

相关研究

《东方盛虹(000301)首次覆盖报告:内核持续升级,炼化切换估值逻辑》2021.05.25

《东方盛虹(000301):聚酯业绩大幅反弹,大炼化核心装置中交》2021.07.08

《东方盛虹(000301):143.6亿收购斯尔邦,精细化工版图扩张》2021.07.11

《东方盛虹(000301):大炼化即将投产,斯尔邦打开格局》2021.08.25

炼化一体化投产在即,斯尔邦注入积极推进

2021年10月29日

事件:2021年10月29日,东方盛虹发布《2021年第三季度报告》,2021年前三季度,公司实现营业收入250.77亿元,同比增长60.28%;实现归母净利润14.31亿元,同比增长506.65%;实现基本每股收益0.30元,同比增长500%。其中2021年第三季度实现营业收入93.86亿元,同比增长52.36%,环比增长1.73%;实现归母净利润2.83亿元,同比增长63.94%,环比下降48.12%;实现扣非后归母净利润1.98亿元,同比增长50.19%,环比下降63.29%;实现基本每股收益0.06元,同比增长50.00%。

点评:

- **能耗双控叠加能源价格高企,第三季度业绩增长承压。**今年以来,受能源短缺预期叠加原油库存下降的影响,公司产业链上游原材料价格攀升,2021年布伦特原油前三季度均价为67.78美元/桶,同比增长39.47%,石化企业原材料端价格支撑强劲。需求端,受益于全球从疫情中持续复苏,石化产品价格持续上涨,产品价差扩大,公司前三季度营收和盈利同比大幅增长。但在下游PTA-涤纶长丝方面,第3季度受能耗双控政策影响,部分装置开工率有所下滑,上游煤炭等成本价格过快上涨,第三季度涤纶长丝下游纺服需求不及预期,单季POY/FDY/DTY行业平均单吨净利润分别为162.80/48.81/287.42元,环比变化为-54.62%/-78.02%/-32.85%,PTA-涤纶长丝盈利能力承压。
- **斯尔邦EVA产业持续放量,市场占有扩张正当时。**2021年9月17日证监会下发了《关于江苏东方盛虹股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见》,10月19日公司回复了反馈意见,公司积极推进斯尔邦并购。根据反馈意见公告,斯尔邦上半年营收达到95.18亿元,归母净利润20.41亿元,毛利率达32%,净利率达21.45%,为近5年来盈利最佳水平。分产品来看,2021年上半年EVA/丙烯腈/MMA/EO产量分别17.71/29.86/8.60/24.48万吨,销量分别为17.56/30.57/8.58/15.68万吨,产销率分别为99%/102%/100%/64%,毛利率分别为45%/36.56%/0%/16%,产能放量叠加产品盈利持续高涨,带动公司上半年营收净利双双爆发。当前斯尔邦拥有年产30万吨EVA树脂、52万吨丙烯腈、17万吨MMA、42万吨环氧乙烷等醇基多联产能力。其中EVA光伏树脂在20万吨/年以上,占国内光伏EVA总产能的60%以上。EVA下游触及光伏产业链,在当前“双碳”政策持续推进之时,公司市场格局有望进一步打开。另外,斯尔邦二期丙烷产业链正推进建设,投产后将实现年产70万吨丙烷脱氢、52万吨丙烯腈、18万吨MMA和21万吨SAR,拟进行EO扩能改造,技改完成后可为公司新增10万吨EO产能。凭借两类拳头产品EVA和丙烯腈,斯尔邦未来盈利能力有望持续增强,竞争优势将进一步提升。
- **盛虹集团已开工建设三个‘百万吨级’项目,以打造世界级新能源新材料产业集群。**盛虹集团旗下斯尔邦石化通过专项技术攻关,自主研发的EVA光伏料产品在晶点、熔指等关键指标改进上实现了重大突破,通

过了中国石油和化学工业联合会科技成果鉴定，技术水平达到国际先进水平，极大缓解了下游市场需求。斯尔邦正在规划将 EVA 产能扩建至 100 万吨/年，进一步替代进口，提升自给率，为国家清洁能源转型提供稳定保障。斯尔邦石化目前拥有 52 万吨/年丙烯腈产能，可保障国内碳纤维生产企业 50% 以上的原料供应，是国内生产规模最大的丙烯腈生产基地。下一步，斯尔邦石化结合现有产业布局优势，建设规划更大的丙烷产业链项目。项目全面投产后，斯尔邦石化的丙烯腈整体生产规模将达到 104 万吨/年，成为世界规模最大的丙烯腈生产基地。另外，公司还规划建设 PBAT、PBS 等百万吨级绿色可降解材料项目，提升可降解材料的应用率，实现社会、经济、环境效益的统一。

- **炼化一体化项目投产在即，产业协同优势充分打造。**公司加速推进大炼化一体化项目，持续强化各产业链发展协同。在石化板块，公司当前拥有年产 390 万吨 PTA 产能，在建的 1600 万吨炼化项目、280 万吨芳烃联合装置以及 110 万吨乙烯裂解装置将于 2021 年年底投产。公司将新增建设“10/90 万吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置，有效消化上游烯烃和芳烃产能，同时为下游聚酯化纤产线提供稳定原材料。在建的 POSM 及多元醇项目具备 50.8 万吨/年乙苯装置规模，20/45 万吨/年 POSM 装置规模，11.25 万吨/年 PPG 装置规模，2.5 万吨/年 POP 装置规模，产品下游覆盖汽车、家电、建材等多领域，进一步丰富产品结构和推动业绩增长多元化，产业链综合实力大幅增强。在聚酯化纤板块，公司当前拥有年产 230 万吨差别化纤维产能，在建 20 万吨差别化纤维项目将于 2022 年投产，主要聚焦高端 DTY 产品，增强产品高附加值属性和盈利能力。宿迁第二化纤生产基地的 25 万吨/年再生纤维产能将于 2021 年年底投产，50 万吨/年超仿真功能性纤维产能持续推进中。待在建炼化-聚酯产能投产后，公司盈利和估值有望进一步提升。
- **债转股减轻资本成本，炼化子公司加大持股放大业绩增量。**公司今年 3 月 22 日发行了 50 亿可转债，于今年 9 月 27 日起进入转股期。截至 2021 年 9 月 30 日，“盛虹转债”剩余 4,999 万张，剩余可转债金额为 49.99 亿元，转股后将减轻公司财务费用。在股权结构方面，公司受让赢虹产业基金其他持有人份额，从而间接增持盛虹炼化 4.4% 股权，并从受让前的持股 77.7% 增加至受让后的 82.1%。公司加大对炼化子公司持股凸显了公司对炼化产业长期向好的判断。
- **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 19.72、86.51 和 108.32 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.41 元/股、1.79 元/股和 2.24 元/股，对应 2021 年 10 月 28 日的收盘价，PE 分别为 67.51 倍、15.39 倍和 12.29 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：**原油价格短期大幅波动的风险；EVA 产能投产不及预期；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	24,888	22,777	29,820	98,657	115,260
增长率 YoY %	7.0%	-8.5%	30.9%	230.8%	16.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,614	316	1,972	8,651	10,832
增长率 YoY%	67.2%	-80.4%	523.3%	338.8%	25.2%
毛利率%	12.1%	6.0%	16.3%	17.2%	17.5%
净资产收益率ROE%	11.5%	1.8%	10.1%	30.7%	27.8%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.07	0.41	1.79	2.24
市盈率 P/E(倍)	15.52	144.91	67.51	15.39	12.29
市净率 P/B(倍)	1.79	2.61	6.82	4.73	3.41

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,457	20,314	10,073	52,540	73,264	营业总收入	24,888	22,777	29,820	98,657	115,260
货币资金	5,312	15,147	5,154	37,990	56,636	营业成本	21,868	21,421	24,956	81,682	95,042
应收票据	103	0	0	0	0	营业税金	135	132	158	542	637
应收账款	254	213	279	923	1,078	销售费用	246	47	215	987	1,153
预付账款	378	310	361	1,180	1,374	管理费用	256	259	309	1,184	1,383
存货	2,859	2,729	2,351	10,405	12,107	研发费用	185	176	239	763	903
其他	1,552	1,916	1,927	2,041	2,069	财务费用	524	453	1,741	2,893	3,040
非流动资产	24,585	42,619	91,489	96,506	92,299	减值损失	-20	-83	-1	-1	-3
长期股权投资	56	72	72	72	72	投资净收	134	112	147	486	568
固定资产	13,354	13,773	19,066	73,127	68,385	其他	109	108	207	685	800
无形资产	1,431	2,238	2,877	3,600	4,155	营业利润	1,898	424	2,555	11,775	14,466
其他	9,743	26,536	69,474	19,706	19,687	营业外收	8	20	14	14	16
资产总计	35,042	62,934	101,562	149,046	165,563	利润总额	1,906	444	2,570	11,789	14,482
流动负债	13,290	18,341	19,853	44,398	50,083	所得税	294	131	598	2,683	3,651
短期借款	6,115	6,914	6,914	6,914	6,914	净利润	1,612	313	1,972	9,106	10,832
应付票据	2,502	4,350	5,068	16,586	19,299	少数股东	-2	-4	0	455	0
应付账款	2,266	3,489	4,065	13,303	15,479	归属母公	1,614	316	1,972	8,651	10,832
其他	2,407	3,588	3,808	7,594	8,391	EBITDA	3,355	1,958	5,642	18,295	21,162
非流动负债	6,453	22,045	57,189	71,022	71,022	EPS(当	0.33	0.07	0.41	1.79	2.24
长期借款	2,285	17,203	47,346	61,180	61,180	年)(元)					
其他	4,168	4,843	9,843	9,843	9,843						
负债合计	19,742	40,386	77,042	115,420	121,105	现金流量					
少数股东权	1,284	5,002	5,002	5,458	5,458	单位:百万元					
益						会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司	14,016	17,545	19,517	28,168	39,000	经营活动	5,215	2,061	7,054	31,124	21,977
负债和股东	35,042	62,934	101,562	149,046	165,563	现金流					
权益						净利润	1,612	313	1,972	9,106	10,832
						折旧摊销	1,158	1,217	1,698	4,796	5,019
						财务费用	498	444	1,817	2,919	3,230
						投资损失	-134	-112	-147	-486	-568
						营运资金	2,071	57	1,760	14,911	3,604
						其它	10	142	-46	-122	-141
						投资活动	-4,684	-16,020	-50,373	-9,203	-101
						资本支出	-5,907	-16,419	-50,520	-9,689	-669
						长期投资	867	207	0	0	0
						其他	355	192	147	486	568
						筹资活动	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	-829	-1,177	-1,817	-2,919	-3,230
						或股息					
						现金流净	2,091	8,395	-9,993	32,836	18,646
						增加额					

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	29,820	98,657	115,260
同比(%)	7.0%	-8.5%	30.9%	230.8%	16.8%
归属母公司	1,614	316	1,972	8,651	10,832
净利润					
同比(%)	67.2%	-80.4%	523.3%	338.8%	25.2%
毛利率(%)	12.1%	6.0%	16.3%	17.2%	17.5%
ROE%	11.5%	1.8%	10.1%	30.7%	27.8%
EPS(摊	0.33	0.07	0.41	1.79	2.24
薄)(元)					
P/E	15.52	144.91	67.51	15.39	12.29
P/B	1.79	2.61	6.82	4.73	3.41
EV/EBITDA	12.50	43.93	48.28	13.85	11.09

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。

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	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	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。