

# 东方盛虹 (000301.SZ)

## 斯尔邦带动业绩大幅增长，大炼化打通一体化发展链条

买入

### 核心观点

**2021年业绩符合预期，斯尔邦带动整体业绩大幅提升。**2021年公司实现营业收入517.22亿元，同比+53.48%；归母净利润45.44亿元，同比+492.66%。公司年初完成了斯尔邦的收购，斯尔邦在2021年实现净利润37.76亿元，带动公司业绩的大幅提升。

**EVA粒子涨价是业绩增长的主要因素。**受下游光伏行业的需求拉动，2021年EVA粒子均价20269元/吨，同比增长55%。目前华东地区国产发泡料价格约24500-24800元/吨，线缆料价格约26500-27500元/吨，今年以来上涨幅度约3000-4000元/吨以上，卓创资讯测算，目前行业税前毛利约10000元/吨。考虑到2022年光伏新增装机容量的乐观需求，我们认为2年内EVA行业仍然处于高景气周期，EVA价格仍将持续上涨。目前斯尔邦EVA年产能30万吨，约占国内总产能的20.38%，其中光伏级EVA年产能超20万吨，约占全球光伏级EVA产量28%。后续公司还将规划70万吨EVA装置，其中光伏级占60万吨，继续巩固龙头地位。

**大炼化投产在即，产业链延伸提升附加值。**公司大炼化项目有望在今年下半年正式投产，项目投产后，公司将形成核心原料平台+新能源、新材料等多元化产业链条的“一体化”业务格局，同时公司持续规划炼化下游产能，布局精细化化工品细分赛道，预计未来两年将带动公司业绩大幅提升。

**三个“百万吨级”项目引领公司长远发展。**2022年，公司将在全力打造百万吨级EVA光伏新能源材料、百万吨级丙烯酸新材料、百万吨级绿色可降解材料三大项目的基础上，深入推进新能源新材料战略转型布局。斯尔邦目前在建70万吨/年PDH、26万吨/年丙烯酸、2套9万吨/年MMA、21万吨/年SAR，以及E0扩能改造项目，技改完成后可新增10万吨/年产能；聚酯板块在建及拟建245万吨/年差别化纤维产能，其中包括25万吨/年再生纤维产能。

**风险提示：**大炼化项目投产不达预期；公司产品价格下滑风险；规划项目的落地风险等。

**投资建议：**考虑到上游原材料原油和煤炭价格的上涨，我们相应下调盈利预测，预计2022-2024年归母净利润70/132/177亿（原22/23年预测102/162亿），摊薄EPS=0.78/1.48/1.98元/股，当前股价对应PE=17x/9x/7x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,777	51,722	98,573	133,699	157,594
(+/-%)	-8.5%	127.1%	90.6%	35.6%	17.9%
净利润(百万元)	316	4544	7004	13204	17698
(+/-%)	-80.4%	1336.4%	54.1%	88.5%	34.0%
每股收益(元)	0.04	0.51	0.78	1.48	1.98
EBIT Margin	3.3%	13.9%	13.4%	17.3%	19.1%
净资产收益率(ROE)	1.8%	16.5%	25.4%	47.8%	64.1%
市盈率(PE)	337.9	26.9	17.4	9.2	6.9
EV/EBITDA	75.2	24.1	13.7	9.4	7.5
市净率(PB)	6.09	4.42	4.42	4.42	4.42

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

### 公司研究·财报点评

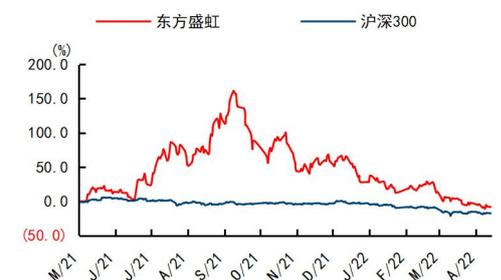
#### 石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002	证券分析师：薛聪 010-88005107 xuecong@guosen.com.cn S0980520120001
证券分析师：刘子栋 021-60933133 liuzidong@guosen.com.cn S0980521020002	证券分析师：张玮航 021-60933136 zhangwei@guosen.com.cn S0980522010001
联系人：曹熠 021-60871329 caoyi1@guosen.com.cn	

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.66元
总市值/流通市值	81236/28235百万元
52周最高价/最低价	41.30/13.18元
近3个月日均成交额	482.97百万元

#### 市场走势



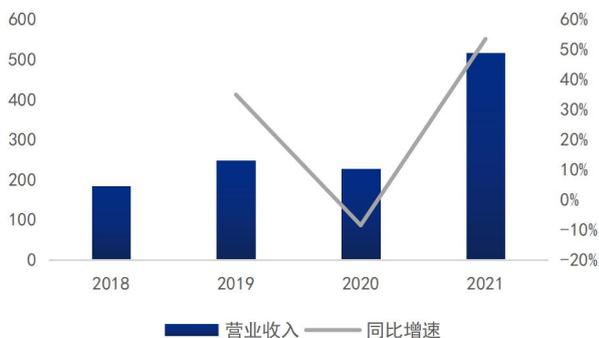
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《东方盛虹-000301-重大事件快评：斯尔邦完成过户，业绩预告大幅增长》——2022-01-06
- 《东方盛虹-000301-2021年三季报点评：聚酯业务略有下滑，关注斯尔邦资产注入进展》——2021-10-30
- 《东方盛虹-000301-2021年中报点评：聚酯复苏带动业绩上涨，斯尔邦和大炼化添新动力》——2021-08-26
- 《国信证券-东方盛虹-000301-深度报告：光伏EVA龙头标的，大炼化打开成长空间》——2021-07-21
- 《东方盛虹-000301-2019年年报点评：长丝差异化体现优势，一体化项目持续推进》——2020-04-16

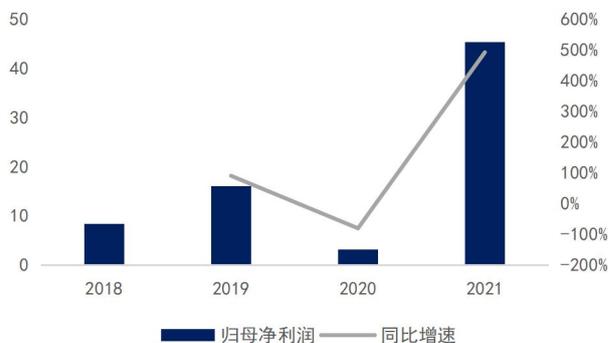
**2021 年业绩符合预期，斯尔邦带动整体业绩大幅提升。**2021 年公司实现营业收入 517.22 亿元，同比+53.48%；归母净利润 45.44 亿元，同比+492.66%。公司年初完成了斯尔邦的收购，斯尔邦在 2021 年实现净利润 37.76 亿元，带动公司业绩的大幅提升。

图1：东方盛虹收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东方盛虹归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**EVA 价格有望持续上涨。**3 月份以来国内 EVA 市场持续回暖，同时原油价格上涨推动了 EVA 原材料乙烯、醋酸乙烯价格的上涨，本周国内 EVA 厂家报价继续调涨，目前华东地区国产发泡料价格约 24500-24800 元/吨，线缆料价格约 26500-27500 元/吨，今年以来上涨幅度约 3000-4000 元/吨以上，卓创资讯测算，目前行业税前毛利约 10000 元/吨。EVA 光伏料 VA 含量在 28%-33%，其生产为超高压工艺，工艺复杂难度大，技术垄断性强，EVA 装置从开车运行到生产出高端光伏料一般长达 2-3 年，国内只有少数企业掌握，进口依赖度高达 70%以上。考虑到 2022 年光伏新增装机容量的乐观需求，2022 年光伏料新增需求量有望较 2021 年超过 30 万吨，2025 年全球光伏料需求量可达 150 万吨以上，因此高端光伏料供需紧张格局进一步加剧，我们认为 2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期，国内新增产能很难满足需求端的高速增长，高端光伏料处于供不应求的状态，我们也看到了今年以来 EVA 价格的上涨幅度超过预期，我们认为今年产品价格有望持续上涨。

图3：EVA 价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15147	13398	16735	40098	43263	<b>营业收入</b>	<b>22777</b>	<b>51722</b>	<b>98573</b>	<b>133699</b>	<b>157594</b>
应收款项	251	973	1350	1831	2159	营业成本	21421	43073	80363	102478	117727
存货净额	2729	6086	10668	13681	15669	营业税金及附加	132	209	1617	3196	3673
其他流动资产	1666	4418	6900	9359	11032	销售费用	47	155	983	1599	2074
<b>流动资产合计</b>	<b>20314</b>	<b>25017</b>	<b>35795</b>	<b>65110</b>	<b>72264</b>	管理费用	259	642	1148	1468	1711
固定资产	27541	91159	96884	100966	103900	研发费用	176	427	1206	1831	2309
无形资产及其他	2238	3055	3032	3010	2988	财务费用	453	1092	3398	3722	4089
投资性房地产	12768	12632	12632	12632	12632	投资收益	112	(23)	0	0	0
长期股权投资	72	140	160	180	200	资产减值及公允价值变动	30	235	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>62934</b>	<b>132003</b>	<b>148503</b>	<b>181898</b>	<b>191983</b>	其他收入	(182)	(746)	(1206)	(1831)	(2309)
短期借款及交易性金融负债	8802	16711	10000	10000	10000	营业利润	424	6017	9858	19405	26010
应付款项	7838	18489	32004	41042	47007	营业外净收支	20	42	0	0	0
其他流动负债	1700	4586	7988	10281	11805	<b>利润总额</b>	<b>444</b>	<b>6059</b>	<b>9858</b>	<b>19405</b>	<b>26010</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18341</b>	<b>39786</b>	<b>49992</b>	<b>61323</b>	<b>68812</b>	所得税费用	131	972	1972	4463	5982
长期借款及应付债券	18199	56301	61301	81301	81301	少数股东损益	(4)	543	883	1738	2330
其他长期负债	3846	6507	7007	7507	8007	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>316</b>	<b>4544</b>	<b>7004</b>	<b>13204</b>	<b>17698</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>22045</b>	<b>62808</b>	<b>68308</b>	<b>88808</b>	<b>89308</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>40386</b>	<b>102595</b>	<b>118300</b>	<b>150132</b>	<b>158120</b>	<b>净利润</b>	316	4544	7004	13204	17698
少数股东权益	5002	1793	2588	4152	6249	资产减值准备	63	133	171	112	49
股东权益	17545	27615	27615	27615	27615	折旧摊销	1217	2107	4227	5928	7139
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>62934</b>	<b>132003</b>	<b>148503</b>	<b>181898</b>	<b>191983</b>	公允价值变动损失	(30)	(235)	0	0	0
						财务费用	453	1092	3398	3722	4089
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(1650)	9635	10146	5991	4050
每股收益	0.04	0.51	0.78	1.48	1.98	其它	(54)	(54)	624	1452	2047
每股红利	0.15	0.43	0.78	1.48	1.98	<b>经营活动现金流</b>	<b>(137)</b>	<b>16129</b>	<b>22172</b>	<b>26686</b>	<b>30983</b>
每股净资产	2.24	3.09	3.09	3.09	3.09	资本开支	0	(66034)	(10100)	(10100)	(10100)
ROIC	2%	9%	12%	20%	27%	其它投资现金流	172	380	0	0	0
ROE	2%	16%	25%	48%	64%	<b>投资活动现金流</b>	<b>156</b>	<b>(65723)</b>	<b>(10120)</b>	<b>(10120)</b>	<b>(10120)</b>
毛利率	6%	17%	18%	23%	25%	权益性融资	(32)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	14%	13%	17%	19%	负债净变化	14918	35171	5000	20000	0
EBITDA Margin	9%	18%	18%	22%	24%	支付股利、利息	(1177)	(3885)	(7004)	(13204)	(17698)
收入增长	-8%	127%	91%	36%	18%	其它融资现金流	(17632)	(14727)	(6711)	0	0
净利润增长率	-80%	1336%	54%	89%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>9817</b>	<b>47845</b>	<b>(8715)</b>	<b>6796</b>	<b>(17698)</b>
资产负债率	72%	79%	81%	85%	86%	<b>现金净变动</b>	<b>9836</b>	<b>(1749)</b>	<b>3337</b>	<b>23363</b>	<b>3165</b>
息率	1.0%	3.2%	5.7%	10.8%	14.5%	货币资金的期初余额	5312	15147	13398	16735	40098
P/E	337.9	26.9	17.4	9.2	6.9	货币资金的期末余额	15147	13398	16735	40098	43263
P/B	6.1	4.4	4.4	4.4	4.4	企业自由现金流	0	(48236)	14878	19626	24265
EV/EBITDA	75.2	24.1	13.7	9.4	7.5	权益自由现金流	0	(27791)	10449	36760	21116

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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