

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

东方盛虹(000301)

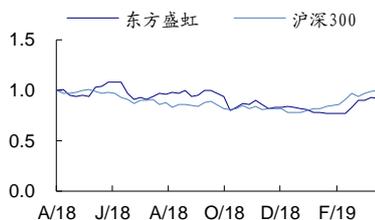
买入

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 03 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,029/1,218
总市值/流通(百万元)	24,497/7,407
上证综指/深圳成指	3,177/10,260
12个月最高/最低(元)	7.18/0.00

相关研究报告:

《东方盛虹-000301-重大事件快评: 炼化项目并入上市公司, 未来成长空间巨大》——
2019-03-15

联系人: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

产品差异化保障盈利能力, 奋力打造产业链一体化

事件: 公司发布 2018 年年报, 全年共实现营业收入 184.40 亿元 (同比 13.13%), 实现归母净利润 8.47 亿元 (同比 -40.75%)。公司 2018 年度以总股本 40.29 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税), 共计分红 4.03 亿元。公司同时公告非公开发行绿色公司债券 30 亿元, 用于“盛虹炼化一体化项目”建设。

● 四季度行业普遍低迷, 公司仍保持较好盈利

公司 2018 年单季度净利润为 3.35/3.54/-0.39/1.96 亿元, 其中 3 季度因为反向收购资产计提商誉减值 5.99 亿元, 4 季度则在行业普遍亏损的情况下, 公司仍保持较好盈利, 超出行业平均水平。如不考虑 3 季度商誉减值等因素, 子公司国望高科全年实现归母净利润 14.56 亿元, 超额完成去年上市重组时的业绩承诺 (2018-2020 年累计实现扣非净利润分别为 12.44/26.11/40.58 亿元)。

● 下游需求明显下滑, 公司差异化产品更显优势

化纤的下游纺织行业从去年下半年开始明显景气下行, 布和纱的产量都同比持续下滑, 今年前 2 月更是累计分别下滑 -5.2% 和 -1.2%。根据中纤网数据, 2019 年前 2 月涤纶长丝产量累计达到 490.4 万吨, 同比 3.05%, 增速大幅下滑。在长丝行业景气下行阶段, DTY 丝的盈利能力相比更为突出, 单价价差和毛利都明显高于 POY 丝。公司有 160 万吨的涤纶长丝产能, 其中 2019 年 DTY 丝产能预计达到 100 万吨, 在行业景气度较低时仍能保持较好的盈利能力。

● 进军上游炼化项目, 长期布局产业链一体化

公司于 3 月份收购集团的“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”, 正式向“原油炼化-PX/MEG-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链转型。根据公司披露的项目可行性研究报告, 该项目包括 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年的对二甲苯 (PX)、110 万吨/年乙烯以及配套工程。根据公司可研报告 (按照原油 50 美元/桶的价格体系测算), 项目建成后预计将实现销售收入 722 亿元, 净利润 76 亿元。

● 投资建议: 看好公司在精细化工领域的发展, 维持“买入”评级。

我们预计公司 19-21 年归母净利润 17.27/19.59/21.84 亿元, 对应 EPS 为 0.43/0.49/0.54 元, 对应当前股价 PE 为 14.2/12.5/11.2X。

● 风险提示: 下游需求低迷, 涤纶长丝价差收缩; 原材料价格大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,112	18,440	20,496	22,875	24,210
(+/-%)	40.2%	1558.3%	11.2%	11.6%	5.8%
净利润(百万元)	228	847	1726.51	1958.57	2184.59
(+/-%)	55.0%	270.6%	103.9%	13.4%	11.5%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.21	0.43	0.49	0.54
EBIT Margin	19.4%	11.6%	10.8%	10.5%	10.9%
净资产收益率(ROE)	6.4%	6.5%	12.2%	12.6%	12.8%
市盈率(PE)	32.4	28.9	14.2	12.5	11.2
EV/EBITDA	26.6	11.5	11.3	10.7	10.0
市净率(PB)	2.07	1.89	1.73	1.58	1.44

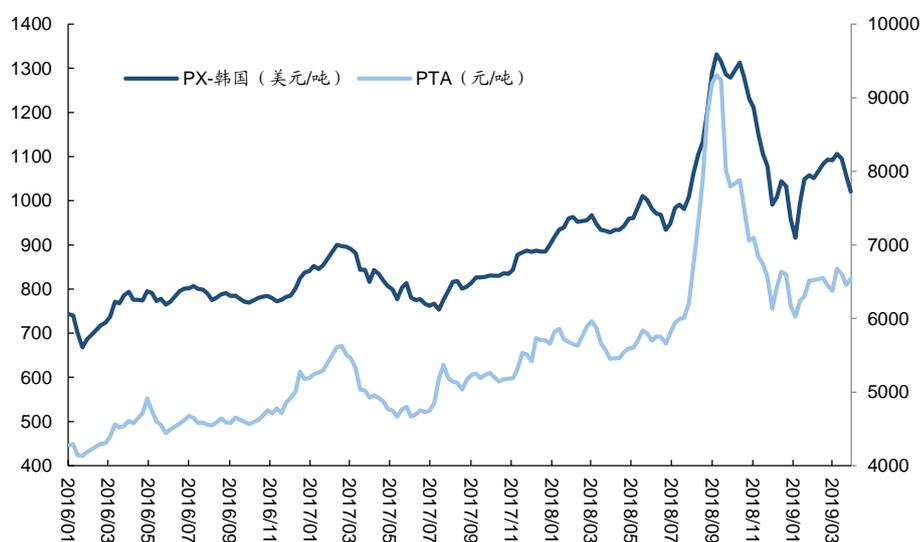
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

四季度行业普遍低迷，公司仍保持盈利

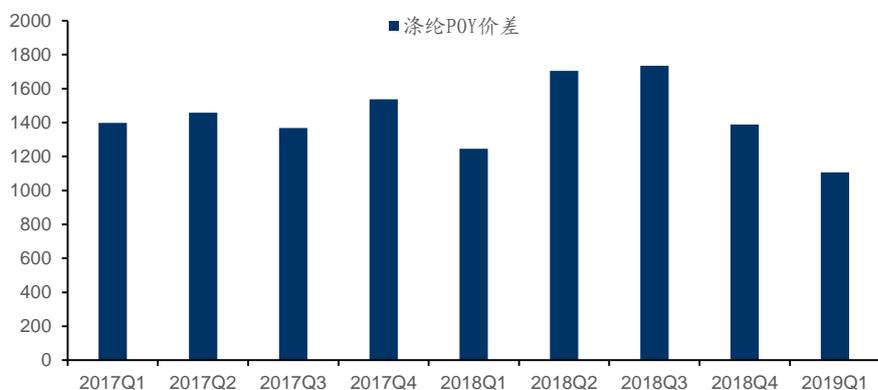
公司 2018 年单季度净利润分别为 3.35/3.54/-0.39/1.96 亿元，其中 3 季度因为反向收购资产计提商誉减值 5.99 亿元，4 季度则在行业普遍亏损的情况下，公司仍保持较好盈利。如不考虑 3 季度的商誉减值等因素，公司长丝业务（子公司国望高科）全年实现归母净利润为 14.56 亿元，超额完成去年上市重组时的业绩承诺（2018-2020 年累计实现扣非净利润分别为 12.44/26.11/40.58 亿元）。2018 年 Q4 由于原材料随原油价格大幅回落，以及下游需求收缩明显，涤纶长丝 POY 的平均价差从 Q3 的 1735 元/吨下滑至 Q4 的 1389 元/吨，同时叠加库存大幅减值，涤纶长丝的龙头企业在 2018 年 Q4 都出现了较大幅度的亏损。公司由于 DTY 差异化丝定位高端，盈利能力较为稳定，在 Q4 仍取得 1.96 亿元的净利润，超出行业平均水平。

图 1: PTA 和 PX 随油价在 4 季度大幅下跌



资料来源:CCFEI, 国信证券经济研究所整理

图 2: 涤纶 POY 价差持续下滑 (单位: 元/吨)



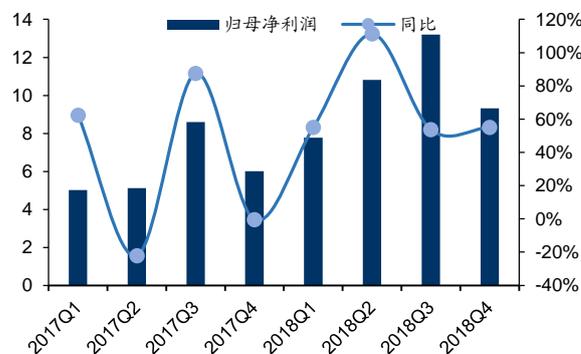
资料来源:百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

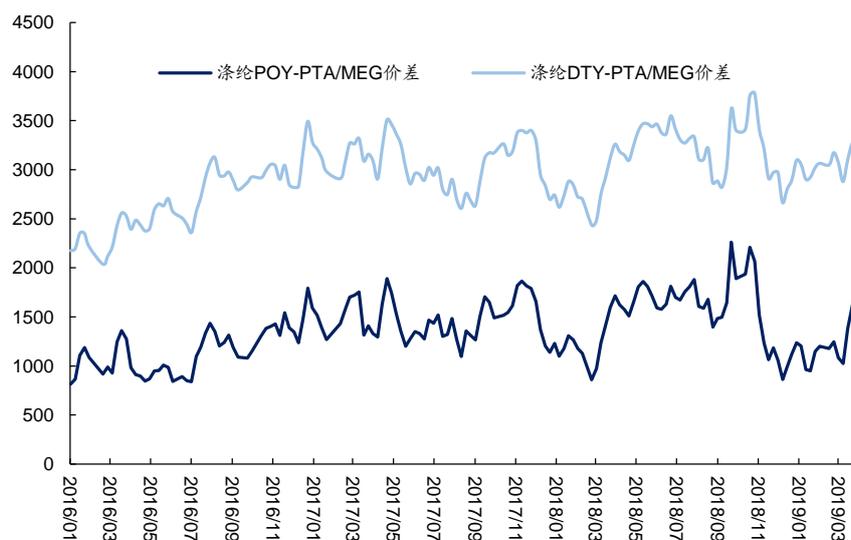


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

下游需求明显下滑, 公司差异化产品更显优势

化纤的下游纺织行业在经过 2 年多的高景气后, 从去年下半年开始明显景气下行, 布和纱的产量都同比持续下滑, 今年前 2 月更是累计分别下滑-5.2%和-1.2%。在下游需求低迷的影响之下, 涤纶长丝的需求量同比增长速度也明显放缓, 根据中纤网数据, 2019 年前 2 月产量累计达到 490.4 万吨, 同比 3.05%, 增速大幅下滑。在涤纶长丝行业景气下行阶段, DTY 产品的盈利能力就更为突出, 从与原材料 PTA/MEG 的价差表现来看, DTY 的价差波动更为稳定, 且目前在过去 2 年多以来的平均线以上, 明显优于涤纶 POY。公司虽然只有 160 万吨的涤纶长丝产能, 但是 DTY 丝产能约 100 万吨, 在行业景气度较低时仍能保持较好的盈利能力。

图 5: 涤纶长丝 POY 和 DTY 的价差对比 (单位: 元/吨)



资料来源: CCFEI, 国信证券经济研究所整理

进军上游炼化项目，长期布局产业链一体化

公司于3月份将“盛虹1600万吨/年炼化一体化项目”装入上市公司，意味着公司整体业务将从下游涤纶差异化丝向“原油炼化-PX/MEG-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链一体化转型。根据公司披露的项目可行性研究报告，盛虹炼化一体化项目范围包括1600万吨/年炼油、280万吨/年的对二甲苯（PX）、110万吨/年乙烯以及储运、公用工程和相应配套和原油、成品油、液体化工、煤、散杂货码头及场外工程。可研报告中按照原油50美元/桶的价格体系测算，项目建成后预计将实现销售收入722亿元，净利润76亿元，内部收益率达14.01%。

投资建议：看好公司向上游原油炼化环节进军，长期一体化布局打开成长空间，维持“买入”评级。

在下游消费需求复苏预期下，涤纶长丝行业在未来2-3年有望将保持较为稳定的价差，随着上游PX环节国内产能逐步释放，未来产业链利润有望向下游环节平衡。暂时不考虑公司PTA业务并入预期，也暂不考虑对原油炼化项目在2022年之前的盈利性进行预测，我们预计公司19-21年归母净利润17.27/19.59/21.84亿元，对应EPS为0.43/0.49/0.54元，对应当前股价PE为14.2/12.5/11.2X。公司实际控制人在重组时承诺一年内将PTA业务装入上市公司体内，未来炼化项目建成后公司将形成产业链一体化的布局，未来成长空间巨大，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低迷，涤纶长丝价差收缩；PTA、MEG等原材料价格大幅上涨。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2717	6117	7310	9746	营业收入	18440	20496	22875	24210
应收款项	650	722	806	853	营业成本	15895	17730	19865	20921
存货净额	3082	3407	3812	4002	营业税金及附加	94	105	117	124
其他流动资产	1374	1312	1990	1211	销售费用	174	205	229	242
流动资产合计	7824	11558	13919	15812	管理费用	139	236	260	273
固定资产	9289	9991	10798	11479	财务费用	188	(110)	101	81
无形资产及其他	783	752	720	689	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	3868	3868	3868	3868	资产减值及公允价值变动	(709)	(200)	0	0
长期股权投资	105	108	110	112	其他收入	(144)	(100)	0	0
资产总计	21869	26276	29415	31961	营业利润	1102	2031	2304	2570
短期借款及交易性金融负债	4346	1455	1940	2581	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	2236	2472	3304	3468	利润总额	1111	2031	2304	2570
其他流动负债	941	3795	4246	4458	所得税费用	265	305	346	385
流动负债合计	7523	7722	9490	10506	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	623	3623	3623	3623	归属于母公司净利润	847	1727	1959	2185
其他长期负债	765	765	765	765					
长期负债合计	1389	4389	4389	4389					
负债合计	8912	12111	13879	14895					
少数股东权益	5	5	4	4					
股东权益	12952	14161	15532	17061					
负债和股东权益总计	21869	26276	29415	31961					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	847	1727	1959	2185
资产减值准备	709	102	52	53
折旧摊销	773	1027	1171	1297
公允价值变动损失	709	200	0	0
财务费用	188	(110)	101	81
营运资本变动	(1811)	2857	168	973
其它	(709)	(103)	(52)	(54)
经营活动现金流	518	5810	3298	4454
资本开支	(9644)	(2000)	(2000)	(2000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(9646)	(2002)	(2002)	(2002)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	623	3000	0	0
支付股利、利息	(237)	(518)	(588)	(655)
其它融资现金流	10365	(2891)	485	640
融资活动现金流	11137	(409)	(102)	(15)
现金净变动	2009	3399	1193	2437
货币资金的期初余额	708	2717	6117	7310
货币资金的期末余额	2717	6117	7310	9746
企业自由现金流	(9053)	3771	1383	2522
权益自由现金流	1935	3975	1783	3094

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.21	0.43	0.49	0.54
每股红利	0.06	0.13	0.15	0.16
每股净资产	3.21	3.51	3.86	4.23
ROIC	15%	12%	14%	15%
ROE	7%	12%	13%	13%
毛利率	14%	13%	13%	14%
EBIT Margin	12%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%
收入增长	1558%	11%	12%	6%
净利润增长率	271%	104%	13%	12%
资产负债率	41%	46%	47%	47%
息率	1.0%	2.1%	2.4%	2.7%
P/E	28.9	14.2	12.5	11.2
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.5	11.3	10.7	10.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032