

**投资评级 优于大市 维持**

## 拟收购斯尔邦，完善精细化布局

### 股票数据

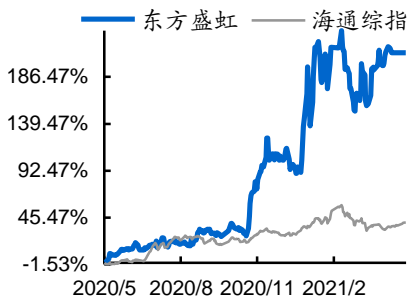
05月12日收盘价(元)	15.01
52周股价波动(元)	4.82-16.73
总股本/流通A股(百万股)	4835/1732
总市值/流通市值(百万元)	72571/25995

### 相关研究

《长丝盈利有望改善，大炼化贡献未来增量》  
2021.04.19

《涤纶 DTY 龙头，大炼化项目完善全产业链布局》2020.08.07

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.3	15.0	-1.7
相对涨幅 (%)	2.4	17.0	11.4

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

分析师:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

证书:S0850520110001

### 投资要点:

- **拟收购斯尔邦 100%股权。**公司拟收购实控人控股的斯尔邦 100%股权，公司股票 2021 年 5 月 13 日复牌。公司实控人旗下盛虹石化集团、博虹实业合计持有斯尔邦股权 85.46%，剩余 14.54% 股权由建信投资、中银资产持有。
- **交易方案。**公司收购方式分为发行股份、现金收购两部分，其中实控人旗下股权通过发行股份购买，发行价格 11.14 元/股；建信投资、中银资产持有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。目前交易对价尚未确定。
- **斯尔邦专注于高附加值烯烃衍生物。**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。公司以甲醇为原料，生产高附加值烯烃衍生物，主要产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生产产品，以及 EVA、环氧乙烷等乙烯下游衍生产产品，广泛应用于光伏、液晶显示器、家电、汽车、基建等领域。2019 年、2020 年及 2021 年一季度，斯尔邦归母净利润分别为 9.33 亿元、5.31 亿元、10.21 亿元。
- **完善精细产业链，发挥协同优势。**我们认为本次交易完成，将有助于完善公司烯烃下游高附加值产业链，解决大炼化项目与斯尔邦的同业竞争问题，提供未来新的利润增长点。
- **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 77.7%）位于七大石化基地之一的连云港石化产业园，项目总投资约 677 亿元，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，公司预计 2021 年底投料试车。
- **2021 年涤纶长丝行业盈利有望改善。**我们预计随着国内外疫情逐步缓解，2021 年下游纺织服装需求有望改善，涤纶长丝盈利有望改善。2021 年一季度，公司归母净利润 6.01 亿元，同比大幅增长 205.29%，创上市以来新高。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 16.2 亿元、50.7 亿元和 80.9 亿元，EPS 分别为 0.34、1.05、1.67 元，2021 年 BPS 为 3.80 元。参考可比公司估值水平，给予其 2021 年 4.2-4.5 倍 PB，对应合理价值区间 15.96-17.10 元（对应 2021 年 PEG 为 0.16-0.17），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。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24888	22777	32550	74505	114060
(+/-)YoY(%)	7.0%	-8.5%	42.9%	128.9%	53.1%
净利润(百万元)	1614	316	1621	5066	8086
(+/-)YoY(%)	67.2%	-80.4%	412.4%	212.6%	59.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.07	0.34	1.05	1.67
毛利率(%)	12.1%	6.0%	10.3%	19.9%	22.8%
净资产收益率(%)	11.5%	1.8%	8.8%	23.2%	29.0%

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

**拟收购斯尔邦 100% 股权。**公司发布公告，拟收购实控人控股的斯尔邦 100% 股权，公司股票 2021 年 5 月 13 日复牌。公司实控人旗下盛虹石化集团、博虹实业合计持有斯尔邦股权 85.46%，剩余 14.54% 股权由建信投资、中银资产持有。

**交易方案。**公司收购方式分为发行股份、现金收购两部分，其中实控人旗下股权通过发行股份购买，发行价格 11.14 元/股；建信投资、中银资产持有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。目前交易对价尚未确定。

**斯尔邦专注于高附加值烯烃衍生物。**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。公司以甲醇为原料，生产高附加值烯烃衍生物，主要产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生产品，以及 EVA、环氧乙烷等乙烯下游衍生品，广泛应用于光伏、液晶显示器、家电、汽车、基建等领域。2019 年、2020 年及 2021 年一季度，斯尔邦归母净利润分别为 9.33 亿元、5.31 亿元、10.21 亿元。

**完善精细产业链，发挥协同优势。**我们认为本次交易完成，将有助于完善公司烯烃下游高附加值产业链，解决大炼化项目与斯尔邦的同业竞争问题，提供未来新的利润增长点。

**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/年炼化一体化项目（权益占比 77.7%）位于七大石化基地之一的连云港石化产业园，项目总投资约 677 亿元，主要包括 1600 万吨/年原油加工能力、280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯。项目于 2018 年 12 月正式开工建设，公司预计 2021 年底投料试车。截至 2020 年底，炼化项目在建工程账面余额近 90 亿元。

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。

表 1 盛虹炼化股权结构

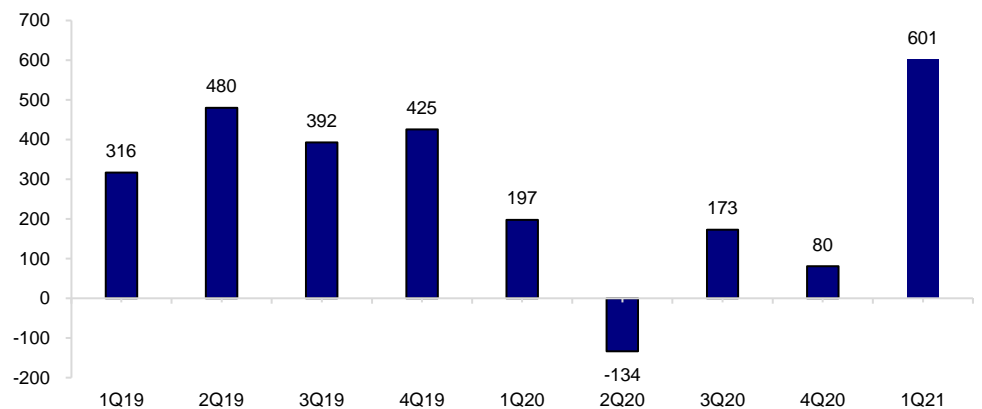
	公司持股	认缴出资额 (亿元)	出资额占注册资 本总额比例	公司权益占比
江苏盛虹石化产业发展有限公司	100.0%	141.2	62.5%	62.5%
连云港基金	10.0%	24.8	11.0%	1.1%
江苏省惠泉基金	39.9%	30.0	13.3%	5.3%
苏州赢虹产业投资基金	66.6%	29.8	13.2%	8.8%
合计		225.8	100.0%	77.7%

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》等，海通证券研究所

**PTA-涤纶主业产能稳步扩张。**2019 年以来产业链龙头主导新一轮产能扩张，我们预计行业集中度有望提升。2021 年公司新增 PTA 产能 240 万吨/年，项目于 2021 年 3 月初投产。至此，公司 PTA 产能达到 390 万吨/年。此外，公司在建 25 万吨/年再生纤维等差别化功能性长丝产能，公司预计 2021 年底建成投产。

**2021 年涤纶长丝主业盈利有望改善。**我们预计随着国内外疫情逐步缓解，2021 年下游纺织服装需求有望改善，涤纶长丝行业盈利有望改善。2021 年一季度，公司归母净利润 6.01 亿元，同比大幅增长 205.29%，创上市以来新高。

图 1 东方盛虹单季度归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 16.2 亿元、50.7 亿元和 80.9 亿元, EPS 分别为 0.34、1.05、1.67 元, 2021 年 BPS 为 3.80 元。大炼化项目建成投产为公司未来重要的业绩增长点。由于大炼化项目对公司盈利影响较大, 考虑到可比公司大炼化项目已投产贡献效益, 公司项目仍在建设中, 因此我们主要参考 PB 和 PEG 估值。参考可比公司估值水平, 给予其 2021 年 4.2-4.5 倍 PB, 对应合理价值区间 15.96-17.10 元(对应 2021 年 PEG 为 0.16-0.17), 维持“优于大市”评级。

**表 2 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	1977	1.91	2.27	2.58	14.71	12.37	10.89	3.3	0.76
601233.SH	桐昆股份	526	1.30	2.39	2.92	17.69	9.62	7.88	1.8	0.19
000703.SZ	恒逸石化	474	0.83	1.51	1.68	15.51	8.52	7.66	1.6	0.20
002493.SZ	荣盛石化	1774	1.08	1.71	2.32	24.33	15.37	11.33	3.8	0.33
	均值		1.28	1.97	2.38	18.06	11.47	9.44	2.6	0.37

注: 收盘价为 2021 年 5 月 12 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>32550</b>	<b>74505</b>	<b>114060</b>
每股收益	0.07	0.34	1.05	1.67	营业成本	21421	29199	59692	88008
每股净资产	3.63	3.80	4.52	5.77	毛利率%	6.0%	10.3%	19.9%	22.8%
每股经营现金流	0.43	1.40	3.57	4.98	营业税金及附加	132	146	1565	3194
每股股利	0.10	0.10	0.20	0.26	营业税金率%	0.6%	0.5%	2.1%	2.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	47	68	373	798
P/E	229.43	44.77	14.32	8.98	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%
P/B	4.14	3.95	3.32	2.60	管理费用	259	326	2831	5703
P/S	5.16	3.61	1.58	1.03	管理费用率%	1.1%	1.0%	3.8%	5.0%
EV/EBITDA	43.93	46.48	14.07	7.93	EBIT	741	2559	9299	15103
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.7%</b>	财务费用	453	585	1660	2460
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.0%	1.8%	2.2%	2.2%
毛利率	6.0%	10.3%	19.9%	22.8%	资产减值损失	-83	-200	-50	-50
净利润率	1.4%	5.0%	6.8%	7.1%	投资收益	112	163	224	342
净资产收益率	1.8%	8.8%	23.2%	29.0%	<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>2163</b>	<b>8119</b>	<b>13290</b>
资产回报率	0.5%	1.2%	3.8%	5.9%	营业外收支	20	20	20	20
投资回报率	1.1%	1.7%	6.5%	11.4%	<b>利润总额</b>	<b>444</b>	<b>2183</b>	<b>8139</b>	<b>13310</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1958	4139	12907	20711
营业收入增长率	-8.5%	42.9%	128.9%	53.1%	所得税	131	546	2035	3327
EBIT 增长率	-66.3%	245.5%	263.3%	62.4%	有效所得税率%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-80.4%	412.4%	212.6%	59.6%	少数股东损益	-4	16	1038	1897
<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>1621</b>	<b>5066</b>	<b>8086</b>
资产负债率	64.2%	82.1%	79.3%	73.8%					
流动比率	1.11	0.44	0.55	0.74	<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	0.35	0.38	0.46	货币资金	15147	15500	16000	17000
现金比率	0.83	0.31	0.32	0.39	应收账款及应收票据	213	303	694	1062
<b>经营效率指标</b>					存货	2729	3720	7605	11212
应收帐款周转天数	3.41	3.40	3.40	3.40	其它流动资产	2225	2341	2837	3299
存货周转天数	46.49	46.50	46.50	46.50	流动资产合计	20314	21864	27136	32573
总资产周转率	0.36	0.25	0.55	0.83	长期股权投资	72	82	92	102
固定资产周转率	1.65	1.69	0.98	1.42	固定资产	13773	19273	75773	80273
					在建工程	13768	73768	15768	7768
					无形资产	2238	2658	3050	3442
					非流动资产合计	42619	108549	107451	104353
<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>130413</b>	<b>134587</b>	<b>136927</b>
净利润	316	1621	5066	8086	短期借款	6914	35383	25088	8702
少数股东损益	-4	16	1038	1897	应付票据及应付账款	7838	10400	17989	26523
非现金支出	1298	1780	3658	5658	预收账款	40	65	149	228
非经营收益	394	1566	2334	2171	其它流动负债	3548	4135	6426	8557
营运资金变动	57	1776	5143	6256	流动负债合计	18341	49983	49653	44010
<b>经营活动现金流</b>	<b>2061</b>	<b>6759</b>	<b>17239</b>	<b>24067</b>	长期借款	17203	47203	47203	47203
资产	-16419	-67444	-2397	-2353	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	163	224	342	<b>负债总计</b>	<b>40386</b>	<b>107028</b>	<b>106698</b>	<b>101055</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-16020</b>	<b>-67291</b>	<b>-2184</b>	<b>-2021</b>	实收资本	7823	7823	7823	7823
债权募资	28937	58469	-10295	-16386	归属于母公司所有者权益	17545	18366	21833	27918
股权募资	7547	0	0	0	少数股东权益	5002	5019	6056	7953
其他	-14097	2415	-4260	-4660	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>62934</b>	<b>130413</b>	<b>134587</b>	<b>136927</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>22387</b>	<b>60885</b>	<b>-14555</b>	<b>-21046</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 05 月 12 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
张璇	石油化工行业

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,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,山东赫达,龙蟠科技,通源石油,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,山东海化,长鸿高科,苏博特,金能科技,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,飞凯材料,龙蟠佰利,和邦生物

### 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,报告发布日后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。