(6)	0	0	0
营运资金变动	171	(434)	85	(121)	(61)
其它	4	39	(4)	0	(0)
投资活动现金流	(451)	(1017)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(179)	(1463)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(272)	446	0	0	0
筹资活动现金流	254	(245)	(3310)	(2281)	(1959)
借款变动	642	(8362)	2834	(2090)	(1828)
普通股增加	0	5799	(2988)	0	0
资本公积增加	(44)	2645	0	0	0
股利分配	(280)	(218)	(2981)	0	0
其他	(63)	(109)	(174)	(191)	(131)
现金净增加额	282	126	(1098)	(180)	288

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1112	18440	18003	19017	19555
营业成本	764	15895	15420	16183	16488
营业税金及附加	29	94	92	97	100
营业费用	8	174	162	171	176
管理费用	96	344	342	361	372
财务费用	33	188	174	191	131
资产减值损失	1	709	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	56	6	0	0	0
营业利润	246	1102	1813	2014	2288
营业外收入	1	10	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	246	1111	1813	2014	2288
所得税	18	265	381	423	480
净利润	228	847	1433	1591	1807
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	228	847	1433	1591	1808
EPS (元)	0.19	0.21	0.36	0.39	0.45

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	40%	1558%	-2%	6%	3%
营业利润	18%	348%	64%	11%	14%
净利润	55%	271%	69%	11%	14%
获利能力					
毛利率	31.3%	13.8%	14.4%	14.9%	15.7%
净利率	20.5%	4.6%	8.0%	8.4%	9.2%
ROE	6.4%	6.5%	17.0%	15.9%	15.3%
ROIC	7.0%	5.5%	9.7%	11.1%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	18.7%	40.8%	58.1%	49.2%	40.2%
净负债比率	0.5%	22.7%	38.9%	29.0%	19.7%
流动比率	5.3	1.0	0.6	0.8	1.1
速动比率	3.9	0.6	0.3	0.4	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	1.3	8.6	5.1	5.3	5.2
应收帐款周转率	26.6	158.5	101.0	110.6	109.2
应付帐款周转率	2.9	34.0	17.5	18.2	17.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.21	0.36	0.39	0.45
每股经营现金	0.39	0.34	0.80	0.77	0.81
每股净资产	2.94	3.21	2.09	2.48	2.93
每股股利	0.51	0.74	0.00	0.00	0.13
估值比率					
PE	32.4	28.9	17.1	15.4	13.6
PB	2.1	1.9	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	78.1	13.9	8.1	7.8	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2017年新财富石油化工第4名；2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究，2017年新财富石油化工第4名。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。