

投资评级 优于大市 维持

## 收购斯尔邦过会，加强新材料布局

### 股票数据

12月23日收盘价(元)	22.26
52周股价波动(元)	8.98-41.30
总股本/流通A股(百万股)	4835/1732
总市值/流通市值(百万元)	107625/38551

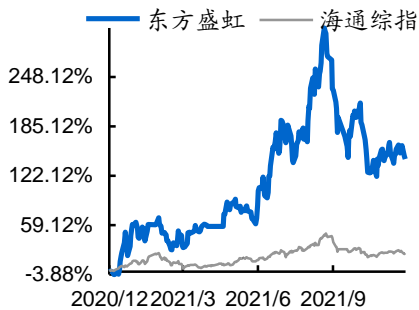
### 相关研究

《大炼化进入建设尾声，斯尔邦注入稳步推进》2021.10.29

《长丝盈利大幅改善，大炼化与精细化工稳步推进》2021.08.25

《斯尔邦助力精细化工布局》2021.07.11

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.4	-20.9	-29.5
相对涨幅(%)	-9.1	-20.7	-31.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

### 投资要点:

- **收购斯尔邦事项获审核通过。**根据公司公告，12月22日证监会召开并购重组委工作会议，审核通过公司收购斯尔邦100%股权并募集配套资金的交易。
- **拟收购斯尔邦100%股权，完善精细化工布局。**公司拟作价143.6亿元收购实控人控股的斯尔邦100%股权。斯尔邦是国内最大的光伏级EVA生产商。公司拥有240万吨/年甲醇制烯烃装置，主要产品包括30万吨/年EVA（其中光伏级EVA20万吨/年）、52万吨/年丙烯腈、17万吨/年MMA、42万吨/年环氧乙烷及其衍生物。此外，斯尔邦在建PDH项目，建成后将新增70万吨/年PDH、26万吨/年丙烯腈、8.5万吨/年MMA。盛虹集团承诺斯尔邦2021-2023年度扣非归母净利润分别不低于17.84亿元、15.09亿元、18.43亿元。2021年上半年，斯尔邦实现归母净利润20.41亿元。
- **1600万吨/年盛虹炼化稳步推进，成为未来重要业绩增量。**公司1600万吨/年大炼化项目（权益占比92%）位于七大石化基地之一的连云港石化产业园，包括1600万吨/年原油加工能力、280万吨/年PX、110万吨/年乙烯等。项目于2018年12月正式开工建设，2021年6月30日常减压等首批装置完成中交，正式转入投产准备阶段。公司计划2021年底投产。
- **规划布局三大“百万吨级”项目。**“十四五”期间，盛虹将进一步加强新能源新材料布局，布局三大“百万吨级”项目，包括百万吨级EVA光伏新能源材料项目、百万吨级丙烯腈新材料、百万吨级绿色可降解材料项目。
- **PTA-涤纶主业产能稳步扩张。**公司现有PTA产能390万吨/年，差别化纤维产能230万吨/年。公司维持涤纶长丝产能稳步扩张，目前在建纤维项目近100万吨，包括：（1）苏州吴江20万吨/年项目，计划2022年投产；（2）宿迁泗阳基地在建25万吨/年再生纤维、50万吨/年功能性纤维。
- **盈利预测与投资评级：**考虑斯尔邦注入，我们上调公司2022-2023年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为18.7亿元、80.0亿元和112.6亿元，EPS分别为0.39、1.65、2.33元，2021年BPS为3.85元。参考可比公司估值水平，给予其2021年7.5-8.0倍PB，对应合理价值区间28.88-30.80元（对应2021年PEG为0.18-0.20），维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**原油价格大幅波动；产品价格大幅波动；大炼化项目进度不及预期；收购斯尔邦进度不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24888	22777	34704	97909	143577
(+/-)YoY(%)	7.0%	-8.5%	52.4%	182.1%	46.6%
净利润(百万元)	1614	316	1868	7996	11260
(+/-)YoY(%)	67.2%	-80.4%	490.4%	328.1%	40.8%
全面摊薄EPS(元)	0.33	0.07	0.39	1.65	2.33
毛利率(%)	12.1%	6.0%	10.7%	20.6%	22.2%
净资产收益率(%)	11.5%	1.8%	10.0%	32.0%	32.9%

资料来源：公司年报（2019-2020），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**收购斯尔邦事项获审核通过。**根据公司公告,12月22日证监会召开并购重组委工作会议,审核通过公司收购斯尔邦100%股权并募集配套资金的交易。

**拟收购斯尔邦100%股权,完善精细化工布局。**公司拟作价143.6亿元收购实控人控股的斯尔邦100%股权,收购方式分为发行股份、现金收购两部分。其中:(1)实控人旗下85.46%股权通过发行股份购买,发行价格11.04元/股,拟发行股份11.12亿股;(2)建信投资、中银资产持有14.54%股权部分通过支付现金购买,公司拟向35名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金不超过40.89亿元,其中20.89亿元用于支付现金对价。

**斯尔邦专注于高附加值烯烃衍生物,是国内最大的光伏级EVA生产商。**公司拥有240万吨/年甲醇制烯烃装置,单体规模位居全球前列,主要产品包括30万吨/年EVA(其中光伏级EVA20万吨/年)、52万吨/年丙烯腈、17万吨/年MMA、42万吨/年环氧乙烷及其衍生物。此外,斯尔邦在建PDH项目,建成后将新增70万吨/年PDH,并配套26万吨/年丙烯腈、8.5万吨/年MMA。

**斯尔邦业绩承诺。**盛虹集团承诺斯尔邦2021-2023年度扣非归母净利润分别不低于17.84亿元、15.09亿元、18.43亿元。若收购斯尔邦100%股权不能在2021年底完成,则承诺斯尔邦2022-2024年扣非归母净利润分别不低于15.09亿元、18.43亿元、17.79亿元。2021年上半年,斯尔邦实现归母净利润20.41亿元。

**1600万吨/年盛虹炼化稳步推进,成为未来重要业绩增量。**公司1600万吨/年大炼化项目(权益占比82%)位于七大石化基地之一的连云港石化产业园,包括1600万吨/年原油加工能力、280万吨/年PX、110万吨/年乙烯等。项目于2018年12月正式开工建设,2021年6月30日常减压等首批装置完成中交,正式转入投产准备阶段,公司计划2021年底投产。项目单线产能国内最大、成品油收率低,同时园区内具有较好协同效益,公司估计70%化工品有望在园区内就近消化。我们认为大炼化投产后有助于补充公司PTA-涤纶长丝主业的原料,完善全产业链布局,提高整体抗风险能力。2021年9月,公司收到《国家发展改革委办公厅关于盛虹炼化(连云港)有限公司炼化一体化项目使用进口原油的复函》,同意盛虹炼化使用进口原油1600万吨/年,其中2021-2023年分别使用200万吨、1589万吨、1600万吨,我们认为有助于保障项目后续的投产运行。

**炼化项目少数股东股权收购稳步推进,权益产能提升。**盛虹炼化少数股东主要包括苏州市、连云港市、江苏省三大政府产业基金。2021年8-11月,公司相继发布公告,受让苏州市赢虹产业投资基金、连云港盛虹炼化产业基金财产份额,交易完成后上市公司对大炼化的控股比例提升至约92%。

表1 盛虹炼化股权结构

	公司持股	认缴出资额 (亿元)	出资额占注册资 本总额比例	公司权益占比
江苏盛虹石化产业发展有限公司	100.00%	141.20	62.53%	62.53%
连云港基金	100.00%	24.80	10.98%	10.98%
江苏省建泉基金	39.93%	30.00	13.29%	5.31%
苏州赢虹产业投资基金	99.97%	29.80	13.20%	13.19%
合计		225.80	100.00%	92.01%

资料来源:东方盛虹《关于拟使用募集资金通过全资子公司向盛虹炼化增资的公告20210318》、《关于受让苏州市赢虹产业投资基金(有限合伙)财产份额暨关联交易的公告》、《关于受让连云港盛虹炼化产业基金合伙企业(有限合伙)财产份额的公告》等,海通证券研究所

**规划布局三大“百万吨级”项目。**“十四五”期间,盛虹将进一步加强新能源新材料布局,布局三大“百万吨级”项目,包括百万吨级EVA光伏新能源材料项目、百万吨级丙烯腈新材料、百万吨级绿色可降解材料项目。

**PTA-涤纶主业产能稳步扩张。**公司现有PTA产能390万吨/年,差别化纤维产能230万吨/年。公司维持涤纶长丝产能稳步扩张,目前在建纤维项目近100万吨,包括:(1)苏州吴江20万吨/年项目,计划2022年投产;(2)宿迁泗阳基地在建25万吨/年再生纤维、50万吨/年功能性纤维。

**盈利预测与投资评级:**考虑斯尔邦注入,我们上调公司2022-2023年盈利预测,预计公司2021-2023年归母净利润分别为18.7亿元、80.0亿元和112.6亿元,EPS分别为0.39、1.65、2.33元,2021年BPS为3.85元。参考可比公司估值水平,给予其2021年7.5-8.0倍PB,对应合理价值区间28.88-30.80元(对应2021年PEG为0.18-0.20),维持“优于大市”评级。

主要盈利假设:

(1)大炼化项目2022年开始逐步投产释放效益;

(2) 斯尔邦 2022 年并表, 贡献业绩。

表 2 东方盛虹分业务盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>化纤</b>				
营业收入 (百万元)	14564	19915	21042	21860
营业成本 (百万元)	13603	17184	17589	18071
毛利率	6.6%	13.7%	16.4%	17.3%
<b>石化</b>				
营业收入 (百万元)	2759	8790	9422	8490
营业成本 (百万元)	2794	8270	8928	8106
毛利率	-1.3%	5.9%	5.2%	4.5%
<b>热电</b>				
营业收入 (百万元)	725	798	878	965
营业成本 (百万元)	446	495	544	598
毛利率	38.5%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>炼化</b>				
营业收入 (百万元)			40363	80727
营业成本 (百万元)			28799	57597
毛利率			28.7%	28.7%
<b>斯尔邦</b>				
营业收入 (百万元)			20482	25240
营业成本 (百万元)			16314	21174
毛利率			20.4%	16.1%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	4729	5202	5722	6294
营业成本 (百万元)	4578	5046	5550	6105
毛利率	20.8%	15.0%	7.4%	5.3%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	22777	34704	97909	143577
营业成本 (百万元)	21421	30994	77723	111652
毛利率	6.0%	10.7%	20.6%	22.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	PEG
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E	2021E
600346.SH	恒力石化	1540	1.91	2.40	2.75	11.46	9.12	7.96	2.6	0.46
601233.SH	桐昆股份	502	1.30	3.36	3.92	16.00	6.19	5.31	1.5	0.08
000703.SZ	恒逸石化	383	0.83	1.27	1.57	12.58	8.22	6.65	1.4	0.22
002493.SZ	荣盛石化	1782	1.08	1.39	1.83	16.30	12.66	9.62	3.5	0.42
	均值		1.28	2.11	2.52	14.08	9.05	7.38	2.2	0.29

注: 收盘价为 2021 年 12 月 23 日价格, EPS 为 Wind 一致预期; PEG=PE (2021) / 2021-2022 年 EPS 年均复合增速。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 原油价格大幅波动; 产品价格大幅波动; 大炼化项目进度不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>22777</b>	<b>34704</b>	<b>97909</b>	<b>143577</b>
每股收益	0.07	0.39	1.65	2.33	营业成本	21421	30994	77723	111652
每股净资产	3.63	3.85	5.17	7.09	毛利率%	6.0%	10.7%	20.6%	22.2%
每股经营现金流	0.43	1.55	4.31	5.73	营业税金及附加	132	156	2154	4092
每股股利	0.10	0.10	0.20	0.26	营业税金率%	0.6%	0.5%	2.2%	2.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	47	72	587	1292
P/E	340.25	57.63	13.46	9.56	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%
P/B	6.13	5.78	4.30	3.14	管理费用	259	347	3916	7466
P/S	7.65	5.02	1.78	1.21	管理费用率%	1.1%	1.0%	4.0%	5.2%
EV/EBITDA	43.93	55.87	15.94	10.06	EBIT	741	2866	12157	16778
股息率%	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	财务费用	453	585	1660	2460
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
毛利率	6.0%	10.7%	20.6%	22.2%	资产减值损失	-83	-200	-50	-50
净利润率	1.4%	5.4%	8.2%	7.8%	投资收益	112	174	294	431
净资产收益率	1.8%	10.0%	32.0%	32.9%	<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>2495</b>	<b>11143</b>	<b>15145</b>
资产回报率	0.5%	1.4%	5.1%	7.1%	营业外收支	20	20	20	20
投资回报率	1.1%	1.9%	7.4%	11.2%	<b>利润总额</b>	<b>444</b>	<b>2515</b>	<b>11163</b>	<b>15165</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1958	4446	15765	22886
营业收入增长率	-8.5%	52.4%	182.1%	46.6%	所得税	131	629	2791	3791
EBIT 增长率	-66.3%	286.9%	324.2%	38.0%	有效所得税率%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-80.4%	490.4%	328.1%	40.8%	少数股东损益	-4	19	377	114
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>316</b>	<b>1868</b>	<b>7996</b>	<b>11260</b>
资产负债率	64.2%	81.9%	80.6%	75.0%					
流动比率	1.11	0.44	0.46	0.61	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.94	0.36	0.28	0.33	货币资金	15147	15500	16000	17000
现金比率	0.83	0.31	0.23	0.27	应收账款及应收票据	213	323	1180	1731
<b>经营效率指标</b>					存货	2729	3949	11712	15295
应收帐款周转天数	3.41	3.40	3.40	3.40	其它流动资产	2225	2369	3128	3679
存货周转天数	46.49	46.50	55.00	50.00	流动资产合计	20314	22141	32020	37704
总资产周转率	0.36	0.27	0.62	0.90	长期股权投资	72	82	92	102
固定资产周转率	1.65	1.80	1.12	1.56	固定资产	13773	19273	87773	91773
					在建工程	13768	73768	20768	12768
					无形资产	2238	2658	3550	3942
					非流动资产合计	42619	108549	124951	121353
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>62934</b>	<b>130690</b>	<b>156972</b>	<b>159058</b>
净利润	316	1868	7996	11260	短期借款	6914	34635	38127	17979
少数股东损益	-4	19	377	114	应付票据及应付账款	7838	11039	23423	33648
非现金支出	1298	1780	3658	6158	预收账款	40	69	196	287
非经营收益	394	1553	2237	2050	其它流动负债	3548	4268	7773	10317
营运资金变动	57	2275	6587	8126	流动负债合计	18341	50011	69520	62232
<b>经营活动现金流</b>	<b>2061</b>	<b>7495</b>	<b>20855</b>	<b>27707</b>	长期借款	17203	47203	47203	47203
资产	-16419	-67441	-19871	-2320	其它长期负债	4843	9843	9843	9843
投资	207	-10	-10	-10	非流动负债合计	22045	57045	57045	57045
其他	192	174	294	431	<b>负债总计</b>	<b>40386</b>	<b>107056</b>	<b>126565</b>	<b>119277</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-16020</b>	<b>-67278</b>	<b>-19587</b>	<b>-1900</b>	实收资本	7823	7823	7823	7823
债权募资	28937	57721	3492	-20148	归属于母公司所有者权益	17545	18613	25009	34269
股权募资	7547	0	0	0	少数股东权益	5002	5021	5398	5512
其他	-14097	2415	-4260	-4660	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>62934</b>	<b>130690</b>	<b>156972</b>	<b>159058</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>22387</b>	<b>60136</b>	<b>-768</b>	<b>-24808</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>8395</b>	<b>353</b>	<b>500</b>	<b>1000</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,中盐化工,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,山东赫达,会通股份,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,万润股份,昊华科技,三联虹普,永太科技,东华能源,三友化工,上海石化,东方盛虹,山东海化,鲁西化工,长鸿高科

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。