

2022年05月16日

东方盛虹 (000301.SZ)

## 炼化项目投产，勾勒成长新曲线

■事件：东方盛虹发布公告，公司二级全资子公司盛虹炼化（连云港）有限公司投资建设的“盛虹炼化（连云港）有限公司1600万吨炼化一体化项目”相关装置已具备投料开车条件，盛虹炼化常减压蒸馏装置一次开车成功，经检测，所产汽油、煤油、柴油、蜡油等馏份均符合产品质量标准。

■点评：公司炼化项目的投产标志着公司从“一根丝”到“一滴油”的全产业链一体化经营构建逐步完善。据公告整理，当前公司除1600万吨/年炼化平台外，还拥有斯尔邦精细化工品平台（丙烯腈产能78万吨/年、光伏级EVA产能30万吨/年），差异化长丝产能260万吨/年并配套PTA产能390万吨/年以及在建虹科可降解材料项目（34万吨/年顺酐、30万吨/年BDO、18万吨/年PBAT）。随着各项目及平台的共同发展，将有利于公司进一步发挥产业协同作用提升公司的综合实力和抗风险能力，勾勒出业绩增长的新曲线。

■贯通全产业链，产业纵深或带来较好盈利能力：本次炼化项目的投产使公司贯通了“原油-芳烃（烯烃）-PTA/乙二醇-聚酯”的全产业链发展模式。据公司公告及环评内容显示，炼化平台将以“多化少油”的思路发展，化工品占比或将达到70%左右，其1600万吨/年单套的常减压蒸馏装置规模国内领先。据公告，公司1600万吨/年炼化项目将涵盖280万吨PX（两段重浆化回收工艺）、110万吨/年乙烯及下游衍生物；同时配套乙二醇、苯酚/丙酮、PO/SM以及聚醚多元醇等高附加值化工装置。依托大平台及规模优势配套专用及精细化工品，项目整体盈利能力可期。

■依托平台，协同发展：炼化项目投产后有望成为公司发展的“大后方”。一方面，平台产成品可成为其他平台原料。例如丙烷可供斯尔邦PDH装置；PX可供虹港石化生产聚酯新材料；正丁烷可用作生产PBAT。另一方面，炼化大平台具有较好的经济效益，可支持公司进一步加大研发投入，助力新材料的产业化落地。

■投资建议：维持买入-A投资评级，我们预计公司2022年-2024年的净利润分别为76.07、125.76和144.45亿元。

■风险提示：项目建设及开工进度不及预期、安环生产风险、疫情反复风险、原油价格暴涨暴跌风险、加息背景下需求受损风险等。

## 公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：16.72元  
 股价（2022-05-13）13.18元

### 交易数据

总市值(百万元)	78,374.99
流通市值(百万元)	27,239.83
总股本(百万股)	5,946.51
流通股本(百万股)	2,066.76
12个月价格区间	10.96/38.95元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.12	-9.73	-3.82
绝对收益	-4.22	-25.16	-19.62

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

### 相关报告

东方盛虹：斯尔邦注入无 条件过会，成长打开新篇 章/张汪强	2021-12-23
东方盛虹：光伏景气传导、 长丝有待反转，看好后期 斯尔邦注入及炼化投产/张 汪强	2021-10-18
东方盛虹：炼化推进、斯 尔邦注入以及 EVA 高景 气，公司未来盈利渠道拓 宽/张汪强	2021-08-26
东方盛虹：资产注入赋能， “一体两翼”协同发展/张 汪强	2021-05-13
东方盛虹：炼化有望年内 投产，化纤利润修复，业 绩或跨入新平台/张汪强	2021-04-15

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	22,777.0	51,722.2	90,122.2	148,322.2	175,114.2
净利润	316.3	4,543.6	7,606.8	12,576.3	14,444.9
每股收益(元)	0.05	0.76	1.28	2.11	2.43
每股净资产(元)	2.95	4.64	4.82	6.30	8.00
<b>盈利和估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
市盈率(倍)	247.8	17.2	10.3	6.2	5.4
市净率(倍)	4.5	2.8	2.7	2.1	1.6
净利润率	1.4%	8.8%	8.4%	8.5%	8.2%
净资产收益率	1.8%	16.5%	26.6%	33.6%	30.4%
股息收益率	0.6%	0.0%	2.9%	4.8%	5.5%
ROIC	4.4%	27.4%	12.3%	17.0%	23.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	22,777.0	51,722.2	90,122.2	148,322.2	175,114.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	21,420.8	43,073.2	75,318.0	123,326.5	145,189.0	营业收入增长率	-8.5%	127.1%	74.2%	64.6%	18.1%
营业税费	132.1	209.4	458.4	754.5	890.7	营业利润增长率	-77.6%	1318.1%	59.7%	65.5%	14.9%
销售费用	47.4	155.4	450.0	1,320.1	1,558.5	净利润增长率	-80.4%	1336.4%	67.4%	65.3%	14.9%
管理费用	259.5	642.3	1,024.7	2,744.0	3,239.6	EBITDA 增长率	-40.4%	333.4%	95.0%	43.3%	18.4%
研发费用	176.5	427.2	703.8	1,177.5	1,401.3	EBIT 增长率	-62.7%	692.3%	71.9%	58.0%	20.2%
财务费用	453.3	1,091.8	2,413.0	3,100.0	4,570.0	NOPLAT 增长率	-69.8%	865.8%	59.2%	58.0%	20.2%
资产减值损失	-82.9	215.7	-	-	-	投资资本增长率	54.1%	252.8%	14.7%	-13.4%	2.1%
加:公允价值变动收益	-52.9	19.6	-145.3	-	-	净资产增长率	47.4%	30.4%	3.5%	28.9%	25.8%
投资和汇兑收益	112.2	-22.8	-	-	-	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	424.3	6,016.8	9,609.1	15,899.7	18,265.0	毛利率	6.0%	16.7%	16.4%	16.9%	17.1%
加:营业外净收支	19.9	42.0	19.7	19.7	19.7	营业利润率	1.9%	11.6%	10.7%	10.7%	10.4%
<b>利润总额</b>	444.2	6,058.7	9,628.9	15,919.4	18,284.7	净利润率	1.4%	8.8%	8.4%	8.5%	8.2%
减:所得税	131.5	972.5	2,022.1	3,343.1	3,839.8	EBITDA/营业收入	9.2%	17.6%	19.7%	17.2%	17.2%
<b>净利润</b>	316.3	4,543.6	7,606.8	12,576.3	14,444.9	EBIT/营业收入	3.9%	13.5%	13.3%	12.8%	13.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	214	156	210	181	157
货币资金	15,147.4	13,398.5	2,883.9	33,658.7	2,626.7	流动营业资本周转天数	-48	-57	-34	-24	-24
交易性金融资产	521.2	141.7	-	-	-	流动资产周转天数	243	158	86	90	83
应收账款	250.9	623.9	1,128.5	1,343.6	1,575.0	应收账款周转天数	5	3	4	3	3
应收票据	-	349.0	151.7	672.3	300.5	存货周转天数	44	31	33	33	33
预付账款	309.6	738.8	1,476.5	1,949.3	2,083.8	总资产周转天数	774	678	515	348	297
存货	2,728.7	6,086.0	10,651.3	16,754.5	15,509.7	投资资本周转天数	284	344	330	200	159
其他流动资产	1,356.6	3,679.4	1,928.8	1,928.8	1,928.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.8%	16.5%	26.6%	33.6%	30.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.5%	3.9%	6.0%	7.8%	11.3%
长期股权投资	72.3	140.0	140.0	140.0	140.0	ROIC	4.4%	27.4%	12.3%	17.0%	23.6%
投资性房地产	1,188.2	1,135.0	956.4	840.6	693.4	<b>费用率</b>					
固定资产	13,773.5	31,186.6	73,888.2	75,339.6	77,300.2	销售费用率	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%	0.9%
在建工程	12,683.4	56,844.8	19,317.6	15,272.3	11,863.4	管理费用率	1.1%	1.2%	1.1%	1.9%	1.9%
无形资产	2,238.1	3,054.7	3,084.5	3,112.2	3,137.7	研发费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	12,663.9	14,624.3	10,378.0	10,093.9	10,877.4	财务费用率	2.0%	2.1%	2.7%	2.1%	2.6%
<b>资产总额</b>	62,933.6	132,002.5	125,985.3	161,105.7	128,036.4	四费/营业收入	4.1%	4.5%	5.1%	5.6%	6.1%
短期债务	6,913.7	11,640.2	25,810.3	35,833.0	27,987.8	<b>偿债能力</b>					
应付账款	4,338.6	15,279.0	8,121.0	24,766.1	13,951.0	资产负债率	64.2%	77.7%	75.8%	75.6%	61.4%
应付票据	4,349.7	5,793.0	9,689.1	10,865.4	13,332.8	负债权益比	179.1%	348.9%	313.8%	310.5%	159.4%
其他流动负债	2,738.6	7,074.0	5,614.9	4,064.5	5,647.2	流动比率	1.11	0.63	0.37	0.75	0.39
长期借款	17,202.7	52,373.8	40,801.7	40,825.0	10,000.0	速动比率	0.96	0.48	0.15	0.52	0.14
其他非流动负债	4,842.5	10,434.6	5,504.9	5,504.9	7,759.2	利息保障倍数	1.95	6.41	4.98	6.13	5.00
<b>负债总额</b>	40,385.8	102,594.5	95,541.9	121,858.8	78,678.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	5,002.4	1,793.5	1,793.5	1,793.5	1,793.5	DPS(元)	0.08	-	0.38	0.63	0.73
股本	4,029.1	4,029.1	5,946.5	5,946.5	5,946.5	分红比率	152.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	9,546.4	17,378.7	22,703.5	31,506.9	41,618.4	股息收益率	0.6%	0.0%	2.9%	4.8%	5.5%
<b>股东权益</b>	22,547.9	29,408.0	30,443.5	39,246.9	49,358.4						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	312.7	5,086.2	7,606.8	12,576.3	14,444.9	EPS(元)	0.05	0.76	1.28	2.11	2.43
加:折旧和摊销	1,217.2	2,109.6	5,732.2	6,447.7	7,285.6	BVPS(元)	2.95	4.64	4.82	6.30	8.00
资产减值准备	82.9	215.7	-	-	-	PE(X)	247.8	17.2	10.3	6.2	5.4
公允价值变动损失	52.9	-19.6	-145.3	-	-	PB(X)	4.5	2.8	2.7	2.1	1.6
财务费用	444.3	1,185.5	2,413.0	3,100.0	4,570.0	P/FCF	8.9	-17.1	-12.4	2.3	-3.0
投资损失	-112.2	20.8	-	-	-	P/S	3.4	1.5	0.9	0.5	0.4
少数股东损益	-3.6	542.6	-	-	-	EV/EBITDA	20.2	14.0	7.8	4.6	3.6
营运资金的变动	-5,753.6	-1,792.6	-6,264.0	8,961.8	-4,306.1	CAGR(%)	242.6%	41.6%	67.7%	242.6%	41.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,061.3	5,333.7	9,342.7	31,085.8	21,994.5	PEG	1.0	0.4	0.2	0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-16,020.3	-41,008.3	-8,285.2	-3,484.1	-5,452.8	ROIC/WACC	0.7	4.7	2.1	2.9	4.0
融资活动产生现金流量	22,386.6	29,412.1	-11,572.1	3,173.1	-47,573.7	REP	2.6	0.4	0.7	0.5	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034