

000301.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.25

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(35.9)	(13.2)	(27.0)	(17.9)
相对深证成指	(10.4)	(5.8)	(9.7)	5.9

发行股数(百万)	5,947
流通股(%)	36
总市值(人民币 百万)	72,845
3个月日均交易额(人民币 百万)	452
净负债比率(%) (2022E)	216
主要股东(%)	
江苏盛虹科技股份有限公司	47

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《东方盛虹: 聚酯产业链价格齐涨, 炼化及斯尔邦有序推进》20211031

《东方盛虹: 炼化项目即将投产, 静待光伏 EVA 资产注入》20211026

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

东方盛虹

大炼化项目投产在即, 新材料领域持续发力

2021 年公司实现营业收入 517.22 亿元, 同比增长 53.48%; 归母净利润 45.44 亿元, 同比增长 492.66%, 为历史最高业绩。2022 年第一季度营收 137.73 亿元, 同比增长 23.58%, 归母净利润 6.89 亿元, 同比下降 53.72%。

支撑评级的要点

- **斯尔邦完成注入, 新材料业绩亮眼。**斯尔邦资产顺利完成重组注入, 公司主营业务拓展至高附加值烯烃衍生物领域, 增加多元石化及新能源新材料化学品。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%, 其中丙烯腈和 EVA 作为代表性新材料产品, 盈利丰厚。丙烯腈全年营收 68.74 亿元, 同比增长 87.82%, 毛利率为 31.47%, 同比提升 20.03%; EVA 全年营收 63.96 亿元, 同比增长 78.87%, 毛利率为 44.13%, 同比提升 19.89%。未来几年, 企业仍将在新材料领域持续发力, 新材料板块在建项目中, 除了丙烯腈新增产能 26 万吨, EVA 新增产能 70 万吨外, 还包括 MMA、SAR、BDO、顺酐、PBAT 等多个新材料产品。
- **成本上涨叠加需求疲软, 聚酯业务短期承压。**公司 2022 年一季度归母净利润同比下滑 53.72%。作为聚酯化纤行业的龙头企业, 公司在高端 DTY 产品领域历来享有较强的市场影响力和盈利能力。2022 年以来, 由于原油价格上行, 带动成本持续上涨, 同时受制于疫情等影响, 经济增速放缓, 终端消费低迷, 聚酯类产品与去年同期价差收窄, 聚酯板块盈利下滑, 未来随着疫情好转, 需求恢复, 聚酯业务有望边际向好。
- **大炼化项目投产在即, “炼化-聚酯-新材料”产业矩阵蓄势待发。**根据 4 月 27 日公司公布的信息, 国家发改委原则同意子公司盛虹炼化 2022 年使用进口原油 1580 万吨, 2023 年起使用原油 1600 万吨, 此外, 公司计划在 3 季度完成炼化业务产能爬坡。炼化板块可以为聚酯板块和新材料板块提供原料保障, 预期随着大炼化项目顺利投产, “炼化+聚酯+新材料”的产业矩阵有望快速发力, 推动企业业绩大幅增厚。

估值

- 基于盛虹炼化项目即将投产, 同时考虑到聚酯业务短期承压, 预计公司 2022-2024 年每股收益分别为元 0.73 元, 1.40 元, 1.63 元, 对应的 PE 分别为 11.2 倍, 5.8 倍, 5.0 倍。原材料价格影响趋于缓和, 疫情后需求复苏而公司估值处于历史低位, 依旧看好公司新材料项目持续放量, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 炼化一体化项目投产不及预期; 原油价格剧烈波动; 经济大幅下行; 政策风险导致生产受限或需求不及预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	22,777	51,722	73,916	146,362	158,019
变动(%)	(8)	127	43	98	8
净利润(人民币 百万)	316	4,544	6,490	12,499	14,557
全面摊薄每股收益(人民币)	0.040	0.509	0.726	1.399	1.629
变动(%)	(82.4)	1,157.7	42.8	92.6	16.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.292	2.857	
调整幅度(%)			(68.3)	(51.0)	
全面摊薄市盈率(倍)	303.0	24.1	11.2	5.8	5.0
价格/每股现金流量(倍)	46.5	20.5	8.7	6.0	6.1
每股现金流量(人民币)	0.26	0.60	1.41	2.05	2.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.1	13.6	11.8	6.2	4.9
每股股息(人民币)	0.062	0.100	0.182	0.350	0.407
股息率(%)	0.5	0.8	1.5	2.9	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2021 年报财务报告摘要 (注: 2020 年数字为追溯调整前数字)

(亿元)	2020 年	2021 年	同比增长(%)
一、营业总收入	227.77	517.22	53.48
二、营业总成本	224.90	455.99	39.20
其中: 营业成本	214.21	430.73	38.73
营业税金及附加	1.32	2.09	44.69
销售费用	0.47	1.55	22.21
管理费用	2.59	6.42	75.69
研发费用	1.76	4.27	72.48
财务费用	4.53	10.92	32.45
资产减值损失	(0.83)	(2.16)	
三、其他经营收益	1.33	1.08	(30.27)
公允价值变动收益	(0.53)	0.20	
投资收益	1.12	(0.23)	
四、营业利润	4.24	60.17	441.84
加: 营业外收入	0.22	0.53	119.57
减: 营业外支出	0.02	0.11	(36.10)
五、利润总额	4.44	60.59	442.19
减: 所得税	1.31	9.72	250.16
六、净利润	3.13	50.86	505.70
减: 少数股东损益	(0.04)	5.42	
七、归属母公司净利润	3.16	45.44	492.66

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

图表 2.公司 2022 年一季度财务报告摘要

(亿元)	2021Q1	2022Q1	同比增长(%)
一、营业总收入	111.45	137.73	23.58
二、营业总成本	90.90	129.62	42.60
其中: 营业成本	85.73	120.84	40.96
营业税金及附加	0.30	0.52	74.60
销售费用	0.36	0.43	19.14
管理费用	1.04	1.49	43.25
研发费用	0.75	1.20	60.18
财务费用	2.63	4.42	68.28
资产减值损失	0.04	0.28	549.91
三、其他经营收益	0.59	0.22	(62.18)
公允价值变动收益	0.17	0.14	(17.49)
投资收益	(0.65)	(0.29)	
四、营业利润	20.81	8.19	(60.66)
加: 营业外收入	0.04	0.07	61.26
减: 营业外支出	0.06	0.15	162.95
五、利润总额	20.80	8.11	(61.01)
减: 所得税	4.45	1.25	(71.99)
六、净利润	16.35	6.86	(58.02)
减: 少数股东损益	1.47	(0.02)	
七、归属母公司净利润	14.87	6.88	(53.72)

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	22,777	51,722	73,916	146,362	158,019
销售成本	(21,553)	(43,283)	(62,948)	(127,79)	(136,85)
经营费用	814	655	865	2,917	4,621
息税折旧前利润	2,038	9,095	11,833	21,481	25,783
折旧及摊销	(1,217)	(2,110)	(2,528)	(4,959)	(6,973)
经营利润(息税前利润)	821	6,985	9,306	16,522	18,810
净利息收入/(费用)	(384)	(949)	(1,647)	(1,781)	(1,616)
其他收益/(损失)	237	165	200	270	270
税前利润	444	6,059	7,719	14,865	17,313
所得税	(131)	(972)	(1,235)	(2,378)	(2,770)
少数股东权益	(4)	543	(6)	(12)	(15)
净利润	316	4,544	6,490	12,499	14,557
核心净利润	322	4,550	6,497	12,505	14,564
每股收益(人民币)	0.040	0.509	0.726	1.399	1.629
核心每股收益(人民币)	0.041	0.509	0.727	1.400	1.630
每股股息(人民币)	0.062	0.100	0.182	0.350	0.407
收入增长(%)	(8)	127	43	98	8
息税前利润增长(%)	(63)	751	33	78	14
息税折旧前利润增长(%)	(39)	346	30	82	20
每股收益增长(%)	(82)	1,158	43	93	16
核心每股收益增长(%)	(82)	1,137	43	92	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15,147	13,398	14,783	14,636	15,802
应收帐款	213	880	763	1,026	993
库存	2,729	6,086	6,096	8,055	10,887
其他流动资产	310	739	758	1,223	1,429
流动资产总计	20,314	25,017	26,271	28,913	33,089
固定资产	27,541	91,159	109,720	110,862	110,002
无形资产	2,238	3,055	3,769	4,270	4,660
其他长期资产	12,128	12,056	11,348	11,368	11,388
长期资产总计	41,908	106,270	124,837	126,500	126,050
总资产	62,934	132,003	151,821	156,123	159,847
应付帐款	7,838	18,489	19,798	21,239	18,918
短期债务	6,914	11,640	23,191	28,243	33,650
其他流动负债	3,588	9,657	6,658	7,033	7,017
流动负债总计	18,341	39,786	49,647	56,515	59,585
长期借款	18,199	56,301	62,705	50,778	40,529
其他长期负债	3,846	6,507	6,500	6,500	6,500
股本	7,823	8,935	8,935	8,935	8,935
储备	9,546	17,379	22,246	31,620	42,538
股东权益	17,370	26,314	31,181	40,555	51,473
少数股东权益	5,002	1,793	1,787	1,775	1,760
总负债及权益	62,934	132,003	151,821	156,123	159,847
每股帐面价值(人民币)	2.22	2.95	3.49	4.54	5.76
每股有形资产(人民币)	1.93	2.60	3.07	4.06	5.24
每股净负债/(现金)(人民币)	1.15	5.66	7.52	6.77	6.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	444	6,059	7,719	14,865	17,313
折旧与摊销	1,217	2,110	2,528	4,959	6,973
净利息费用	453	1,092	1,787	1,927	1,768
运营资本变动	1	(1,034)	1,150	986	(2,516)
税金	(131)	(972)	(1,235)	(2,378)	(2,770)
其他经营现金流	77	(1,920)	649	(2,058)	(2,933)
经营活动产生的现金流	2,061	5,334	12,597	18,301	17,835
购买固定资产净值	11,970	64,434	21,800	6,600	6,500
投资减少/增加	96	(91)	10	80	80
其他投资现金流	(28,087)	(105,352)	(43,695)	(13,200)	(13,000)
投资活动产生的现金流	(16,020)	(41,008)	(21,885)	(6,520)	(6,420)
净增权益	(483)	(892)	(1,623)	(3,125)	(3,639)
净增债务	16,113	43,081	15,384	(6,876)	(4,842)
支付股息	483	892	1,623	3,125	3,639
其他融资现金流	6,273	(13,669)	(4,711)	(5,052)	(5,407)
融资活动产生的现金流	22,387	29,412	10,673	(11,928)	(10,249)
现金变动	8,428	(6,262)	1,385	(147)	1,166
期初现金	5,312	15,147	13,398	14,783	14,636
公司自由现金流	(13,959)	(35,675)	(9,288)	11,781	11,415
权益自由现金流	2,608	8,498	7,883	6,832	8,340

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.9	17.6	16.0	14.7	16.3
息税前利润率(%)	3.6	13.5	12.6	11.3	11.9
税前利润率(%)	2.0	11.7	10.4	10.2	11.0
净利率(%)	1.4	8.8	8.8	8.5	9.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	1.6	6.0	4.8	8.0	9.8
净权益负债率(%)	44.5	194.1	215.7	152.1	109.7
速动比率(倍)	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	303.0	24.1	11.2	5.8	5.0
核心业务市盈率(倍)	297.4	24.1	11.2	5.8	5.0
市净率(倍)	5.5	4.2	2.2	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	46.5	20.5	8.7	6.0	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.1	13.6	11.8	6.2	4.9
周转率					
存货周转天数	47.3	37.2	35.3	20.2	25.3
应收帐款周转天数	4.6	3.9	4.1	2.2	2.3
应付帐款周转天数	101.0	92.9	94.5	51.2	46.4
回报率					
股息支付率(%)	152.9	19.6	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	2.0	20.8	22.6	34.8	31.6
资产收益率(%)	1.2	6.0	5.5	9.0	10.0
已运用资本收益率(%)	0.2	1.6	1.5	2.6	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371