

## 审慎推荐-A (维持)

荣盛石化 002493.SZ

目标估值: 15.00-17.00 元

当前股价: 14.9 元

2017 年 04 月 25 日

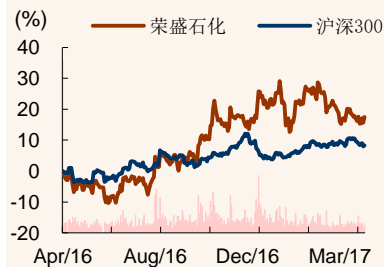
## PX 产销量增长驱动公司业绩高增长

### 基础数据

上证综指	3135
总股本 (万股)	254400
已上市流通股 (万股)	227815
总市值 (亿元)	379
流通市值 (亿元)	339
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	63.6%
主要股东	浙江荣盛控股集团有
主要股东持股比例	70.36%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	1	17
相对表现	-1	-1	9



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《荣盛石化 (002493) — 中金石化及 PTA 盈利改善驱动公司业绩增长》2017-04-18
- 2、《荣盛石化 (002493) — 中金石化业绩符合预期, 关注下一步动向》2016-10-26
- 3、《荣盛石化 (002493) — 中金石化表现略超预期, 存在持续扩张的可能》2016-08-12

### 王强

wangqiang4@cmschina.com.cn  
S1090517030001

### 事件:

公司发布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 155.98 亿元, 同比增长 116.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6.21 亿元, 同比增长 311.47%; 实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 4.87 亿元, 同比增加 225.66%; 实现 EPS 为 0.24 元, 业绩符合预期。

同时预计公司 2017 年 1-6 月份归属于上市公司股东的净利润区间为 10~12 亿元, 同比增长 37.42%~65%。

### 评论:

#### 1、中金石化满产促公司业绩大幅提升

公司 2017 年一季度实现营业收入 155.98 亿元, 同比增长 116.20%, 公司营收大幅增长主要是公司宁波中金石化开工率的提升, 2016 年一季度宁波中金意外停产导致 PX 产销量不高, 2017 年一季度宁波中金石化运行顺利, 这使得公司一季度 PX 产销量大幅增长, 公司营收同比大幅增长。

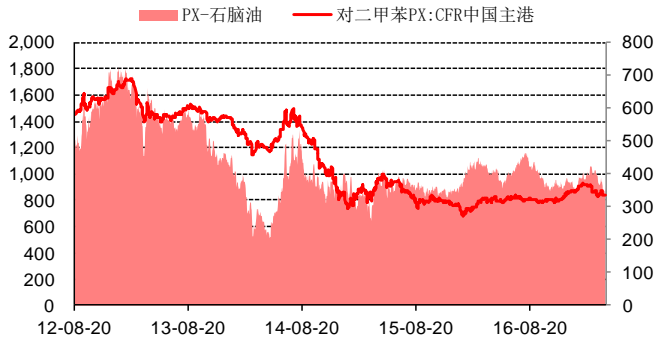
公司 2017 年一季度归属于上市公司股东的净利润 6.21 亿元, 同比增长 311.47%, 公司业绩大幅增长主要来自于中金石化 PX 盈利的大幅增长, 2016 年 1-2 月份中金石化意外停车, 导致 2016 年一季度宁波中金的盈利受到影响, 从我们监测的“PX-石脑油”价差看, 2017 年一季度平均价差 393 美元/吨, 比去年同期的 408 美元/吨下降了 15 美元/吨, 价差略有缩小, 但总体保持平稳。

2017 年一季度 PTA 盈利同比有所下滑, 从我们监测的 PTA 与 PX 的价差看, 2017 年一季度平均价差为 376 元/吨, 其中 2 月份和 3 月份受 PTA 价格下跌较多, 价差下滑比较厉害, 2016 年一季度平均价差为 472 元/吨, 2017 年一季度同比下降 96 元/吨, 我们判断公司 PTA 的盈利同比有所下滑。

我们跟踪的 2017 年一季度涤纶 FDY 和 DTY 的平均价差为 1851 元/吨和 3314 元/吨, 2016 年一季度涤纶 FDY 和 DTY 的平均价差为 1510 元/吨和 2335 元/吨, 同比提升了 341 元/吨和 979 元/吨, 因此公司 Q1 涤纶长丝的盈利有所改善。

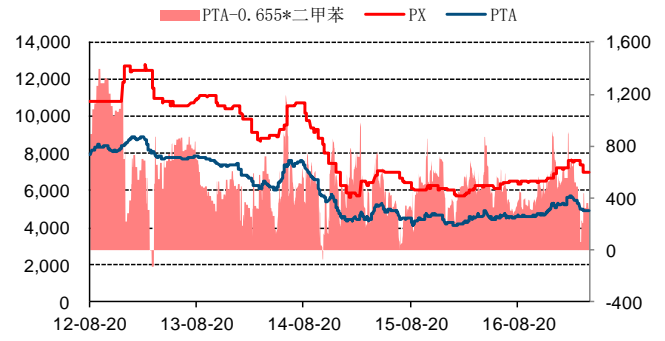
报告期内公司投资收益 1.33 亿元, 同比增加了 1.22 亿元, 主要是报告期内公司投资的期货和金融衍生工具公允价值变动实现投资收益 4961 万元。

图 1: PX 价格及价差情况



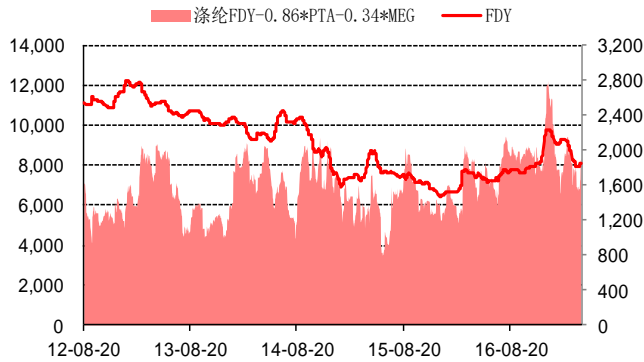
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: PTA 价格及价差情况



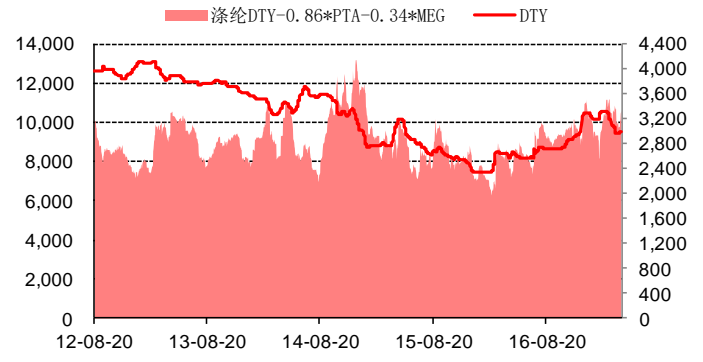
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: FDY 价格和价差情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: DTY 价格和价差情况



资料来源: Wind, 招商证券

## 2、公司综合毛利率略有下降，管理费用和财务费用率有所下降

2017 年一季度公司毛利率达到 6.84%，相比去年同期的 6.97%，下降了 0.13 个百分点，我们认为主要是 PTA 毛利率同比下降导致公司一季度毛利率略有下降。

报告期内，公司管理费用和财务费用率分别为 1.16%和 1.32%，同比分别下降了 0.06 和 0.25 个百分点；公司管理费用率和财务费用率有所下降主要是公司营收增长较多，管理费用和财务费用分别同比增长 106.48%和 82.21%。

## 3、PX-PTA-聚酯全产业链龙头，未来全球 PX 依然紧平衡，PX 盈利保持强劲

随着 2015 年 8 月份公司中金石化的投产，公司打通了 PX-PTA-聚酯全产业链，盈利能力大幅提升。受制于我国 PX 产能审批困难，我国 PX 的进口依赖度一直超过 50%。2015 年古雷腾龙芳烃装置爆炸导致我国 PX 产能进一步收紧，未来几年我国新增 PX 产能有限，虽然海外 PX 新增规划产能较多，但整体进度不及预期。预计未来一段时间内全球 PX 依然会保持紧平衡状态，盈利能力依然非常强劲。

## 4、PTA 和涤纶长丝逐步复苏，未来 PX-PTA-聚酯产业链整体盈利能力有望提升

过去数年间，聚酯产业链中 PTA 和涤纶长丝产能投放过快，导致盈利能力下滑严重，毛利率不足 10%。其中 PTA 在过去 5 年间，产能从 2010 年的不到 1500 万吨/年扩张至 2015 年的超过 4600 万吨/年，增长超过 2 倍，造成了 PTA 严重供过于求的局面，行业连续几年陷入亏损、甚至龙头企业也一度亏损。

2015 年远东石化的破产和翔鹭石化的关停，再加上行业每年 5% 以上需求增长，2015 年 PTA 行业就基本达到了供需平衡的状态；2016 年 PTA 新增产能仅汉邦石化的 220 万吨，因此 2016 年 PTA 的盈利能力有所改善；2017 年 PTA 新增产能仅嘉兴石化的 120 万吨。但考虑到 2015 年停产的翔鹭石化和远东石化均有可能复产，因此我们认为 2017 年 PTA 行业盈利存在不确定性，但从中长期看，未来我国新增 PTA 产能较少，随着需求增长，产能过剩有望逐步消化。再加上我国 PTA 行业集中度较高，行业前三的民营企业（逸盛系和恒力石化）PTA 产能占有效产能的占比接近 50%，因此我们看好 PTA 中长期的盈利改善。

涤纶长丝的产能扩张在 2014 年开始有所放缓，2014 年原定项目有些推迟、有些取消，全年新增产能约 350 万吨/年，仅为年初计划的一半。2015 年全年新增产能较 2014 年进一步减少，仅为 240 万吨左右，且主要来自上年延后的产能释放，2016 年行业新增产能 140 万吨左右，进一步减少。2017 年国内涤纶长丝的新增产能也不多。从消费量看，尽管最近几年增长有所放缓，但还是保持 10% 左右的增速，每年新增需求量均超过 200 万吨。我们预计未来几年涤纶长丝还将保持 6% 以上的消费增长。2016 年的消费总量在 2958 万吨左右，行业开工率已达 8 成以上，预计 2017 年行业的开工率将进一步提升，盈利将继续改善。

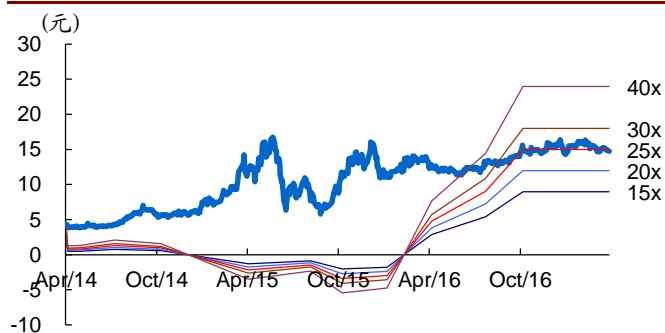
### 投资建议

不考虑其他资产并入，我们预计公司 2017 ~ 2019 年归属于母公司净利润分别为 24.3 亿元、26.7 亿元和 31 亿元，对应 EPS 分别为 0.94 元、1.03 元和 1.19 元，对应的 PE 分别为 15.7、14.3 和 12.3，维持“审慎推荐”评级。

### 风险提示

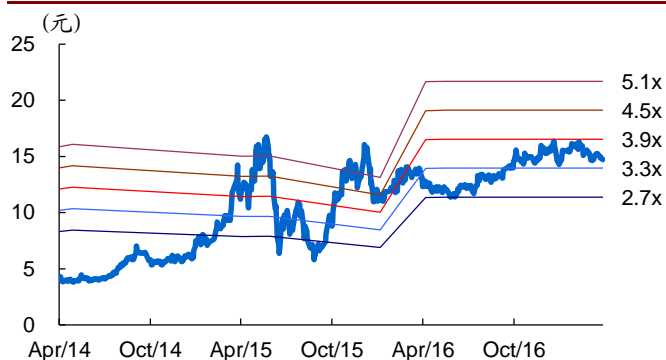
PTA 产能复产进度超预期；国际油价大幅波动。

图 5: 荣盛石化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6: 荣盛石化历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11799	13814	16623	18409	20865
现金	3301	3413	4267	4738	6115
交易性投资	1	193	193	193	193
应收票据	434	448	645	716	773
应收款项	348	441	510	566	612
其它应收款	1716	1864	2201	2444	2641
存货	2194	2460	2901	3207	3462
其他	3805	4995	5906	6545	7069
<b>非流动资产</b>	25674	26827	25546	24258	22863
长期股权投资	2760	3034	3034	3034	3034
固定资产	14647	20839	19689	18519	17230
无形资产	611	1302	1172	1055	949
其他	7656	1651	1651	1650	1650
<b>资产总计</b>	<b>37474</b>	<b>40641</b>	<b>42168</b>	<b>42667</b>	<b>43728</b>
<b>流动负债</b>	22439	18247	18619	17164	15913
短期借款	12037	7803	8987	6519	4432
应付账款	3409	2911	3446	3814	4117
预收账款	347	998	1182	1308	1412
其他	6646	6535	5004	5523	5953
<b>长期负债</b>	2152	7614	7614	7614	7614
长期借款	1110	6558	6558	6558	6558
其他	1042	1057	1057	1057	1057
<b>负债合计</b>	<b>24591</b>	<b>25861</b>	<b>26234</b>	<b>24778</b>	<b>23528</b>
股本	2544	2544	2544	2544	2544
资本公积金	4983	4987	4987	4987	4987
留存收益	3283	5140	6250	8155	10408
少数股东权益	2073	2109	2154	2203	2261
归属于母公司所有者权益	10810	12671	13781	15686	17939
<b>负债及权益合计</b>	<b>37474</b>	<b>40641</b>	<b>42168</b>	<b>42667</b>	<b>43728</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(1070)	2820	4258	4474	4718
净利润	352	1921	2382	2620	3039
折旧摊销	900	1271	1581	1488	1395
财务费用	620	1280	983	861	707
投资收益	(16)	(360)	(240)	(240)	(240)
营运资金变动	(2853)	(1341)	(493)	(309)	(243)
其它	(73)	50	45	55	60
<b>投资活动现金流</b>	(4557)	(2879)	(300)	(200)	0
资本支出	(3920)	(2428)	(300)	(200)	0
其他投资	(637)	(451)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6084	914	(3104)	(3803)	(3340)
借款变动	3508	3017	(1089)	(2468)	(2088)
普通股增加	1432	0	0	0	0
资本公积增加	2518	4	0	0	0
股利分配	(556)	(1272)	(1272)	(714)	(786)
其他	(818)	(836)	(743)	(621)	(467)
<b>现金净增加额</b>	<b>456</b>	<b>856</b>	<b>854</b>	<b>471</b>	<b>1377</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	28674	45501	53713	59648	64449
营业成本	26584	40797	48304	53450	57700
营业税金及附加	213	379	447	496	536
营业费用	421	431	591	895	1031
管理费用	405	876	859	1133	1160
财务费用	669	1264	983	861	707
资产减值损失	13	19	15	15	15
公允价值变动收益	(0)	77	10	10	10
投资收益	16	360	230	230	230
<b>营业利润</b>	385	2173	2754	3038	3539
营业外收入	41	73	65	65	65
营业外支出	17	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	409	2231	2804	3088	3589
所得税	121	274	377	419	493
<b>净利润</b>	289	1957	2426	2669	3097
少数股东损益	(64)	36	45	49	57
<b>归属于母公司净利润</b>	352	1921	2382	2620	3039
<b>EPS (元)</b>	0.14	0.76	0.94	1.03	1.19

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-10%	59%	18%	11%	8%
营业利润	-153%	465%	27%	10%	17%
净利润	-201%	445%	24%	10%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.3%	10.3%	10.1%	10.4%	10.5%
净利率	1.2%	4.2%	4.4%	4.4%	4.7%
ROE	3.3%	15.2%	17.3%	16.7%	16.9%
ROIC	2.7%	9.3%	10.1%	10.7%	11.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.6%	63.6%	62.2%	58.1%	53.8%
净负债比率	38.4%	40.9%	36.9%	30.6%	25.1%
流动比率	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	1.1	1.3	1.4	1.5
存货周转率	13.2	17.5	18.0	17.5	17.3
应收帐款周转率	114.6	115.4	113.0	110.8	109.4
应付帐款周转率	7.7	12.9	15.2	14.7	14.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.14	0.76	0.94	1.03	1.19
每股经营现金	-0.42	1.11	1.67	1.76	1.85
每股净资产	4.25	4.98	5.42	6.17	7.05
每股股利	0.50	0.50	0.28	0.31	0.36
<b>估值比率</b>					
PE	106.4	19.5	15.7	14.3	12.3
PB	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.1	6.7	5.8	5.8	5.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王 强**，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。