

## 荣盛石化(002493)/化学纤维

## 拟收购浙石化 51%股权, 石化巨头扬帆起航

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 13.3

目标价格: 20

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师: 孙琦祥

执业证书编号: S0740517020007

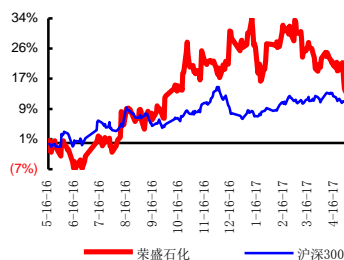
Email: sunqx@r.qlzq.com.cn

联系人: 李扬

Email: liyang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,816
流通股本(百万股)	3,417
市价(元)	13.3
市值(百万元)	50,753
流通市值(百万元)	45,449

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩符合预期, 继续看好芳烃涤纶产业链景气度回升
- 2 一季度业绩略超预期, 中金石化芳烃盈利能力强劲

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	28,673.73	45,501.07	52,325.00	60,173.75	69,199.81
增长率 yoy%	-9.86%	58.69%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	352.12	1,920.79	2,437.43	3,037.55	4,113.57
增长率 yoy%	201.44%	445.49%	26.90%	24.62%	35.42%
每股收益(元)	0.14	0.76	0.96	1.19	1.62
每股现金流量	-0.42	1.11	2.70	2.71	2.00
净资产收益率	3.26%	15.17%	16.48%	17.04%	18.75%
P/E	111.98	20.42	13.88	11.14	8.23
PEG	0.56	0.05	0.52	0.45	0.23
P/B	3.65	3.10	2.29	1.90	1.54

备注: 中泰证券研究所

**投资要点**

- 重大事件:** 公司发布公告, 拟以自有资金 25.86 亿元收购控股股东荣盛控股持有的浙江石油化工有限公司(下称“浙石化”)51%股权, 交易完成后, 浙石化将成为荣盛石化的控股子公司, 浙石化正在建设 4000 万吨/年炼化一体化项目, 其中一期 2000 万吨/年, 项目总投资预计将达 1730.85 亿元。
- 拟收购浙石化 51%股权, 石化航母扬帆起航。** 浙石化成立于 2015 年, 注册资金达到 238 亿元, 除了荣盛控股, 浙石化的股东还有浙江桐昆控股集团有限公司(20%)、巨化集团公司(20%)及舟山海洋综合开发投资有限公司(9%)。浙石化正在建设 4000 万吨/年炼化一体化项目, 含 800 万吨/年对二甲苯, 280 万吨/年乙烯。项目将分两期进行, 其中一期为 2000 万吨/年炼油(含 2000 万吨/年常减压蒸馏、400 万吨/年芳烃及 140 万吨/年乙烯以及下游化工装置), 二期规模与一期相同, 一期项目预计 2018 年底建成, 项目全部投产后, 公司 PTA 装置的原材料 PX 可以完全自给自足, 降低对进口 PX 的依赖, 并且完善炼化-PX-PTA-涤纶长丝全产业链布局, 民营石化巨头扬帆起航。
- 2017Q1 业绩优异, 上半年利润有望同比大幅增长。** 2017 年一季度公司营业收入 156 亿元, 较上年同期增长 116%, 归母净利润为 6.21 亿元, 较上年同期增长 311%, 符合我们之前对其的盈利判断, 同比大幅增长的原因主要是去年同期受芳烃装置检修停车影响, 单季度仅实现净利润 1.5 亿元, 而去年四季度受国际油价上涨的影响, 单季净利润则达 6.9 亿, 也说明公司主要利润来自芳烃装置。中金石化年产 PX160 万吨、纯苯 50 万吨等, 根据测算, 2017 年一季度 PX-石脑油平均价差在 374 美元/吨, 环比小幅上涨, 我们认为中金芳烃装置自去年二季度以来连续稳定运行, 也打消了市场对其稳定运行及盈利能力的担忧, 考虑到国内未来一年几乎无增芳烃装置投产, 中金石化芳烃装置的“暴利”状态有望持续, 坚定看好。
- 涤纶长丝后市偏乐观, 下半年翔鹭石化是否复产决定 PTA 未来走势。** 公司拥有 600 万吨 PTA 产能(权益)和 100 万吨涤纶产能, 2016 年公司涤纶加弹丝(DTY)的毛利率为 13.6%, 同比上涨 6.37%, 涤纶牵引丝毛利率也小幅提升; 从去年开始涤纶行业复苏迹象明显, 在供给侧改革影响下, 涤纶行业年新增产能仅为 3%-4%, 而下游纺织服装等需求年增速达 5%-6%, 另外人民币贬值会带动下游纺织品出口的快速增长, 我们认为今年涤纶行业仍然会延续去年下半年以来的景气行情, 迎来新一轮的景气周期。PTA 方面, 重庆蓬威的 90 万吨 PTA 装置已投料复产, 预计远东 140 万吨 PTA 装置上半年也会跟进, 因此后续翔鹭石化 450 万吨 PTA 是否复产将是 2017 年 PTA 市场关键点, 即便是翔鹭石化 PTA 装置确定复产, 重启装置到生产出合格产品并逐步提升装置负荷也将是个漫长的过程, 很难一蹴而就, 但对市场产生的影响仍不可小觑。
- 盈利预期与投资评级:** 公司是 A 股市场中唯一拥有 PX-PTA-涤纶全产业链的上市公司, 考虑到其中金石化芳烃项目的超常盈利能力, 此次收购浙石化 51%股权, 注入市场最为关注的 4000 万吨炼油项目, 我们继续坚定看好公司发展, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元和 1.62 元, 对应 PE 为 14 倍、11 倍和 8 倍, 维持“买入”评级, 目标价 20 元。
- 风险提示事件:** 国际油价暴跌、翔鹭石化复产、中金石化芳烃装置运行不稳定或发生事故、浙石化炼化项目建设不及预期

**图表 1：荣盛石化财务预测摘要**

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,181,085	2,867,373	4,550,107	5,232,500	6,017,375	6,919,981
增长率	8.36%	-9.9%	58.7%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	-3,107,777	-2,658,387	-4,079,676	-4,657,860	-5,333,250	-6,106,571
%销售收入	97.7%	92.7%	89.7%	89.0%	88.6%	88.2%
毛利	73,308	208,986	470,431	574,640	684,125	813,410
%销售收入	2.3%	7.3%	10.3%	11.0%	11.4%	11.8%
营业税金及附加	-413	-21,266	-37,867	-20,887	-29,877	-42,723
%销售收入	0.0%	0.7%	0.8%	0.4%	0.5%	0.6%
营业费用	-47,721	-42,113	-43,104	-68,058	-78,479	-86,862
%销售收入	1.5%	1.5%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-23,681	-40,479	-87,591	-62,310	-79,309	-101,128
%销售收入	0.7%	1.4%	1.9%	1.2%	1.3%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,493	105,128	301,870	423,384	496,460	582,697
%销售收入	0.0%	3.7%	6.6%	8.1%	8.3%	8.4%
财务费用	-51,150	-66,945	-126,382	-105,885	-100,591	-96,567
%销售收入	1.6%	2.3%	2.8%	2.0%	1.7%	1.4%
资产减值损失	-4,410	-1,340	-1,882	0	0	0
公允价值变动收益	-240	-4	7,747	0	0	0
投资收益	-18,084	1,635	35,985	9,184	7,180	13,496
%税前利润	—	4.0%	16.1%	2.8%	1.8%	2.7%
营业利润	-72,392	38,474	217,339	326,684	403,049	499,626
营业利润率	-2.3%	1.3%	4.8%	6.2%	6.7%	7.2%
营业外收支	4,543	2,452	5,809	4,448	4,313	4,255
税前利润	-67,849	40,926	223,148	331,131	407,362	503,881
利润率	-2.1%	1.4%	4.9%	6.3%	6.8%	7.3%
所得税	7,859	-12,065	-27,443	-49,510	-69,569	-92,975
所得税率	—	29.5%	12.3%	15.0%	17.1%	18.5%
净利润	-59,990	28,861	195,705	281,621	337,793	410,906
少数股东损益	-25,277	-6,351	3,626	37,878	34,038	-450
归属于母公司的净利润	-34,713	35,212	192,079	243,743	303,755	411,357
净利率	-1.1%	1.2%	4.2%	4.7%	5.0%	5.9%

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	301,421	330,056	341,269	309,660	985,059	1,706,452
应收款项	71,720	249,807	275,363	363,578	318,339	406,546
存货	183,637	219,436	245,995	304,129	347,018	401,835
其他流动资产	212,996	380,618	518,814	542,807	552,658	648,696
流动资产	769,775	1,179,917	1,381,442	1,520,173	2,203,074	3,163,529
%总资产	27.4%	38.8%	37.1%	50.5%	63.2%	77.1%
长期投资	274,500	277,070	304,279	304,279	304,279	304,279
固定资产	1,939,731	2,212,400	2,231,216	2,006,487	1,831,568	1,463,193
%总资产	69.0%	72.7%	59.9%	66.6%	52.5%	35.7%
无形资产	63,048	61,235	130,559	144,080	162,177	183,433
非流动资产	2,297,068	2,567,434	2,682,695	2,471,488	2,314,665	1,967,547
%总资产	81.7%	84.3%	72.0%	82.1%	66.4%	48.0%
<b>资产总计</b>	<b>3,044,197</b>	<b>3,727,840</b>	<b>4,045,279</b>	<b>3,972,803</b>	<b>4,498,881</b>	<b>5,112,218</b>
短期借款	1,015,866	1,327,070	1,007,608	227,329	227,329	227,329
应付款项	943,775	889,849	780,796	1,213,624	1,427,038	1,622,122
其他流动负债	18,546	26,954	36,295	60,178	35,049	42,395
流动负债	1,978,186	2,243,872	1,824,699	1,501,130	1,689,415	1,891,846
长期贷款	97,904	111,007	655,755	655,755	655,755	655,755
其他长期负债	100,323	85,341	87,914	87,914	87,914	87,914
<b>负债</b>	<b>2,176,413</b>	<b>2,440,221</b>	<b>2,568,368</b>	<b>2,244,799</b>	<b>2,433,084</b>	<b>2,635,515</b>
普通股股东权益	654,059	1,080,306	1,266,025	1,479,240	1,782,996	2,194,352
少数股东权益	213,725	207,313	210,886	248,764	282,802	282,351
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,044,197</b>	<b>3,727,840</b>	<b>4,045,279</b>	<b>3,972,803</b>	<b>4,498,881</b>	<b>5,112,218</b>

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	-0.312	0.138	0.755	0.958	1.194	1.617
每股净资产 (元)	5.882	4.246	4.977	5.815	7.009	8.626
每股经营现金净流 (元)	3.338	-0.421	1.109	2.702	2.711	2.001
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-5.31%	3.26%	15.17%	16.48%	17.04%	18.75%
总资产收益率	-1.14%	0.94%	4.75%	6.14%	6.75%	8.05%
投入资本收益率	0.09%	3.36%	10.33%	17.43%	23.82%	33.52%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	8.36%	-9.86%	58.69%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT增长率	-95.14%	6941.53%	187.15%	40.25%	17.26%	17.37%
净利润增长率	-250.82%	201.44%	445.49%	26.90%	24.62%	35.42%
总资产增长率	8.22%	22.46%	8.52%	-1.78%	13.18%	13.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	4.4	3.2	3.2	4.2	3.7	3.6
存货周转天数	22.7	27.7	20.8	23.8	23.7	24.0
应付账款周转天数	30.2	47.2	28.3	31.3	34.2	35.2
固定资产周转天数	118.7	157.9	142.3	140.2	113.0	90.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	105.08%	92.62%	94.73%	36.97%	-1.77%	-30.61%
EBIT利息保障倍数	0.0	1.6	2.4	4.0	4.9	6.0
资产负债率	71.49%	65.46%	63.49%	56.50%	54.08%	51.55%

来源: wind 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。