

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

(首次评级)

2019年03月15日

炼化项目并入上市公司，未来成长空间巨大

联系人： 龚诚 010-88005306 gongcheng@guosen.com.cn
 证券分析师： 王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

事项：

公司近日发布公告，宣布全资子公司盛虹石化产业发展有限公司以现金方式收购盛虹苏州、盛虹石化合计持有的盛虹炼化 100% 股权，交易对价 10.11 亿元。盛虹炼化是“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体，该项目被列为江苏省重大项目，已于 2018 年 12 月 14 日开工建设。随后公司公布了建设盛虹炼化一体化项目的可行性研究报告，该项目总投资估算 775 亿元，建成后将形成 280 万吨/年的对二甲苯 (PX)、110 万吨/年乙烯生产能力，项目达产后预计实现销售收入约 722 亿元，净利润约 76 亿元。

国信化工观点：1) 收购炼化项目，公司加速向产业链一体化转型。2) 借壳东方市场重组上市，差异化丝保障高盈利。3) 聚酯-化纤产业链景气延续，公司顺势向上游延伸。4) 风险提示：涤纶长丝价格大幅波动，下游纺织服装需求低迷，炼化项目进展低于预期。5) 投资建议：我们认为涤纶长丝行业在未来 2-3 年将保持较为稳定的价差，随着上游 PX 环节国内产能逐步释放，未来产业链利润有望向下游环节平衡。暂时不考虑公司 PTA 业务并入预期，也暂不考虑对原油炼化项目在 2022 年之前的盈利性进行预测，我们预计公司 18-20 年归母净利润 9.24/17.64/20.84 亿元，对应 EPS 为 0.23/0.44/0.52 元，对应当前股价 PE 为 25.3/13.3/11.2X。公司实际控制人在重组时承诺一年内将 PTA 业务装入上市公司体内，因此炼化项目建成后公司将形成产业链一体化的布局，未来成长空间巨大，首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

■ 收购炼化项目，公司加速向产业链一体化转型

盛虹集团此次将炼化一体化项目装入上市公司，意味着公司整体业务将从下游涤纶差异化丝向“原油炼化-PX/MEG-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链一体化转型。此次盛虹炼化项目并入上市公司的交易对价为 10.11 亿元，对应 PB 为 1.055 倍，几乎没有溢价。参考 2017 年恒力股份将炼化项目并入上市公司时（并入时，炼化项目已经开工建设 1 年多时间），交易价格为 32.05 亿元，对应 PB 为 1.104 倍。总体上看，公司此次收购炼化项目的估值合理，没有明显溢价。

“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”是江苏省重大项目，位于江苏省连云港徐圩新区临港工业园的石化产业基地，与盛虹集团在产业园内的热电、码头、仓储、斯尔邦石化、PTA 项目等公用工程、储运设施可以形成相互依托。根据公司披露的项目可行性研究报告，盛虹炼化一体化项目范围包括 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年的对二甲苯 (PX)、110 万吨/年乙烯以及储运、公用工程和相应配套和原油、成品油、液体化工、煤、散杂货码头及场外工程。可研报告中按照原油 50 美元/桶的价格体系测算，项目建成后预计将实现销售收入 722 亿元，净利润 76 亿元，内部收益率达 14.01%。

■ 借壳东方市场重组上市，差异化丝保障高盈利

公司于 2018 年 9 月份经过资产重组，借壳东方市场上市。原上市公司东方市场的控股股东是苏州市吴江区国资委，主要业务是电力、热能、营业房出租、房地产开发、平台贸易等，每年净利润 1.5-2 亿元。盛虹集团将化纤业务重组到旗下子公司国望高科后，与东方市场重组完成借壳上市，随后改名东方盛虹。

图 1：公司重组前后的股权变化情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

目前上市公司的主营业务变更为涤纶长丝，总聚合能力 190 万吨，每年长丝产销量约 160 万吨。东方盛虹的涤纶长丝产品主打差异化和功能化，与市场上其他几家涤纶上市公司不同的是，公司产品结构以 DTY 为主，约占 56% (95 万吨)，FDY 约占 16% (27 万吨)，POY 约占 23% (38 万吨)。公司每年研发费用 3% 以上，与多个服装品牌 (比如耐克、阿迪、迪卡侬、HM、优衣库等) 合作开发，是其指定材料采购定点企业。

由于 DTY 是在 POY 的基础上进行拉伸和加捻变形等工序加工制成，根据下游客户对弹性、收缩性等性能上的要求不同，在产品型号上更加丰富，对企业的研发、加工、销售等环节的要求更高，因此 DTY 价格与 POY 之间的价差一般在 1500-2000 元/吨，2018 年以来涤纶长丝 DTY 与 POY 之间的单吨毛利差则一般维持在 350-700 元，从历史长期走势看，DTY 盈利能力显著高于 POY。

图 2：涤纶长丝 DTY 和 POY 的单吨毛利差 (单位：元/吨，月均值)



资料来源:CCFEI、国信证券经济研究所整理

从公司过去三个财务年度的经营数据中也可以印证 DTY 盈利能力强于 POY，公司 DTY 产品的单位售价比 POY 产品平均要高 2875 元/吨，单吨毛利则高出 832 元/吨。子公司虹港纤维 20 万吨差别化丝 (含 12 万吨加弹丝) 的产能预计在 2019 年底达产，另外公司按照计划在 18、19 年对 18.62 万吨 POY 产能进行调整，转化为 18.9 万吨 DTY 产能。未来

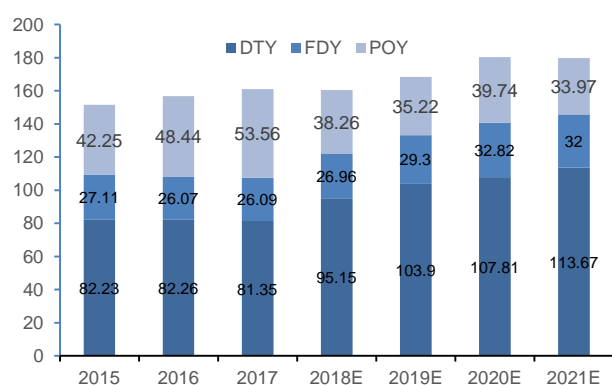
随着公司 DTY 产品的占比进一步提升, 公司的盈利能力还将加强。

表 1: 公司三种涤纶长丝的单吨经营数据对比 (单位: 元/吨)

项目		2017 年度	2016 年度	2015 年度
DTY 涤纶丝	单位售价 (元/吨)	11,002	9,265	9,501
	单位成本 (元/吨)	9,255	7,862	8,325
	单位毛利 (元/吨)	1,748	1,403	1,176
FDY 涤纶丝	单位售价 (元/吨)	10,040	8,058	8,489
	单位成本 (元/吨)	8,200	7,004	7,552
	单位毛利 (元/吨)	1,840	1,054	937
POY 涤纶丝	单位售价 (元/吨)	7,877	6,605	6,661
	单位成本 (元/吨)	6,978	6,013	6,320
	单位毛利 (元/吨)	898	592	341

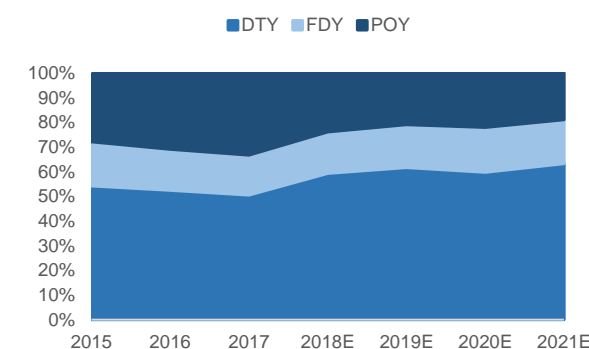
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司涤纶长丝的产能扩张进展 (单位: 万吨/年)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司涤纶长丝品种的结构变化



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 聚酯-化纤产业链景气延续, 公司顺势向上游延伸

PTA 行业集中度迅速提高, 是推动 PTA 自 2017 年以来盈利持续好转的主因之一。而涤纶民用丝的市场集中度在近年多轮并购及龙头扩产之后也稳步提升, 行业格局的好转促使聚酯-化纤产业链的高景气从 2017 年以来得以延续。在 PTA 和涤纶长丝持续高景气推动之下, 几大化纤龙头纷纷向上游利润占比最大的 PX 生产环节延伸。从 2015 年开始国家逐步向民营企业放开原油进口权和使用权, 几大民营化纤龙头陆续上马炼化项目, 恒力炼化、浙江石化、恒逸文莱等项目从 2019 年开始将先后投产。化纤产业链向上游发展的趋势已经愈加明显, 公司作为江苏省两大涤纶民用丝龙头之一, 也是最早向 PTA 等石化产品发展的一批民营企业, 在积累石化产品的生产和销售经验之后, 继续向上游原油炼化环节延伸属于顺势而为, 也是保障下游涤纶长丝原材料供应的必然选择。

■ 投资建议: 炼化项目打开巨大成长空间, 看好公司长期一体化布局, 首次覆盖给予“买入”评级。

上市公司于 2018 年 8 月份完成重大资产重组, 其核心资产国望高科的财务报表从 2018 年 9 月 1 日并入上市公司体内。根据上市公司三季报数据, 前三季度净利润 6.5 亿元, 其中因为资产重组过程中产生反向收购资产, 在三季度计提商誉减值 5.986 亿元, 公司实际经营性净利润约 12.5 亿元。涤纶长丝的价格和价差在去年 4 季度略有下滑, 今年 1 季度稍有回暖, 我们预计涤纶长丝行业在未来 2-3 年将保持较为稳定的价差, 随着上游 PX 环节国内产能逐步释放, 未来产业链利润有望向下游环节平衡。暂时不考虑公司 PTA 业务并入预期, 也暂不考虑对原油炼化项目在 2022 年之前的盈利性进行预测, 我们预计公司 18-20 年归母净利润 9.24/17.64/20.84 亿元, 对应 EPS 为 0.23/0.44/0.52 元, 对应当前股价 PE 为 25.3/13.3/11.2X。公司实际控制人在重组时承诺一年内将 PTA 业务装入上市公司体内, 未来炼化项目建成后公司将形成产业链一体化的布局, 未来成长空间巨大, 首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示: 涤纶长丝价格大幅波动, 下游纺织服装需求低迷, 炼化项目进展低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	708	482	539	577
应收款项	181	3021	3344	3790
存货净额	597	13742	15034	16687
其他流动资产	792	1189	1790	1166
流动资产合计	2278	18435	20708	22219
固定资产	401	248	666	2518
无形资产及其他	183	176	169	161
投资性房地产	1450	1450	1450	1450
长期股权投资	103	83	83	84
资产总计	4415	20392	23076	26432
短期借款及交易性金融负债	20	11199	10098	11214
应付款项	38	883	3115	3457
其他流动负债	368	3690	4026	4466
流动负债合计	427	15772	17238	19137
长期借款及应付债券	298	298	298	298
其他长期负债	101	87	72	73
长期负债合计	399	385	370	372
负债合计	826	16157	17609	19509
少数股东权益	4	2	(0)	(4)
股东权益	3586	4233	5468	6927
负债和股东权益总计	4415	20392	23076	26432

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.06	0.23	0.44	0.52
每股红利	0.02	0.07	0.13	0.16
每股净资产	0.89	1.05	1.36	1.72
ROIC	6%	15%	12%	14%
ROE	6%	22%	32%	30%
毛利率	31%	13%	14%	15%
EBIT Margin	19%	9%	11%	12%
EBITDA Margin	28%	10%	11%	13%
收入增长	40%	1571%	11%	13%
净利润增长率	55%	305%	91%	18%
资产负债率	19%	79%	76%	74%
息率	0.4%	1.2%	2.3%	2.7%
P/E	102.5	25.3	13.3	11.2
P/B	6.5	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA	78.2	21.9	18.1	14.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1112	18583	20570	23312
营业成本	764	16200	17745	19749
营业税金及附加	29	91	101	114
销售费用	8	177	185	210
管理费用	96	366	357	380
财务费用	33	(15)	477	476
投资收益	56	(30)	400	100
资产减值及公允价值变动	(1)	(600)	0	0
其他收入	8	(50)	(35)	(35)
营业利润	246	1085	2070	2447
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	246	1085	2070	2447
所得税费用	18	163	311	367
少数股东损益	(0)	(2)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	228	924	1764	2084

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	228	924	1764	2084
资产减值准备	(6)	(0)	1	2
折旧摊销	94	61	89	153
公允价值变动损失	1	600	0	0
财务费用	33	(15)	477	476
营运资本变动	(544)	(12231)	338	(688)
其它	5	(1)	(3)	(5)
经营活动现金流	(221)	(10647)	2188	1546
资本开支	432	(500)	(500)	(2000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	412	(480)	(500)	(2000)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(96)	(277)	(529)	(625)
其它融资现金流	281	11179	(1102)	1116
融资活动现金流	89	10902	(1631)	491
现金净变动	280	(226)	57	37
货币资金的期初余额	428	708	482	539
货币资金的期末余额	708	482	539	577
企业自由现金流	182	(11183)	1782	(106)
权益自由现金流	463	9	275	606

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