

斯尔邦注入顺利过会，炼化一体化投产在即

东方盛虹 (000301)

事件

公司拟购买斯尔邦 100% 股权并募集配套资金，12 月 22 日获证监会审核通过；12 月 28 日，公司发布公告，全资子公司拟收购盛虹炼化 13.3% 股权，交易完成后公司将持有盛虹炼化近 100% 股权。

简评

斯尔邦注入顺利过会，优质资产赋能公司下游。公司拟以发行股份及支付现金方式购买斯尔邦石化 100% 股权并募集配套资金，12 月 22 日，证监会上市公司并购重组审核委员会召开会议，对此次交易事项进行审核，审核结果显示此次交易获得无条件通过。斯尔邦整体注入后，上市公司主营业务延伸至高附加值烯烃衍生物的研发、生产及销售，新增产品范围涵盖丙烯腈、MMA、EVA、EO 及其衍生物等一系列多元石化及精细化学品。同时，“盛虹炼化一体化项目”投产后产品与斯尔邦部分副产品之间的重合问题得以消除，上市公司的同业竞争减弱。伴随双方资源整合、优势互补从而实现价值释放，上市公司一体化逐步完善，抗风险及盈利能力增强。

丙烯腈及光伏 EVA 龙头，斯尔邦构筑公司高质量发展新增长极。丙烯腈为生产碳纤维原料，双碳背景下风电产业蓬勃发展，驱动碳纤维需求高速增长，为丙烯腈行业增长提供强劲利好支撑。2021 年 12 月 29 日，斯尔邦第三套丙烯腈装置顺利投产，总产能提升至 78 万吨/年，跃居成为国内丙烯腈行业龙头，截至目前装置净利润约为 2000-3000 元/吨，运转及盈利情况良好。斯尔邦石化丙烷产业链项目第二阶段还将建设第四套 26 万吨/年丙烯腈装置，全面投产后公司丙烯腈产能将达到 104 万吨/年，龙头地位进一步巩固，盈利能力持续增强。与此同时，低碳时代以来光伏需求持续强劲，国际市场稳步增长，拉动光伏 EVA 需求高增。随着硅料新产能逐步释放，有望带动光伏组件价格下降、装机量上升，进一步带动 EVA 需求。作为行业领跑者，斯尔邦一直精心耕耘 EVA 板块，目前，斯尔邦 EVA 二期项目推进提速，其中 20 万吨管式法 EVA 产能及 5 吨改性能预计 23 年年底投产（以光伏料为主）；三、四期项目也在同步跟进，全力打造百万吨级 EVA 产业项目，届时斯尔邦光伏 EVA 龙头优势更将凸显。随着新材料产业布局深入推进，斯尔邦有望打造成为公司高质量发展新增长极，低碳时代公司可持续发展前景向好。

维持
买入
邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2021 年 12 月 31 日

当前股价：19.20 元

目标价格 6 个月：38.95 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-19.84/-20.8	-27.34/-29.06	109.71/103.26
12 月最高/最低价 (元)			41.3/8.98
总股本 (万股)			483,490.33
流通 A 股 (万股)			173,185.63
总市值 (亿元)			923.95
流通市值 (亿元)			330.96
近 3 月日均成交量 (万股)			5,015.49
主要股东			
江苏盛虹科技股份有限公司			57.26%

股价表现



相关研究报告

- 21.10.29 【中信建投化学纤维】东方盛虹 (000301):Q3 涤丝景气下行致业绩下滑, Q4 行业回升增长可期
- 21.10.16 【中信建投化学纤维】东方盛虹 (000301):Q3 业绩环比下滑难掩预期向好, 炼化一体化谱写发展新篇章
- 21.09.13 【中信建投化学纤维】东方盛虹 (000301):斯尔邦 EVA 价格上涨, 炼厂原油进口获坚强保障

炼化一体化投产在即，打开更大成长空间。2019 年，公司开启盛虹炼化一体化项目建设。项目范围包括 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年对二甲苯、110 万吨/年乙烯及下游衍生物、配套 30 万吨原油码头、4 个 5 万吨液体化工码头等，项目建设稳步推进，预计将于 2021 年底建成投产。届时，盛虹炼化产出品 PX 将通过管道直供给虹港石化生产 PTA，PTA 和盛虹炼化产出品 MEG 将进一步提供给国望高科生产差别化化学纤维，公司将构筑起完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链一体化经营发展模式，实现“一滴油”到“一根丝”的炼油、石化、化纤协同发展。据 9 月 10 日公司公告，盛虹炼化一体化项目获发改委批准使用进口原油 1600 万吨/年，其中 2021 年使用进口原油 200 万吨，2022 年使用进口原油 1589 万吨，2023 年起使用进口原油 1600 万吨。“原油使用牌照”的获得为后续生产经营提供强大支撑。12 月 28 日，公司发布公告，全资子公司盛虹石化产业拟以 35.1 亿元为对价，收购惠泉基金持有的盛虹炼化 13.3% 股权，交易完成后公司将持有盛虹炼化近 100% 股权。炼化一体化项目落地后，公司整体经济效益和综合市场竞争力将大幅提升，业绩释放前景明朗，打开更大成长空间。

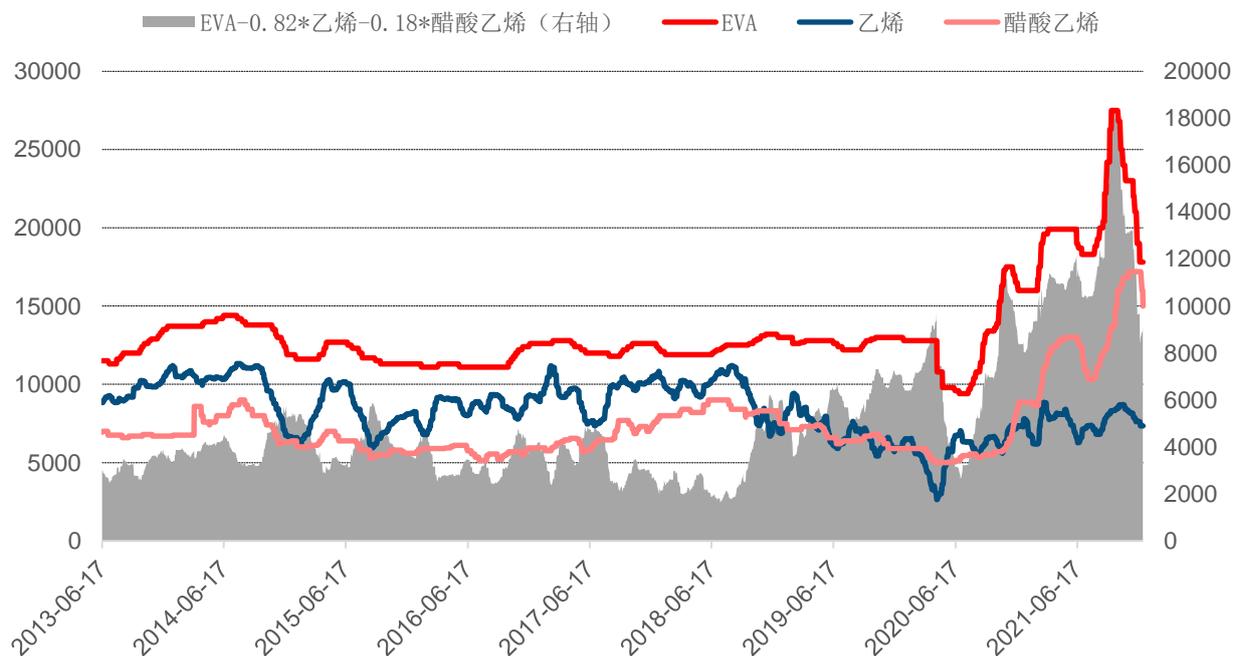
盈利预测与估值：考虑斯尔邦并表，预计公司 2021、2022、2023 年年归母净利润为 64.1 亿元、121 亿元和 174 亿元，EPS 分别为 1.01 元、1.80 元和 2.59 元，对应当前股价 PE 分别为 19.1X、10.6X 和 7.4X，目标价 38.95 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；环保和安全生产风险。

图表1： 预测与比率

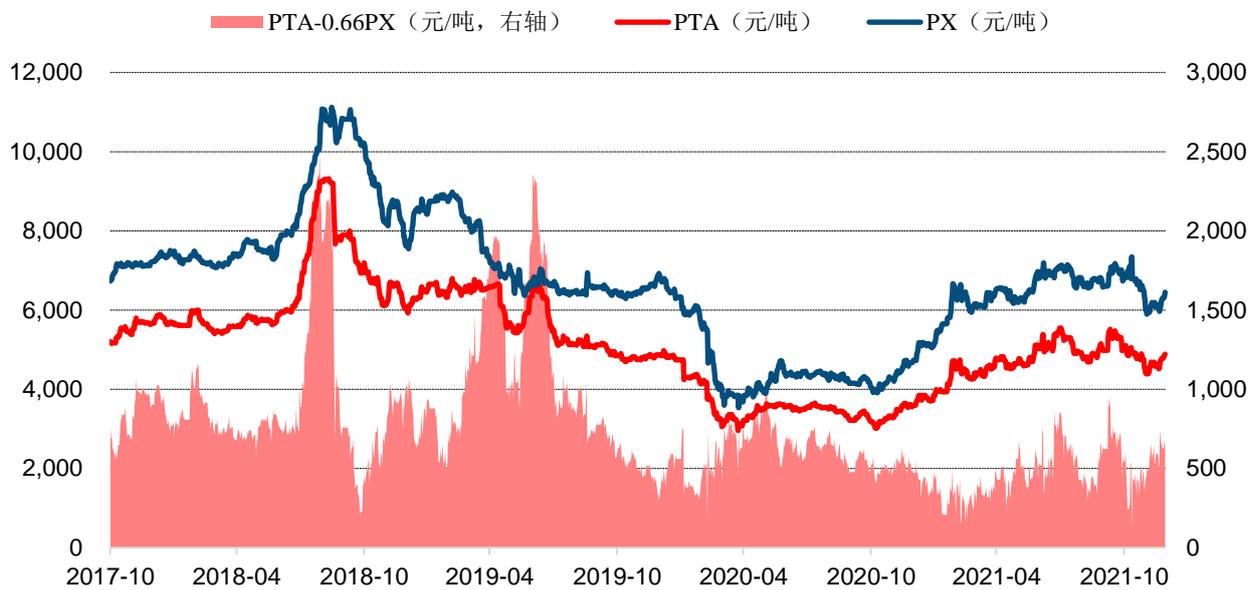
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	24888	22777	53703	122729	171741
主营收入增长率	35%	-8.5%	136%	129%	40%
EBITDA（百万元）	3579	2095	9146	17824	29085
EBITDA 增长率	73%	-41%	337%	95%	63%
净利润（百万元）	1614	316	6412	12143	17404
净利润增长率	91%	-80%	1927%	89%	43%
ROE	12%	1.8%	28%	32%	34%
EPS（元）	0.40	0.07	1.01	1.80	2.59
P/E	67.20	384.00	19.09	10.64	7.42
P/B	9.61	8.56	6.62	4.53	3.30
EV/EBITDA	39.21	77.36	20.09	12.70	7.77

资料来源：Wind，中信建投，注：假设斯尔邦2021年并表；可转债2022年全部转股，大炼化100%权益

图表2： EVA 价格及价差变动（单位：元/吨）


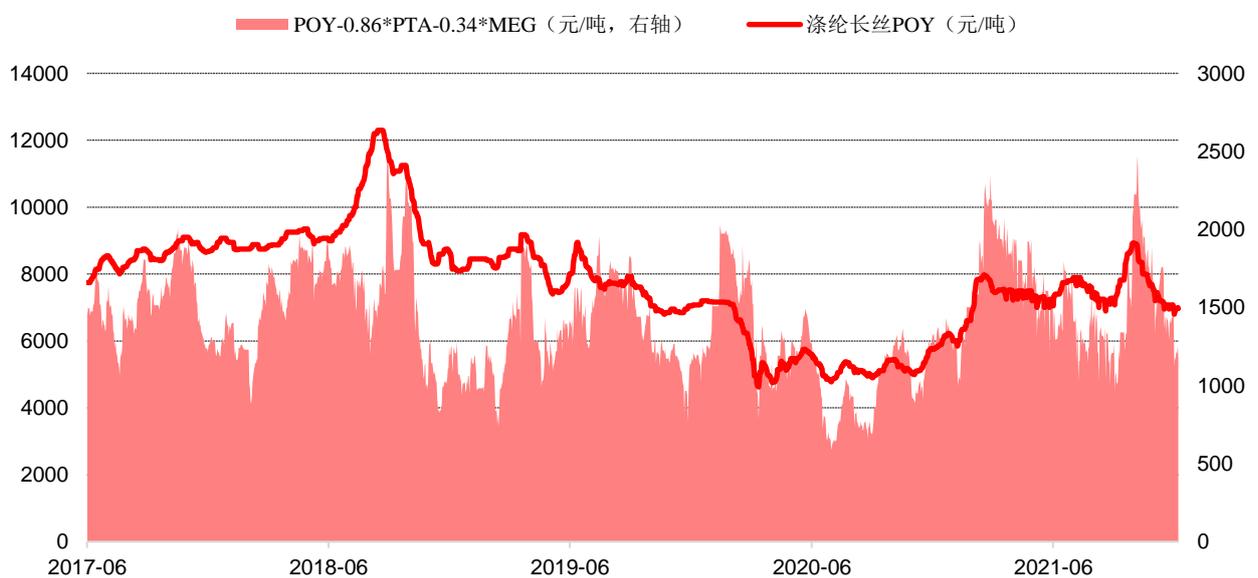
资料来源：Wind，中信建投

图表3: PTA 价格及价差变动



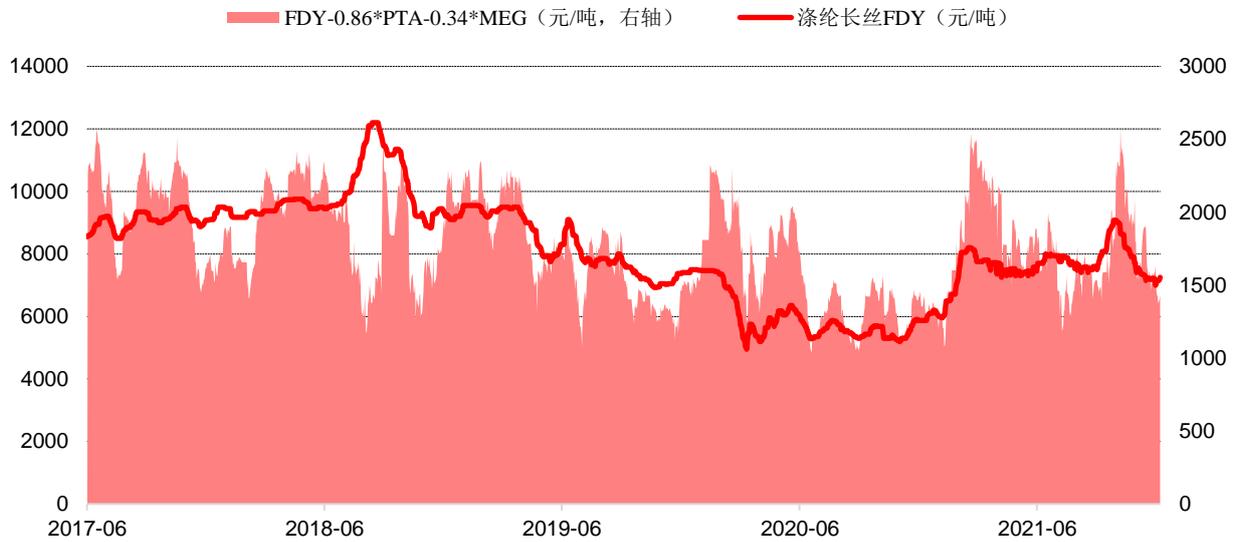
资料来源: Wind, 中信建投

图表4: POY 价格及价差变动



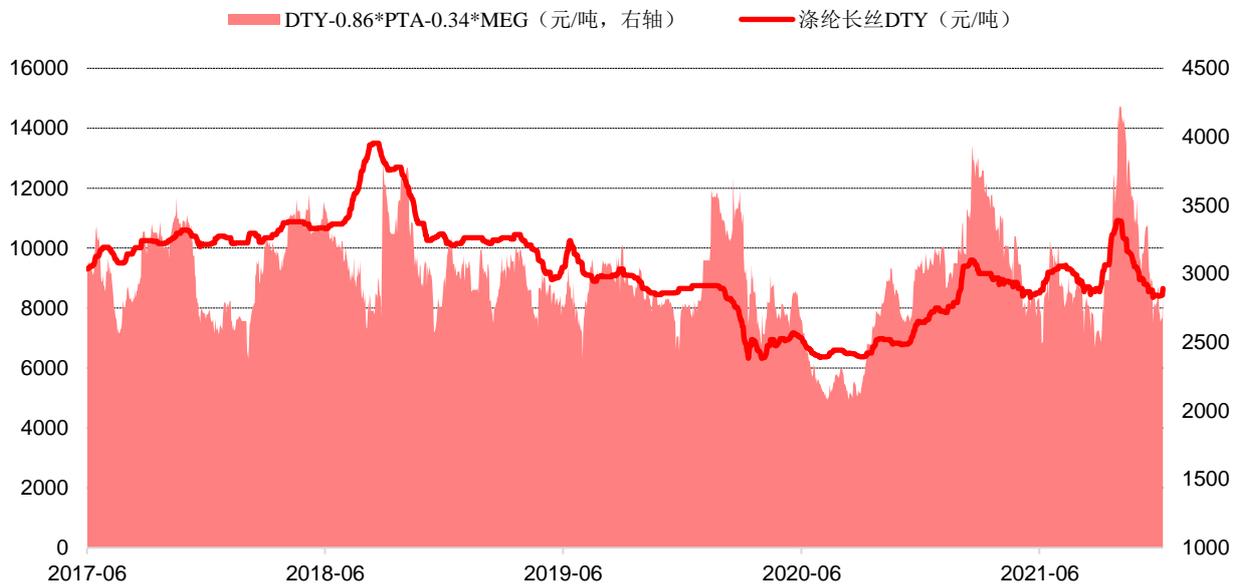
资料来源: Wind, 中信建投

图表5: FDY 价格及价差变动



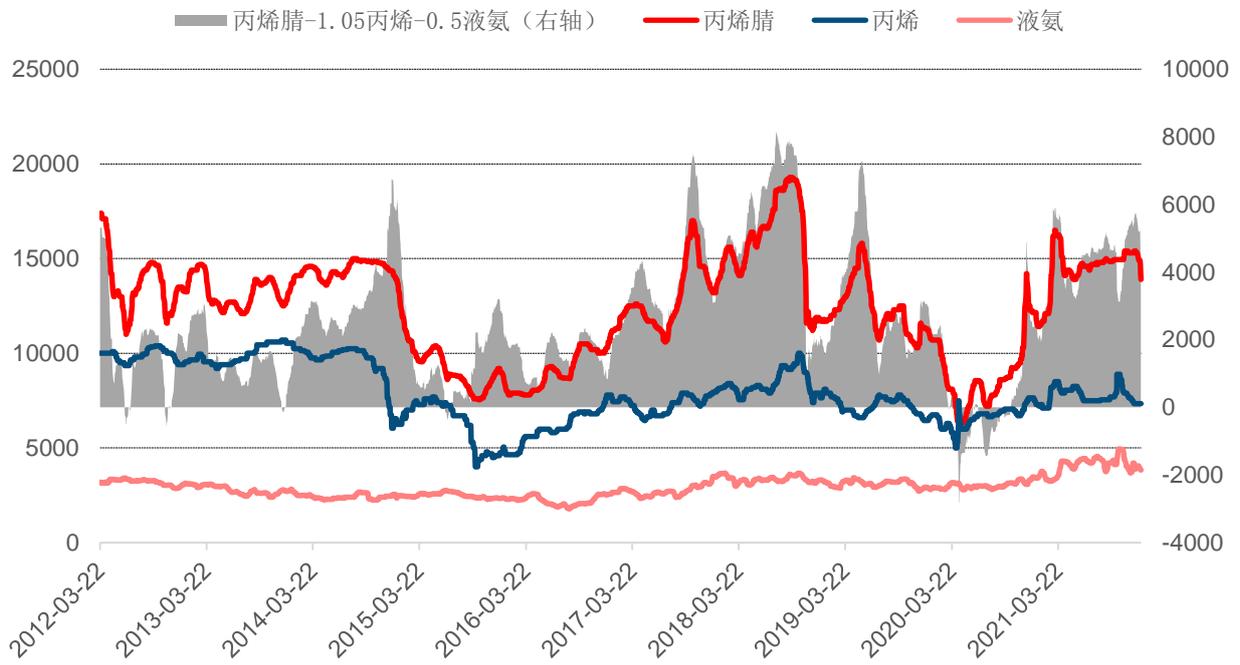
资料来源: Wind, 中信建投

图表6: DTY 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表7： 丙烯腈价格及价差变动（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜：化工及能源开采行业联席首席，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话: (8610) 8513-0588
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk