

# 东方盛虹 (000301.SZ)

## 注入优质涤纶长丝资产，加速布局“炼化-化纤”全产业链

公司注入优质涤纶长丝资产，盈利能力大幅提升。公司收购国望高科，注入了优质长丝资产，主攻差异化、功能性民用涤纶长丝产品，其收入占公司总营业收入的93%。公司始终重视技术研发，差异化产品定位中高端市场，产品差异化率高于市场平均水平，公司盈利能力有望继续提升。

集团扩建PTA产能，承诺择机注入上市公司。集团旗下的虹港石化一期PTA规模为年产150万吨，该项目主要为下游化纤产业提供原料。随着PTA装置向大型化发展，行业内落后小产能逐步淘汰，行业景气度将维持在较高水平，目前集团正建设PTA二期240万吨产能项目，并且集团已承诺择机将PTA资产注入上市公司。

连云港1600万吨炼化项目打开公司未来五年发展空间，打造完整的“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链。公司10亿现金收购盛虹炼化，将连云港1600万吨炼化项目注入上市公司，项目总投资高达714亿元，炼油规模达1600万吨/年，主要产品有PX 280万吨/年，乙烯110万吨/年等。

盛虹集团化工资产实力雄厚，未来有望实现上下游一体化布局。盛虹集团业务范围涉及石化产业、纺织产业、能源产业，已投资超百亿元在连云港，建成了斯尔邦石化240万吨/年醇基多联产项目，并完整配套了约140万立方米的液体化工仓储、2个5万吨级液体化工码头以及热电联产等项目。

**投资建议：**公司未来将形成完整的“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链，带来更大的成长空间。公司紧抓行业景气大趋势，有序的提升涤纶长丝和PTA产能，随着行业高景气度趋势延续，公司盈利水平也将大幅提高。我们在不考虑PTA资产注入和炼化项目再融资情况下，预计公司2019-2021年归母净利润分别为17.5、19.1、20.8亿元，EPS分别为0.43、0.47、0.52元，对应PE为14.0、12.9、11.8倍。考虑到公司投建的连云港1600万吨炼化一体化项目预计在2021年底建成投产，投产后将会为公司带来大幅的利润提升空间，因此我们首次覆盖并给予公司“买入”评级，参考同业上市公司注入炼化资产后的估值水平，我们给予公司12个月目标价8.0元，对应2019年18倍PE。

**风险提示：**国际油价大幅下跌、宏观经济下行、新项目建设进度不及预期等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,112	18,440	19,899	21,650	23,577
增长率 yoy (%)	40.2	1558.3	7.9	8.8	8.9
归母净利润(百万元)	228	847	1,747	1,907	2,078
增长率 yoy (%)	55.0	270.6	106.4	9.2	8.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.06	0.21	0.43	0.47	0.52
净资产收益率 (%)	6.4	6.5	11.9	11.5	11.1
P/E(倍)	107.4	29.0	14.0	12.9	11.8
P/B(倍)	6.8	1.9	1.7	1.5	1.3

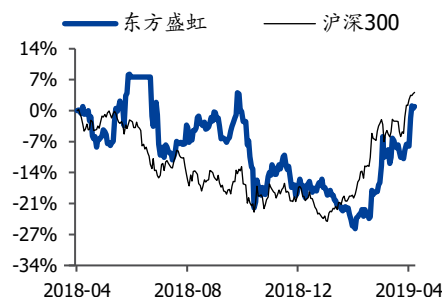
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	电力
最新收盘价	6.64
总市值(百万元)	26,752.91
总股本(百万股)	4,029.05
其中自由流通股(%)	30.24
30日日均成交量(百万股)	13.11

#### 股价走势



#### 作者

分析师 李扬

执业证书编号: S0680518060001

邮箱: liyang@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com



## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,278	7,824	5,652	9,398	8,423
现金	708	2,717	3,472	3,835	5,735
应收账款	43	189	62	211	86
其他应收款	4	0	4	0	4
预付账款	6	318	32	349	66
存货	597	3,082	829	3,431	1,219
其他流动资产	919	1,517	1,253	1,572	1,314
<b>非流动资产</b>	2,137	14,046	14,664	15,341	16,014
长期投资	103	105	102	99	96
固定资产投资	384	8,412	8,570	8,771	8,957
无形资产	183	783	1,354	1,913	2,459
其他非流动资产	1,467	4,745	4,637	4,558	4,501
<b>资产总计</b>	4,415	21,869	20,316	24,739	24,437
<b>流动负债</b>	427	7,523	4,321	6,939	4,668
短期借款	20	3,324	3,324	3,324	3,324
应付账款	38	896	97	985	196
其他流动负债	368	3,303	899	2,629	1,147
<b>非流动负债</b>	399	1,389	1,291	1,189	1,080
长期借款	298	623	526	424	314
其他非流动负债	101	765	765	765	765
<b>负债合计</b>	<b>826</b>	<b>8,912</b>	<b>5,612</b>	<b>8,128</b>	<b>5,748</b>
少数股东权益	4	5	4	4	4
股本	1,218	7,017	7,017	7,017	7,017
资本公积	643	3,388	3,388	3,388	3,388
留存收益	1,629	2,551	4,298	6,205	8,283
归属母公司股东收益	3,586	12,952	14,700	16,607	18,685
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,415</b>	<b>21,869</b>	<b>20,316</b>	<b>24,739</b>	<b>24,437</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	479	1,388	3,292	2,137	3,737
净利润	228	847	1,747	1,907	2,078
折旧摊销	96	774	730	815	904
财务费用	33	188	207	194	164
投资损失	-56	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	172	-1,145	614	-773	597
其他经营现金流	5	731	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-451	-1,017	-1,342	-1,486	-1,571
资本支出	179	1,463	621	680	676
长期投资	-502	-109	3	3	3
其他投资现金流	-774	337	-718	-802	-892
<b>筹资活动现金流</b>	254	-245	-1,195	-289	-267
短期借款	20	3,304	0	0	0
长期借款	1	325	-98	-102	-109
普通股增加	0	5,799	0	0	0
资本公积增加	0	2,745	0	0	0
其他筹资现金流	233	-12,419	-1,097	-187	-157
<b>现金净增加额</b>	<b>282</b>	<b>172</b>	<b>755</b>	<b>363</b>	<b>1,900</b>

### 利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,112	18,440	19,899	21,650	23,577
营业成本	764	15,895	16,896	18,405	20,087
营业税金及附加	29	94	119	130	141
营业费用	8	174	219	238	259
管理费用	96	139	179	195	212
财务费用	33	188	207	194	164
资产减值损失	1	709	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	56	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	246	1,102	2,284	2,495	2,718
营业外收入	1	10	10	10	10
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	246	1,111	2,293	2,503	2,727
所得税	18	265	546	596	649
<b>净利润</b>	228	847	1,747	1,907	2,078
少数股东收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	228	847	1,747	1,907	2,078
EBITDA	342	2,046	3,151	3,426	3,702
EPS (元/股)	0.06	0.21	0.43	0.47	0.52

### 主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	40.2	1558.3	7.9	8.8	8.9
营业利润 (%)	18.1	348.1	107.2	9.2	9.0
归属母公司净利润 (%)	55.0	270.6	106.4	9.2	8.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	31.3	13.8	15.1	15.0	14.8
净利率 (%)	20.5	4.6	8.8	8.8	8.8
ROE (%)	6.4	6.5	11.9	11.5	11.1
ROIC	5.7	5.3	9.6	9.5	9.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	18.7	40.8	27.6	32.9	23.5
净负债比率 (%)	-10.9	17.4	3.5	0.3	-10.4
流动比率	5.3	1.0	1.3	1.4	1.8
速动比率	3.9	0.6	1.1	0.9	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	1.40	0.94	0.96	0.96
应收账款周转率	26.6	158.5	158.5	158.5	158.5
应付账款周转率	2.9	34.0	34.0	34.0	34.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.21	0.43	0.47	0.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.21	0.31	0.82	0.53	0.93
每股净资产 (最新摊薄)	0.89	3.21	3.65	4.12	4.64
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	107.4	29.0	14.0	12.9	11.8
P/B	6.8	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	124.2	22.2	13.9	12.6	11.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 借壳东方市场，注入优质长丝资产.....	5
1.1 国望高科成为公司全资子公司，主营业务变更为涤纶长丝.....	5
1.2 公司注重研发创新投入，其涤纶长丝产品定位中高端市场.....	7
1.3 长丝产品差异化率高，公司盈利能力大幅提升.....	12
1.4 盛虹集团化工资产实力雄厚，未来有望实现上下游一体化布局.....	14
2 新增产能大幅放缓，PTA 行业景气度有望持续.....	15
2.1 全球 PX 产能将剧增，PTA 原料供给端压力减小.....	15
2.2 2019 年新增产能停滞，PTA 行业景气度有望维持高位.....	17
2.3 盛虹集团继续扩建 PTA 产能，并承诺择机注入上市公司完善产业链.....	21
3 连云港 1600 万吨炼化项目打开公司未来五年发展空间.....	21
3.1 盛虹石化 10.11 亿现金收购连云港盛虹炼化，1600 万吨炼化项目注入上市公司.....	21
3.2 盛虹炼化项目启动，实现炼油、芳烃、乙烯一体化格局.....	23
3.3 斯尔邦石化为大股东积累精细化工行业经验，并着力打造成集团精细化工平台.....	25
4 盈利预测和投资建议.....	26
4.1 盈利预测关键假设.....	26
4.2 投资建议.....	29
5 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1: 公司增发股份前后持股变动情况.....	5
图表 2: 重组前公司股权结构.....	5
图表 3: 重组后公司股权结构.....	5
图表 4: 2017 年公司主营业务收入结构.....	6
图表 5: 2018 年公司主营业务收入结构.....	6
图表 6: 2017 年公司各业务毛利状况.....	6
图表 7: 2018 年公司各业务毛利状况.....	6
图表 8: 2014-2018 年公司营业总收入变化.....	7
图表 9: 2014-2018 年公司归母净利润变化.....	7
图表 10: 2014-2018 年公司每股收益、净利率、毛利率变化.....	7
图表 11: 2015-2018 年公司资产负债率、资产周转率变化.....	7
图表 12: 国望高科资产整合前化纤业务股权构架.....	8
图表 13: 国望高科资产整合后化纤业务股权构架.....	8
图表 14: 整合后国望高科的主要产品和产能.....	8
图表 15: 国望高科的主要差异化产品.....	8
图表 16: 国望高科、中鲈科技、盛虹科技之间的运输距离.....	9
图表 17: 国望高科的核心技术.....	10
图表 18: 2015-2018 年国望高科的研发投入.....	10
图表 19: 2015-2018 年国望高科的研发投入占比.....	10
图表 20: 公司预测苏震生物未来三年营业收入和利润.....	11
图表 21: 苏震生物拥有的专利.....	11
图表 22: 国望高科的主要产品和用途.....	12
图表 23: 国望高科主要产品的产能、产量、产能利用率(单位:万吨,%).....	12

图表 24: 国望高科主要产品的产量、销量及产销率 (单位: 万吨, %)	13
图表 25: 2014-2018 年国望高科主营业务收入按产品类别构成	13
图表 26: 2014-2018 年国望高科主营业务成本按产品类别构成	13
图表 27: 2014-2018 年国望高科主要产品的毛利额占比分析	14
图表 28: 2014-2018 年国望高科的主营业务收入	14
图表 29: 2015-2018 年国望高科主要产品的市场价格 (单位: 元/吨)	14
图表 30: 2011-2019 年 DTY、FDY、POY 市场价情况	14
图表 31: 盛虹集团旗下的主要化工资产	15
图表 32: (2018 前三季度) 东方盛虹同行业财务数据比较 (单位: 亿元)	15
图表 33: 2018 年中国 PX 生产厂商及产能统计	16
图表 34: 2018-2020 年中国新增 PX 生产企业及产能	16
图表 35: PX 产能主要分布地区	17
图表 36: 中国 PX 进口主要来源分布	17
图表 37: 2011-2018 年中国 PX 产能产量	17
图表 38: 2011-2018 年中国 PX 自给程度	17
图表 39: 目前国内 PTA 主要生产厂商和产能统计	18
图表 40: 2019-2022 年 PTA 新增产能	19
图表 41: PTA 已关停产能	19
图表 42: 2014-2018 年国内 PTA 行业开工率	20
图表 43: 2013-2019 年国内 PTA 库存天数	20
图表 44: 2011-2018 年国内 PTA 产量及表观消费量	20
图表 45P: 2011-2018 年 PTA 进出口情况	20
图表 46: 2011-2019 年 DTY 的价格和价差趋势图	20
图表 47: 虹港石化财务数据 (单位: 万元)	21
图表 48: 盛虹石化收购关联方关系	22
图表 49: 国内炼化一体化项目预计投产计划表	22
图表 50: 盛虹集团 1600 万吨炼化项目主要产品和产能	23
图表 51: 2018 年国内化工产品主要供需情况	24
图表 52: 公司炼化项目主要化工产品市场定位	24
图表 53: 公司炼化项目主要装置和规模	25
图表 54: 公司连云港 1600 万吨炼化一体化项目经济指标	25
图表 55: 2013-2018 年国内乙烯工业供需情况	26
图表 56: 2013-2018 年国内乙烯工业进出口情况	26
图表 57: 东方盛虹分业务收入分析预测	28
图表 58: 可比公司估值表	29

## 1 借壳东方市场，注入优质长丝资产

### 1.1 国望高科成为公司全资子公司，主营业务变更为涤纶长丝

东方市场于 1988 年发起设立，公司以盛泽千年丝绸历史和商贸文化为财富，充分利用建设盛泽成为世界级纺织产业基地的发展机遇，以区域内近万家纺织企业和纺织专业商户为服务对象。公司实施多元化经营，主要业务包括：电力、热能、营业房出租、房地产开发、平台贸易等。

2018 年东方市场发行股份购买了盛虹科技、国开基金合计持有的国望高科 100% 的股权。交易完成后，国望高科成为东方市场全资子公司。公司盈利能力及发展空间得到有效提升，有助于提高公司的资产质量和可持续经营能力。本次发行股份购买资产的发行方式系向国望高科的全体股东盛虹科技和国开基金非公开发行 A 股股票，国望高科的评估值为 127.33 亿元，各方协商确定的交易对价为 127.33 亿元。盛虹科技承诺：（1）国望高科 2017 年度实现净利润不低于 11.21 亿元；（2）国望高科 2017 年度和 2018 年度累计实现的合计净利润不低于 23.65 亿元；（3）国望高科 2017 年度、2018 年度与 2019 年度累计实现的合计净利润不低于 37.32 亿元。

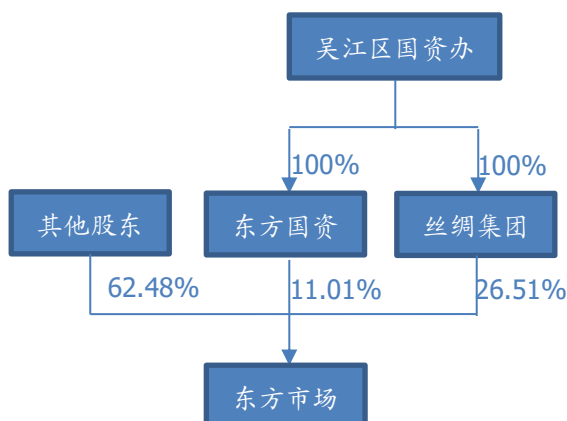
图表 1: 公司增发股份前后持股变动情况

股东名称	重组前持股数量 (亿股)	重组前持 股比例	本次增减股份数 量(亿股)	重组后持股 数量(亿股)	重组后持股 比例
丝绸集团	3.23	26.51%	0	3.23	8.14%
东方国资	1.34	11.01%	0	1.34	3.38%
其他股东	7.61	62.48%	0	7.61	19.18%
盛虹科技	0	0	27.08	27.08	68.25%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

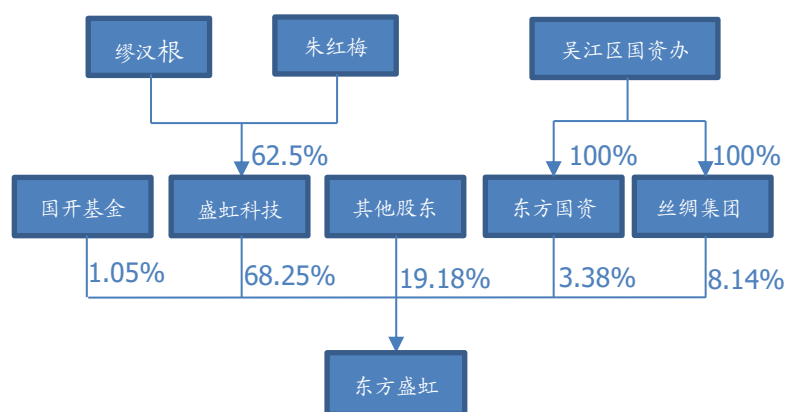
本次交易完成后，控股股东江苏吴江丝绸集团变更为盛虹科技，实际控制人吴江区国资办变更为缪汉根、朱红梅夫妇。

图表 2: 重组前公司股权结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

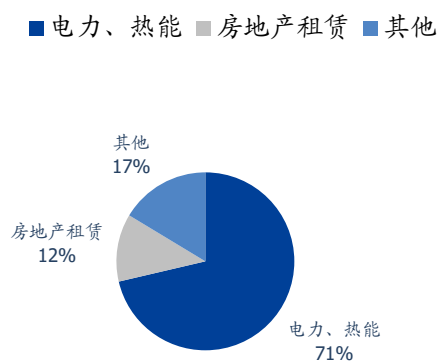
图表 3: 重组后公司股权结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

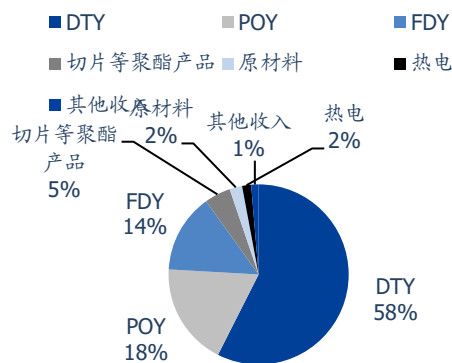
本次交易完成后，上市公司的主营业务由电力、热能、营业房出租、房地产变更为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，以电力、热能、营业房出租、房地产开发、平台贸易业务为补充。

图表 4: 2017 年公司主营业务收入结构



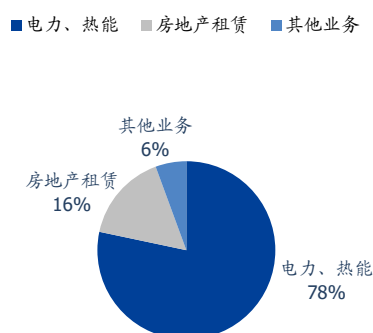
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 5: 2018 年公司主营业务收入结构



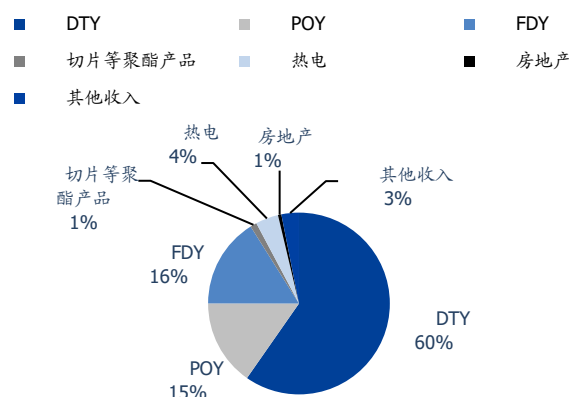
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 2017 年公司各业务毛利状况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 7: 2018 年公司各业务毛利状况

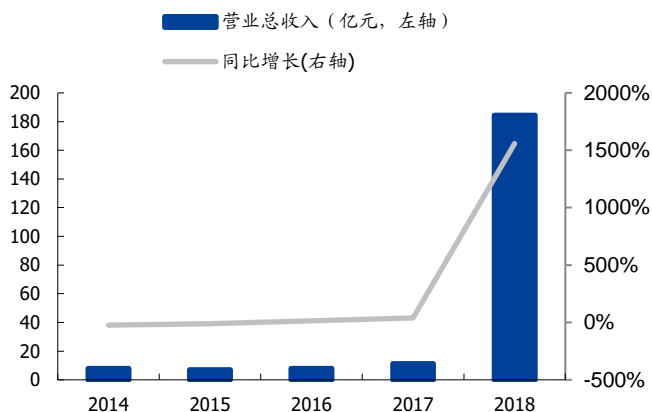


资料来源: wind、国盛证券研究所

在收入和毛利方面, 2017 年公司主营业务收入主要由电力热能和房地产租赁构成, 电力和热能业务收入达到 7.94 亿元, 占到总营业收入的 71%, 公司毛利来源主要来自于公司的电力和热能业务, 达到 2.77 亿元, 占总毛利收入的 79%。2018 年公司收购国望高科, 2018 年公司主营业务收入达到 184.4 亿元, 公司毛利来源变更为 DTY、POY、FDY 产品, 涤纶长丝毛利收入达到 23.55 亿元, 占总毛利收入的 92.5%。

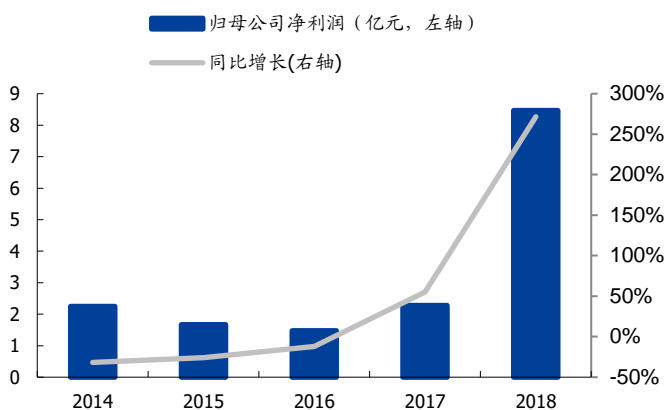
公司营业收入从 2014 到 2017 年稳步增长, 公司于 2018 年 8 月完成了以非公开发行股份的方式购买江苏盛虹科份有限公司和国开发展基金有限公司合计持有的江苏国望高科纤维有限公司 100% 股权重大资产重组, 注入国望高科的长丝业务之后, 2018 年营业收入达到 184.4 亿元, 相比于上年大幅增长 15.58 倍。2018 年, 公司总资产为 218.7 亿元, 较年初增加 62%, 2018 年国望高科净利润可达 14.37 亿元, 扣除商誉减值准备 5.9 亿元, 2018 年归属于母公司的净利润为 8.47 亿元, 2018 年公司的资产负债率达到 41%。

图表 8: 2014-2018 年公司营业总收入变化



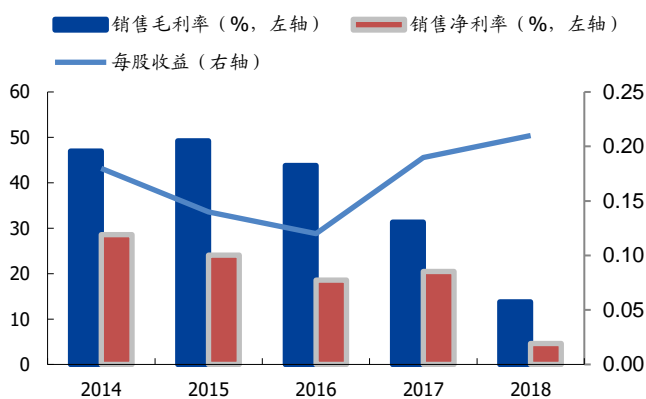
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 9: 2014-2018 年公司归母净利润变化



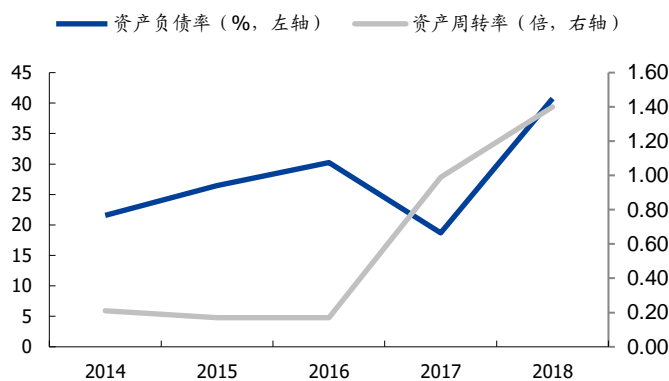
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 10: 2014-2018 年公司每股收益、净利率、毛利率变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 11: 2015-2018 年公司资产负债率、资产周转率变化

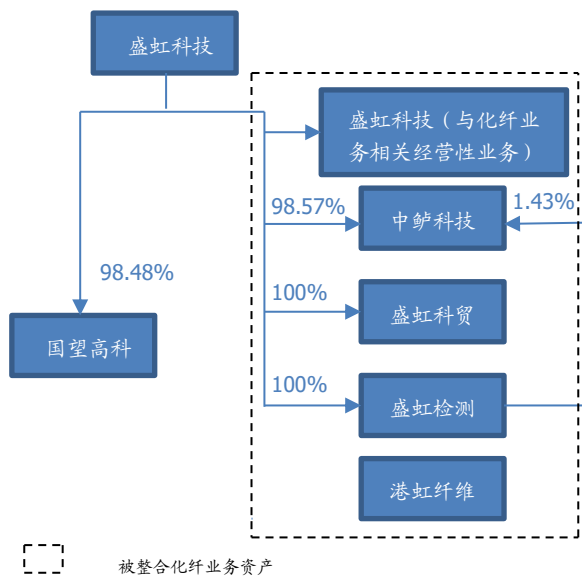


资料来源: wind、国盛证券研究所

## 1.2 公司注重研发创新投入，其涤纶长丝产品定位中高端市场

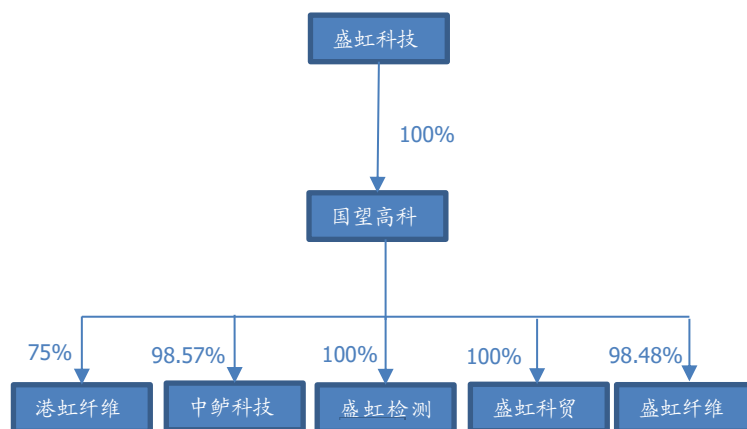
国望高科于 2017 年 5 月启动了化纤业务板块的资产整合工作，收购盛虹科技所拥有的化纤业务和实际控制人控制的化纤业务经营主体的股权，包括中鲈科技、港虹纤维、盛虹检测、盛虹科贸，盛虹科技化纤业务经营性资产全部进入国望高科。具有 10 万吨差别化化学纤维产能的中鲈科技，建设中的港虹纤维以及提供配套服务的盛虹检测、盛虹科贸均成为国望高科子公司。至此，国望高科成为实际控制人控制的化纤业务完整经营实体，产业链延伸至涤纶纤维相关产品的研发、生产、检测、销售等全部环节，产品结构覆盖了民用涤纶长丝、聚酯切片、PTT 纤维及其各种细分产品。国望高科产业链和业务结构得到全面完善，有利于未来充分发挥业务协同优势。

图表 12: 国望高科资产整合前化纤业务股权架构



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 13: 国望高科资产整合后化纤业务股权架构



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 14: 整合后国望高科的主要产品和产能

公司名称	主要产品	产能(万吨/年)
国望高科(整合前)	DTY、FDY、POY	120
盛虹纤维	DTY、FDY、POY	60
中鲈科技	聚酯切片、DTY、FDY、POY	10
港虹纤维	建成后主要产品为 DTY、FDY、POY	20(2018 年底投产)

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

国望高科、盛虹科技、中鲈科技均为化纤的生产实体,其生产产能、主要生产装置、产品定位、生产工艺均存在一定差异,从而能够更好的满足客户对于产品的差异化、多元化的需求。

图表 15: 国望高科的主要差异化产品

差异化类型	特性	主要用途
细旦	单丝直径极小,为真丝的 1/10,单丝数量极多,手感特别柔软,织物更加舒适	家居毛毯,女士高档服装、运动服、功能性面料
全消光	消光度好、均匀性好,光泽柔和、抗紫外线性能强	窗帘、泳装、运动服,家居毛毯、纺皮革
阳离子	使用阳离子染料染色提高涤纶长丝的染色性能,使织物颜色鲜艳、亮丽	运动 T 恤、沙发布窗帘、混纺多色织物,围巾
阳涤	阳离子涤纶长丝与普通涤纶长丝复合,可形成不同组成比例的阳涤风格,获得双色或者多色效果(包括异色,深浅,留白)	运动 T 恤、瑜伽服、户外运动面料
海岛复合丝	通过海岛 POY 及高收缩 FDY 加弹复合后形成海岛复合 DTY。	鹿皮绒面料、鞋材、擦拭布家纺
色丝	由聚酯切片和色母粒(色粉)经过高温熔融纺丝而成。	色织面料,用于服装家纺等

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所



国望高科、盛虹科技、中鲈科技三家公司运输距离短，内部交易的运输成本低，三家公司可以对不同产品的原材料需求情况进行整合，通过部分原材料的内部优先供应，能够有效保证原材料供应的及时性，进一步降低整体生产成本，提高产品竞争力和整体盈利能力。

图表 16: 国望高科、中鲈科技、盛虹科技之间的运输距离



国望高科将发展重点放在产业链的中高端，主攻差异化、功能性民用涤纶长丝产品，现已掌握了超细纤维、记忆纤维、生物基合成高分子纤维、全消光熔体直纺聚酯纤维、阳离子超细纤维等技术，是全球领先的全消光系列纤维、超细纤维和“阳涤复合”等多组份复合纤维供应商。目前，国望高科已在差异化纤维等生产线上全面采用智能加工系统及信息化升级改造，开发了纺丝智能加工（落筒包装）系统、加弹智能加工系统及工厂环节智能物流系统，建立了工业化、智能化、信息化融合的现代化企业，明显提升了生产效率及产品品质。同时，国望高科产品差异化率亦高于同行业企业平均水平，产品质量及产品交付能力处于行业内领先水平，盈利能力较强。

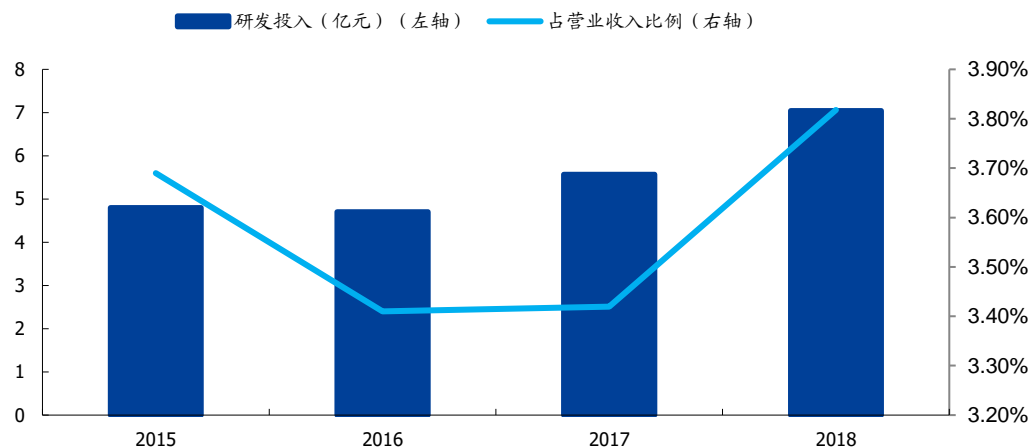
图表 17: 国望高科的核心技术

序号	项目名称	生产技术所处阶段	来源	技术水平
1	PTT/PET 复合超细弹性牵伸丝	试生产	自主研发	国内领先
2	常压易染阳离子增强型涤纶长丝	试生产	自主研发	国内领先
3	十字型涤锦复合纤维	试生产	自主研发	国内领先
4	切片纺大有光全牵伸丝	大规模生产	自主研发	国内先进
5	阳离子染料可染改性涤纶低弹丝	大规模生产	自主研发	国内先进
6	阳离子染料可染改性涤纶牵伸丝	大规模生产	自主研发	国内领先
7	仿棉系列涤纶长丝	大规模生产	自主研发	国内领先
8	纺丝加弹技术联合创新 75D 功能性涤纶长丝	小规模生产	自主研发	国内领先
9	抗菌功能性纤维	试生产	自主研发	国际先进

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

国望高科始终以研发作为企业的立根之本, 始终保持较大的研发投入强度, 2018 年研发投入达到 7.04 亿元, 占营业收入的 3.82%; 相比于上期占比增加, 保持逐年递增的趋势。

图表 18: 2015-2018 年国望高科的研发投入



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 19: 2015-2018 年国望高科的研发投入占比

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
研发投入 (亿元)	4.8	4.7	5.57	7.04
营业收入 (亿元)	131.9	138.6	162.9	184.4
占营业收入比例	3.69%	3.41%	3.89%	3.82%

资料来源: wind、国盛证券研究所

2019年3月1日东方盛虹发布公告,公司全资子公司江苏国望高科纤维有限公司拟以现金6799.98万元,收购盛虹新材料持有的苏州苏震生物工程有限公司100%股权。盛虹新材料承诺,苏震生物2019年度、2020年度、2021年度实现的归属于母公司的净利润数合计不低于2539万元。公司表示,苏震生物PTT纤维完整生产线基本建成, PDO的生产工艺经过不断完善,目前技术已成熟,产品具有较强的市场竞争力,拟收购苏震生物股权引入生物基PDO及新型生物基纤维高新生产技术,以进一步提高公司化纤产品差异化率,提升化纤产业竞争力。

经过多年持续研发,苏震生物PDO的生产工艺已经完善,生产的PDO产品质量稳定,经客户进一步聚合得到的PTT产品质量较高,获得市场普遍认可,具有较强的市场竞争力。目前, PDO能够达到每月600吨的保底生产量,除保证企业再生产PTT产品所需以外,还能够部分对外销售满足市场需求。

2019年初,苏震生物年产5万吨PTT纤维生产线已基本建成,具备试生产条件。公司预测2019年PTT产量超过15000吨,未来年度产能逐步扩大。PTT纤维市场前景广阔,市场需求良好,未来苏震生物PTT销量将随着产能扩大逐年增长。

图表 20: 公司预测苏震生物未来三年营业收入和利润

	2019年	2020年	2021年
营业收入(万元)	37203.63	42296.57	47757.31
净利润(万元)	509.92	573.57	1454.19

资料来源:公司公告、国盛证券研究所

图表 21: 苏震生物拥有的专利

序号	名称	专利类别	专利状态
1	一种1,3-丙二醇发酵液膜过滤分离方法	发明专利	专利权维持
2	一种发酵液电渗析脱盐浓室液的分离回收办法	发明专利	专利权维持
3	一种用于1,3-丙二醇和2,3-丁二醇发酵液预处理的设备	实用新型	专利权维持
4	一种颗粒炭吸附塔投炭设备	实用新型	专利权维持
5	一种颗粒活性炭吸附塔投炭设备及工艺	发明专利	等待实审提案
6	一种用于1,3-丙二醇和2,3-丁二醇发酵液预处理的设备及工艺	发明专利	等待实审提案
7	醇和2,3-丁二醇纯化的设备及工艺	发明专利	等待实审提案
8	一种1,3-丙二醇发酵液脱盐除杂系统	实用新型	专利权维持
9	一种通气混合装置	实用新型	专利权维持
10	一种蒸发器用导热油的温控系统	实用新型	专利权维持
11	一种1,3-丙二醇发酵液脱盐除杂系统及方法	发明专利	等待实审提案
12	一种带有悬挂臂的电渗析隔板	实用新型	专利权维持
13	一种1,3-丙二醇发酵液连续电渗析脱盐系统	实用新型	专利权维持
14	一种发酵液电渗析脱盐浓液室的分离回收装置	实用新型	专利权维持
15	一种用于1,3-丙二醇和2,3-丁二醇纯化的设备	实用新型	专利权维持

资料来源:公司公告、国盛证券研究所

2018年11月,江苏东方盛虹股份有限公司二级全资子公司盛虹纤维获得《高新技术企业证书》,根据国家对高新技术企业税收优惠政策的相关规定,盛虹纤维自通过高新技术企业认定后,将连续三年(即2018年-2020年)享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策,即按15%的税率缴纳企业所得税。盛虹纤维被认定为高新技术企业对公司的经营

发展将产生积极的推动作用，有利于形成持续创新机制，保持技术领先优势，进一步提高核心竞争力。

### 1.3 长丝产品差别化率高，公司盈利能力大幅提升

国望高科是一家从事民用涤纶长丝的研发、生产和销售的公司，产品覆盖 POY、FDY 及 DTY 等多个系列，其生产的民用涤纶长丝主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等下游领域。

图表 22: 国望高科的主要产品和用途

产品		定义	图示	产品特性	主要用途
民用涤纶长丝	DTY	涤纶低弹丝 (Draw Texturing Yarn) 是涤纶化纤的一种变形丝类型，它是以聚酯 (PET) 为原料，采用高速纺制涤纶预取向丝 (POY)，再经牵伸假捻加工而成。		具有弹性模量高、热定型性优异、回弹性好、耐热性、耐光性、耐腐蚀性强、易洗快干等特点外，还具有蓬松性高、隔热性好、手感舒适等特点。	是针织或机织加工的理想原料，适宜制作服装面料 (如西服、衬衫)、床上用品 (如被面、床罩、蚊帐) 及装饰用品 (窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布) 等。
	FDY	涤纶全牵伸丝 (Fully Drawn Yarn)，在纺丝过程中引入拉伸作用，可获得具有高取向度和中等结晶度的卷绕丝，为全牵伸丝。		具有强度高，热塑性好，耐磨性好，耐光性好，耐腐蚀，弹性及蓬松性一般等特点。	涤纶FDY经常通过经编加工成里料、衬布等，在服装和家纺方面有广泛的用途。
	POY	涤纶预取向丝 (Pre-oriented Yarn)，指通过高速纺丝取得一定取向度，介于拉伸丝和未取向丝之间的未完全拉伸的初生丝。		涤纶半成品，有一定的取向度及结晶度，后加工性能好。	POY一般不直接用于织造。大多经过加弹加工成DTY成品，也可以加工成ATY (空气变形丝) 再做成面料，还有一部分与FDY合股加工成成品。

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

2017年，公司 DTY 产能已经达到 81.35 万吨，FDY 产能达到 29.63 万吨，POY 产能达到 47.48 万吨，其中 DTY 产能利用率达到 99.95%，FDY 产能利用率达到 88.06%，POY 产能利用率达到 112.81%。

图表 23: 国望高科主要产品的产能、产量、产能利用率 (单位: 万吨, %)

产品	2017 年			2016 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
DTY	81.35	81.35	99.95	80.59	82.26	102.07	79.67	82.23	103.21
FDY	29.63	26.09	88.06	29.91	26.07	87.16	29.94	27.11	90.56
POY	47.48	53.56	112.81	47.51	48.44	101.95	39.70	42.25	106.41
合计	158.50	161.00	101.58	158.01	156.77	99.21	149.31	151.59	101.52

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

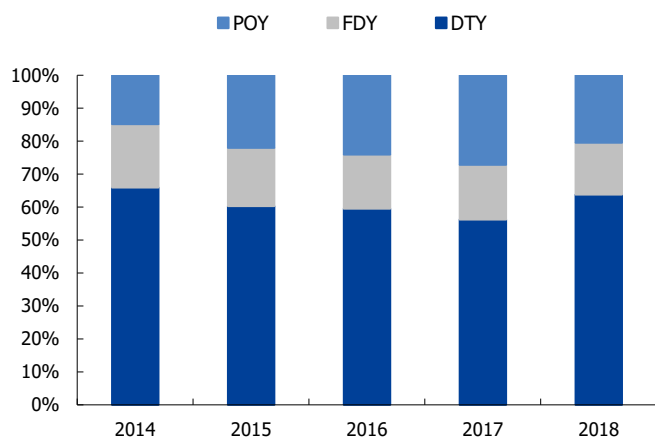
国望高科的主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，年产量位居国内前列，市场地位突出。截止到2017年底，国望高科三种主要涤纶丝产品的销量分别为79万吨、25.65万吨、53.29万吨。国望高科2015年在产品销量增长的情况下，主营业务收入出现小幅下滑，2016年下半年涤纶丝价格开始上涨，2016年、2017年和2018年的主营业务收入稳步增长，其中DTY、POY涤纶长丝营业收入占总主营收入比重较高。

图表 24: 国望高科主要产品的产量、销量及产销率 (单位: 万吨, %)

项目	2017年			2016年			2015年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
DTY	81.35	79.00	97.11	82.26	85.00	103.33	82.23	80.59	98.00
FDY	26.09	25.65	98.31	26.07	26.96	103.43	27.11	26.46	97.58
POY	53.56	53.29	99.50	48.44	48.26	99.62	42.25	42.04	99.51
合计	161.00	157.94	98.10	156.77	160.22	102.20	151.59	149.09	98.35

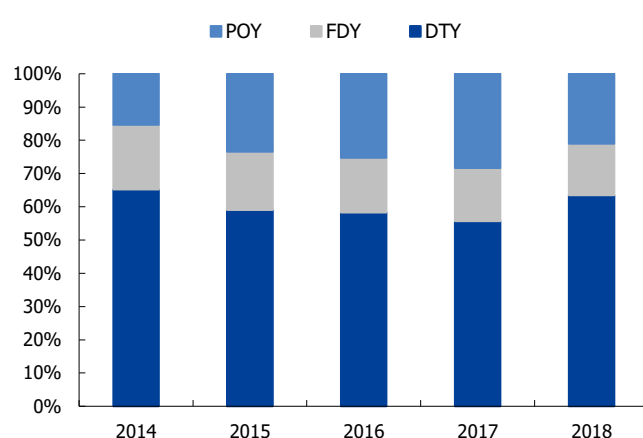
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 25: 2014-2018 年国望高科主营业务收入按产品类别构成



资料来源: wind、国盛证券研究所

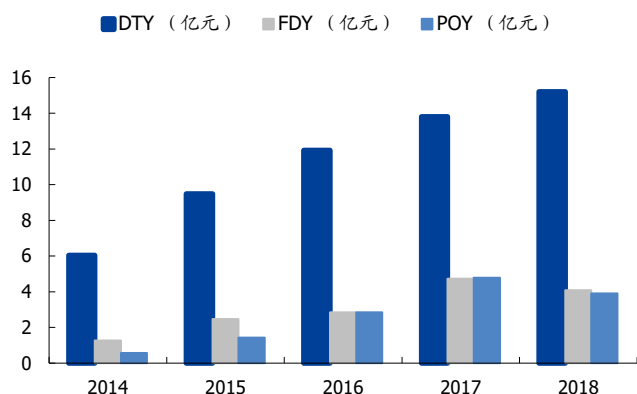
图表 26: 2014-2018 年国望高科主营业务成本按产品类别构成



资料来源: wind、国盛证券研究所

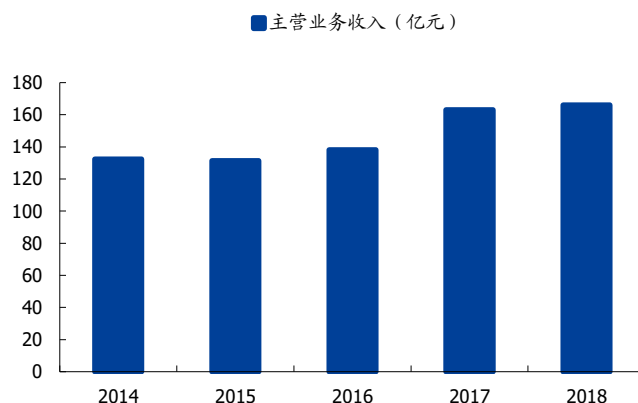
国望高科产品差别化率高于同行业企业平均水平，产品质量及产品交付能力处于行业内领先水平，2015年、2016年、2017年、2018年归属于母公司所有者的净利润分别为6.3亿元、10.9亿元、14.3亿元、14.37亿元。净利润水平逐年增加，保持稳定增长趋势，盈利能力较强。国望高科 DTY 涤纶长丝的业务市场竞争力较强，是报告期内最主要的盈利来源，2015年、2016年、2017年和2018年 DTY 毛利额占国望高科总毛利额的比例分别为 67.73%、65.55%、63.92%和 66.55%。

图表 27: 2014-2018 年国望高科主要产品的毛利额占比分析



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 28: 2014-2018 年国望高科的主营业务收入



资料来源: wind、国盛证券研究所

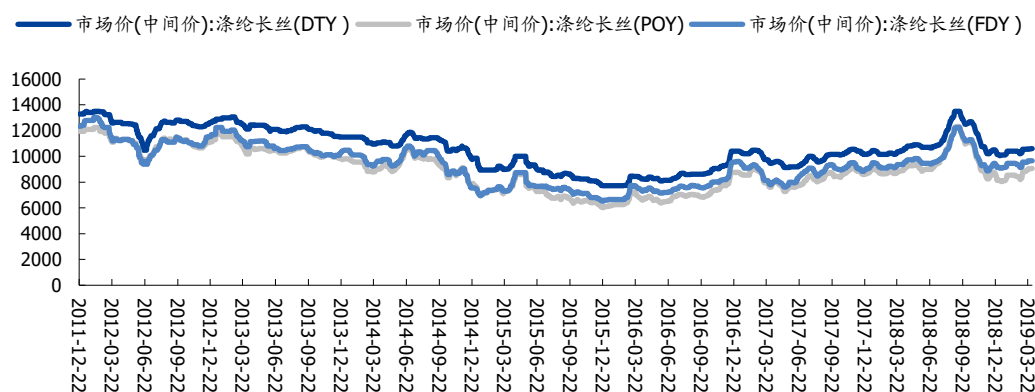
国望高科的主要产品 (POY、FDY、DTY) 的销售均价与市场均价的变动趋势基本保持一致, 2015 年开始, 受到 PTA、MEG 等原材料价格的影响, 民用涤纶长丝的市场价格在 2015 年上半年经历上涨后逐渐下跌并在低位徘徊; 2016 年下半年随着原材料价格的上涨以及下游需求的增加, 民用涤纶长丝的市场价格开始小幅上涨; 2017 年民用涤纶长丝的市场价格呈现整体上升趋势; 2018 年民用涤纶长丝价格呈现小幅上涨, 其中 POY 价格涨幅较大。

图表 29: 2015-2018 年国望高科主要产品的市场价格 (单位: 元/吨)

名称	2018 年		2017 年		2016 年		2015 年
	均价	增长率	均价	增长率	均价	增长率	均价
DTY	11969.35	8.8%	11002.31	18.75%	9264.89	-2.49%	9501.54
FDY	10614.16	5.7%	10039.75	24.60%	8057.73	-5.09%	8490.28
POY	9948.52	26.3%	7876.50	19.24%	6605.57	-0.83%	6660.72

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 30: 2011-2019 年 DTY、FDY、POY 市场价情况 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

#### 1.4 盛虹集团化工资产实力雄厚, 未来有望实现上下游一体化布局

盛虹控股集团有限公司成立于 1992 年, 总部位于苏州盛泽。目前, 集团形成了以石化、

纺织、能源为主业的国家级创新型高科技产业集团，旗下拥有研发、生产、投资、贸易、服务等公司 20 余家。盛虹集团专注于实体经济发展，公司业务范围涉及石化产业、纺织产业、能源产业。目前盛虹集团旗下子公司包括盛虹印染、斯尔邦石化、盛虹炼化、江苏盛泽燃机热电厂、盛虹石化、国望高科等。

图表 31: 盛虹集团旗下的主要化工资产

企业名称	所处产业	主营业务	公司项目
斯尔邦石化	石化产业	乙烯、丙烯及其衍生物	连云港 240 万吨/年醇基多联产
虹港石化	石化行业	PTA	150 万吨/年 PTA 项目, 在建 240 万吨
盛虹炼化(已注入上市公司)	石化行业	炼化一体化	连云港 1600 万吨炼化一体化项目
盛虹印染	纺织产业	印染	
热电分厂	能源行业	集中供热和热电联产	

资料来源: 公司新闻、国盛证券研究所

图表 32: (2018 前三季度) 东方盛虹同行业财务数据比较 (单位: 亿元)

序号	公司名称	总收入	净利润	总资产
1	荣盛石化	615.82	17.69	1112.86
2	恒逸石化	607.64	22.05	547.54
3	恒力股份	435.71	36.53	1151.01
4	桐昆股份	308.02	25.03	322.34
5	新凤鸣	235.36	14.56	171.81
6	<b>东方盛虹</b>	<b>133.32</b>	<b>6.50</b>	<b>226.80</b>

资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2 新增产能大幅放缓, PTA 行业景气度有望持续

### 2.1 全球 PX 产能将剧增, PTA 原料供给端压力减小

中国作为世界上的 PX 生产和需求大国, 由于多种原因, PX 产能增速和 PTA-聚酯行业增速不匹配, 自给率常年保持在 50% 以下。且由于 PX 长期供不应求, 使得亚洲 PX 生产企业处于行业中享有话语权的强势地位。PX 的生产地主要集中于东北亚, 中国台湾和东南亚地区, 2018 年度中国进口数量为 1590.4 万吨, 同比增长 10.2%, 进口主要来自于韩国、日本和台湾等国家和地区。国内需求的大幅增长促使了亚洲周边国家 PX 企业开始了新一轮的产能扩张。至 2019 年 3 月, 中国已建成的 PX 项目共 16 个, 形成总计 1453 万吨/年 PX 产能。由于福海创 160 万吨/年产能自 2015 年停产至今, 因此, 现阶段中国实际运行中的 PX 产能仅为 1293 万吨/年。

2019 年亚洲区域内 PX 新增产能为预计 1330 万吨/年, 其全部为国内新建装置, 包括全球新建中单套生产能力最大的恒力石化 450 万吨/年 PX 装置及浙江石化一期项目 400 万吨/年 PX 装置; 而 PTA 新增产能投放中, 预期新凤鸣 220 万吨/年装置产出效应将在 2019 年底显现, 从而若上述装置均如计划投产, 国内 PX 市场缺口预期将减少至少 213.01 万吨, 因此 2019 年中国 PX 市场供应紧俏局面将步入快速改善通道, 进而从亚洲地区其他国家进口的对二甲苯货源亦将伴随性出现下滑。到 2020 年, 中国将总计形成 3496 万吨/年 PX 产能, 届时 PX 需求量预计为 2850 万吨/年, 中国可能从 PX 进口国转变为出口国, 意味着外源 PX 的话语权将会大幅减弱, 使得未来产业链利润趋于平均。

图表 33: 2018 年中国 PX 生产厂商及产能统计

	厂家	产能 (万吨)	省份
1	恒力石化	450	辽宁省
2	宁波中金	160	浙江省
3	福佳大化	140	辽宁省
4	青岛丽东	100	山东省
5	乌石化	100	新疆
6	惠州中海油	95	广东省
7	上海石化	85	上海市
8	扬子石化	80	江苏省
9	福建联合	77	福建省
10	四川石化	75	四川省
11	辽阳石化	70	辽宁省
12	镇海炼化	65	浙江省
13	金陵石化	60	江苏省
14	海南炼化	60	四川省
15	中化弘润	60	山东省
16	天津石化	37	天津市
17	洛阳石化	22.5	河南省
18	齐鲁石化	6.5	山东省
	共计	1743	

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 34: 2018-2020 年中国新增 PX 生产企业及产能

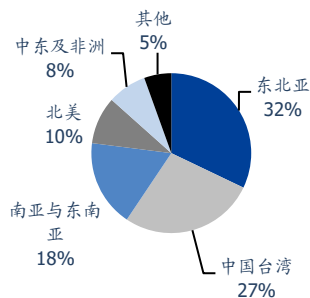
企业名称	产能 (万吨)	时间	地区
海南炼化	60	2018 年	海南
中海油惠州	100	2018 年	惠州
中化泉州	80	2018 年	泉州
恒力炼化	450	2018 年底	大连
2018 年合计	690		
宁波中金二期	200	2019 年	宁波
浙石化一期	400	2019 年	舟山
河北新华联合石化	400	2019 年	河北
广西北部湾扬帆能源 化工投资有限公司	100	2019 年	广西
中石化塔河炼化	100	2019 年	新疆
汉邦石化	160	2019 年	天津
河北玖瑞	80	2019 年	河北
2019 年合计	1440		
中国兵器工业集团	140	2020 年	辽宁
华电煤业集团	50	2020 年	陕西
2020 年合计	190		

资料来源: 亚化咨询、国盛证券研究所



图表 35: PX 产能主要分布地区

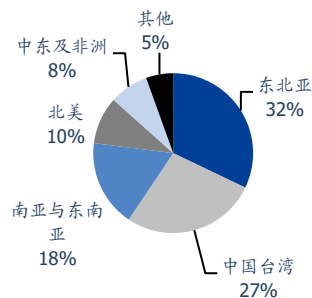
■东北亚 ■中国台湾 ■南亚与东南亚 ■北美 ■中东及非洲 ■其他



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

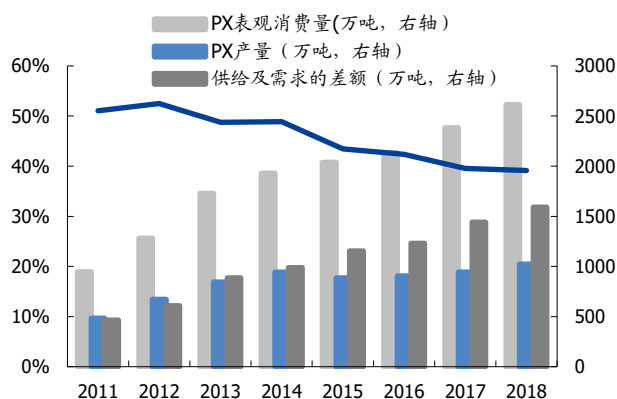
图表 36: 中国 PX 进口主要来源分布

■东北亚 ■中国台湾 ■南亚与东南亚 ■北美 ■中东及非洲 ■其他



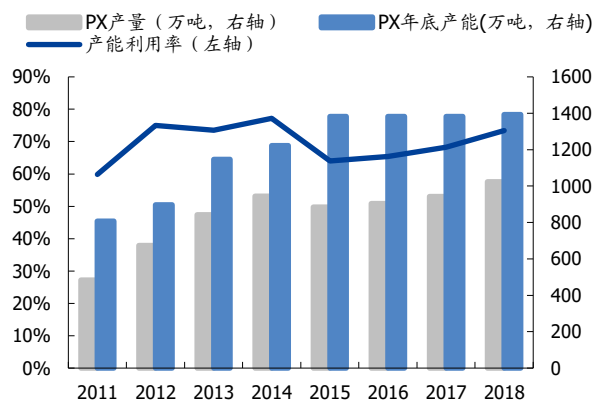
资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 37: 2011-2018 年中国 PX 产能产量



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 38: 2011-2018 年中国 PX 自给程度



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

## 2.2 2019 年新增产能停滞, PTA 行业景气度有望维持高位

回顾我国 PTA 的发展历程, 2011 年是一个重要的转折点, 从 2000-2006 年期间, 国内 PTA 产量增长较为缓慢, 不能满足聚酯行业对 PTA 的需求, PTA 进口量快速上升, 从 250 万吨迅速上升至 700 万吨。2007-2011 年, 一方面受经济危机影响 PTA 需求增速放缓, 另一方面 PTA 产量开始快速增加, 进口量保持稳定, 年进口量基本维持在 600 万-700 万吨左右。2012 年开始, 由于 PTA 产能的增长, 国内 PTA 产量和企业竞争力都快速上升, PTA 进口量开始快速下降, 2014 年 PTA 进口量 116 万吨, 2015 年仅为 75.2 万吨, 不到 2011 年进口量的 1/8。与此同时, 由于国内产能过剩逐渐显现, 对外出口成为 PTA 生产企业的选择之一。2013-2015 年, PTA 出口量从 12.6 万吨快速上升至 62.3 万吨。

经过 2011-2015 年的产能集中投放, 国内 PTA 装置开工率不断下滑, 2016 年平均开工率达到 65.85%。2017 年 PTA 开工率出现反弹, 国内 PTA 装置平均开工率大幅提升至 69.57%, 2018 年 PTA 开工率达到 79.42%, 开工率的大幅提升也预示着 PTA 行业下游需求旺盛。

库存方面，自2014年初以来，国内PTA库存天数持续下降，2014-2016年由6.5天大幅下降至2.7天。2017年国内PTA平均库存天数降低至2.4天，库存天数持续下降并处于低位，对国内PTA市场形成有力支撑，2018年库存天数有所缓和，达到3.1天。2018新增产能大幅下降，PTA市场库存量少，同时下游需求旺盛，促进了PTA价格回调，利润空间加大。同时，PTA和原料PX之间的价差变大，从而进一步保证了PTA的盈利空间。

由于行业多年的困境以及产能供需差的制约，近几年进入PTA行业的投资者大大减少，2018年PTA新增投产产能较少，当前确定在建的项目尽管规模较大，但基本会在2019年底和2020年初正式投产，因此在2019年的PTA行业供给局面不会受到太大影响，在下游需求大幅增加的情况下，PTA行业的景气度有望维持高位。

2017年国内PTA表观消费量和产量基本持平，2018年PTA产量进一步增加，产量略高于表观消费量，从2011年以来，国内产量持续增长，PTA进口依存度逐年降低。

图表 39: 目前国内PTA主要生产厂商和产能统计

厂家	产能(万吨)	省份
1 恒力石化	660	辽宁
2 逸盛大化	600	辽宁
3 宁波逸盛	485	浙江
4 福海创	450	福建
5 桐昆股份	390	浙江
6 江阴汉邦	280	江苏
7 海伦石化	240	江苏
8 珠海BP	235	广东
9 海南逸盛	200	海南
10 虹港石化	150	江苏
11 华彬石化	140	浙江
12 宁波台化	120	浙江
13 仪征石化	100	江苏
14 扬子石化	100	江苏
15 重庆蓬威	90	重庆
16 利万聚酯	70	浙江
17 亚东石化	70	上海
18 佳龙	60	福建
19 上海石化	40	上海
20 天津石化	34	天津
21 洛阳石化	32.5	河南
22 乌石化	9	乌鲁木齐
合计	4555.5	

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 40: 2019-2022 年 PTA 新增产能

	省份	厂家	产能 (万吨)	预计投产时间
1	四川	晟达	100	2019
2	新疆	中泰昆玉	120	2019
3	浙江	新风鸣	240	2019
	2019 年新增产能合计			460
4	新疆	蓝山屯河	60	2020
5	浙江	逸盛宁波石化	360	2020
6	大连	恒力石化	250	2020
7	江苏	虹港石化	240	2020
8	福建	福建百宏	240	2020
9	浙江	宁波台化	150	2020
	2020 年新增产能合计			1300
10	宁夏	宝塔石化	120	2021
11	浙江	华彬石化	220	2021
	2021 年新增产能合计			340
12	浙江	桐昆石化	500	2022
13	江苏	江阴汉邦	220	2022
	2022 年新增产能合计			720
	<b>在建总产能</b>			<b>2820</b>

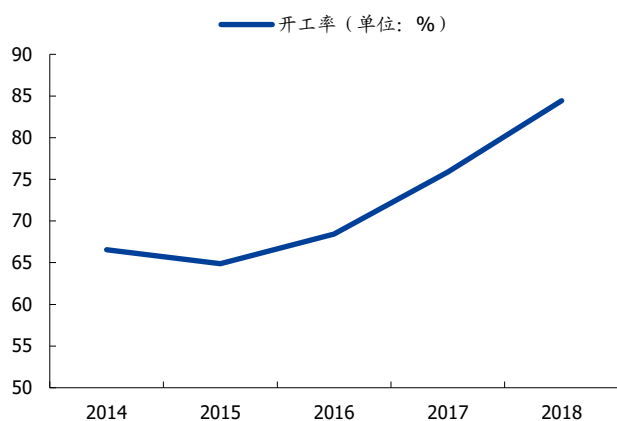
资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 41: PTA 已关停产能

	公司名	产能 (万吨/年)	停车时间	省份
1	厦门腾龙	165	2016/04	福建
2	华彬石化	180	2015/03	浙江
3	辽阳石化	80	2013/06	辽阳
4	逸盛宁波	65	2013/12	浙江
5	珠海 BP	60	2014/01	广东
6	扬子石化	35	2014/05	江苏
7	正昊化纤	8.5	2007/01	山东

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 42: 2014-2018 年国内 PTA 行业开工率



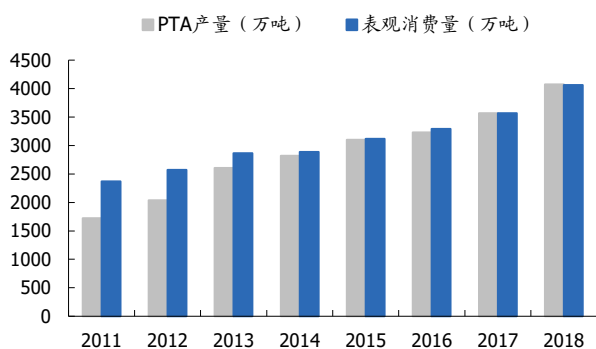
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 43: 2013-2019 年国内 PTA 库存天数



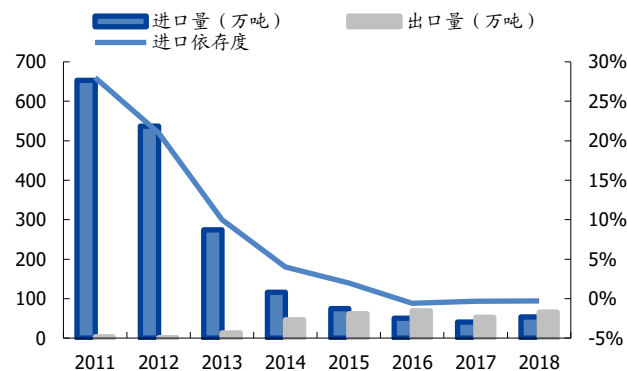
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 44: 2011-2018 年国内 PTA 产量及表观消费量



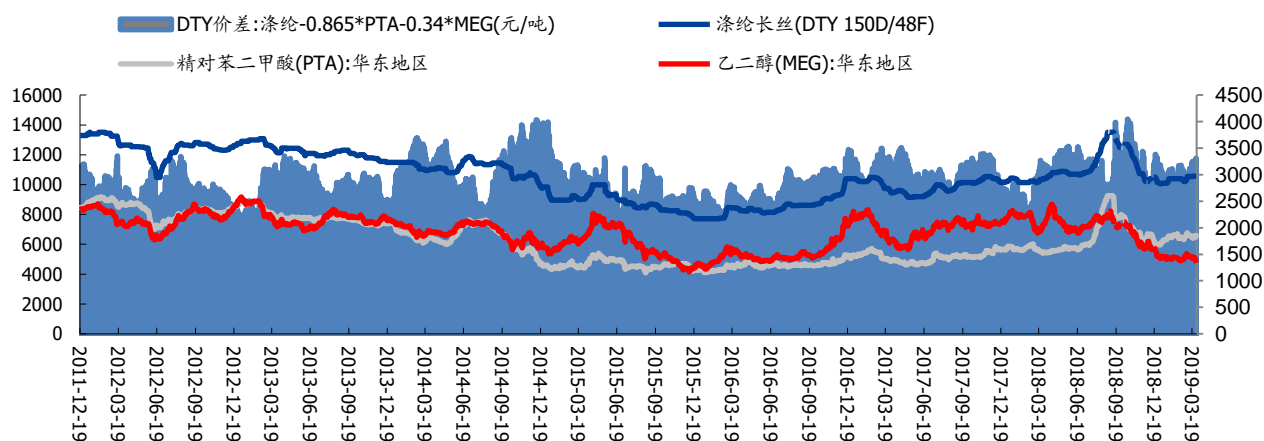
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 45P: 2011-2018 年 PTA 进出口情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 46: 2011-2019 年 DTY 的价格和价差趋势图



资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2.3 盛虹集团继续扩建 PTA 产能，并承诺择机注入上市公司完善产业链

2010 年，盛虹集团积极延伸产业链，从盛泽北上连云港，依托港口优势、区位优势、产业优势，建设新型石化产业集聚区。截止目前，盛虹已投资超 300 亿元，建成了斯尔邦石化 240 万吨/年醇基多联产、虹港石化 150 万吨/年 PTA 项目，并完整配套了约 140 万立方米的液体化工仓储、2 个 5 万吨级液体化工码头以及热电联产等项目。

虹港石化于 2011 年 03 月 11 日成立，主要负责建设、运营精对苯二甲酸(PTA)项目。一期工程规模为年产 150 万吨 PTA，已于 2014 年建成投产，主要包括 PTA 主装置、辅助生产装置及配套公用工程等，该项目主要为盛虹控股集团化纤产业提供原料，已于 2014 年 7 月建成投产，目前集团正建设 PTA 二期 240 万吨产能项目，项目采用英威达 P8 技术，预计 2020 年开始投产，投产后将全面提高集团 PTA 业务的竞争力。

东方市场发行股票购买国望高科重组完成后，缪汉根、朱红梅成为东方市场的实际控制人。国望高科主要通过虹港石化采购 PTA，虹港石化是国内 PTA 的主要供应商之一，产品质量及产品供应均比较稳定，国望高科与虹港石化存在长期合作关系。为解决国望高科向江苏虹港石化有限公司采购 PTA 的关联交易，维护东方市场及中小股东的利益，公司作出承诺在虹港石化年度经审计扣非后归属于母公司所有者的净利润为正且符合相关法律法规的条件下，在一年内将启动将虹港石化整体注入上市公司的工作。

图表 47: 虹港石化财务数据 (单位: 万元)

项目	2018 年一季度	2017 年度
营业收入	183618.77	665404.92
营业成本	172455.20	648946.77
营业利润	8875.09	-3653.19
利润总额	9001.09	-3548.89
归属于母公司所有者的净利润	6723.00	-3533.60
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	6485.70	-4073.78

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

虹港石化 2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 -4073.78 万元，随着供给侧改革的不断深入，行业内落后产能逐步淘汰，PTA 行业已经进入复苏期，未来虹港石化的持续盈利能力将持续提升，2018 年第一季度虹港石化扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 6485.70 万元，已经实现了盈利。

## 3 连云港 1600 万吨炼化项目打开公司未来五年发展空间

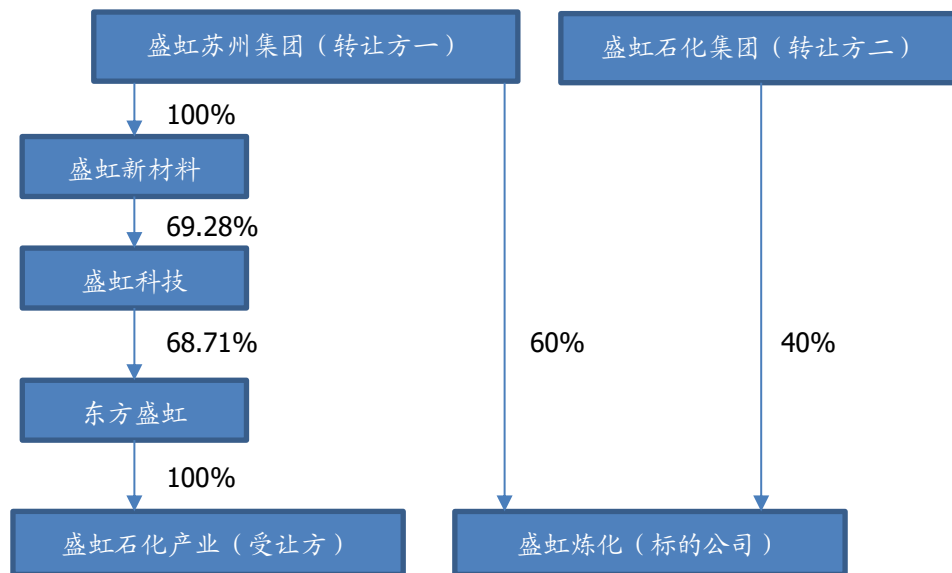
### 3.1 盛虹石化 10.11 亿现金收购连云港盛虹炼化，1600 万吨炼化项目注入上市公司

东方盛虹于 3 月 8 日发布公告，公司全资子公司盛虹石化产业发展有限公司与盛虹集团有限公司、盛虹石化集团有限公司签订了《股权收购协议》，石化产业以现金方式收购盛虹石化、盛虹苏州合计持有的盛虹炼化 100% 股权。根据资产评估报告，盛虹炼化股东全部权益价值为 9.61 亿元。本次交易以资产评估报告的评估结果作为定价依据，同时结合盛虹炼化于审计、评估基准日后收到股东增资金额 5000 万元，经共同协商，交易各

方一致同意，盛虹炼化 100% 股权的交易价格为 10.11 亿元。本次交易完成后，公司通过石化产业间接持有盛虹炼化 100% 股权，盛虹炼化将纳入上市公司合并财务报表范围。

盛虹炼化有限公司是“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体，盛虹炼化一体化项目被列为江苏省重大项目，已于 2018 年 12 月 14 日开工建设，目前处于建设初期，预计将于 2021 年建成投产。

图表 48: 盛虹石化收购关联方关系



中国正进入炼化一体化项目建设的高峰期，民营企业向上游积极拓展产业链，成为了炼化一体化项目建设的主力。江苏东方盛虹股份有限公司本次拟收购盛虹炼化，是响应国家发展高端石化产品，推进炼油和化工一体化发展战略的重要举措，有助于上市公司形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”新型高端纺织产业链，符合上市公司长远规划和发展战略，有利于提高上市公司综合竞争能力以及盈利能力。

图表 49: 国内炼化一体化项目预计投产计划表

项目	规模 (万吨/年)	预计投产时间	省份
浙江石化炼化一体化项目一期	2000	2019 年	浙江
中科炼化一体化项目	1000	2019 年	广东
古雷炼化一体化项目	1600	2020 年	福建
旭阳东奥炼化项目	1500	2020 年	河北
洛阳石化炼油结构调整项目	1000	2020 年	河南
中委广东石化炼化一体化项目	2000	2021 年	广东
盛虹炼化一体化项目	1600	2021 年	江苏
新华联合石化	2000	2020 年	河北
一泓炼化一体化项目	1500		河北
中东海湾炼化	1500		河北

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

### 3.2 盛虹炼化项目启动，实现炼油、芳烃、乙烯一体化格局

盛虹炼化一体化项目是集炼油、芳烃、化工、润滑油为一体的炼化一体化项目，项目规划总占地 698.45 公顷，项目建设投资达到 714 亿元，计划建设周期为 36 个月。炼油规模达到 1600 万吨/年，芳烃规模达到 280 万吨/年，润滑油基础油产能约 70 万吨/年，环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯、白油料等化工产品 476.6 万吨/年，生产 MEG 产品 57 万吨/年。从而提高 PX、MEG 等国内紧缺产品产能，降低进口依存度，保证国家产业安全，从而促使我国化纤产业链在全球的地位进一步提升。项目将采用先进技术，建设大规模、物耗能耗低，布局优化，并具有国际竞争力的现代化大型炼化一体化项目，满足华东、华中、华南地区等国内市场对油品、芳烃、化工产品的需求。

盛虹炼化一体化项目是企业合理的战略选择。炼化一体化项目有助于实现集团上下游的一体化。盛虹集团经过多年的发展，其核心产业聚酯和印染已经具备相当实力和技术水平。化纤方面通过注入国望高科的涤纶长丝业务，现公司已经具有完整的知识产权、世界领先的资源可再生 PTT 聚酯、纤维产业链、化纤熔体直纺年纺丝能力 140 万吨，超细纤维技术、产能居世界领先水平。炼化一体化项目的产品正是集团核心业务聚酯的原料，通过本次合理的选择产品链，有助于实现集团上下游的一体化。项目达产后，将打通原料供应途径，打开下游乙烯、丙烯以及芳烃等中间体深加工接口，推动形成上下游协同发展的高端产业集群。

盛虹炼化一体化项目符合国家发展战略，具有政策优势。国家发改委 2013 年 11 月 30 日表示：为了推动江苏省石化产业布局调整，满足长三角地区市场需求，应该抓紧时间编制石化产业基地的规划和一期工程的前期工作。盛虹集团已在该基地建设了 PTA 项目、斯尔邦石化、虹洋热电厂、荣泰仓储和码头等产业。因此，国家强大的政策支持为盛虹炼化一体化项目建设和企业未来的运营提供了良好的环境条件。

图表 50: 盛虹集团 1600 万吨炼化项目主要产品和产能

产品	产能 (万吨/年)	产品	产能 (万吨/年)
汽油	240	戊烷发泡剂	9.96
煤油	150	200#溶剂油	17.70
柴油	200	化工轻油	20.24
润滑油基础油	61.62	分子筛料	50.59
苯	20.74	D110 溶剂油料	6.32
PX	280	D130 溶剂油料	18.98
C9+芳烃	22.65	5#工业级白油料	12.66
商品液化气	5.57	7#工业级白油料	23.30
硫磺	42.93	丙烯	4.19
高 VA	10	丁二烯	15.23
丙烯腈	27.04	EO	15
乙腈	0.74	MEG	57
甲基丙烯酸甲酯	8.67	DEG	5.77
丙烯酸丁酯	18	TEG	0.4
SAP	24	SM	63.47
醋酸乙烯	22.55	乙烯	12.01
乙烯 C5	8.17	普通 EVA	20

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

广阔的市场前景。有效解决我国及公司 PX 和 MEG 长期依赖于进口的格局，保证国家产业安全。2017 年我国 PTA、涤纶长丝产能占全球的比例达到 60%以上，但 PX、MEG 产能占全球的比例仅 27%，通过置入盛虹炼化一体化项目，公司将重点支持炼化一

体化项目建设,进一步发挥产业协同效应,提升产业竞争力。项目投产后,每年可生产PX产品280万吨、生产MEG产品57万吨,从而提高PX、MEG等国内紧缺产品产能,降低进口依存度,保证国家产业安全,从而促使我国化纤产业链在全球的地位进一步提升。

图表 51: 2018 年国内化工产品主要供需情况

品种	产能 (万吨)	产量 (万吨)	净进口量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	自给率	对外依存度
PX	1393	1023.4	1590.4	2613.8	39%	61%
乙烯	2475	1841	233.3	2074.3	89%	11%
二乙二醇	54.7	46.4	73.3	119.8	39%	62%
醋酸乙烯	314.8	165	8.9	173.9	95%	14%
丙烯	3560	3035	285.8	3320.8	91%	9%
丙烯腈	207.7	179	36.4	215.5	83%	17%
丁二烯	388.9	276	28.4	304.3	91%	10%
苯乙烯	921.2	811.6	300.8	1112.5	73%	27%

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

独特的区位优势。连云港市被确定为实施江苏沿海地区发展国家战略的重点城市之后,在土地、环境容量等方面都为企业的扩张提供了较大的发展空间。依托港口和物流条件,方便大宗原料运入,产品同时可就近辐射中国经济最发达的华东、长三角地区。

图表 52: 公司炼化项目主要化工产品市场定位

产品品种	目标市场定位
乙烯	优先满足连云港石化产业基地的需求,其次是华东地区市场
环氧乙烷	华东地区市场,重点关注周边聚羧酸减水剂单体生产企业
MEG (乙二醇)	盛虹集团自用
二乙二醇	华东地区市场,重点关注周边不饱和聚酯生产企业
醋酸乙烯	优先满足连云港石化产业基地,其次是华东和东南地区市场,还可以考虑出口
EVA 树脂	华东和中南地区市场
丙烯	优先满足连云港石化产业基地的需求,其次是华东地区市场
MMA	华东地区市场,特别是江苏、浙江和上海的下游客户,还可以考虑出口。
丙烯腈	优先供应连云港石化产业基地,其次是华东地区市场,还可以考虑出口
丁二烯	优先供应连云港石化产业基地,其次是华东地区市场,还可以考虑出口
苯乙烯	优先供应连云港石化产业基地,其次是江苏和浙江等华东地区市场,远期向华北地区和中南地区渗透。
SAP	华北和中南地区市场

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

项目采用先进、成熟、可靠的工艺技术,合理的加工流程,生产的优质产品能够满足下游生产、环保要求和周边的市场要求。通过新建常减压蒸馏装置,形成全场原油加工能力达到1600万吨/年;通过新建芳烃联合装置,PX产能达到280万吨/年;利用炼厂副产的轻烃、轻石脑油,新建110万吨/年乙烯裂解装置,并配套新建乙烯、丙烯衍生物的加工,生产高附加值化工产品。



图表 53: 公司炼化项目主要装置和规模

炼油部分		化工装置	
装置名称	规模 (万吨/年)	装置名称	规模 (万吨/年)
常减压蒸馏	1600	乙烯裂解装置	110
焦化	200	裂解汽油加氢	42
重油加氢裂化	900	芳烃抽提	29
沸腾床渣油加氢裂化	330	丁二烯抽提	15
1#加氢裂化	350	EVA	30
2#加氢裂化	360	醋酸乙烯	30
润滑油异构脱蜡	70	EO/EG	60
汽柴油加氢	300	苯乙烯	60
芳烃联合装置	280	丙烯腈	26
烷基化	30	甲基丙烯酸脂甲酯	9
硫磺回收	15*4	丙烯酸及酯	30/18

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

盛虹炼化一体化项目于 2018 年 12 月正式动工, 目前处于建设初期, 预计将于 2021 年建成投产, 建设阶段无营业收入, 非项目建设直接相关的费用计入管理费用, 导致盛虹炼化 2017 年度、2018 年度以及可以预见的 2019 年度、2020 年度出现亏损, 预计未来两年平均每年亏损约 3500 万元。但是项目达产后, 预计可实现不含年销售收入约 722 亿元, 净利润约 76 亿元, 将显著增强公司的盈利能力。

图表 54: 公司连云港 1600 万吨炼化一体化项目经济指标

项目	金额 (亿元)
不含税报批总投资	667.7
不含税建设投资	620
建设期利息	34.76
年均利润总额	101.27
年均净利润	75.94

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 3.3 斯尔邦石化为大股东积累精细化工行业经验, 并着力打造成集团精细化工平台

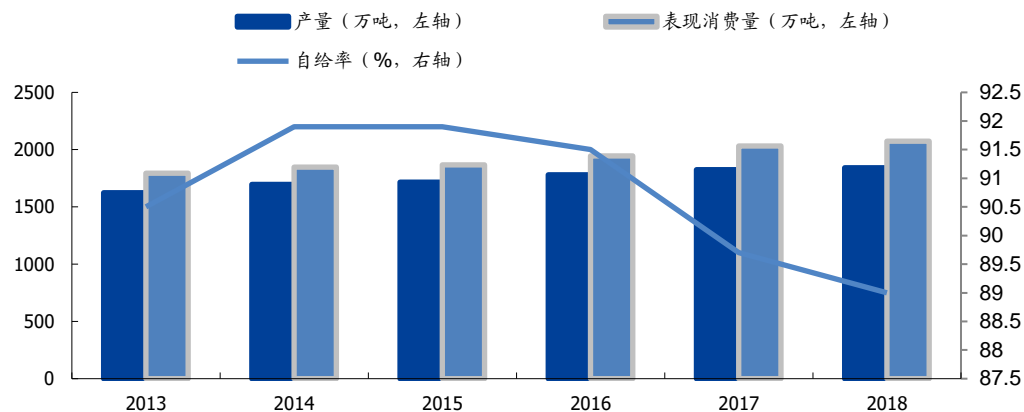
斯尔邦石化项目是盛虹控股集团发展石化产业、完善主营业务产业链的龙头项目, 符合国家产业政策、符合国家“一带一路”建设、《石化工业“十三五”发展规划》和《江苏沿海地区发展规划》, 是实施江苏沿海发展战略、承接苏南产业转移、带动地区经济发展的重点骨干项目。项目于 2013 年 10 月动工, 现已全面建成投产。

斯尔邦石化主要负责建设、运营醇基多联产项目。以甲醇为原料, 经过甲醇转化制烯烃 (MTO) 工艺生产乙烯、丙烯, 进而生产下游衍生物, 包括乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (EVA)、环氧乙烷 (EO) 及衍生物、丙烯腈 (AN)、甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、高吸水树脂 (SAP) 等产品。斯尔邦石化目前拥有全球最大的单套 MTO 工厂, 烯烃产量每年可达到 90 万吨/年, 由于目前国内乙烯供需情况紧张, 乙烯行情持续向好, 公司斯尔邦石化项目产能较高, 盈利能力可观。2018 年, 受国内乙烯供应增长放缓、乙烯及下游衍生物进口快速增长影响, 乙烯表现消费量同比增长 2%, 较上年增速放缓; 2018 年进口量达到 233 万吨,

较上年增长 11%，自给率达到 89%。

斯尔邦石化的顺利建成投产为大股东积累了丰富的精细化工行业经验，并着力打造成为集团精细化工平台，同时也将为连云港 1600 万吨炼化项目的顺利建成投产铺平道路。

图表 55: 2013-2018 年国内乙烯工业供需情况



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 56: 2013-2018 年国内乙烯工业进出口情况

年份	产量 (万吨)	进口 (万吨)	出口 (万吨)	表现消费量 (万吨)	自给率 (%)
2013	1623	170	0	1793	90.5
2014	1697	150	0	1846	91.9
2015	1715	152	0	1866	91.9
2016	1781	166	1	1946	91.5
2017	1824	210	1	2033	89.7
2018	1841	233	0	2074	89

资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

## 4 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测关键假设

营业收入:

**1) 长丝业务:** 公司在 2018 年收购了盛虹科技、国开基金合计持有的国望高科 100% 的股权, 公司注入长丝业务, 并且长丝业务成为公司主营业务收入主要来源, 目前公司拥有 205 万吨涤纶长丝产能, 在行业内处于领先水平, 占行业总产能的 5.5%。伴随着 PTA 行业景气度的提升, 长丝原料供给端压力降低, 公司盈利有望继续增加, 预计公司 2019 年、2020 年和 2021 年长丝业务收入增长率分别是 7.77%、9.82% 和 9.04%;

**2) 热电业务:** 热电业务是公司的原主营业务, 近年来受益于本地纺织行业回暖, 周边企业用户的供热、用电需求增加, 公司热电业务盈利稳中向好, 预计公司 2019 年、2020 年和 2021 年热电业务收入增长率分别达到 3.68%、3.23% 和 3.12%;

**3) 房地产租赁:** 房地产租赁业务仍然是公司主营业务收入的稳定组成部分, 预计公司 2019 年和 2020 年、2021 年房地产业务收入将继续保持稳定。

**4) 原材料:** 2018年原材料业务收入成为公司主营收入的稳定组成部分, 预计公司2019年和2020年、2021年原材料业务收入将继续保持稳定。

**毛利率:**

**(1) 长丝业务:** 随着PTA行业整体的持续向好, 长丝业务成本降低, 预计2019年和2020年、2021年毛利率分别为14.44%、14.68%和14.47%;

**(2) 热电业务:** 公司坚持热电联产, 拥有完整的热电生产、供应体系, 公司拟投资10.4亿的热电联产设施, 拟采用清洁能源代替煤炭发电, 将于2020年建成投产, 预计公司毛利率有望继续增加, 预计2019年和2020年、2021年将达到36.80%、38.80%和31.20%;

**(3) 租赁业务:** 预计公司租赁业务将保持稳定趋势, 预计2019年和2020年、2021年房屋租赁毛利率将达到14.06%、15.38%和8.40%。

**(4) 原材料:** 预计公司原材料业务将保持稳定的趋势, 预计2019年和2020年、2021年原材料毛利率将保持在1.44%。

图表 57: 东方盛虹分业务收入分析预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>长丝业务(亿元)</b>					
营业收入	160.90	174.96	188.56	207.08	225.80
营业成本	131.33	150.61	161.34	176.69	193.13
营业毛利	29.57	24.35	27.22	30.39	32.67
毛利率	18.38%	13.92%	14.44%	14.68%	14.47%
YOY%	16.43%	8.74%	7.77%	9.82%	9.04%
<b>热电业务(亿元)</b>					
营业收入	7.94	2.99	3.10	3.20	3.30
营业成本	5.17	1.96	1.97	1.98	1.99
营业毛利	2.77	1.03	1.03	1.03	1.03
毛利率	34.90%	34.40%	36.80%	38.80%	31.20%
YOY%	24.99%	-62.33%	3.68%	3.23%	3.12%
<b>租赁业务(亿元)</b>					
营业收入	1.19	1.27	1.28	1.3	1.31
营业成本	0.64	1.1	1.1	1.1	1.2
营业毛利	0.55	0.17	0.18	0.2	0.11
毛利率	46.22%	13.39%	14.06%	15.38%	8.40%
YOY%	8.83%	6.72%	0.79%	1.56%	0.77%
<b>原材料(亿元)</b>					
营业收入		4.17	4.17	4.17	4.17
营业成本		4.11	4.11	4.11	4.11
营业毛利		0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率		1.44%	1.44%	1.44%	1.44%
YOY%					
<b>其他业务(亿元)</b>					
营业收入	0.12	1.18	1.18	1.18	1.18
营业成本	0.06	0.45	0.45	0.45	0.45
营业毛利	0.06	0.73	0.73	0.73	0.73
毛利率	47.27%	61.86%	61.86%	61.86%	61.86%
YOY%					
<b>合并报表(亿元)</b>					
营业收入	11.12	184.4	198.99	216.5	235.77
营业成本	7.64	158.95	168.96	184.05	200.87
营业毛利	3.48	25.45	30.03	32.45	34.90
毛利率	31.29%	13.80%	15.09%	14.99%	14.80%
YOY%	40.21%	1558.27%	7.91%	8.80%	8.90%

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 58: 可比公司估值表

代码	简称	股价				EPS			PE		
		2018-4-03	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601233.SH	桐昆股份	15.77	1.57	1.95	2.21	10.04	8.08	7.15			
600346.SH	恒力股份	18.89	1.83	2.37		10.34	7.95				
002493.SZ	荣盛石化	13.83	0.8	1.16		17.3	11.96				
603225.SH	新凤鸣	14.82	1.8	2.39	2.72	8.23	6.2	5.45			
000703.SZ	恒逸石化	16.55	1.56	1.98		10.64	8.36				
平均值						<b>11.31</b>	<b>8.51</b>	<b>6.3</b>			

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 投资建议

公司未来将形成完整的“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链,带来更大的成长空间。公司紧抓行业景气大趋势,有序的提升涤纶长丝和PTA产能,随着行业高景气度趋势延续,公司盈利水平也将大幅提高。我们在不考虑PTA资产注入和炼化项目再融资情况下,预计公司2019-2021年归母净利润分别为17.5、19.1、20.8亿元, EPS分别为0.43、0.47、0.52元,对应PE为14.0、12.9、11.8倍,考虑到公司投建的连云港1600万吨炼化一体化项目预计在2021年底建成投产,投产后将会为公司带来大幅的利润提升空间,因此我们首次覆盖并给予公司“买入”评级,参考同业上市公司注入炼化资产后的估值水平,我们给予公司12个月目标价8.0元,对应2019年18倍PE。

## 5 风险提示

**国际油价大幅下跌:**公司投资建设的连云港1600万吨炼化一体化项目的原材料是原油,如果国际油价发生大幅下跌会造成一定的库存损失,对公司经营和盈利情况造成一定的影响。另外公司现有主业以PTA和下游的涤纶化纤为主,属于石化产业链的下游,油价大幅下跌也会造成一定的风险。

**宏观经济下行:**炼化行业的下游需求比较广泛,关系衣住行等行业,行业盈利情况与下游需求增速等因素的影响,如果我国宏观环境发生较大变化会给上市公司的经营业绩带来周期性波动的风险。

**新项目建设进度不及预期:**公司的炼化项目目前还在建设中,预计2021年底建成投产;大型石化项目建设进度受到关键设备供货周期等因素的影响,如果进度不及预期也会造成项目投产时间推迟从而对公司的经营和盈利情况造成影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com