

证券研究报告  
化工行业  
2022年04月19日



## 东方盛虹（000301）2021年报点评：

# “炼化-聚酯-新材料”产业矩阵成型，公司进入快速发展期

东方盛虹(000301)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
东方盛虹	-11.6%	-28.5%	-9.2%
沪深300	-2.3%	-13.4%	-16.1%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	51722	96642	147494	160980
增长率(%)	53	87	53	9
归母净利润 (百万元)	4544	8651	13444	16910
增长率(%)	493	90	55	26
摊薄每股收益 (元)	0.76	1.79	2.26	2.84
ROE(%)	16	24	26	25
P/E	25.45	7.63	6.04	4.80
P/B	3.39	1.82	1.60	1.20
P/S	1.81	0.68	0.55	0.50
EV/EBITDA	16.75	7.37	5.55	5.11

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——东方盛虹(000301) 季报点评: 炼化原油配额获批, 斯尔邦收购稳步推进(买入)\*化学纤维\*李永磊, 董伯骏》——2021-10-29

# “炼化-聚酯-新材料”产业矩阵成型，公司进入快速发展期

事件：2022年4月18日，东方盛虹发布2021年年报：实现营业收入517.22亿元，同比上升53.48%（调整后）；实现归属于上市公司股东的净利润45.44亿元，同比上升492.66%（调整后）；加权平均净资产收益率为17.11%，同比增加13.70个百分点（调整后）。销售毛利率16.72%，同比上升10.77个百分点；销售净利率9.83%，同比上升8.46个百分点。

其中，2021年Q4实现营收124.48亿元，环比-11.50%（调整后）；实现归母净利润6.28亿元，环比-38.70%（调整后）。

点评：

**长丝盈利能力增强，斯尔邦注入提升整体业绩**

2021年，公司业绩迎来高速增长，实现营收517.22亿元，同比上升53.48%（调整后）；实现归母净利润45.44亿元，同比增长492.66%（调整后），相比调整前，公司2021年归母净利润同比增长幅度高达1336.45%。公司业绩实现大幅增长，一方面受益于公司传统业务PTA和DTY盈利水平的提升，2021年公司DTY实现营收106.80亿元，同比增长62.02%；毛利率达19.12%，同比增加9.62个百分点；PTA实现营收71.17亿元，同比增加58.99%，毛利率达2.81%，同比增加3.17个百分点。同时，公司在2021年完成对斯尔邦的收购，为公司整体业绩带来大的增量。其中，2021年斯尔邦实现营业收入178.93亿元，净利润37.76亿元，净利率高达21.1%。分板块来看，丙烯腈和EVA为斯尔邦主要业绩贡献产品，其中丙烯腈2021年实现营收68.74亿元，同比增长87.82%，毛利率达31.47%，同比增长20.03个百分点；EVA受行业供需趋紧，价格快速上涨，2021年实现营收63.96亿元，同比增长78.87%，毛利率达44.13%，同比增长19.89个百分点。

2021Q4，公司实现营收124.48亿元，环比-11.50%（调整后）；实现归母净利润6.28亿元，环比-38.70%，主要受原料价格上涨以及EVA等产品价格略有下滑所致。

期间费用方面，公司2021年销售/管理/财务费用率分别为0.30%/2.07%/2.11%，较去年同期变化分别为+0.09%/+0.16%/+0.12%，管理费用增加主要系本期人员增加及停工检修费用增加所致；同时，2021年公司经营活动产生现金流量净额达53.34亿元，同比增长33.94%（调整后），主要系本期收入规模扩大，回款增加所致。

# “炼化-聚酯-新材料”产业矩阵成型，公司进入快速发展期

## 炼化项目全面投产在即，规模及产品结构优势明显

2021年6月，盛虹1600万吨/年炼化一体化项目首批核心装置完成中交，目前正做投料试车准备，预计2022年可投产贡献业绩增量。相较传统炼化企业，盛虹炼化在规模和产品结构方面优势明显，其单线规模达1600万吨，具有国内目前规模最大的常减压装置，可有效减少单位能耗，提高设备效率，展现出强成本竞争力；同时，盛虹炼化高附加值化工品占比高达69%，项目盈利能力更强。公司还积极布局下游深加工项目，拟建“2#乙二醇+苯酚/丙酮项目”和“POSM多元醇项目”，新增环氧乙烷、苯乙烯、聚醚多元醇等产能，进一步延伸产业链，切入聚氨酯领域；同时，盛虹炼化子公司虹科新材料还拟建可降解材料项目，一期包括34万吨/年顺酐装置、20万吨/年BDO装置、及18万吨/年PBAT装置，产品附加值得到进一步提升。目前，上市公司已合计持有盛虹炼化100%股权，待炼化项目全面投产，公司将形成“炼化+聚酯+新材料”的产业矩阵，在业绩得到大幅提升的同时，炼化板块将成为聚酯化纤产业和新材料产业的原料保障平台，一体化优势显著。

## 注入强盈利能力斯尔邦，公司切入新能源新材料领域

2021年，公司实施重大资产重组，并购斯尔邦100%股权。斯尔邦专注于高附加值烯烃衍生物的生产，目前运营240万吨/年醇基多联产项目，主要产能包括30万吨/年EVA、78万吨/年丙烯腈、42万吨/年环氧乙烷及其衍生物、17万吨/年MMA、10万吨/年丁二烯及8万吨/年SAP。2021年，斯尔邦实现营业收入178.93亿元，净利润37.76亿元，净利率高达21.1%。通过本次交易，公司置入盈利能力强的优质资产，主营业务进一步拓展高附加值烯烃衍生物，增加多元石化及新能源新材料化学品，产业链布局进一步完善，核心竞争力持续增强。斯尔邦新增产能稳步推进，丙烷产业链项目积极建设中，主要产能包括70万吨/年PDH、52万吨/年丙烯腈和18万吨/年MMA，其中26万吨/年丙烯腈已于2021年底投产，剩余产能预计2022年达产；E0扩能改造项目也处于建设阶段（可新增产能10万吨/年）。同时，公司拟进一步扩大EVA产能优势，规划了60万吨/年光伏级EVA和10万吨/年热溶级EVA。随着新增产能的持续落地，斯尔邦高端产品结构日趋完善，盈利能力持续增强，公司将获成长新动能。

## 涤纶长丝产能稳步扩张，差异化龙头优势显著

公司是涤纶长丝差异化龙头，截至2021年末，公司拥有260万吨/年差别化纤维产能，差别化率超90%，其中主要以高端DTY产品为主。同时，公司涤纶长丝新项目储备充足，在建拟建产能高达245万吨/年，其中主要包括港虹纤维20万吨/年产能、国望宿迁一期及二期合计100万吨/年产能、芮邦二期25万吨/年产能、及虹海新材料100万吨/年产能，预计在未来几年陆续投放。随着新项目的持续建设，公司在涤纶长丝领域的规模优势将不断增强，长丝业务也将在未来三年为公司带来稳定的业绩增量。

## 持续加大研发投入，创新驱动发展

公司秉持创新驱动发展理念，先后设立国家先进功能纤维创新中心（苏州）、石化创新中心（上海），持续加大前沿研发投入，2021年公司研发费用达4.27亿元，同比增长72.48%。公司目前多项技术产品实现进口替代，填补国内空白。其中，斯尔邦开发出光伏级EVA，经中国石化联合会成果鉴定，产品性能指标达到国际同类产品先进水平，整体技术达到国际先进水平；截至报告期末，斯尔邦拥有6项发明专利、49项实用新型专利。同时，公司专注于民用涤纶长丝产品的技术开发，先后攻克超细纤维技术壁垒，建成拥有完整知识产权、世界领先的可再生PTT聚酯、纤维产业链，率先在全球投产自主研发的由塑料瓶片到纺丝的熔体直纺生产线，在多种功能性纤维生产技术上拥有自主知识产权。截至报告期末，公司聚酯化纤板块合计拥有39项发明专利、163项实用新型专利、5项外观专利。通过持续创新，打造高水平科技研发体系，公司从抢占市场逐步转化为创造市场，发展主动权逐步提升。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为86.51、134.44、169.10亿元，EPS为1.79、2.26、2.84元/股，对应PE为8、6、5倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

图表：盈利预测

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51722	96642	147494	160980
增长率（%）	53	87	53	9
归母净利润（百万元）	4544	8651	13444	16910
增长率（%）	493	90	55	26
摊薄每股收益（元）	0.76	1.79	2.26	2.84
ROE（%）	16	24	26	25
P/E	25.45	7.63	6.04	4.80
P/B	3.39	1.82	1.60	1.20
P/S	1.81	0.68	0.55	0.50
EV/EBITDA	16.75	7.37	5.55	5.11

资料来源：wind，国海证券研究所

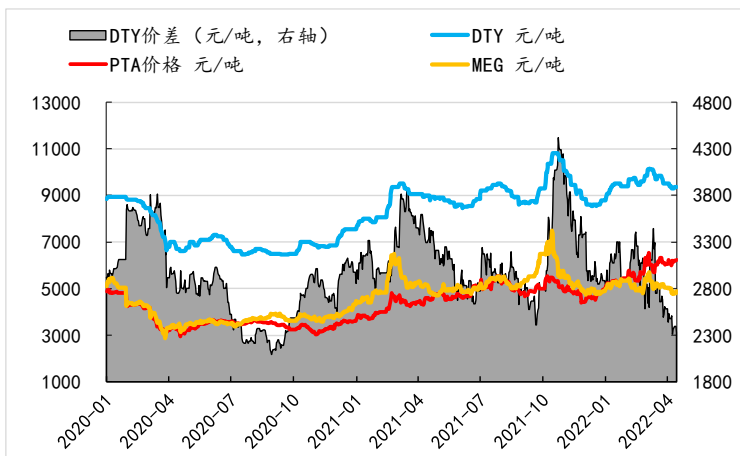
图表：分产品经营数据

分项目/分产品		2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2019H2	2019H1	2021	2020	2019	2021H2同比	2021H2环比
DTY	营业收入 (亿元)	55.47	51.33	49.09	41.32	57.56	53.47	106.80	90.42	111.04	13.00%	8.07%
	毛利润 (亿元)	8.31	12.11	5.35	3.24	9.38	7.52	20.42	8.59	16.90	55.29%	-31.37%
	毛利率 (%)	14.98%	23.59%	10.90%	7.83%	16.30%	14.06%	19.12%	9.50%	15.22%	4.08%	-8.61%
PTA	营业收入 (亿元)	40.69	30.47	14.63	12.97	18.49	24.49	71.17	27.59	42.98	178.16%	33.54%
	毛利润 (亿元)	1.04	0.96	0.08	-0.43	0.74	1.84	2.00	-0.35	2.58	1132.90%	8.03%
	毛利率 (%)	2.55%	3.15%	0.57%	-3.32%	4.00%	7.50%	2.81%	-1.25%	6.00%	1.97%	-0.60%
丙烯腈	营业收入 (亿元)	31.32	37.42					68.74				-16.30%
	毛利润 (亿元)	7.95	13.68					21.64				-41.86%
	毛利率 (%)	25.40%	36.56%					31.47%				-11.16%
EVA	营业收入 (亿元)	33.40	30.56					63.96				9.32%
	毛利润 (亿元)	14.44	13.79					28.23				4.74%
	毛利率 (%)	43.23%	45.12%					44.13%				-1.89%
总营收 (亿元)		265.13	252.09	132.92	94.85	125.90	122.97	517.22	227.77	248.88	99.47%	5.17%
总营业成本 (亿元)				124.55	89.66	110.05	108.64	430.73	214.21	218.68		
销售毛利润 (亿元)				8.37	5.19	15.86	14.34	86.49	13.56	30.19		
毛利率 (%)				6.30%	5.48%	12.59%	11.66%	16.72%	5.95%	12.13%		
销售净利润 (亿元)				2.52	0.61	8.17	7.95	50.86	3.13	16.12		
净利率 (%)				1.89%	0.64%	6.49%	6.47%	9.83%	1.37%	6.48%		

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

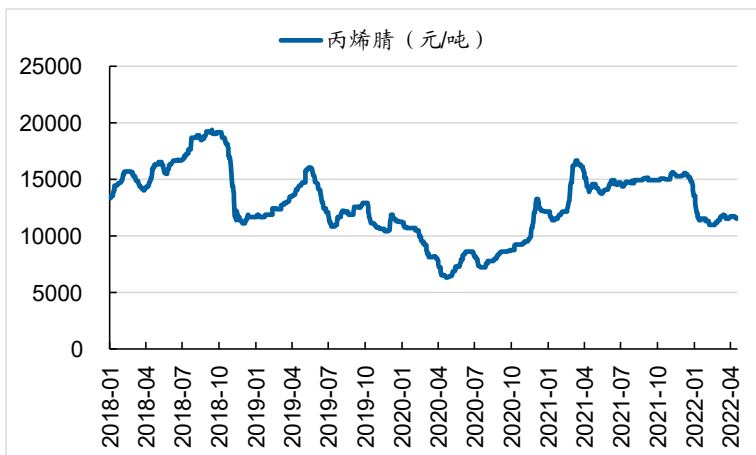
注：2019-2020为当年财报公布数据

图表：DTY价格价差情况



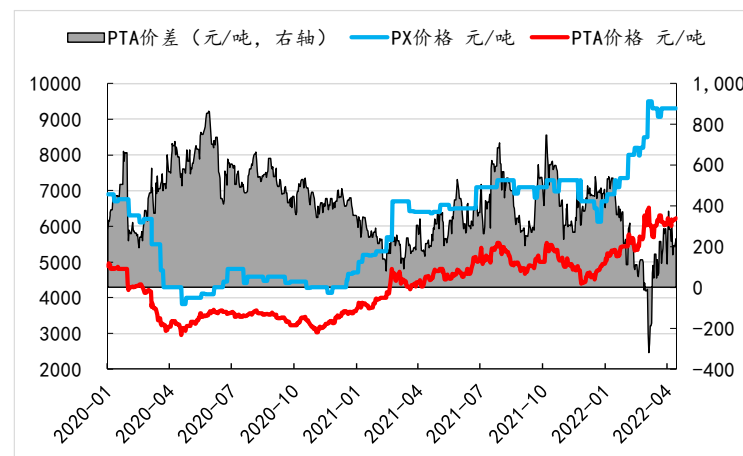
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：丙烯腈价格情况



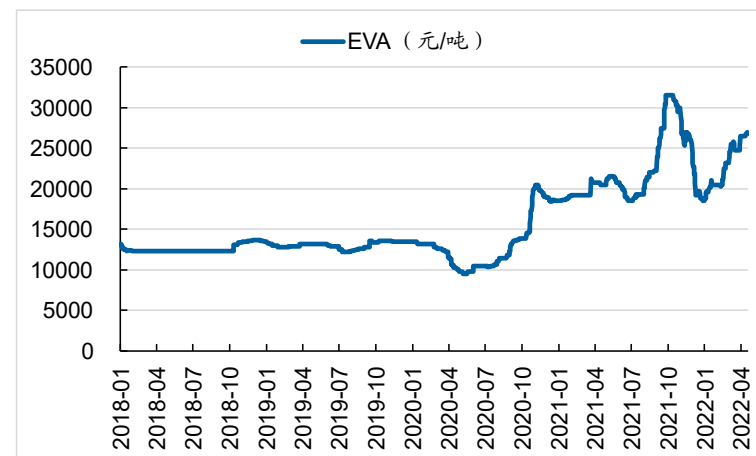
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PTA价格价差情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

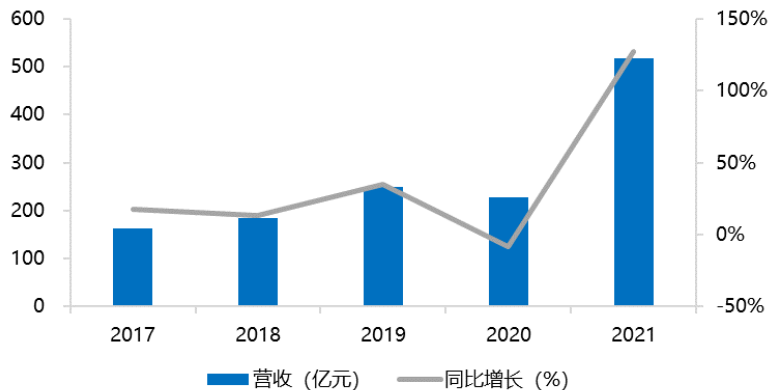
图表：EVA价格情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

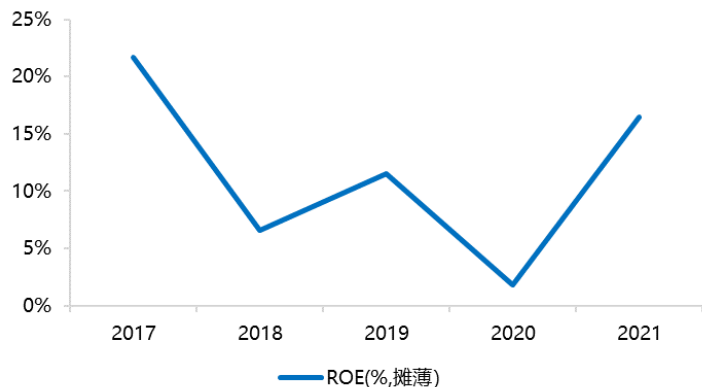


### 图表：2021年营收大幅增长



资料来源：wind，国海证券研究所

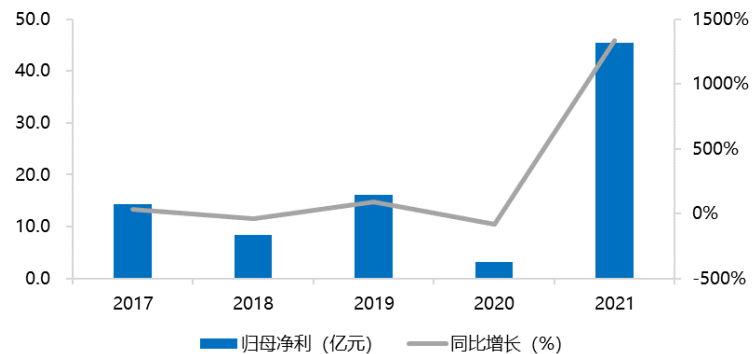
### 图表：2021年净资产收益率回升



资料来源：wind，国海证券研究所

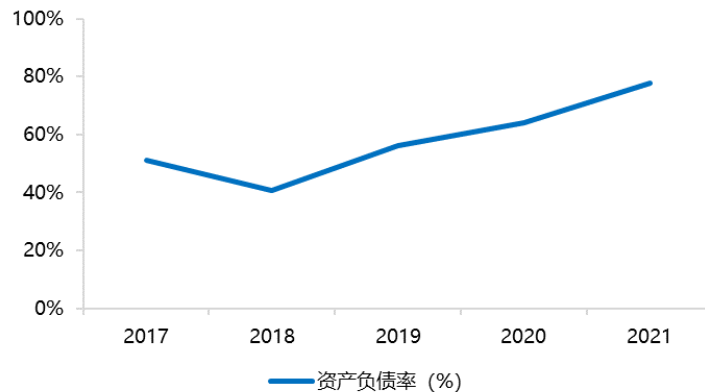
注：因2018年及之前调整后数据未公布，为保证统一性，2020及之前数据为当年历史数据，未经调整。

### 图表：2021年归母净利大增



资料来源：wind，国海证券研究所

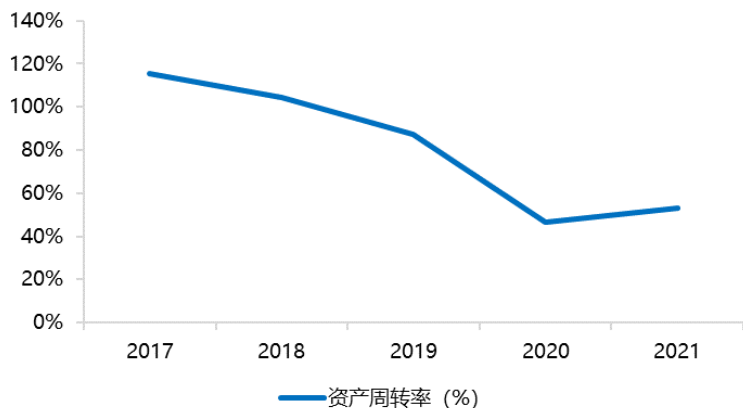
### 图表：2021年资产负债率走高



资料来源：wind，国海证券研究所

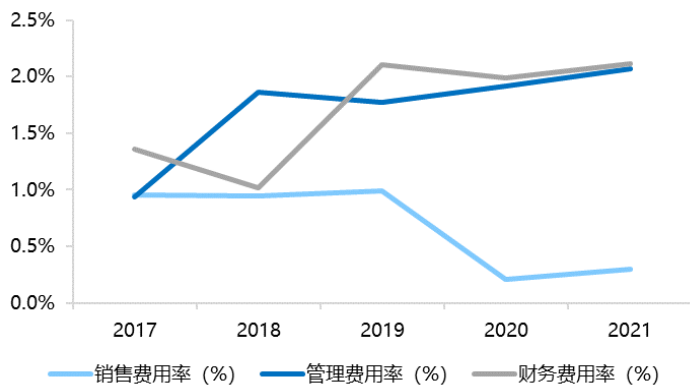
# 2021年经营活动现金流大幅增长

图表：2021年资产周转率达53.07%



资料来源：wind, 国海证券研究所

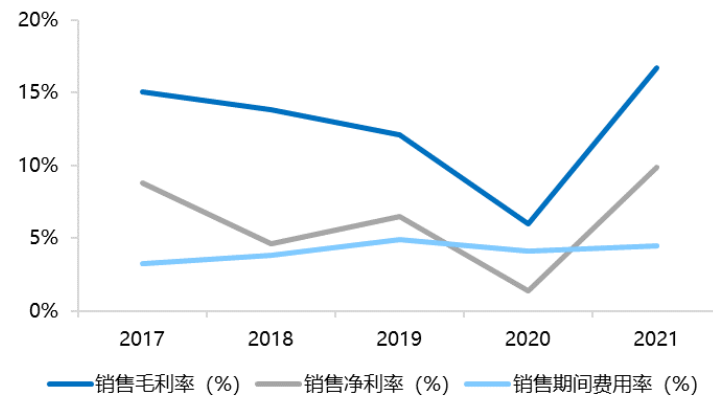
图表：2021年销售费用率、管理费用率略升



资料来源：wind, 国海证券研究所

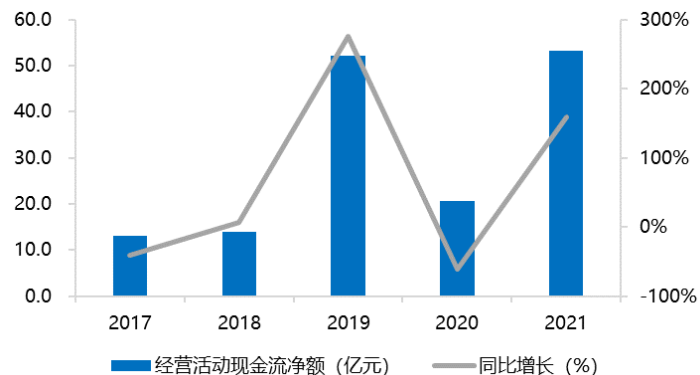
注：因2018年及之前调整后数据未公布，为保证统一性，2020及之前数据为当年历史数据，未经调整。

图表：2021年毛利率、净利率回升



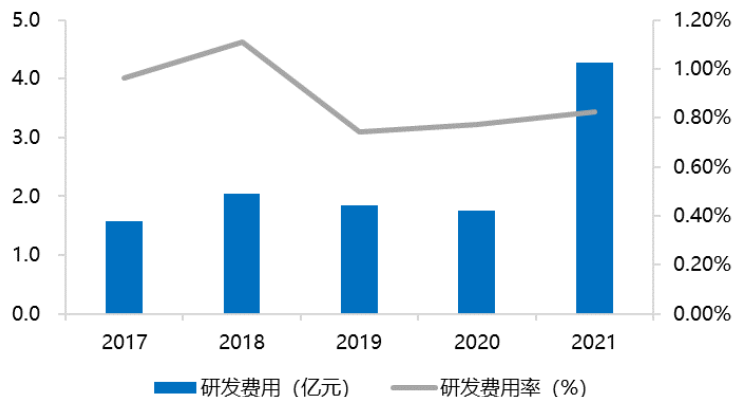
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年经营活动现金流大幅增长



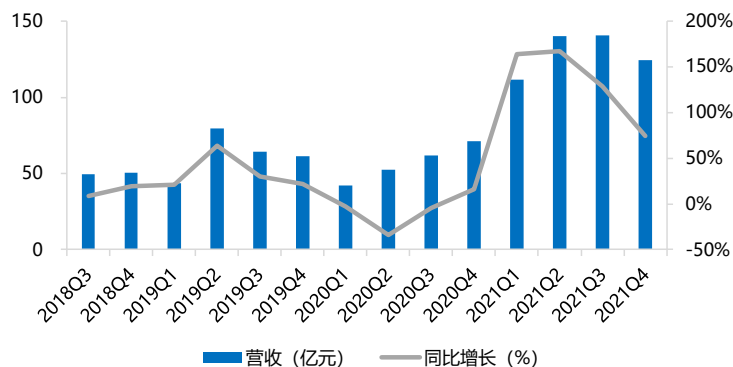
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年研发费用达4.27亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

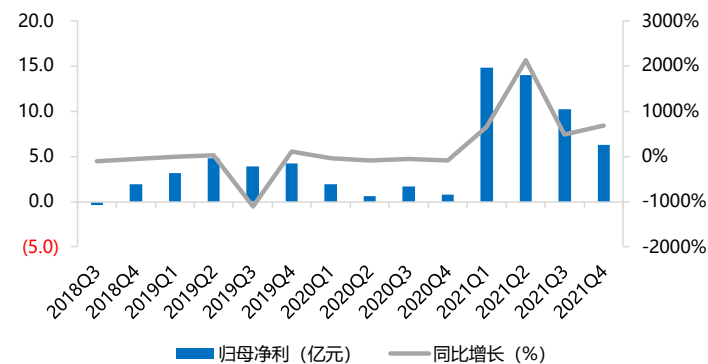
图表：季度营收情况



资料来源：wind，国海证券研究所

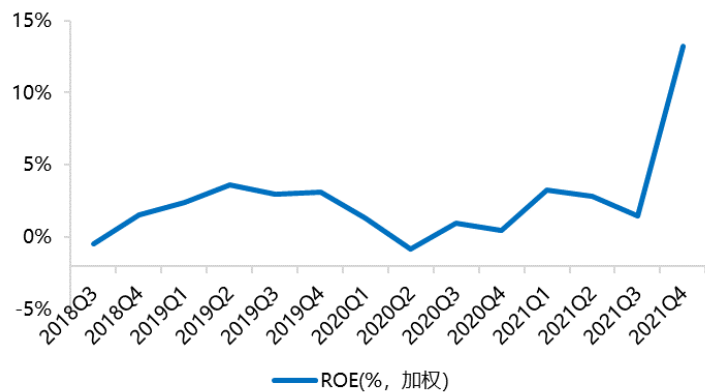
注：因2018年及之前调整后数据未公布，为保证统一性，2020及之前数据为当时历史数据，未经调整。

图表：季度归母净利情况



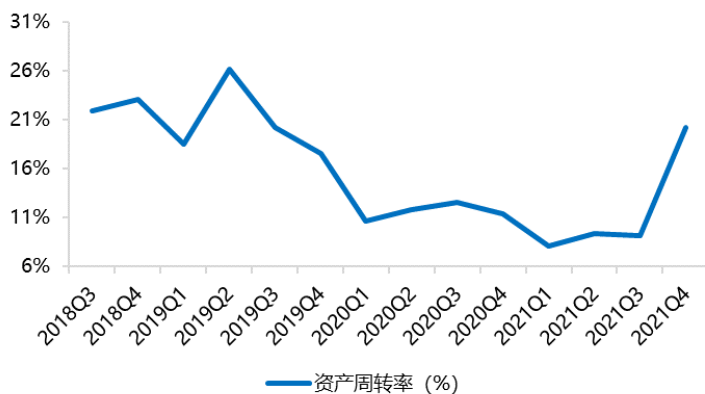
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



资料来源：wind, 国海证券研究所

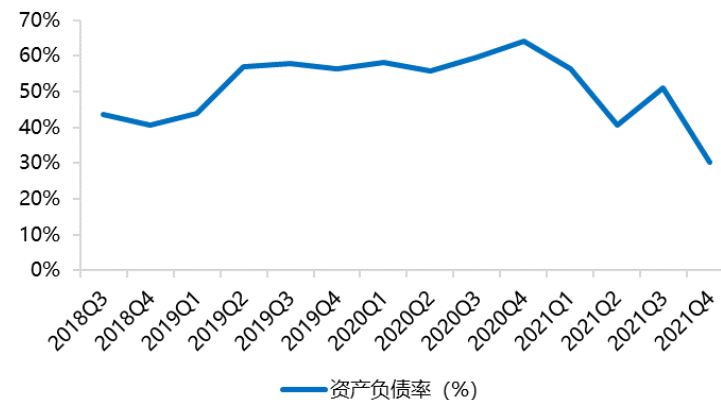
图表：季度资产周转率



资料来源：wind, 国海证券研究所

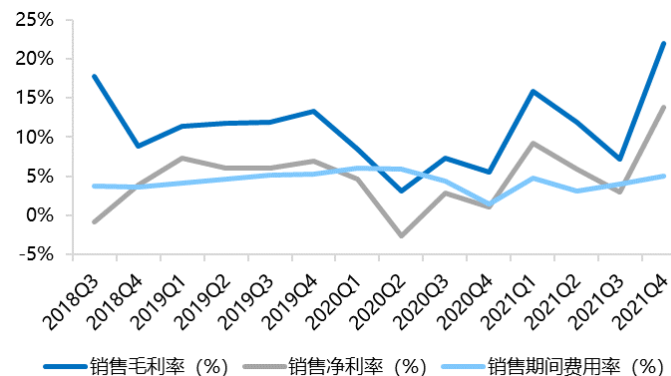
注：因各季度调整后资产、毛利等数据未公布，为保证统一性，2021Q3及之前数据为当时历史数据，未经调整。

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

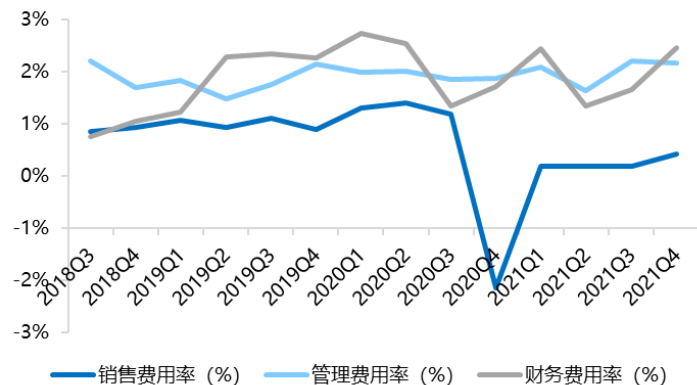
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

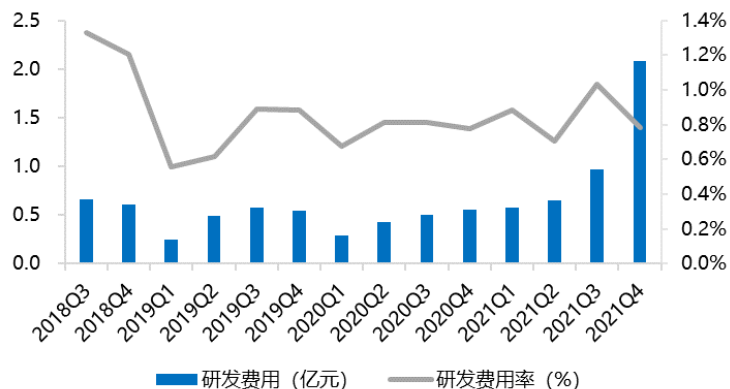
# 四季度期间费用率略有上升

图表：2021Q4期间费用率略有上升



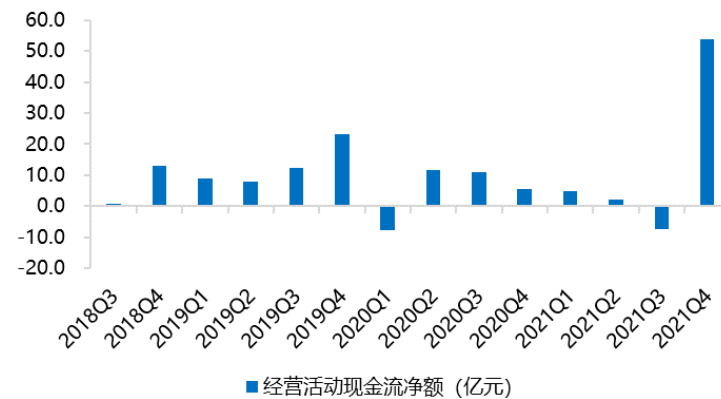
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2021Q4经营活动现金流增长

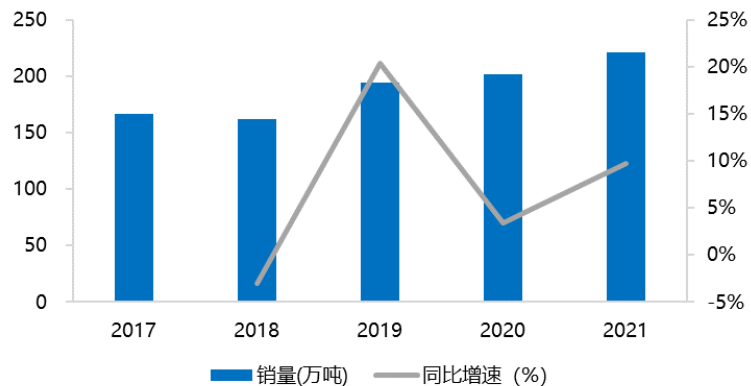


资料来源：wind，国海证券研究所

注：因各季度调整后期间费用等数据未公布，为保证统一性，2021Q3及之前数据为当时历史数据，未经调整。

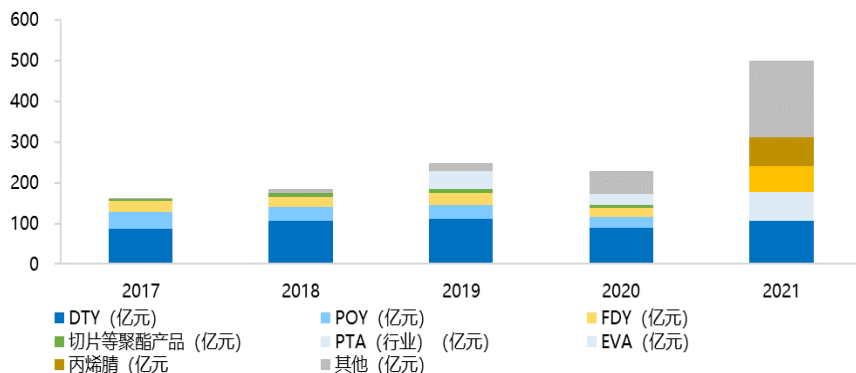
# 2021年化纤产品单吨毛利大幅增长

图表：2021年化纤产品销量同比增长9.77%



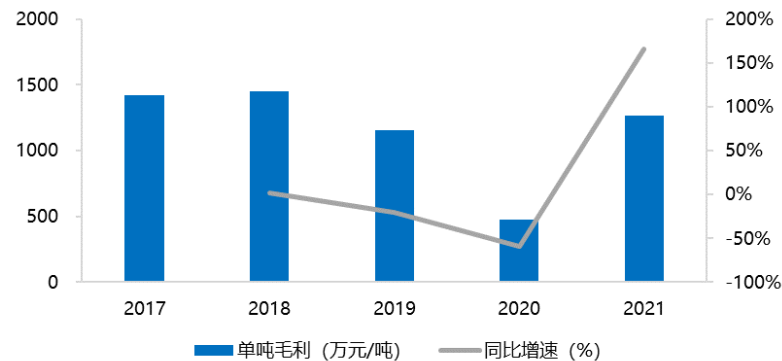
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



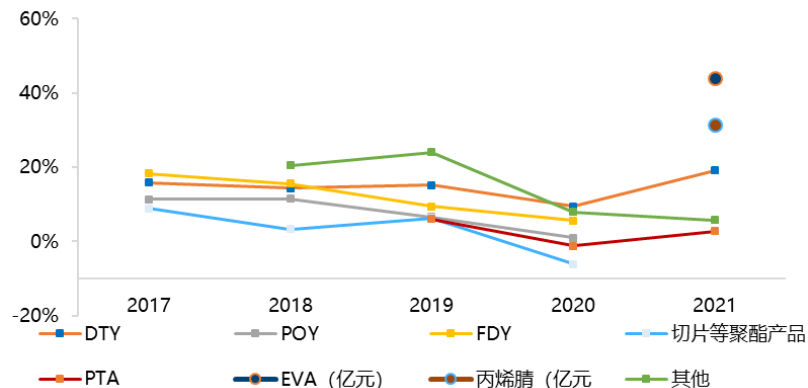
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2021年化纤产品单吨毛利大幅增长



资料来源：wind，国海证券研究所

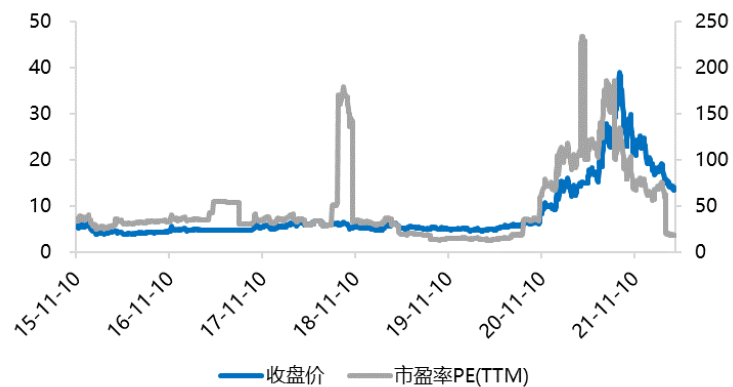
图表：公司产品主要产品毛利率



资料来源：wind，国海证券研究所

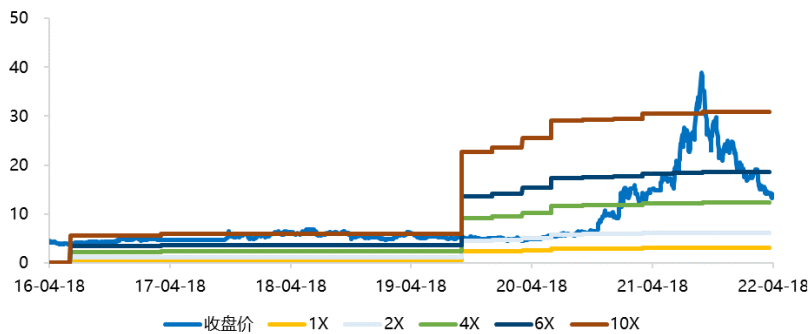
注：因2018年及之前调整后数据未公布，为保证统一性，2020及之前数据为当年历史数据，未经调整。

图表：收盘价及PE (TTM)



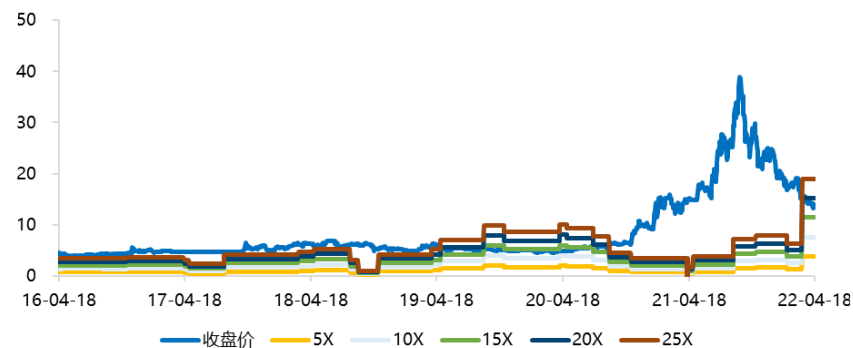
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

# 东方盛虹盈利预测表

证券代码: 000301

股价: 13.66

投资评级: 买入

日期: 2022/4/18

东方盛虹盈利预测表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	13540	7539	8975	6349	营业收入	51722	96642	147494	160980	每股指标				
应收款项	880	1304	2250	2314	营业成本	43073	80093	120626	129113	EPS	0.76	1.79	2.26	2.84
存货净额	6086	6583	9914	10612	营业税金及附加	209	870	2183	2254	BVPS	5.71	7.50	8.55	11.39
其他流动资产	4511	5974	6674	7191	销售费用	155	966	1475	1610	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>25017</b>	<b>21400</b>	<b>27813</b>	<b>26466</b>	管理费用	642	1933	3097	3220	P/E	25.4	7.6	6.0	4.8
固定资产	31187	36004	41792	43745	财务费用	1092	821	896	1006	P/B	3.4	1.8	1.6	1.2
在建工程	59972	88447	125167	157764	其他费用/(-收入)	427	1317	2212	2576	P/S	2.4	1.3	0.9	0.9
无形资产及其他	15686	16337	17288	18088	<b>营业利润</b>	<b>6017</b>	<b>11402</b>	<b>17607</b>	<b>22349</b>	盈利能力				
长期股权投资	140	182	237	285	营业外净收支	42	2	2	2	ROE	16%	24%	26%	25%
<b>资产总计</b>	<b>132003</b>	<b>162371</b>	<b>212297</b>	<b>246348</b>	<b>利润总额</b>	<b>6059</b>	<b>11404</b>	<b>17609</b>	<b>22351</b>	毛利率	17%	17%	18%	20%
短期借款	11640	11640	11640	11640	所得税费用	972	1825	2641	3576	期间费率	4%	4%	4%	4%
应付款项	18489	29202	47879	49161	<b>净利润</b>	<b>5086</b>	<b>9579</b>	<b>14968</b>	<b>18775</b>	销售净利率	9%	9%	9%	11%
预收帐款	34	90	117	139	少数股东损益	543	928	1523	1865	成长能力				
其他流动负债	9622	13835	18477	19951	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4544</b>	<b>8651</b>	<b>13444</b>	<b>16910</b>	收入增长率	53%	87%	53%	9%
<b>流动负债合计</b>	<b>39786</b>	<b>54767</b>	<b>78114</b>	<b>80891</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>5334</b>	<b>28902</b>	<b>45345</b>	<b>33008</b>	利润增长率	493%	90%	55%	26%
长期借款及应付债券	56301	61301	71301	83301	净利润	4544	8651	13444	16910	营运能力				
其他长期负债	6507	7315	7815	8315	少数股东权益	543	928	1523	1865	总资产周转率	0.39	0.60	0.69	0.65
<b>长期负债合计</b>	<b>62808</b>	<b>68617</b>	<b>79117</b>	<b>91617</b>	折旧摊销	2110	7420	11545	12832	应收账款周转率	97.39	98.80	98.09	98.44
<b>负债合计</b>	<b>102595</b>	<b>123383</b>	<b>157231</b>	<b>172507</b>	公允价值变动	-20	0	0	0	存货周转率	8.50	14.68	14.88	15.17
股本	8935	8935	10046	10046	营运资金变动	-3375	11168	17870	498	偿债能力				
股东权益	29408	38987	55066	73841	<b>投资活动现金流</b>	<b>-41008</b>	<b>-41319</b>	<b>-55124</b>	<b>-48129</b>	资产负债率	78%	76%	74%	70%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>132003</b>	<b>162371</b>	<b>212297</b>	<b>246348</b>	资本支出	-41563	-41631	-55286	-48428	流动比	0.63	0.39	0.36	0.33
					长期投资	-276	137	61	99	速动比	0.46	0.24	0.20	0.17
					其他	831	175	101	201					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>29412</b>	<b>6416</b>	<b>11215</b>	<b>12494</b>					
					债务融资	36645	7237	11000	13500					
					权益融资	0	0	1111	0					
					其它	-7233	-821	-896	-1006					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-6255</b>	<b>-6001</b>	<b>1436</b>	<b>-2626</b>					



## 化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

# 心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)  
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)  
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



**国海研究上海**  
上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F  
邮编：200010  
电话：021-60338252

**国海研究深圳**  
深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F  
邮编：518041  
电话：0755—83706353

**国海研究北京**  
北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F  
邮编：100044  
电话：010-88576597