

2021年12月23日

东方盛虹 (000301.SZ)

斯尔邦注入无条件过会，成长打开新篇章

■**事件:**根据中国证券监督管理委员会并购重组委2021年第34次会议审核结果公告，江苏东方盛虹股份有限公司（发行股份及支付现金购买江苏斯尔邦石化有限公司100%股权并募集配套资金暨关联交易事项）获无条件通过。

■**交易方式:**据公司此前披露的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买斯尔邦100%股权，交易价格为143.6亿元；并向不超过35名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。其中公司购买资产发行股份的发行价格拟为11.14元/股，购买资产项下发行股份数量拟为11.12亿股，若根据2021年12月21日收盘价23.10元计算，或可增厚市值256.87亿元；另募集配套资金拟为40.89亿元，价格不低于发行期首日前20个交易日公司股票交易均价80%。

■**优质资产注入，业务版图进一步拓展:**斯尔邦是一家专注于生产高附加值烯烃衍生物的企业。当前公司投入运转的有MTO装置240万吨/年，二期70万吨/年PDH装置正在积极推进当中。斯尔邦主要产品包括丙烯腈78万吨/年(据公司官网公告第三套丙烯腈装置顺利中交)、30万吨/年EVA(其中20万吨光伏级)、17万吨/年MMA以及42万吨/年EO及其衍生物，其中丙烯腈和EVA产能处于行业龙头地位。根据公告，斯尔邦2019、2020和2021H1归母净利润分别为9.43、5.27和20.41亿元。此次资产注入的顺利过会，将使得斯尔邦依托盛虹炼化平台实现更好产业协同(乙烯、丙烯、醋酸乙烯等有望自供)拓宽盈利空间；同时盛虹也将借助斯尔邦在新材料下游的成功布局进一步拓展公司业务版图。

■**炼化+聚酯+新材料全产业链布局加码，龙头成长属性进一步增强:**公司从“一根丝”开始逐渐实施产业链纵向整合，逐渐形成了石化、聚酯、新材料和热电四大业务板块。石化包含1600万吨炼化以及390万吨PTA产能，聚酯当前拥有230万吨差别化聚酯纤维产能，新材料待斯尔邦顺利交割后则拥有240万吨MTO以及70万吨PDH产能。公司在建及拟建项目众多，包括POSM及多元醇项目、300万吨功能性纤维项目、芮邦25+25再生纤维项目等。纵向上公司丰富产品布局拓宽产业链，横向上公司继续加码产能扩张，公司在优化产业协同稳固龙头地位同时有望持续打开成长空间。

■**投资建议:**不考虑未来股本变动以及假设斯尔邦于2022年初顺利注入后带动上市公司业绩增长的情况下。我们预计公司2021-2023年的

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: **27.95元**
股价(2021-12-21) **23.10元**

交易数据

总市值(百万元)	111,686.27
流通市值(百万元)	40,005.88
总股本(百万股)	4,834.90
流通股本(百万股)	1,731.86
12个月价格区间	9.17/38.95元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.74	-36.78	138.02
绝对收益	-4.58	-34.15	148.61

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: 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
- 东方盛虹: 看好炼化一体化持续推进, 盈利有望迈入新量级/张汪强 2020-11-30

净利润分别为 21.61、103.36 和 172.45 亿元，给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：在建项目进度不及预期风险，购买资产重组计划推迟风险，产品价格波动风险，新材料行业供给集中投放风险，疫情反复导致需求不及预期等风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	24,887.8	22,777.0	38,060.4	96,533.1	175,114.2
净利润	1,613.8	316.3	2,161.1	10,335.6	17,244.9
每股收益(元)	0.33	0.07	0.45	2.14	3.57
每股净资产(元)	2.90	3.63	3.11	3.76	4.84

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	69.2	353.1	51.7	10.8	6.5
市净率(倍)	8.0	6.4	7.4	6.1	4.8
净利润率	6.5%	1.4%	5.7%	10.7%	9.8%
净资产收益率	11.5%	1.8%	14.4%	56.9%	73.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	1.3%	6.4%	10.8%
ROIC	17.0%	4.4%	15.2%	33.3%	94.8%

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,887.8	22,777.0	38,060.4	96,533.1	175,114.2	成长性					
减:营业成本	21,868.4	21,420.8	32,198.3	75,925.4	140,188.1	营业收入增长率	35.0%	-8.5%	67.1%	153.6%	81.4%
营业税费	134.7	132.1	207.1	525.1	952.6	营业利润增长率	72.1%	-77.6%	561.0%	399.8%	63.2%
销售费用	246.3	47.4	271.7	859.1	1,558.5	净利润增长率	90.6%	-80.4%	583.2%	378.3%	66.8%
管理费用	256.3	259.5	371.1	1,785.9	3,239.6	EBITDA 增长率	76.0%	-45.1%	256.7%	183.8%	58.9%
研发费用	184.6	176.5	333.3	769.8	1,429.0	EBIT 增长率	92.5%	-69.7%	500.2%	287.2%	66.5%
财务费用	523.6	453.3	1,500.0	2,650.0	4,874.0	NOPLAT 增长率	108.3%	-69.8%	436.8%	270.5%	70.2%
资产减值损失	-19.5	82.9	-	-	-	投资资本增长率	17.6%	54.1%	69.5%	-40.3%	6.2%
加:公允价值变动收益	15.9	-52.9	-374.5	-	-	净资产增长率	18.1%	47.4%	-11.1%	15.6%	22.6%
投资和汇兑收益	134.0	112.2	-	-	-						
营业利润	1,897.6	424.3	2,804.4	14,017.7	22,872.3	利润率					
加:营业外净收支	8.2	19.9	-	-	-	毛利率	12.1%	6.0%	15.4%	21.3%	19.9%
利润总额	1,905.9	444.2	2,804.4	14,017.7	22,872.3	营业利润率	7.6%	1.9%	7.4%	14.5%	13.1%
减:所得税	293.7	131.5	643.3	3,682.1	5,627.5	净利润率	6.5%	1.4%	5.7%	10.7%	9.8%
净利润	1,613.8	316.3	2,161.1	10,335.6	17,244.9	EBITDA/营业收入	14.2%	8.5%	18.1%	20.3%	17.8%
						EBIT/营业收入	9.5%	3.1%	11.3%	17.3%	15.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	157	214	194	103	60
						流动营业资本周转天数	5	-48	-10	-18	-26
						流动资产周转天数	132	243	142	59	56
						应收帐款周转天数	4	5	4	4	4
						存货周转天数	43	44	39	37	37
						总资产周转天数	412	774	547	220	148
						投资资本周转天数	189	284	278	110	47
						投资回报率					
						ROE	11.5%	1.8%	14.4%	56.9%	73.7%
						ROA	4.6%	0.5%	4.1%	15.8%	22.0%
						ROIC	17.0%	4.4%	15.2%	33.3%	94.8%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	0.2%	0.7%	0.9%	0.9%
						管理费用率	1.0%	1.1%	1.0%	1.9%	1.9%
						研发费用率	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
						财务费用率	2.1%	2.0%	3.9%	2.7%	2.8%
						四费/营业收入	4.9%	4.1%	6.5%	6.3%	6.3%
						偿债能力					
						资产负债率	56.3%	64.2%	61.9%	64.6%	63.8%
						负债权益比	129.0%	179.1%	162.6%	182.7%	176.6%
						流动比率	0.79	1.11	0.47	0.57	0.71
						速动比率	0.57	0.96	0.20	0.20	0.23
						利息保障倍数	4.52	1.58	2.87	6.29	5.69
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.10	0.31	1.49	2.49
						分红比率	25.0%	152.9%	69.7%	69.7%	69.7%
						股息收益率	0.4%	0.4%	1.3%	6.4%	10.8%
现金流量表						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.33	0.07	0.45	2.14	3.57
						BVPS(元)	2.90	3.63	3.11	3.76	4.84
						PE(X)	69.2	353.1	51.7	10.8	6.5
						PB(X)	8.0	6.4	7.4	6.1	4.8
						P/FCF	20.6	12.7	-7.2	13.8	8.5
						P/S	4.5	4.9	2.9	1.2	0.6
						EV/EBITDA	6.0	21.9	19.4	5.9	3.6
						CAGR(%)	85.8%	280.6%	36.7%	85.8%	280.6%
						PEG	0.8	1.3	1.4	0.1	0.0
						ROIC/WACC	2.9	0.7	2.6	5.7	16.2
						REP	0.5	2.6	1.4	0.9	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