

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: 13.3 元

2017年05月16日

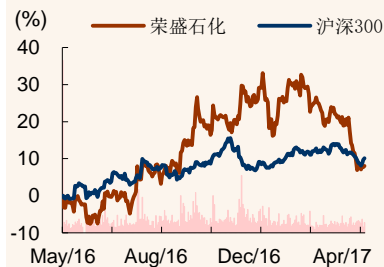
注入浙江石化, 民营炼化龙头冉冉升起

基础数据

上证综指	3090
总股本(万股)	254400
已上市流通股(万股)	227815
总市值(亿元)	338
流通市值(亿元)	303
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	18.0
资产负债率	64.6%
主要股东	浙江荣盛控股集团有限公司
主要股东持股比例	70.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-11	9
相对表现	-8	-10	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《荣盛石化(002493) —PX产销量增长驱动公司业绩高速增长》2017-04-26
- 2、《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
- 3、《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

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

事件:

公司发布公告, 拟以支付现金方式收购荣盛控股持有的浙江石油化工有限公司51%的股权, 本次交易完成后, 浙石化将成为公司的控股子公司。

评论:

1、收购浙石化, 公司产业链将更加完整, 民营炼化龙头冉冉升起

公司本次收购浙石化51%的股权全部采用现金方式, 根据坤元资产评估有限公司的评估, 浙石化采用资产基础法评估价值为30.71亿元, 此次公司收购荣盛控股持有的51%的浙石化的股权价格为25.86亿元, 此次收购不构成重大资产重组。

浙石化成立于2015年6月18日, 由荣盛控股、桐昆集团、巨化集团和舟山海洋共同出资设立, 股权占比分别为51%、20%、20%和9%。项目规划总投资1730.85亿元, 项目分两期建设, 每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX和140万吨/年乙烯, 目前浙石化4000万吨/年炼化一体化项目已经取得国家环保部和浙江省发改委的批准。

截止2017年3月31日, 浙石化的总资产达到48.20亿元, 净资产达到46.00亿元, 收购浙石化标志着公司向形成原油/燃料油-成品油/芳烃-PTA-聚酯-聚酯纤维的一体化产业链结构又迈进坚实步伐, 盈利能力和抗风险能力将进一步提升。

2、受益于油气体制改革, 浙石化项目具备稀缺性

从各个方面释放的信息来看, 放开自然垄断性行业中的竞争性业务是油气改革的核心思想。虽然改革方案至今尚未出炉, 但从近两年炼油乙烯对民营企业放开市场准入来看, 基本已经印证了上述观点。

市场较为担忧国家放开准入, 尤其是下放审批权限给各省以后, 炼油乙烯项目不会一拥而上抱持怀疑态度。

我们认为以浙石化为代表的民营炼化一体化项目不会呈现遍地开花态势。一方面, 国家放开准入的前提是符合石化产业布局规划, 大连长兴岛、曹妃甸、连云港、漕泾、宁波、古雷和惠州等7大石化基地之外的新建项目基本上没有新批的可能; 另一方面, 炼油乙烯项目的资金和技术密集特性非常突出, 从原料采购到产品生产再到市场培育和消化, 整体是一个非常庞大的系统工程, 任何一个环节出现问题, 都会对效益产生明显的影响。

当前烯烃、芳烃资源相对短缺和炼油产能过剩产生了比较明显的对比。从浙石化的加工方案来看, 对芳烃资源的生产相对侧重, 最大限度的调整了产品结构。此外, 一期工程并不用填海, 投资强度也在可控范围内。

比照上海石化的项目规模、盈利和估值情况, 我们认为浙石化一期的平均净利水平可能在50-60亿, 合理市值水平在600-700亿间。

表 1: 浙石化项目两期建设规模

装置名称	一期规模	二期规模
常减压蒸馏	2000 万吨/年	2000 万吨/年
轻烃回收	300 万吨/年	360 万吨/年
延迟焦化	300 万吨/年	120 万吨/年
渣油加氢脱硫	500 万吨/年	500 万吨/年
蜡油加氢裂化	380 万吨/年	380 万吨/年
柴油加氢裂化	800 万吨/年	800 万吨/年
重油催化裂化	420 万吨/年	420 万吨/年
催化汽油加氢	200 万吨/年	200 万吨/年
航煤精制	150 万吨/年	150 万吨/年
石脑油加氢	320 万吨/年	320 万吨/年
连续重整	800 万吨/年	800 万吨/年
芳烃	520 万吨/年	520 万吨/年
烷基化	45 万吨/年	60 万吨/年
硫磺回收	48 万吨/年	60 万吨/年
乙烯	140 万吨/年	140 万吨/年
丙烷脱氢	60 万吨/年	60 万吨/年
聚丙烯	90 万吨/年	90 万吨/年
聚碳酸酯	26 万吨/年	26 万吨/年
丙烯腈	26 万吨/年	
甲基丙烯酸甲酯	9 万吨/年	

资料来源: 公司公告

3、中金石化投产促公司 2016 年业绩爆发性增长

公司 2016 年实现营业收入 455.01 亿元, 同比增长 58.69%, 分业务看, 2016 年公司 PTA 营业收入 213.03 亿元, 同比增长了 21.58%; PX 营业收入 114.77 亿元, 同比增长了 366.73%, 涤纶长丝及聚酯切片的营业收入合计 69.08 亿元, 基本与 2015 年持平, 公司其他主营产品的营业收入 58.13 亿元, 同比增长了 283.95%。综合来看, 公司营业收入大幅增长主要来自中金石化的投产和平稳运行, PTA 产销量的增长也是一部分促进因素。

公司 2016 年归属于上市公司股东的净利润 19.21 亿元, 同比增长 445.49%, 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, 中金石化 2015 年 8 月份投产, 因此去年前三季度仅贡献了 1 个月左右的利润, 2016 年中金石化除 1-2 月份停车外基本满负荷运行, 因此产销量大幅增长。2016 年中金石化实现净利润 16.30 亿元, 同比增加了 12.8 亿元, 从我们监测的“PX-石脑油”价差看,

2016 年平均价差 399 美元/吨, 比去年同期的 352 美元/吨提升了 47 美元/吨, 盈利能力显著增强。

公司 2016 年归属于上市公司股东的净利润 19.21 亿元, 同比增长 445.49%, 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, 中金石化 2015 年 8 月份投产, 因此去年前三季度仅贡献了 1 个月左右的利润, 2016 年中金石化除 1-2 月份停车外基本满负荷运行, 因此产销量大幅增长。2016 年中金石化实现净利润 16.30 亿元, 同比增加了 12.8 亿元, 从我们监测的“PX-石脑油”价差看, 2016 年平均价差 399 美元/吨, 比去年同期的 352 美元/吨提升了 47 美元/吨, 盈利能力显著增强。

从 2015 年开始 PTA 行业呈现弱复苏态势，由供过于求向供需平衡转变，公司 PTA 盈利能力逐步提升。目前公司控股和参股的 PTA 生产企业主要有浙江逸盛、逸盛大化和海南逸盛，公司参股 30% 的浙江逸盛 2016 年实现净利润 1.32 亿元，同比增加了 0.43 亿元；公司参股 37.5% 的海南逸盛盈利大幅改善，2016 年实现净利润 0.44 亿元，同比增加了 2.86 亿元；公司控股 59.22% 的逸盛大化实现盈利 628 万元，同比增加了 0.55 亿元。从我们监测的 PTA 与 PX 的价差看，2016 年平均价差为 470 元/吨，较去年同期增加 5 元/吨。

图 1: PX 盈利能力 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

2016 年涤纶长丝盈利好于 2015 年，公司 FDY 毛利率 8.74%，同比提升了 1.14 个百分点；DTY 毛利率大幅改善，2016 年毛利率达到 13.6%，同比提升了 6.37 个百分点。公司涤纶长丝以 FDY 和 DTY 为主，2016 年 FDY 的平均价差达到 1787 元/吨，同比增加了 370 元/吨，DTY 的平均价差达到 2710 元/吨，同比增加了 300 元/吨。

4、公司综合毛利率大幅提升，管理费用和财务费用有所增加

受益于 PX 的高毛利率，2016 年公司毛利率达到 10.34%，相比去年同期的 4.70%，提升了 5.64 个百分点，其中公司 PX 的毛利率达到 28.24%，显著高于涤纶长丝和 PTA 的毛利率。

2016 年公司管理费用和财务费用率分别为 1.93% 和 2.78%，同比分别提升了 0.52 和 0.45 个百分点；公司管理费用率的提升主要是研发费用增加所致，报告期内公司管理费用共计 8.76 亿元，同比增加了 4.71 亿元，其中发生的研究开发费用达到 6.60 亿元，同比增加了 4.25 亿元，公司研发费用大幅增加主要是宁波中金报告期内研发费用大幅增加所致。报告期内公司财务费用达到 12.64 亿元，同比增加了 5.95 亿元，主要是报告期内公司增加了宁波中金的项目贷款，导致利息费用支出增加所致，同时报告期内公司发生汇兑损失 4.87 亿元，同比增加 2.89 亿元。

5、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，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，未来几年国内新增 PX 产能依然有限。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。

6、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，当年 PTA 行业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，2017 年仅嘉兴石化的 120 万吨，产能增长都在 5% 以下，我们预计 PTA 行业盈利会继续改善。同时据我们的统计，目前 PTA 长期停车的产能超过 1200 万吨，超过 PTA 名义总产能的 1/4，PTA 有效产能不足 3600 万吨，行业前三的民营企业（逸盛系和恒力石化）在有效产能中的占比接近 60%，龙头企业的市场调节能力增强，行业的竞争生态正在变得有序，我们看好 PTA 中长期盈利的改善。

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 240 万吨/年，仅为年初计划的一半；2015 年全年新增产能仅为 210 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 125 万吨左右；预计 2017 年涤纶长丝的新增产能在 120 万吨左右，进一步减少，不过需要注意的是 2017 年将有部分关停产能的复产，其中包括浙江红剑和龙腾化纤，其合计产能 50 万吨左右。从消费量看，近几年增速有所放缓，在 6% 左右，即每年的新增需求量在 150 万吨左右，2016 年我国涤纶长丝行业的名义开工率在 72% 左右，实际有效产能开工率在 78% 左右，根据目前的投产计划，我们预计 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

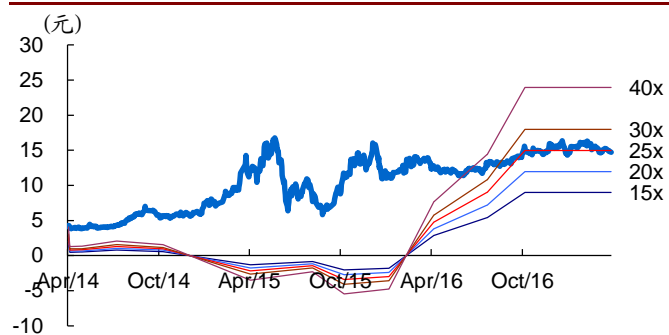
炼化项目计划于 2018 年底投产，考虑到同类项目的建设周期，我们认为项目在 19 年建成的可能性比较大，业绩或在 2019 年-2020 年释放。此外，建设过程中存在进一步定增融资的可能。由于不确定性较多，暂不考虑炼油部分的业绩贡献。

预计 2017 ~ 2019 年公司归属于母公司净利润分别为 23.1 亿元、26.4 亿元和 29.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.04 元和 1.15 元，对应的 PE 分别为 14.2、12.9 和 11.1 倍，维持“审慎推荐”评级。

风险提示

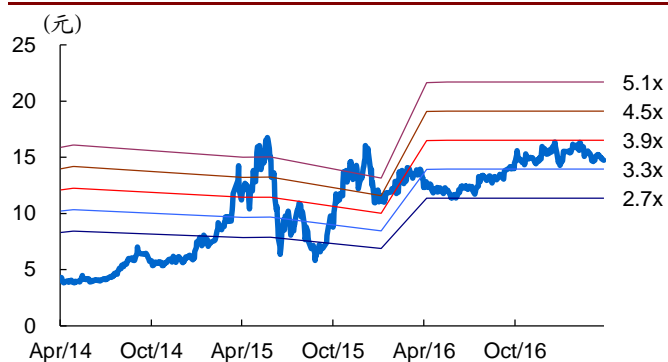
PTA 产能复产进度超预期；国际油价大幅波动。

图 2: 荣盛石化历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 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
流动资产	11799	13814	16629	18423	20895
现金	3301	3413	4274	4736	6128
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	3214	3469
其他	3805	4995	5906	6554	7078
非流动资产	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
资产总计	37474	40641	42175	42681	43758
流动负债	22439	18247	18697	17209	16095
短期借款	12037	7803	9065	6542	4588
应付账款	3409	2911	3446	3822	4126
预收账款	347	998	1182	1311	1415
其他	6646	6535	5004	5535	5966
长期负债	2152	7614	7614	7614	7614
长期借款	1110	6558	6558	6558	6558
其他	1042	1057	1057	1057	1057
负债合计	24591	25861	26311	24824	23710
股本	2544	2544	2544	2544	2544
资本公积金	4983	4987	4987	4987	4987
留存收益	3283	5140	6180	8124	10259
少数股东权益	2073	2109	2153	2202	2258
归属于母公司所有者权益	10810	12671	13711	15655	17790
负债及权益合计	37474	40641	42175	42681	43758

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1070)	2820	4190	4503	4609
净利润	352	1921	2312	2637	2927
折旧摊销	900	1271	1581	1488	1395
财务费用	620	1280	985	864	712
投资收益	(16)	(360)	(240)	(240)	(240)
营运资金变动	(2853)	(1341)	(493)	(302)	(242)
其它	(73)	50	44	55	57
投资活动现金流	(4557)	(2879)	(300)	(200)	0
资本支出	(3920)	(2428)	(300)	(200)	0
其他投资	(637)	(451)	0	0	0
筹资活动现金流	6084	914	(3029)	(3841)	(3217)
借款变动	3508	3017	(1012)	(2523)	(1953)
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)	(694)	(791)
其他	(818)	(836)	(745)	(624)	(472)
现金净增加额	456	856	861	462	1393

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
营业收入	28674	45501	53713	59648	64449
营业成本	26584	40797	48304	53569	57829
营业税金及附加	213	379	447	496	536
营业费用	421	431	698	895	1031
管理费用	405	876	833	990	1160
财务费用	669	1264	985	864	712
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
营业利润	385	2173	2671	3059	3405
营业外收入	41	73	65	65	65
营业外支出	17	15	15	15	15
利润总额	409	2231	2721	3109	3455
所得税	121	274	365	422	473
净利润	289	1957	2356	2687	2982
少数股东损益	(64)	36	44	50	55
归属于母公司净利润	352	1921	2312	2637	2927
EPS (元)	0.14	0.76	0.91	1.04	1.15

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	59%	18%	11%	8%
营业利润	-153%	465%	23%	15%	11%
净利润	-201%	445%	20%	14%	11%
获利能力					
毛利率	7.3%	10.3%	10.1%	10.2%	10.3%
净利率	1.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%
ROE	3.3%	15.2%	16.9%	16.8%	16.5%
ROIC	2.7%	9.3%	9.9%	10.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	63.6%	62.4%	58.2%	54.2%
净负债比率	38.4%	40.9%	37.0%	30.7%	25.5%
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
每股收益	0.14	0.76	0.91	1.04	1.15
每股经营现金	-0.42	1.11	1.65	1.77	1.81
每股净资产	4.25	4.98	5.39	6.15	6.99
每股股利	0.50	0.50	0.27	0.31	0.35
估值比率					
PE	96.1	17.6	14.2	12.9	11.1
PB	3.1	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.2	6.7	5.9	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。