

## 公司研究

## 斯尔邦并购顺利过会，即将打通炼化精细化工全产业链

## ——东方盛虹（000301.SZ）公告点评

## 要点

**事件：**2021年12月22日，公司发布公告称，斯尔邦并购重组事项获证监会无条件通过。

**点评：**

**斯尔邦并购顺利过会，公司即将打通炼化精细化工全产业链：**斯尔邦并购完成后，公司将置入盈利能力较强的优质资产。主营业务将进一步拓展并新增高附加值烯烃衍生物的研发、生产及销售，主要产品范围将新增丙烯腈、MMA、EVA、EO及其衍生物等一系列多元石化及精细化学品，可以充分发挥炼化一体化项目与斯尔邦石化的协同效益，有助于增强公司的可持续发展能力和核心竞争力。此次斯尔邦并购重组顺利过会后，公司或将加速完成资产交割，打通炼化精细化工全产业链。

**斯尔邦主营产品需求向好，未来盈利可期：**随着碳中和目标的提出以及国内各地相关政策陆续落地，能源结构转变将推动我国光伏装机需求大幅提升。斯尔邦作为国内第一大EVA生产商，其EVA产能占国内总产能的31%，将率先受益于下游需求扩张，未来盈利空间可观。其次，环保政策趋严将凸显公司PDH项目优势，丙烷脱氢装置所用的原料是轻质化烃类丙烷，其含碳量和排碳量均较石油制原料低，同时氢气为该工艺重要副产，可为公司带来更多发展机会。21年11月30日，斯尔邦26万吨/年丙烯腈（III）装置顺利中交，投产后其丙烯腈整体产能将由52万吨/年提升至78万吨/年，跃居国内第一，进一步巩固公司丙烯腈行业龙头地位。在风电行业迎来快速发展的背景下，碳纤维产能的逐步扩张带动了丙烯腈需求的稳定增长，有望为斯尔邦带来一定的业绩增量。2020年，斯尔邦实现营收109.8亿元，归母净利润5.3亿元；2021年H1，斯尔邦实现营收95亿元，归母净利润20.4亿元。

**斯尔邦在建项目充足，成长可期：**斯尔邦二期丙烷产业链项目稳步推进，在建产能包括70万吨/年丙烷脱氢装置、丙烯腈52万吨/年、MMA18万吨/年。此外，斯尔邦计划将EO产能扩至30万吨/年，新建10万吨/年CO<sub>2</sub>净化回收装置、10万吨/年EC装置、7万吨/年DMC装置、10万吨/年EOD装置、2万吨/年超高分子量聚乙烯装置、800吨/年POE中试装置、10万吨/年CO<sub>2</sub>制绿色甲醇装置，改造现有10万吨/年丁二烯装置并新增丁烯-1产能3.906万吨/年。在建项目充足，未来斯尔邦业绩有望持续增厚。

**盈利预测、估值与评级：**公司并未完成斯尔邦资产交割，暂不考虑斯尔邦业绩影响，因此我们维持公司2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年公司净利润分别为18.48/71.28/96.00亿元，折合EPS为0.38/1.47/1.99元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格大幅波动；新项目投产不及预期；资产交割进度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,888	22,777	24,340	86,622	117,685
营业收入增长率	34.96%	-8.48%	6.86%	255.88%	35.86%
净利润（百万元）	1,614	316	1,848	7,128	9,600
净利润增长率	90.59%	-80.40%	484.26%	285.70%	34.67%
EPS（元）	0.40	0.07	0.38	1.47	1.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.51%	1.80%	9.77%	28.07%	29.87%
P/E	58	353	60	16	12
P/B	6.6	6.4	5.9	4.4	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-21 注：2019年末，公司总股本为40.29亿；2020年末及以后，公司总股本为48.35亿。

## 买入（维持）

当前价：23.10元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	48.35
总市值(亿元)	1116.86
一年最低/最高(元)	8.92/41.30
近3月换手率	62.22%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.63	-36.07	148.07
绝对	-4.58	-34.15	148.61

资料来源：Wind

## 相关研报

斯尔邦二期丙烷产业链顺利中交，炼化一体化项目有望年底开车——东方盛虹（000301.SZ）动态跟踪报告（2021-12-02）

优质EVA资产斯尔邦石化注入，炼化精细化工全产业链打造完成——东方盛虹（000301.SZ）动态跟踪报告（2021-07-12）

斯尔邦石化资产注入，炼化下游延伸，打开未来成长空间——东方盛虹（000301.SZ）收购斯尔邦股权和投建 POSM 及多元醇项目公告点评（2021-05-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,888	22,777	24,340	86,622	117,685
营业成本	21,868	21,421	21,321	75,981	103,542
折旧和摊销	1,157	1,217	1,447	1,649	1,815
税金及附加	135	132	141	502	682
销售费用	246	47	51	180	245
管理费用	256	259	277	987	1,341
研发费用	185	176	189	671	912
财务费用	524	453	411	419	353
投资收益	134	112	84	110	102
营业利润	1,898	424	2,203	8,543	11,510
利润总额	1,906	444	2,215	8,557	11,525
所得税	294	131	371	1,433	1,930
净利润	1,612	313	1,844	7,124	9,594
少数股东损益	-2	-4	-4	-4	-5
归属母公司净利润	1,614	316	1,848	7,128	9,600
EPS(元)	0.40	0.07	0.38	1.47	1.99

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,215	2,061	902	16,916	16,684
净利润	1,614	316	1,848	7,128	9,600
折旧摊销	1,157	1,217	1,447	1,649	1,815
净营运资金增加	-2,063	-3,968	2,537	2,754	257
其他	4,507	4,496	-4,929	5,384	5,012
投资活动产生现金流	-4,684	-16,020	-1,016	-890	-898
净资本支出	-5,907	-16,419	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	49	-16	0	0	0
其他资产变化	1,174	415	-16	110	102
融资活动现金流	1,568	22,387	-7,293	58	-2,391
股本变化	0	806	0	0	0
债务净变化	5,916	16,115	-6,414	500	500
无息负债变化	4,914	4,528	-2,683	18,321	10,298
净现金流	2,091	8,395	-7,407	16,084	13,395

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.1%	6.0%	12.4%	12.3%	12.0%
EBITDA 率	13.8%	9.5%	16.3%	12.2%	11.6%
EBIT 率	9.2%	4.2%	10.4%	10.3%	10.0%
税前净利润率	7.7%	2.0%	9.1%	9.9%	9.8%
归母净利润率	6.5%	1.4%	7.6%	8.2%	8.2%
ROA	4.6%	0.5%	3.3%	8.8%	9.8%
ROE (摊薄)	11.5%	1.8%	9.8%	28.1%	29.9%
经营性 ROIC	8.8%	1.9%	5.5%	18.6%	25.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	64%	57%	62%	62%
流动比率	0.79	1.11	1.41	1.45	1.55
速动比率	0.57	0.96	1.11	1.08	1.19
归母权益/有息债务	1.29	0.65	0.92	1.20	1.49
有形资产/有息债务	3.00	2.21	2.52	3.67	4.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	35,042	62,934	55,197	80,497	98,039
货币资金	5,312	15,147	7,741	23,825	37,219
交易性金融资产	694	521	521	521	521
应收账款	254	213	231	823	1,118
应收票据	103	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	108	38	36	130	176
存货	2,859	2,729	2,752	9,896	13,498
其他流动资产	750	1,357	1,388	2,633	3,255
流动资产合计	10,457	20,314	12,978	38,926	57,284
其他权益工具	639	686	686	686	686
长期股权投资	56	72	72	72	72
固定资产	13,354	13,773	15,918	17,197	17,812
在建工程	2,985	12,683	10,038	8,053	6,565
无形资产	1,431	2,238	2,193	2,149	2,106
商誉	695	695	695	695	695
其他非流动资产	3,342	9,844	9,891	9,891	9,891
非流动资产合计	24,585	42,619	42,220	41,570	40,755
总负债	19,742	40,386	31,289	50,110	60,908
短期借款	6,115	6,914	0	0	0
应付账款	2,266	3,489	2,985	11,397	16,049
应付票据	2,502	4,350	2,985	11,397	16,049
预收账款	404	40	43	152	207
其他流动负债	0	41	41	41	41
流动负债合计	13,290	18,341	9,172	26,871	36,858
长期借款	2,285	17,203	17,703	18,203	18,703
应付债券	995	997	997	997	997
其他非流动负债	1,307	1,708	1,724	2,347	2,658
非流动负债合计	6,453	22,045	22,117	23,239	24,050
股东权益	15,300	22,548	23,908	30,387	37,132
股本	7,017	7,823	7,823	7,823	7,823
公积金	4,825	7,640	7,825	8,538	9,498
未分配利润	2,039	1,906	3,086	8,856	14,646
归属母公司权益	14,016	17,545	18,910	25,393	32,143
少数股东权益	1,284	5,002	4,998	4,994	4,989

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.99%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
管理费用率	1.03%	1.14%	1.14%	1.14%	1.14%
财务费用率	2.10%	1.99%	1.69%	0.48%	0.30%
研发费用率	0.74%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
所得税率	15%	30%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.59	0.79
每股经营现金流	1.29	0.43	0.19	3.50	3.45
每股净资产	3.48	3.63	3.91	5.25	6.65
每股销售收入	6.18	4.71	5.03	17.92	24.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	58	353	60	16	12
PB	6.6	6.4	5.9	4.4	3.5
EV/EBITDA	50.0	94.2	51.8	19.0	14.2
股息率	0.4%	0.4%	0.6%	2.6%	3.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE