

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

东方盛虹 (000301)

买入

化学纤维

重大事件快评

(维持评级)

2022年01月06日

斯尔邦完成过户，业绩预告大幅增长

证券分析师: 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002
证券分析师: 薛聪		xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001
证券分析师: 刘子栋		liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002
联系人: 张玮航	021-61761041	zhangweihang@guosen.com.cn	

n

事项:

公司发布 2021 年度业绩预告, 预计归母净利润 41-50 亿, 同比去年增长 435%-552%。公司近期已经完成斯尔邦的过户手续, 斯尔邦贡献业绩约 27-34 亿 (按照 85.46% 股权占比测算)。

国信化工观点: 1) EVA 粒子涨价是公司业绩大增的主要原因; 2) 大炼化项目投产在即, 将是未来 2 年业绩增长的核心; 3) 聚酯业务维持相对稳定的盈利水平; 4) 三个“百万吨级”项目引领长期发展; 5) 风险提示: 大炼化项目投产不达预期; 公司产品价格下滑风险; 规划项目的落地风险等。

投资建议: 考虑到 EVA 价格短期的下跌, 我们相应下调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 47/102/162 亿 (原值 62/123/164 亿), 对应 EPS 为 0.79/1.71/2.73 元/股, 对应当前股价 PE 为 24x/11x/7x, 维持“买入”评级。

评论:

■ EVA 粒子在 21 年价格大幅上涨, 明年或呈分化走势

2021 年 EVA 在下游光伏装机拉动下, 行业进入史诗级上涨行情, 高度一度达到 3 万元附近。四季度开始行业进入淡季, EVA 价格出现下滑, 目前国产发泡料价格约 18000-19000 元/吨, 线缆料价格约 21000-22000 元/吨, 光伏料价格更高, 卓创资讯测算, 目前行业税前毛利约 10000 元/吨。EVA 光伏料 VA 含量在 28%-33%, 其生产为超高压工艺, 工艺复杂难度大, 技术垄断性强, EVA 装置从开车运行到生产出高端光伏料一般长达 2-3 年, 国内只有斯尔邦石化、联泓新科、台塑宁波等少数企业掌握, 进口依赖度高达 70% 以上, 目前 2021 年新投产的 EVA 装置均未能实现 EVA 光伏料的稳定量产, 同时下游胶膜企业也还在初期验证试用阶段。考虑到 2022 年光伏新增装机容量的乐观需求, 2022 年光伏料新增需求量有望较 2021 年超过 30 万吨, 2025 年全球光伏料需求量可达 130 万吨以上, 因此高端光伏料供需紧张格局进一步加剧, 我们认为 2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期, 国内新增产能很难满足需求端的高速增长, 高端光伏料处于供不应求的状态, 我们认为明年 EVA 光伏料价格将与中低端价格明显拉开, 公司有 20 万吨以上光伏 EVA 产能, 明年有望继续受益于行业高景气。

图 1: EVA 价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券研究所整理

■ 大炼化投产在即, 将是未来两年业绩增量的核心

盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目计划于 2021 年底建成投产。盛虹炼化的 1600 万吨的单线规模是目前我国最大的单线产能, 项目重点聚焦于高附加值的芳烃产品和烯烃产品, 化工品占比达到 69%, 化工品收率高于现有的大炼化项目。项目投产后公司将实现产业链全覆盖, 同时公司持续规划炼化下游产能, 布局精细化工品细分赛道, 预计未来两年将带动公司业绩大幅提升。

■ 聚酯业务盈利稳定, 2022 年继续维持在合理利润区间

2021 年 PTA 在原油价格上涨的背景下, 市场价格一路上涨突破 5500 元/吨。但是从利润角度看, 由于产能近两年扩张较多, 因此 PTA 价差并没有得到更好的扩大, 一直处在低位, 近几年投产的装置存在技术创新带来的成本优势, 可以获取到超额收益, 而老装置则处在亏损或是微利的状态。行业进入 2022 年以后, 产能增长速度开始逐步放缓, 供应过剩的压力有望逐步缓解, 预期价差有所抬升, 但整体仍处在底部区间。

涤纶长丝方面, 公司港虹纤维年产 20 万吨差别化功能性化学纤维项目以及中鲈科技年产 6 万吨 PET 再生纤维项目于 2020 年下半年建成投产, 同比增加了一定的利润贡献。2021 年涤纶长丝市场价格变动主要受原料 PTA、MEG 的走势以及双控限电政策和下游需求动荡的影响, POY 均价 7040 元/吨, 同比上涨 25%; FDY 均价 7195 元/吨, 同比上涨 19%; DTY 均价 8532 元/吨, 同比上涨 19%。2022 年供给端投产装置多为行业龙头, 确定性相对较强, 而需求端则需要继续观察海外疫情对涤纶长丝下游出口的影响, 整体看利润仍将有望维持在合理区间内。

■ 三个“百万吨级”项目引领长远发展

盛虹集团已开工建设三个“百万吨级”项目, 以打造世界级新能源新材料产业集群。分别是, 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。EVA 方面, 公司正在规划将 EVA 产能扩建至 100 万吨/年, 进一步替代进口, 提升自给率, 为国家清洁能源转型提供稳定保障; 丙烯腈方面, 斯尔邦目前是国内生产规模最大的丙烯腈生产基地, 拥有 78 万吨丙烯腈产能, 未来斯尔邦石化结合现有产业布局优势, 建设规划更大的丙烷产业链项目, 丙烯腈整体生产规模将达到 104 万吨/年, 成为世界规模最大的丙烯腈生产基地; 可降解材料方面, 公司规划建设 PBAT、PBS 等百万吨级绿色可降解材料项目, 产品主要应用于工程塑料、特种薄膜、包装材料、医疗器材、通信光缆等领域, 提升可降解材料的应用率, 实现社会、经济、环境效益的统一, 项目建成后, 公司将成为全球最大的绿色可降解材料生产基地。

考虑到 EVA 价格短期的下跌, 我们相应下调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 47/102/162 亿 (原值 62/123/164 亿), 对应 EPS 为 0.79/1.71/2.73 元/股, 对应当前股价 PE 为 24x/11x/7x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	15147	20000	32801	46893
应收款项	251	1299	2676	3763
存货净额	2729	4398	8859	12089
其他流动资产	1666	302	623	876
流动资产合计	20314	26520	45481	64142
固定资产	27541	46007	53266	50391
无形资产及其他	2238	2150	2061	1973
投资性房地产	12768	12768	12768	12768
长期股权投资	72	67	61	56
资产总计	62934	87512	113637	129329
短期借款及交易性金融负债	8802	19807	8000	8000
应付款项	7838	15393	2215	3022
其他流动负债	1700	3291	6787	9274
流动负债合计	18341	38491	17002	20297
长期借款及应付债券	18199	19199	59199	59199
其他长期负债	3846	3795	3744	3693
长期负债合计	22045	22994	62943	62893
负债合计	40386	61486	79945	83189
少数股东权益	5002	5201	5758	6832
股东权益	17545	20825	27933	39308
负债和股东权益总计	62934	87512	113637	129329

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.07	0.79	1.71	2.73
每股红利	0.24	0.24	0.51	0.82
每股净资产	3.63	3.50	4.70	6.61
ROIC	2%	11%	17%	23%
ROE	2%	22%	36%	41%
毛利率	6%	19%	23%	25%
EBIT Margin	4%	16%	17%	19%
EBITDA Margin	9%	19%	19%	22%
收入增长	-8%	124%	106%	41%
净利润增长率	-80%	1381%	117%	60%
资产负债率	72%	76%	75%	70%
息率	1.3%	1.5%	3.3%	5.3%
P/E	291.8	24.2	11.2	7.0
P/B	5.3	5.5	4.1	2.9
EV/EBITDA	62.2	17.7	9.5	6.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22777	51034	105169	147873
营业成本	21421	41442	81328	110636
营业税金及附加	132	208	2103	3516
销售费用	47	245	1472	2070
管理费用	259	855	2614	3638
财务费用	453	1372	2244	2747
投资收益	112	0	0	0
资产减值及公允价值变动	30	0	0	0
其他收入	(182)	0	0	0
营业利润	424	6913	15407	25265
营业外净收支	20	0	0	0
利润总额	444	6913	15407	25265
所得税费用	131	1728	3852	6316
少数股东损益	(4)	500	1400	2700
归属于母公司净利润	316	4685	10155	16249

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	316	4685	10155	16249
资产减值准备	63	15	153	34
折旧摊销	1217	1609	2678	3931
公允价值变动损失	(30)	0	0	0
财务费用	453	1372	2244	2747
营运资本变动	(1650)	7756	(15740)	(1291)
其它	(54)	184	404	1040
经营活动现金流	(137)	14248	(2350)	19962
资本开支	(12429)	(20001)	(10001)	(1001)
其它投资现金流	172	0	0	0
投资活动现金流	(12272)	(19995)	(9995)	(995)
权益性融资	7547	0	0	0
负债净变化	14918	1000	40000	0
支付股利、利息	(1177)	(1405)	(3047)	(4875)
其它融资现金流	(12783)	11006	(11807)	0
融资活动现金流	22245	10600	25146	(4875)
现金净变动	9836	4853	12801	14092
货币资金的期初余额	5312	15147	20000	32801
货币资金的期末余额	15147	20000	32801	46893
企业自由现金流	(12216)	(4423)	(9825)	22648
权益自由现金流	(10081)	6554	16685	20587

相关研究报告

- 《东方盛虹-000301-2021 年三季度点评：聚酯业务略有下滑，关注斯尔邦资产注入进展》 ——2021-10-30
 《东方盛虹-000301-2021 年中报点评：聚酯复苏带动业绩上涨，斯尔邦和大炼化添新动力》 ——2021-08-26
 《国信证券-东方盛虹-000301-深度报告：光伏 EVA 龙头标的，大炼化打开成长空间》 ——2021-07-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032