

2019年4月7日

东方盛虹(000301.SZ) 基础化工



## 业绩符合预期，资本市场平台助力炼化巨头腾飞

## ——东方盛虹(000301.SZ) 2018年年度报告暨发行绿色公司债券公告点评

公司动态

◆事件：(1) 4月2日，公司发布2018年年度报告，报告期内实现营业收入184.40亿元，同比(重组后)增长13.13%，归属上市公司股东净利润为8.47亿元，同比下降40.75%。(2) 4月2日，公司发布公告，拟非公开发行绿色公司债券。其中，债券票面总额不超过30亿元，期限不超过5年。

## ◆点评：

## (1) 剔除商誉减值后公司盈利稳定增长，业绩符合预期

报告期内公司发生重大资产重组，若剔除商誉等资产减值7.09亿元，2018年公司实际净利润达15.56亿元，同比增长8.89%。其中，2018年Q4公司实现归母净利润1.96亿元，在四季度长丝行业景气下降情况下，得益于公司规模及成本优势，公司差异化产品依然实现盈利。

## (2) 收购1600万吨炼化项目，加速形成炼化一体化格局

2019年3月8日，公司作价10.11亿元收购盛虹炼化100%股权，“盛虹1600万吨/年炼化一体化项目”成功纳入上市公司体系，盛虹炼化项目预计在2021年将全面建成投产，届时上市公司可实现原油加工能力1600万吨/年，PX产能280万吨/年，乙烯产能110万吨/年；该项目达产后预计可实现年收入约722亿元，净利润将达到75.95亿元，此外，考虑到2019年集团PTA业务注入上市公司预期较为明确，公司未来盈利将进一步释放。

## (3) 融资渠道多元化，发行绿色债券进一步优化公司财务结构

此次债券募集的不超过30亿资金拟全部用于“盛虹炼化一体化项目”建设，为盛虹炼化项目的顺利推进提供有力支持。同时，绿色债券的发行将极大地缓解公司当前的融资压力，优化公司财务结构，借助资本市场平台公司炼化业务定位可期。

## ◆盈利预测及投资建议

由于长丝景气度下行，我们下调公司19-20年盈利预测，并新增2021年预测，预计公司2019-2021年的净利润为15.28/16.10/23.30亿元，EPS为0.38/0.40/0.58元。根据相对估值结果，我们给予公司目标价7.6元，鉴于公司大炼化项目的成功注入，公司在全球范围内竞争优势显著，上调至“买入”评级。

◆风险因素：行业周期性波动的风险、资产注入进度不确定性风险。

| 指标             | 2017   | 2018     | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 1,112  | 18,440   | 19,383 | 20,920 | 31,174 |
| 营业收入增长率        | 40.21% | 1558.26% | 5.11%  | 7.93%  | 49.02% |
| 净利润(百万元)       | 228    | 847      | 1,535  | 1,626  | 2,346  |
| 净利润增长率         | 55.02% | 270.61%  | 81.34% | 5.88%  | 44.29% |
| EPS(元)         | 0.06   | 0.21     | 0.38   | 0.40   | 0.58   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.37%  | 6.54%    | 10.90% | 11.23% | 15.11% |
| P/E            | 107    | 29       | 16     | 15     | 10     |
| P/B            | 6.8    | 1.9      | 1.7    | 1.7    | 1.6    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年4月2日

## 买入(上调)

当前价/目标价：6.47/7.6元

## 分析师

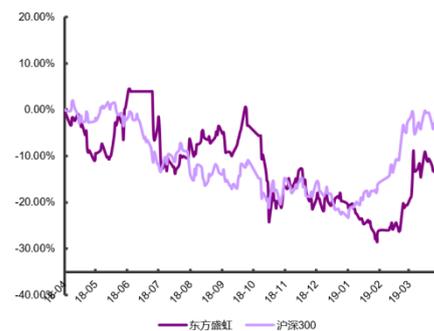
裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523535  
[qiuxf@ebsec.com](mailto:qiuxf@ebsec.com)

赵乃迪 (执业证书编号：S0930517050005)  
010-56513000  
[zhaond@ebsec.com](mailto:zhaond@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股)：40.29  
总市值(亿元)：244.9  
一年最低/最高(元)：4.86/7.18  
近3月换手率：9.62%

## 股价表现(一年)



## 相关研报

《东方盛虹深度报告：差异化优质资产注入，打造“炼化-PTA-涤纶长丝”一体化巨头》——2019-01-23

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1、 剔除商誉减值后公司业绩稳定增长，业绩符合预期.....              | 3  |
| 2、 差异化产品保持高盈利，研发投入逐步增长 .....                | 4  |
| 3、 加速形成“炼化-PTA-涤纶长丝”一体化格局，公司依靠后发优势全力发展..... | 6  |
| 3.1、 收购 1600 万吨炼化项目，资本市场平台助力炼化巨头腾飞.....     | 6  |
| 3.2、 PTA 行业景气持续好转，公司盈利增长可期 .....            | 7  |
| 4、 盈利预测与投资建议 .....                          | 9  |
| 4.1、 关键假设及盈利预测 .....                        | 9  |
| 4.2、 相对估值 .....                             | 9  |
| 4.3、 投资建议 .....                             | 10 |
| 5、 风险分析.....                                | 10 |

## 图表目录

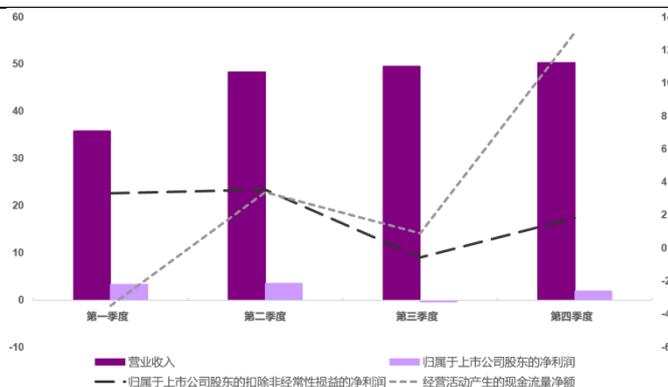
|   |    |
|---|----|
| 图 1：东方盛虹 2018 年分季度主要财务指标（单位：亿元） .....     | 3  |
| 图 2：国望高科营业收入及净利润（单位：亿元） .....             | 3  |
| 图 3：国望高科杜邦分析 .....                        | 3  |
| 图 4：东方盛虹 2018 年各产品营收占比.....               | 4  |
| 图 5：公司 2018 年差异化产品毛利（单位：亿元） .....         | 5  |
| 图 6：公司 2018 年各差异化产品成本构成 .....             | 5  |
| 图 7：公司研发投入及营收占比情况（单位：亿元） .....            | 5  |
| 图 8：东方盛虹 1600 万吨炼化项目产能结构.....             | 6  |
| 图 9：坯布库存天数.....                           | 8  |
| 图 10：纺织业和服饰业同比增速 .....                    | 8  |
| 表 1：东方盛虹 2018 年各项产品产量、销量及产销比（单位：万吨） ..... | 4  |
| 表 2：2019 年后国内新增 PTA 产能情况.....             | 7  |
| 表 3：2019 年后我国新增聚酯产能 .....                 | 8  |
| 表 4：可比公司的估值分析比较.....                      | 10 |
| 表 5：我国主要化纤企业炼化一体化项目规模情况 .....             | 11 |

## 1、剔除商誉减值后公司业绩稳定增长，业绩符合预期

2018 年公司实现营业收入 184.40 亿元，同比（重组后，下同）增长 13.13%；实现归属上市公司股东净利润为 8.47 亿元，同比下降 40.75%；扣除非经常性损益后，实现归属上市公司股东净利润为 8.17 亿元，同比减少 30.46%，基本每股收益为 0.26 元/股。

报告期内公司发生重大资产重组，盛虹科技借壳上市，国望高科优质长丝资产注入，由于此次反向收购资产重组，2018 年 3 季度公司计提商誉减值 5.99 亿元，若剔除商誉等资产减值 7.09 亿元，2018 年公司实际净利润达 15.56 亿元，同比增长 8.89%，对应 EPS 为 0.39 元，符合预期。得益于公司规模及成本优势，在四季度长丝行业景气下降情况下，公司差异化产品依然实现盈利，2018 年四季度公司实现归母净利润 1.96 亿元。

图 1：东方盛虹 2018 年分季度主要财务指标（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

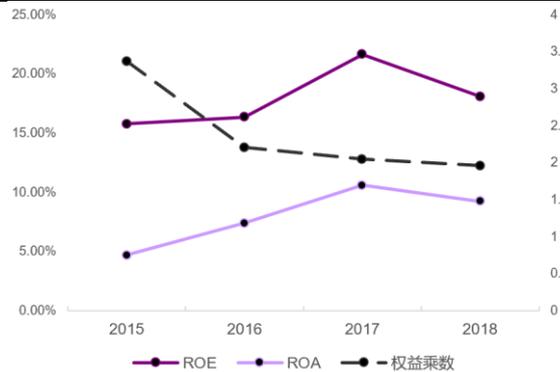
**国望高科超额完成业绩承诺。**国望高科作为公司盈利主体，2018 年实现净利润 14.56 亿元，扣除非经常损益后，国望高科实际归母净利润为 14.35 亿元，超额完成此前重组时 2018 年度实现净利润 12.44 亿元的业绩承诺。此外，国望高科盈利能力与股东回报率逐步趋于稳定，2018 年 ROE、ROA 分别达到 18.07%/9.23%，均高于 15-17 年平均水平。未来随着公司产业链的不断完善，国望高科盈利有望继续提升，为公司贡献主要业绩增速。

图 2：国望高科营业收入及净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：国望高科杜邦分析



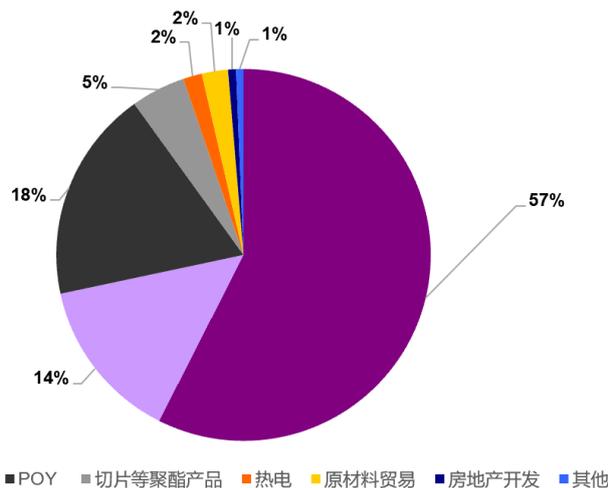
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、差异化产品保持高盈利，研发投入逐步增长

重组完成前，公司的主营业务为电力、热能、营业房出租、房地产开发、平台贸易。2018年9月资产重组完成后，公司主营业务变更为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，由全资子公司国望高科及其下属重要子公司盛虹纤维、中鲈科技、港虹纤维负责经营和管理。

**营业收入方面**，报告期内公司的业务以民用涤纶长丝为核心，其中差异化产品 DTY 是最主要的收入来源，该产品在 2018 年全年实现营收 105.94 亿元，占公司营业总收入 57.45%。其次是 POY 与 FDY，2018 年营收分别为 34.00、26.18 亿元，营收占比分别为 18.44%、14.20%。原东方市场传统业务方面，热电与房地产开发业务占比为 2.31%，对公司整体业绩影响较小。

图 4：东方盛虹 2018 年各产品营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**产销量方面**，2018 年公司涤纶长丝业务表现优异，报告期内总产量为 156.94 万吨，销量为 154.19 万吨，产销比达到 98.25%。国望高科作为国内规模较大、技术先进的民用涤纶长丝生产企业之一，深耕长丝领域多年，目前已经形成了 25 万吨大有光纤维、20 万吨直纺全消光纤维、8 万吨阳离子纤维的差别化纤维生产能力，且差别化产品每年产能利用率均达 98% 以上，位于行业前列，公司规模优势显著。

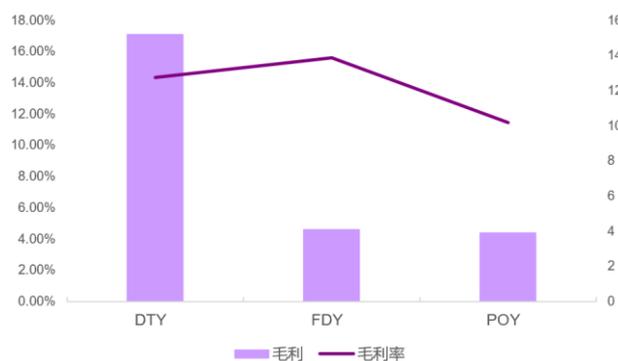
表 1：东方盛虹 2018 年各项产品产量、销量及产销比（单位：万吨）

| 行业分类   | 生产量    | 销售量    | 产销比    |
|--------|--------|--------|--------|
| 涤纶长丝   | 156.94 | 154.19 | 98.25% |
| 热电-外供汽 | 142.54 | 138.15 | 96.92% |
| 切片     | 7.94   | 7.61   | 95.84% |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

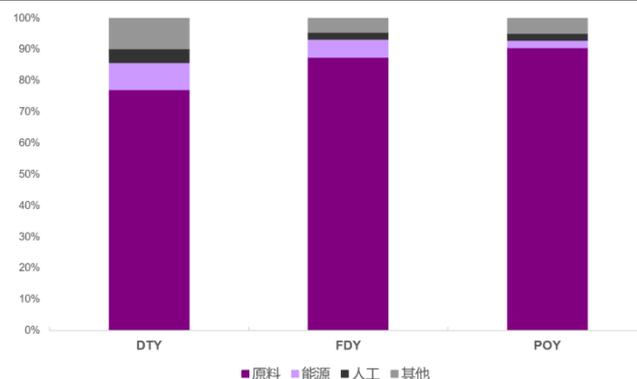
毛利与成本费用方面，2018 年公司主要差异化产品依然保持较高盈利能力。公司 DTY、FDY、POY 产品 2018 年分别实现毛利率分别为 14.34%/15.62%/11.47%，整体保持了较高的毛利率，受行业波动性影响较小。此外，由于公司以高端产品 DTY 为主要的方向发展，差异化产品竞争优势显著，2018 年公司核心产品 DTY 成本中原料费用占比为 77.16%，远低于 FDY 与 POY 的平均水平，公司对成本端原料费用控制能力较强，产品成本结构持续优化。

图 5：公司 2018 年差异化产品毛利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司 2018 年各差异化产品成本构成

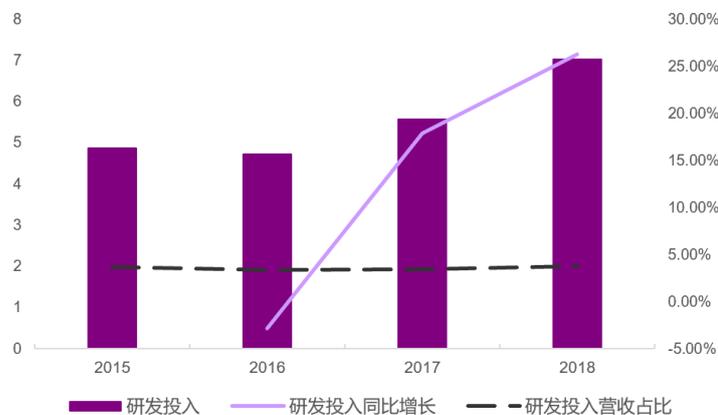


资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 研发投入逐步增长，细分领域技术优势显著

2018 年公司持续加大自主研发和技术创新，研发费用为 2.05 亿元，同比增长 30.45%，占营业收入比例达 3.82%，且公司表示 2019 年将继续坚持创新驱动战略，加大涤纶长丝产品“差别化”技术创新投入。公司自成立以来一直保持较大的研发投入强度，研发占营业收入的比重始终保持在 3.4% 以上，持续的研发投入使得公司在产品研发、设备改进、原料加工、质量管控等多方面拥有深厚的技术及经验积累，难以被同行业其他企业所模仿和复制，且公司将生产及研发的重点放在了产业链的高端——高品质、高毛利、客户忠诚度相对较高的差异化产品，公司盈利来源稳定。

图 7：公司研发投入及营收占比情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3、加速形成“炼化-PTA-涤纶长丝”一体化格局，公司依靠后发优势全力发展

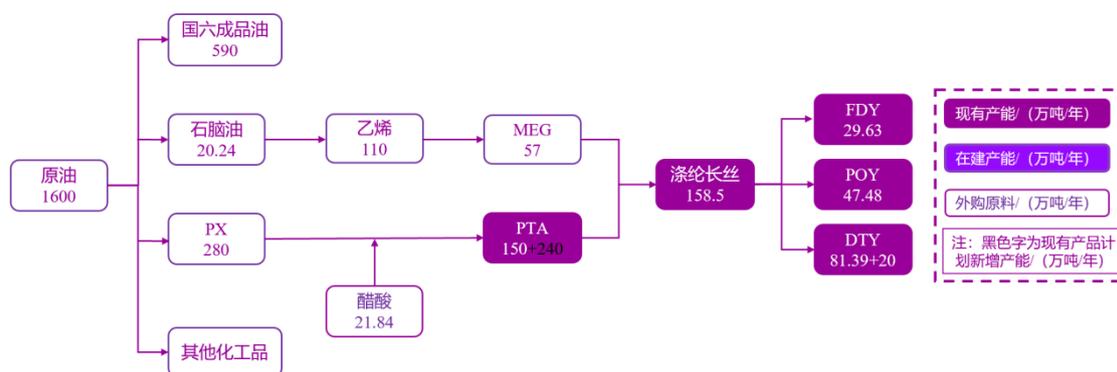
#### 3.1、收购 1600 万吨炼化项目，资本市场平台助力炼化巨头腾飞

2019年3月8日，公司发布公告称，其全资子公司石化产业拟以现金方式作价 10.11 亿元收购盛虹苏州、盛虹石化持有的盛虹炼化 100% 股权。本次收购完成后，上市公司通过石化产业间接持有盛虹炼化 100% 股权。

**1600 万吨炼化资产注入估值合理，公司一体化优势尽显。**盛虹炼化是“盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体，本次收购完成后，1600 万吨炼化项目将成功纳入上市公司体系。按照资产基础法评估盛虹炼化全部股东权益价值为 9.6 亿元（其中盛虹苏州持股占比 60%、盛虹石化持股占比 40%），此次公司以现金 10.11 亿元收购盛虹炼化 100% 股权资产的 PB 为 1.052 倍，对比行业内同样规模炼化资产的价值，此次资产注入价格较为合理，估值溢价水平较低。

盛虹炼化“1600 万吨/年炼化一体化项目”项目总投资约 774.75 亿元，于 2018 年 12 月 14 日正式开工，目前项目处于建设初期，预计在 2021 年将全面建成投产，届时上市公司可实现原油加工能力 1600 万吨/年，PX 产能 280 万吨/年，乙烯产能 110 万吨/年。此外，公司 240 万吨 PTA 项目将于 2020 年中期投产，炼化项目每年生产的 280 万吨 PX 产品与 57 万吨 MEG 产品将满足公司 PTA 生产对原料端 PX、MEG 的需求，大幅度降低了公司生产的运输成本与采购成本。原油炼化与高端化工的产业链条的打通将推动上市公司形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，进一步提升上市公司的盈利能力与核心竞争力。

图 8：东方盛虹 1600 万吨炼化项目产能结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

#### 融资渠道多元化，发行绿色债券进一步优化公司财务结构

盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目得到了苏州市政府与地方银团的大力支持，目前，中国工商银行苏州分行与连云港分行于 3 月 11 日为盛虹牵头组建 550 亿元的银团贷款。且公司炼化项目上市后融资渠道进一步拓宽，4

月 2 日，公司拟非公开发行票面总额不超过 30 亿元的绿色公司债券，其中债券期限不超过 5 年，此次绿色债券的发行将有效缓解公司融资压力，为盛虹炼化项目的顺利推进提供有力支持，借助资本市场平台公司炼化业务定位值得期待。

### 3.2、PTA 行业景气持续好转，公司盈利增长可期

从供给端看，2019 年 PTA 新增产能投放有限，对市场冲击较小。2015 年以来，随着涤纶长丝和 PTA 行业回暖，PTA 行业开始扩建产能，2018 年全国新增 PTA 产能为 250 万吨，2019 年上半年仅有福化工贸 225 万吨 PTA 产能的投放，虽然 2019 年预计还有 320 万吨 PTA 产能将投产，但是集中在四季度，对全年影响不大。此外，2020 年后国内 PTA 新增产能集中在头部企业，龙头企业的市占率将进一步增加，行业集中度提升下，东方盛虹作为行业头部企业将充分受益。

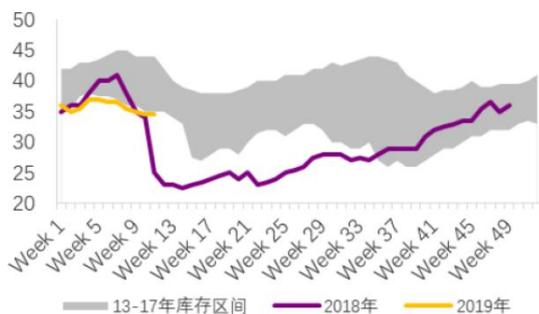
表 2：2019 年后国内新增 PTA 产能情况

| 公司/装置       | 新增产能 (万吨)   | 装置动态               |
|-------------|-------------|--------------------|
| 福海创         | 225         | 2019 年 2 月         |
| 四川晟达        | 100         | 2019/3, 原料供应不足     |
| 新凤鸣 (一期)    | 220         | 2019 年 Q4          |
| 恒力四期        | 250         | 2020 年 Q1          |
| 新凤鸣 (二期)    | 220         | 2020 年 10 月        |
| 中国石化天津      | 220         | 2020               |
| 福建百宏        | 250         | 预计投产时间为 2020 年 8 月 |
| 中金石化        | 300         | 2020 年             |
| <b>东方盛虹</b> | <b>240</b>  | <b>2020 年中投产</b>   |
| 台化          | 150         | 争取 2020 完工投产       |
| 恒力五期        | 250         | 2020 年 Q3          |
| 华彬&中石化仪征化纤  | 220         | 2021 年             |
| 桐昆石化        | 240         | 2021 年             |
| 新疆中泰化学      | 120         | 2021 年全面竣工投产       |
| 云天化         | 100         | 不明确                |
| 合计          | <b>3105</b> |                    |

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所

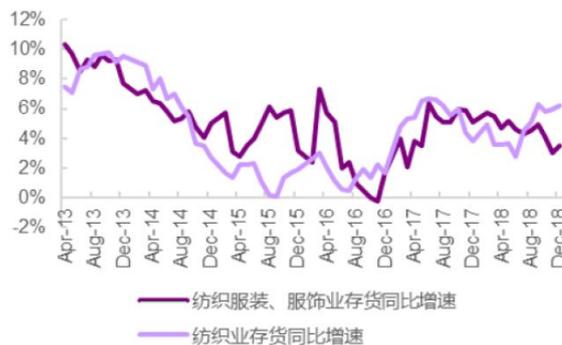
从需求端看，下游涤纶长丝需求旺盛，且 2019 年上半年聚酯新增产能投产较多，进一步支撑 PTA 需求。长丝传统的旺季是 4-6 月份，9-11 月份。以 2018 年为例，聚酯 3-6 月份平均开工水平分别为 87.62%、90.07%、90.92% 以及 89.99%，呈现逐步递增的趋势。同时，长丝下游纺织市场回暖，目前坯布库存下降至 34.5 天左右，且开工率维持 90% 高位；纺织服装、服饰业存货同比增速也处于低位，下游纺服业库存的进一步消化使得 PTA 需求得到保证。此外，2019 年上半年长丝新增产能达到了 223 万吨，对应新增 200 万吨的 PTA 需求，行业持续保持景气。

图 9：坯布库存天数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：纺织业和服饰业同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：2019 年后我国新增聚酯产能

| 企业     | 产能 (万吨) | 投产时间       | 产品       |
|--------|---------|------------|----------|
| 绿宇环保   | 25      | 2019 年 3 月 | 切片、短纤    |
| 江苏向阳   | 8       | 2019 年 3 月 | 涤纶短纤     |
| 福建经纬   | 20      | 2019 年 3 月 | 涤纶长丝     |
| 立新化纤   | 10      | 2019 年 3 月 | 涤纶长丝     |
| 福建百宏   | 20      | 2019 年 5 月 | 涤纶长丝     |
| 嘉兴逸鹏   | 50      | 2019 年 5 月 | 涤纶长丝     |
| 桐昆恒忱   | 60      | 2019 年 6 月 | 涤纶长丝     |
| 新凤鸣    | 30      | 2019 年 6 月 | 涤纶长丝     |
| 福建山力   | 20      | 2019 年第一季度 | 涤纶长丝     |
| 桐昆恒邦四期 | 30      | 2019 年第二季度 | 绿色智能 POY |
| 恒逸石化   | 45      | 2019 年     | 涤纶长丝     |
| 浙江三维   | 25      | 2019 年下半年  | 聚酯切片     |
| 荣盛石化   | 60      | 2019 年     | 涤纶长丝     |
| 嘉兴石化   | 60      | 2019 年     | 涤纶长丝     |
| 东方盛虹   | 20      | 2019 年     | 涤纶长丝     |
| 新凤鸣    | 110     | 2020 年     | 涤纶长丝     |
| 恒力石化   | 20      | 2019 年     | 涤纶长丝     |
| 恒力石化   | 60      | 2020 年     | 涤纶长丝     |
| 恒力石化   | 20      | 2020 年下半年  | 工业丝      |
| 恒力石化   | 60      | 2021 年     | 涤纶长丝     |
| 河北宝亿   | 20      | 2020 年     | 涤纶长丝     |
| 华祥高纤   | 60      | 2020 年     | 涤纶长丝     |
| 浙江双丰   | 20      | 2020 年     | 涤纶工业丝    |
| 山东华纶   | 10      | 2020 年     | 涤纶工业丝    |
| 合计     | 863     |            |          |

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所

在 PTA 价格上涨、长丝需求旺盛情况下，预计 2019 年 PTA 盈利有望达到 300 元/吨，而虹港石化拥有 240 万吨产能，2019 年盈利有望达到 7.2

亿元，集团此前承诺在 1 年内将虹港石化 PTA 业务注入上市公司的预期较为明确。此外，公司自建 240 万吨 PTA 产能预计将在 2020 年下半年逐步投放，随着虹港石化 PTA 业务的注入与公司自建 PTA 产能的逐步释放，东方盛虹未来盈利水平将进一步释放。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

由于长丝景气度下行，我们下调公司 2019-2020 年盈利预测，并新增 2021 年预测，我们预计公司 2019-2021 年的净利润为 15.28/16.10/23.30 亿元。不考虑配套融资，按照当前股本 40.29 亿股计算，对应 EPS 为 0.38/0.40/0.58 元。

### 4.2、相对估值

目前公司主营差别化产品 DTY，因此我们选取恒力股份、荣盛石化、桐昆股份与新凤鸣作为可比公司。各可比公司具体经营内容如下：恒力股份以生产石油炼化、石化、芳烃、烯烃、PTA、乙二醇、民用丝、工业丝、工程塑料、聚酯薄膜等为主营业务；荣盛石化以生产销售精对苯二甲酸(PTA)和聚酯纤维为主营业务；桐昆股份以制造销售民用涤纶长丝为主营业务；新凤鸣以产销聚酯和涤纶纺丝为主营业务。

恒力股份和荣盛石化均是石化-化纤行业的龙头企业，产能位于前列，掌握先进生产工艺，估值相对较高；桐昆股份和新凤鸣分别以涤纶长丝和聚酯为主，长丝行业自从 2016 年下半年到 2018 年开始，行业处于景气周期，业绩受益明显，估值处于行业中等水平。

表 4：可比公司的估值分析比较

| 公司名称   | 收盘价<br>2019-04-02 | EPS (元) |      |      | PE (倍) |     |     | 3 年<br>CAGR | 市值<br>亿元 |
|--------|-------------------|---------|------|------|--------|-----|-----|-------------|----------|
|        |                   | 18      | 19E  | 20E  | 18     | 19E | 20E |             |          |
| 恒力股份   | 18.89             | 0.80    | 1.83 | 2.37 | 24     | 10  | 8   | 79.13%      | 949.4    |
| 荣盛石化   | 13.83             | 0.27    | 0.80 | 1.16 | 51     | 17  | 12  | 45.00%      | 865.0    |
| 桐昆股份   | 15.77             | 1.16    | 1.57 | 1.95 | 8      | 10  | 8   | 24.29%      | 289.7    |
| 新凤鸣    | 14.82             | 1.69    | 1.67 | 1.80 | 11     | 8   | 6   | 20.28%      | 183.2    |
| 对标公司平均 | -                 | -       | -    | -    | 15     | 11  | 8   | 42.18%      | -        |
| 东方盛虹   | 6.08              | 0.21    | 0.38 | 0.40 | 29     | 16  | 15  | 43.79%      | 244.9    |

资料来源：Wind 一致预期，光大证券研究所预测

注：财务数据中，东方盛虹为光大证券研究所预测，桐昆股份、新凤鸣 2018 年数据摘自年报，荣盛石化和恒力股份 2018 年数据为 Wind 一致预期，可比公司其余预测值为 Wind 一致预期。

公司估值相对偏高，主要原因在于：（1）公司估值中部分包含 PTA 资产注入预期。集团承诺将在一年内注入 PTA 业务。目前，PTA 业务处于行业景气期，我们预计 2019 年 PTA 盈利有望达到 300 元/吨，而虹港石化拥有 240 万吨产能，年盈利有望达到 7.2 亿元。PTA 资产注入后将大大提升公司盈利水平。（2）公司估值中包含炼化项目与 240 吨 PTA 项目的盈利预期。

参考可研报告，盛虹炼化“1600万吨/年炼化一体化项目”项目在2021年达产后，预计可实现年收入约791.26亿元，净利润将达到71.05亿元（假设以Brent原油60美元/桶的价格中枢为基准进行测算）；公司240万吨PTA将于2020年下半年投产贡献业绩，在PTA行业景气下，公司未来盈利空间巨大。

我们认为，公司差异化产品依旧保持竞争力，且考虑到大炼化项目的成功注入和PTA业务的盈利预期，从长期逻辑将，公司在全球范围内核心竞争力显著，我们看好公司长期发展。对比行业内炼化规模相近的同类公司，东方盛虹目前市值仅为244.9亿，且恒逸石化、荣盛石化与恒力股份的单位炼化产能对应公司总市值均高于东方盛虹，考虑到公司炼化项目当前处于建设初期，市场估值尚未充分反应，故可以给予公司一定溢价。综合考虑，给予公司19年20倍估值，对应目标价7.6元。

**表5：我国主要化纤企业炼化一体化项目规模情况**

| 企业   | 炼化项目总产能  | 市值(亿) | 单位炼化产能对应市值(万吨/亿) |
|------|----------|-------|------------------|
| 恒逸石化 | 800万吨/年  | 467.2 | 0.58             |
| 荣盛石化 | 4000万吨/年 | 865.0 | 0.22             |
| 恒力股份 | 2000万吨/年 | 949.4 | 0.48             |
| 东方盛虹 | 1600万吨/年 | 244.9 | 0.15             |

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 4.3、投资建议

由于长丝景气度下行，我们下调公司2019-2020年盈利预测，并新增2021年预测，预计公司2019-2021年的净利润为15.28/16.10/23.30亿元，若按照重组后公司40.29亿股计算，EPS为0.38/0.40/0.58元。根据相对估值结果，我们给予公司目标价7.6元。考虑到公司大炼化项目的成功注入，公司在全球范围内竞争优势显著，上调至“买入”评级。

## 5、风险分析

### 业务转型风险

公司在交易前主营业务为热电生产、房地产开发、营业房出租、平台贸易等；本次重组完成后，上市公司主营业务将变更为以民用涤纶长丝的研发、生产和销售为核心，以热电生产、房地产开发、营业房出租、平台贸易等为补充。本次交易使上市公司面临业务转型的风险，公司未来的盈利情况还存在一定的不确定因素。

### 原材料价格波动风险

国望高科民用涤纶长丝产品主要原材料为 PTA、MEG，成本占比较高，如果未来原材料价格大幅上涨，则会增加产品的成本，公司盈利空间受到挤压。

#### **行业周期性波动的风险**

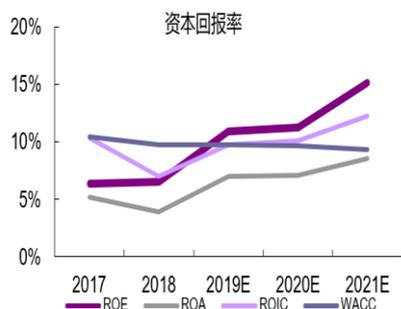
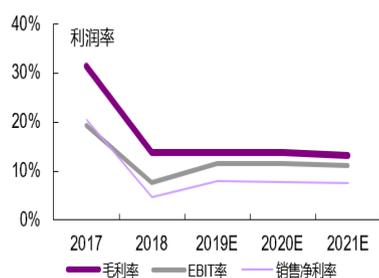
公司所处的民用涤纶长丝行业的发展因受上游石化行业供给、下游纺织行业供需关系以及自身发展状况的影响，呈现周期性特征。在行业调整周期内，容易出现开工率不足、盈利能力下降的现象。

#### **业绩承诺无法实现的风险**

公司签订协议约定在业绩承诺期内，国望高科若未能完成承诺的净利润，应该向上市公司支付补偿，但是如果公司资金不足不能够履约的情况下，将会出现违约风险。

#### **资产注入进度不确定性**

按照公司承诺，如果 PTA 业绩如期完成，公司会将该部分资产注入。但是，考虑到资产注入流程较长，注入时间及进度预期存在一定不确定性。



| 利润表 (百万元)       | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1,112</b> | <b>18,440</b> | <b>19,383</b> | <b>20,920</b> | <b>31,174</b> |
| 营业成本            | 764          | 15,895        | 16,720        | 18,042        | 27,034        |
| 折旧和摊销           | 96           | 774           | 55            | 87            | 121           |
| 营业税费            | 29           | 94            | 101           | 109           | 162           |
| 销售费用            | 8            | 174           | 180           | 195           | 290           |
| 管理费用            | 96           | 139           | 147           | 159           | 237           |
| 财务费用            | 33           | 188           | 249           | 312           | 410           |
| 公允价值变动损益        | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 56           | 6             | 6             | 6             | 6             |
| <b>营业利润</b>     | <b>246</b>   | <b>1,102</b>  | <b>1,992</b>  | <b>2,109</b>  | <b>3,047</b>  |
| <b>利润总额</b>     | <b>246</b>   | <b>1,111</b>  | <b>2,000</b>  | <b>2,117</b>  | <b>3,055</b>  |
| 少数股东损益          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>228</b>   | <b>847</b>    | <b>1,535</b>  | <b>1,626</b>  | <b>2,346</b>  |

| 资产负债表 (百万元) | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总资产</b>  | <b>4,415</b> | <b>21,869</b> | <b>21,950</b> | <b>22,892</b> | <b>27,511</b> |
| 流动资产        | 2,278        | 7,824         | 8,340         | 8,938         | 12,970        |
| 货币资金        | 708          | 2,717         | 2,907         | 3,138         | 4,676         |
| 交易型金融资产     | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收帐款        | 43           | 189           | 199           | 215           | 320           |
| 应收票据        | 134          | 443           | 465           | 502           | 748           |
| 其他应收款       | 4            | 18            | 19            | 21            | 31            |
| 存货          | 597          | 3,082         | 3,344         | 3,608         | 5,407         |
| 可供出售投资      | 151          | 626           | 0             | 0             | 0             |
| 持有到期金融资产    | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期投资        | 103          | 105           | 105           | 105           | 105           |
| 固定资产        | 384          | 8,412         | 8,935         | 9,465         | 10,012        |
| 无形资产        | 183          | 783           | 744           | 707           | 671           |
| <b>总负债</b>  | <b>826</b>   | <b>8,912</b>  | <b>7,860</b>  | <b>8,405</b>  | <b>11,979</b> |
| 无息负债        | 507          | 3,943         | 2,681         | 2,862         | 4,078         |
| 有息负债        | 318          | 4,969         | 5,179         | 5,543         | 7,901         |
| <b>股东权益</b> | <b>3,590</b> | <b>12,957</b> | <b>14,090</b> | <b>14,487</b> | <b>15,532</b> |
| 股本          | 1,218        | 4,029         | 4,029         | 4,029         | 4,029         |
| 公积金         | 926          | 3,564         | 3,718         | 3,881         | 4,115         |
| 未分配利润       | 1,346        | 2,375         | 3,354         | 3,588         | 4,399         |
| 少数股东权益      | 4            | 5             | 5             | 4             | 4             |

| 现金流量表 (百万元)      | 2017        | 2018          | 2019E       | 2020E         | 2021E        |
|------------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>479</b>  | <b>1,388</b>  | <b>226</b>  | <b>1,798</b>  | <b>1,370</b> |
| 净利润              | 228         | 847           | 1,535       | 1,626         | 2,346        |
| 折旧摊销             | 96          | 774           | 55          | 87            | 121          |
| 净营运资金增加          | 1,181       | 3,365         | 1,745       | 452           | 3,040        |
| 其他               | -1,027      | -3,598        | -3,110      | -367          | -4,137       |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-451</b> | <b>-1,017</b> | <b>386</b>  | <b>-424</b>   | <b>-703</b>  |
| 净资本支出            | -116        | -1,445        | -400        | -500          | -600         |
| 长期投资变化           | 103         | 105           | 0           | 0             | 0            |
| 其他资产变化           | -438        | 323           | 786         | 76            | -103         |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>254</b>  | <b>-245</b>   | <b>-422</b> | <b>-1,143</b> | <b>871</b>   |
| 股本变化             | 0           | 2,811         | 0           | 0             | 0            |
| 债务净变化            | 21          | 4,651         | 210         | 364           | 2,358        |
| 无息负债变化           | -697        | 3,435         | -1,261      | 181           | 1,216        |
| <b>净现金流</b>      | <b>282</b>  | <b>172</b>    | <b>190</b>  | <b>231</b>    | <b>1,538</b> |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

2019-04-07 东方盛虹



| 关键指标                         | 2017   | 2018     | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |        |          |        |        |        |
| 收入增长率                        | 40.21% | 1558.26% | 5.11%  | 7.93%  | 49.02% |
| 净利润增长率                       | 55.02% | 270.61%  | 81.34% | 5.88%  | 44.29% |
| EBITDA 增长率                   | 3.81%  | 607.53%  | 4.00%  | 9.27%  | 42.75% |
| EBIT 增长率                     | 7.92%  | 564.07%  | 56.47% | 8.09%  | 42.86% |
| <b>估值指标</b>                  |        |          |        |        |        |
| PE                           | 107    | 29       | 16     | 15     | 10     |
| PB                           | 7      | 2        | 2      | 2      | 2      |
| EV/EBITDA                    | 18     | 12       | 12     | 11     | 9      |
| EV/EBIT                      | 27     | 19       | 13     | 12     | 9      |
| EV/NOPLAT                    | 29     | 25       | 16     | 15     | 12     |
| EV/Sales                     | 5      | 1        | 1      | 1      | 1      |
| EV/IC                        | 3      | 2        | 2      | 2      | 1      |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |        |          |        |        |        |
| 毛利率                          | 31.34% | 13.80%   | 13.74% | 13.76% | 13.28% |
| EBITDA 率                     | 27.99% | 11.94%   | 11.82% | 11.96% | 11.46% |
| EBIT 率                       | 19.34% | 7.75%    | 11.53% | 11.55% | 11.07% |
| 税前净利润率                       | 22.10% | 6.03%    | 10.32% | 10.12% | 9.80%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 20.55% | 4.59%    | 7.92%  | 7.77%  | 7.52%  |
| ROA                          | 5.16%  | 3.87%    | 6.99%  | 7.10%  | 8.53%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 6.37%  | 6.54%    | 10.90% | 11.23% | 15.11% |
| 经营性 ROIC                     | 10.34% | 7.03%    | 9.76%  | 10.07% | 12.20% |
| <b>偿债能力</b>                  |        |          |        |        |        |
| 流动比率                         | 5.34   | 1.04     | 1.40   | 1.50   | 1.47   |
| 速动比率                         | 3.94   | 0.63     | 0.84   | 0.89   | 0.86   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 11.27  | 2.61     | 2.72   | 2.61   | 1.97   |
| 有形资产/有息债务                    | 13.28  | 4.09     | 3.95   | 3.86   | 3.30   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |        |          |        |        |        |
| EPS                          | 0.06   | 0.21     | 0.38   | 0.40   | 0.58   |
| 每股红利                         | 0.03   | 0.10     | 0.30   | 0.32   | 0.47   |
| 每股经营现金流                      | 0.12   | 0.34     | 0.06   | 0.45   | 0.34   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | -0.25  | -0.56    | -0.09  | 0.25   | -0.22  |
| 每股净资产                        | 0.89   | 3.21     | 3.50   | 3.59   | 3.85   |
| 每股销售收入                       | 0.28   | 4.58     | 4.81   | 5.19   | 7.74   |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明   |
|-----|--|
| 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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |