

## 继续看好芳烃高盈利和产业链一体化布局

### 投资要点

- **事件:** 公司发布一季报, 2017年第一季度实现营业收入156亿元, 同比增加116.2%; 实现归母净利润6.2亿, 同比增加311.5%。公司预告2017年上半年归母净利润10~12亿, 同比增加37%~65%, 业绩变动主要是因为芳烃板块稳步释放效益, 使得公司同期相比盈利能力显著增强, 同时, PTA板块和化纤板块行情将继续保持平稳。
- **中金石化芳烃业务盈利强劲, 未来仍有优化空间。** 中金石化芳烃产能200万吨, 单线产能全球最大, 约占全国总产能的11.5%, 且投资成本和运行成本均遥遥领先同类装置。2016年该装置大约运行10个月, 实现营收115亿和毛利32.4亿, 据此估算, 芳烃装置年化净利润有望高达22亿元。我国PX对外依赖度超过60%, 进口替代空间极大, 且PX下游的PTA和聚酯需求稳定, 基本保持年均5%的稳定增长, 供需结构整体良好, 预计未来2~3年仍能保持高盈利。中金石化配套设施齐全, 厂区预留土地充裕, 鉴于PX的超高盈利能力, 我们认为公司大概率会考虑上马中金二期芳烃产能来继续做大做强PX业务。
- **PTA板块景气度逐渐提升, 未来弹性巨大。** 荣盛石化和恒逸石化是PTA行业的绝对龙头, 其中荣盛石化拥有PTA权益产能约600万吨, 具有巨大的成本优势和定价话语权。PTA行业未来新增产能很少, 目前不确定因素在于远东石化和翔鹭石化的复产。当前PTA价格仍处于行业龙头的微利状态, 这样更有利于行业的优胜劣汰和健康发展。我们认为随着落后产能的逐步出清, PTA产能集中度将进一步提高, 届时公司弹性将十分巨大。
- **舟山大炼化项目是公司未来重要看点。** 由集团牵头的舟山大炼化项目总产能高达4000万吨/年, 其中一期2000万吨/年炼油项目(配套520万吨芳烃和140万吨乙烯)预计将于2018年底建成投产。由于存在同业竞争, 该项目大概率将注入上市公司, 届时, 公司将彻底实现从炼油到聚酯的完整产业链布局, 从而帮助公司分享整个产业链各个环节的利润, 并能进一步提升公司的抗风险能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.1元、1.3元、1.56元, 对应PE分别为13倍、12倍和10倍。鉴于产业链一体化布局将极大提升公司未来的盈利能力, 给予公司18倍PE, 目标价19.8元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 油价下跌的风险; 项目进度不及预期的风险; 长丝价格下跌的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	45501.07	50035.70	53822.41	57931.47
增长率	58.69%	9.97%	7.57%	7.63%
归属母公司净利润(百万元)	1920.79	2808.99	3296.00	3956.64
增长率	445.49%	46.24%	17.34%	20.04%
每股收益EPS(元)	0.76	1.10	1.30	1.56
净资产收益率ROE	13.24%	15.40%	15.84%	16.12%
PE	20	13	12	10
PB	2.56	2.20	1.88	1.61

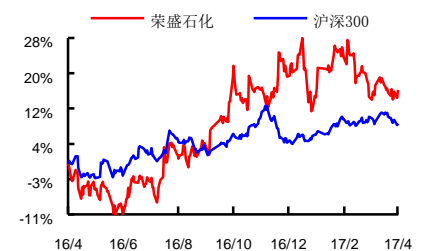
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	25.44
流通A股(亿股)	22.78
52周内股价区间(元)	11.37-16.37
总市值(亿元)	379.06
总资产(亿元)	406.41
每股净资产(元)	4.98

### 相关研究

1. 荣盛石化(002493): 业绩符合预期, 继续看好芳烃高盈利和产业链一体化布局 (2017-04-18)
2. 荣盛石化(002493): 中金石化盈利强劲, 全年业绩有望超预期 (2016-10-26)
3. 荣盛石化(002493): 尽享行业周期反转红利, 全年业绩有望超预期 (2016-08-10)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	45501.07	50035.70	53822.41	57931.47	净利润	1957.05	2647.50	3186.11	3792.33
营业成本	40796.76	43805.55	46845.97	50121.48	折旧与摊销	1270.63	2738.38	2793.81	2826.38
营业税金及附加	378.67	401.30	437.08	468.51	财务费用	1263.82	1302.97	1249.66	1247.09
销售费用	431.04	560.95	572.23	627.10	资产减值损失	18.82	10.00	10.00	10.00
管理费用	875.91	877.59	974.70	1038.10	经营营运资本变动	-2704.00	2466.61	-637.74	-242.76
财务费用	1263.82	1302.97	1249.66	1247.09	其他	1014.18	-107.94	-110.00	-110.34
资产减值损失	18.82	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2820.49</b>	<b>9057.51</b>	<b>6491.84</b>	<b>7522.69</b>
投资收益	359.85	100.00	100.00	100.00	资本支出	-87.63	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	77.47	0.00	0.00	0.00	其他	-2791.14	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2878.77</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2173.39</b>	<b>3177.34</b>	<b>3832.77</b>	<b>4519.19</b>	短期借款	-4234.13	-5654.65	-1748.14	0.00
其他非经营损益	58.09	47.62	51.11	49.94	长期借款	5447.48	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2231.48</b>	<b>3224.96</b>	<b>3883.87</b>	<b>4569.13</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	274.43	577.46	697.76	776.80	支付股利	-63.60	-225.58	-259.08	-380.24
净利润	1957.05	2647.50	3186.11	3792.33	其他	-235.68	-2587.12	-1249.66	-1247.09
少数股东损益	36.26	-161.49	-109.89	-164.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>914.07</b>	<b>-8467.35</b>	<b>-3256.88</b>	<b>-1627.33</b>
归属母公司股东净利润	1920.79	2808.99	3296.00	3956.64	<b>现金流量净额</b>	<b>863.54</b>	<b>590.17</b>	<b>3234.96</b>	<b>5895.36</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3412.69	4002.86	7237.82	13133.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5586.79	6237.97	6823.85	7242.50	销售收入增长率	58.69%	9.97%	7.57%	7.63%
存货	2459.95	2639.32	2822.65	3020.50	营业利润增长率	464.89%	46.19%	20.63%	17.91%
其他流动资产	2354.98	2570.40	2750.30	2945.50	净利润增长率	578.08%	35.28%	20.34%	19.03%
长期股权投资	3034.17	3034.17	3034.17	3034.17	EBITDA 增长率	140.93%	53.33%	9.11%	9.10%
投资性房地产	8.63	8.63	8.63	8.63	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	22196.41	19702.25	17152.67	14570.52	毛利率	10.34%	12.45%	12.96%	13.48%
无形资产和开发支出	1302.31	1158.42	1014.52	870.62	三费率	5.65%	5.48%	5.20%	5.03%
其他非流动资产	285.44	285.11	284.78	284.45	净利率	4.30%	5.29%	5.92%	6.55%
<b>资产总计</b>	<b>40641.37</b>	<b>39639.12</b>	<b>41129.37</b>	<b>45110.06</b>	ROE	13.24%	15.40%	15.84%	16.12%
短期借款	7802.79	2148.14	400.00	400.00	ROA	4.82%	6.68%	7.75%	8.41%
应付和预收款项	7987.85	11488.97	11786.69	12340.59	ROIC	11.35%	13.83%	17.86%	22.37%
长期借款	6557.55	6557.55	6557.55	6557.55	EBITDA/销售收入	10.35%	14.43%	14.63%	14.83%
其他负债	3513.21	2253.42	2267.06	2281.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>25861.39</b>	<b>22448.08</b>	<b>21011.30</b>	<b>21579.90</b>	总资产周转率	1.16	1.25	1.33	1.34
股本	2544.00	2544.00	2544.00	2544.00	固定资产周转率	2.56	2.51	3.01	3.73
资本公积	4976.22	4976.22	4976.22	4976.22	应收账款周转率	115.36	108.10	104.69	103.77
留存收益	5140.03	7723.45	10760.37	14336.76	存货周转率	17.51	17.17	17.14	17.14
归属母公司股东权益	12671.12	15243.67	18280.59	21856.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.79%	—	—	—
少数股东权益	2108.86	1947.37	1837.48	1673.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14779.98</b>	<b>17191.03</b>	<b>20118.07</b>	<b>23530.16</b>	资产负债率	63.63%	56.63%	51.09%	47.84%
负债和股东权益合计	40641.37	39639.12	41129.37	45110.06	带息债务/总负债	58.80%	42.55%	37.14%	36.16%
					流动比率	0.76	1.04	1.47	1.89
					速动比率	0.62	0.86	1.25	1.67
					股利支付率	3.31%	8.03%	7.86%	9.61%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4707.84	7218.69	7876.23	8592.66	每股收益	0.76	1.10	1.30	1.56
PE	19.73	13.49	11.50	9.58	每股净资产	5.81	6.76	7.91	9.25
PB	2.56	2.20	1.88	1.61	每股经营现金	1.11	3.56	2.55	2.96
PS	0.83	0.76	0.70	0.65	每股股利	0.03	0.09	0.10	0.15
EV/EBITDA	10.93	6.09	4.95	3.85					
股息率	0.17%	0.60%	0.68%	1.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn