



中信证券
CITIC SECURITIES

收购大炼化项目，产业链一体化更进一步

东方盛虹（000301）重大事项点评 | 2019.3.11

中信证券研究部



黄莉莉

首席石油石化
分析师

S1010510120048

核心观点

公司公告以 10 亿元对价收购集团 1600 万吨/年盛虹炼化项目，盛虹炼化预计 2021 年投产，加上 PTA 和长丝资产，对应公司 19 年总市值约 520 亿元。考虑到公司后续炼化项目融资及收购 PTA 资产稀释股权，目标价 8.3 元，上调至“买入”评级。

■ **上市公司收购大炼化项目，产业链一体化更进一步。**公司作价 10.1 亿元收购盛虹炼化 100% 股权，盛虹炼化是“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体，原油加工能力 1600 万吨/年，PX 规模 280 万吨/年，乙烯裂解规模 110 万吨/年。炼化项目预计 2021 年投产，届时将形成产业链一体化布局。本次收购盛虹炼化资产评估 PB 估值仅 1.058 倍，无明显溢价。

■ **收购大炼化项目后，公司合理市值向上看 40% 空间。**根据炼化项目可研报告，项目预计总投资约 775 亿元，50 美元/桶油价下达产后年收入约 722 亿元、净利润约 76 亿元。公司炼化项目预计 2021 年投产，2022 年贡献全部利润。当前同行业恒力股份、桐昆股份 2019 年对应 PE 估值 6-8 倍，考虑到 2022 年时间折价，按照 5 倍 PE 估值，再考虑近几年炼化投产较多竞争加剧，按照 70 亿净利润中枢对应炼化项目市值 350 亿元。此外公司上市时承诺 1 年内收购 PTA 资产，当前拥有 PTA 产能 150 万吨，计划新建 240 万吨，再加上公司当前 180 万吨涤纶长丝产能，按照同行业公司 19 年 8 倍 PE 估值，PTA 和长丝部分对应市值 173 亿元，公司总市值合计约 520 亿元。公司当前市值 238 亿元，为保障炼化项目顺利投产，我们预计公司炼化项目后续有 100 亿元左右融资需求，加上收购 PTA 稀释股权，对应稀释后市值约 370 亿元，公司合理市值向上看 40% 空间。

■ **涤纶长丝仍处较高景气周期，公司定位高端盈利能力强。**受国外纺丝头产能扩张限制，预计我国长丝 19-20 年产能增速 6.3%/4.5%，增速低于行业长期 6%-7% 需求增速。当前涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 库存分别为 10、17 和 14 天，节后库存快速消化，叠加此前较低的节前库存和节后行业开工率快速恢复，我们判断当前国内行业仍处于较高景气周期。公司产品定位高端，DTY 产品占比 60%，单吨毛利约 2000 元。行业较高景气加上公司高端的产品定位，预计公司长丝产品将保持较高盈利水平。

■ **风险因素：**国际油价大幅波动的风险，中美贸易争端加剧的风险，公司在建项目不及预期的风险。

■ **投资建议：**维持公司 18-20 年盈利预测为 8.9/18.7/20.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/0.46/0.52 元，当前股价对应 PE 为 27/13/11 倍。炼化项目并入上市公司后，对应公司 19 年市值约 520 亿元，考虑到公司未来炼化项目约 100 亿元融资需求及收购 PTA 资产稀释股权，给予目标价 8.3 元，上调至“买入”评级。

东方盛虹	000301
评级	买入（上调）
当前价	5.90 元
目标价	8.30 元
总股本	4,029 百万股
流通股本	1,218 百万股
52 周最高/最低价	7.11/5.12 元
近 1 月绝对涨幅	-6.38%
近 6 月绝对涨幅	-14.19%
近 12 月绝对涨幅	-12.44%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,674.84	17,411.40	17,677.14	17,699.66	18,874.09
营业收入增长率	2014.33%	19%	2%	0%	7%
净利润(百万元)	1,236.36	1,622.61	891.93	1,866.00	2,083.78
净利润增长率	639.99%	31%	-45%	109%	12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.40	0.22	0.46	0.52
毛利率%	15%	16%	13%	15%	15%
净资产收益率 ROE%	12.19%	15.93%	3.79%	7.39%	7.73%
每股净资产(元)	2.52	2.53	5.85	6.27	6.69
PE	19	15	27	13	11
PB	2.3	2.3	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：股价为 2019 年 3 月 8 日收盘价；通过将收购资产和原有资产加总对公司 2016-2017 年历史数据进行了回溯调整，实际历史数据以公司年报为准。

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,675	17,411	17,677	17,700	18,874
营业成本	12,470	14,615	15,433	15,078	15,968
毛利率	15.03%	16.06%	12.70%	14.81%	15.40%
营业税金及附加	81	110	105	108	114
销售费用	100	162	142	143	152
营业费用率	0.68%	0.93%	0.81%	0.81%	0.81%
管理费用	351	405	417	418	446
管理费用率	2.39%	2.33%	2.36%	2.36%	2.36%
财务费用	259	255	(23)	(206)	(235)
财务费用率	1.76%	1.46%	-0.13%	-1.17%	-1.25%
投资收益	38	105	71	88	80
营业利润	1,445	1,957	1,073	2,248	2,509
营业利润率	9.85%	11.24%	6.07%	12.70%	13.30%
营业外收入	42	4	4	4	4
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	1,484	1,957	1,073	2,248	2,509
所得税	248	335	182	383	426
所得税率	16.72%	17.13%	16.93%	17.03%	16.98%
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司股东的净利润	1,236	1,623	892	1,866	2,084
净利率	8.43%	9.32%	5.05%	10.54%	11.04%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,846	2,633	10,265	11,178	12,902
存货	1,914	2,339	2,465	2,409	2,551
应收账款	132	173	177	177	189
其他流动资产	3,282	1,393	3,778	4,133	4,647
流动资产	7,174	6,538	16,684	17,897	20,289
固定资产	8,811	8,382	8,067	7,740	7,401
长期股权投资	83	103	131	155	181
无形资产	865	735	835	935	1,035
其他长期资产	2,772	2,155	2,936	2,933	2,895
非流动资产	12,531	11,376	11,969	11,764	11,513
资产总计	19,705	17,914	28,654	29,661	31,802
短期借款	3,909	3,891	0	0	0
应付账款	1,102	990	1,205	1,099	1,205
其他流动负债	3,441	1,474	2,481	1,873	2,165
流动负债	8,452	6,355	3,686	2,973	3,370
长期借款	318	574	574	574	574
其他长期负债	792	795	828	862	895
非流动性负债	1,109	1,369	1,402	1,436	1,469
负债合计	9,561	7,724	5,088	4,408	4,839
股本	1,218	1,218	4,029	4,029	4,029
资本公积	643	643	10,438	10,438	10,438
归属于母公司所有者权益合计	10,140	10,186	23,562	25,250	26,960
少数股东权益	4	4	3	3	3
股东权益合计	10,144	10,190	23,566	25,253	26,963
负债股东权益总计	19,705	17,914	28,654	29,661	31,802

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,484	1,957	1,073	2,248	2,509
所得税支出	-248	-335	-182	-383	-426
折旧和摊销	101	96	515	527	539
营运资金的变化	642	221	-1,313	-1,031	-289
其他经营现金流	-1,123	-1,461	503	-290	-308
经营现金流合计	856	479	597	1,072	2,024
资本支出	-490	-179	-500	-500	-500
投资收益	38	105	71	88	80
其他投资现金流	-244	-377	-1,198	179	212
投资现金流合计	-696	-451	-1,627	-233	-209
发行股票	0	0	12,606	0	0
负债变化	1,042	1,010	-3,845	46	46
股息支出	-61	-122	-122	-178	-373
其他融资现金流	-1,030	-634	23	206	235
融资现金流合计	-49	254	8,662	74	-92
现金及现金等价物净增加额	111	282	7,632	913	1,724

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	2014.33%	18.65%	1.53%	0.13%	6.64%
营业利润增长率	463.62%	35.42%	-45.16%	109.45%	11.60%
净利润增长率	639.99%	31.24%	-45.03%	109.21%	11.67%
毛利率	15.03%	16.06%	12.70%	14.81%	15.40%
EBITDA Margin	2.26%	2.13%	8.86%	14.52%	14.91%
净利率	8.43%	9.32%	5.05%	10.54%	11.04%
净资产收益率	12.19%	15.93%	3.79%	7.39%	7.73%
总资产收益率	6.27%	9.06%	3.11%	6.29%	6.55%
资产负债率	30.22%	18.70%	17.76%	14.86%	15.22%
所得税率	16.72%	17.13%	16.93%	17.03%	16.98%
股利支付率	4.93%	7.51%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源:公司公告, 中信证券研究部预测



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。