

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

历史大底确认，向上拐点到来！

业绩简评

荣盛石化于2023年4月19日发布公司2022年年度报告，全年实现营业收入2890.95亿元，同比增加63.31%；实现归母净利润33.40亿元，同比减少73.95%。其中，2022Q4公司实现营业收入639.77亿元，同比增加34.22%，环比减少17.44%；实现归母净利润-21.10亿元，同比减少178.09%，环比减少2611.90%。

经营分析

22Q4 出现显著亏损，公司业绩处于历史大底：公司2022年各产品加权价差均值同比收窄22.57%，2022Q4各产品加权价差均值环比收窄2.87%，公司2022年营业成本同比增加98.20%，2022Q4营业成本同比增加105.51%，大幅超过同期产品销售价格增幅，公司产品价差收窄毛利降低，重要子公司浙石化、中金石化22H2分别亏损24.87亿元、11.14亿元，拖累公司业绩，2022Q4单季度业绩出现显著亏损，处于历史大底。

伴随市场需求好转，价差修复或带动公司业绩逐步恢复：2023年伴随国内经济复苏，终端产品需求有所恢复，浙石化产品销售价格回升带动产品价差有所修复，2023Q1各产品加权价差均值环比走阔9.64%。公司未来业绩或存在边际修复可能性。

引入战投沙特阿美，炼化深加工项目成长确定性较强：公司引入战略投资者沙特阿美，并签订包括原油采购等一揽子框架协议，公司炼化板块深加工项目原料供应得以保障。与此同时，公司依托浙石化4000万吨炼化项目加快下游新材料、新能源的布局，部署了光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等新材料、新能源产品，有望逐步提高了公司产品附加值，伴随新产能的逐步释放，公司成长确定性较强。

盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖带来的业绩修复以及公司新能源新材料深加工项目逐步投产过程中对终端产品-原油价差拉阔的助力效果。考虑到当前价差有所回暖但新产能投放节奏具有不确定性，我们调整了2023-2024年盈利预测，调整幅度分别为+9%和-18%，预计公司2023-2025年归母净利润为61亿元/121亿元/161亿元，对应EPS为0.60元/1.20元/1.59元，对应PE为23.98X/12.02X/8.92X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油价单向大幅波动风险；(2) 疫情反复扰乱产品销售及运输；(3) 终端需求严重恶化；(4) 地缘政治风险；(5) 项目建设进度不及预期；(6) 美元汇率大幅波动风险；(7) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.25 元

相关报告：

- 《荣盛石化公司点评：大炼化迎来世界第一的认可！》，2023.3.28
- 《荣盛石化公司点评：景气大底现，龙头复苏启！》，2023.1.31
- 《短期业绩承压，长期成长性充足！-荣盛石化季报点评》，2022.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	177,024	289,095	305,788	326,326	353,187
营业收入增长率	65.03%	63.31%	5.77%	6.72%	8.23%
归母净利润(百万元)	12,824	3,340	6,098	12,114	16,106
归母净利润增长率	75.46%	-73.95%	82.57%	98.65%	32.96%
摊薄每股收益(元)	1.266	0.330	0.602	1.196	1.591
每股经营性现金流净额	3.31	1.88	4.55	6.13	7.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.26%	7.07%	11.76%	19.40%	19.88%
P/E	14.34	37.29	23.66	11.91	8.96
P/B	3.77	2.64	2.78	2.31	1.78

来源：公司年报、国金证券研究所

1、Q4 终端需求短期不振，价格传导不顺畅导致业绩承压

荣盛石化于 2023 年 4 月 19 日发布公司 2022 年年度报告，全年实现营业收入 2890.95 亿元，同比增加 63.31%；实现归母净利润 33.40 亿元，同比减少 73.95%。其中，2022Q4 公司实现营业收入 639.77 亿元，同比增加 34.22%，环比减少 17.44%；实现归母净利润-21.10 亿元，同比减少 178.09%，环比减少 2611.90%。

公司 2022 年营业成本同比增加 98.20%，2022Q4 营业成本同比增加 105.51%，大幅超过营业收入增幅，2022Q4 业绩亏损属于历史大底，主要原因为成本端原油价格大幅上涨，但需求端由于需求萎靡导致价格传导不畅，单季度业绩出现显著亏损。

图表1：公司营业收入同比增加 63.31%



来源：公司公告，国金证券研究所

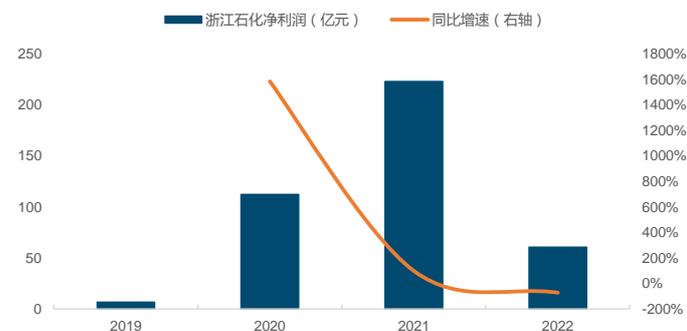
图表2：公司归母净利润同比减少 73.95%



来源：公司公告，国金证券研究所

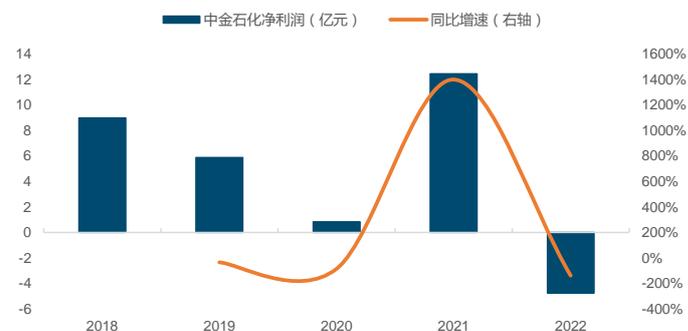
2022 年公司重要子公司浙江石化、中金石化业绩不佳拖累公司业绩，全年浙江石化实现净利润 60.52 亿元，同比减少 72.86%，其中 2022 年下半年亏损 24.87 亿元；全年中金石化亏损 4.76 亿元，同比减少 138.26%，其中 2022 年下半年亏损 11.14 亿元。公司主要子公司 2022 年下半年由于原油价格波动加剧，产品价差收窄，业绩承受压力，伴随 2023 年终端市场需求好转，公司产品销售价格回升带动产品价差有所修复，公司重要子公司未来业绩或存在边际修复可能性。

图表3：2022 年浙江石化净利润同比减少 72.86%



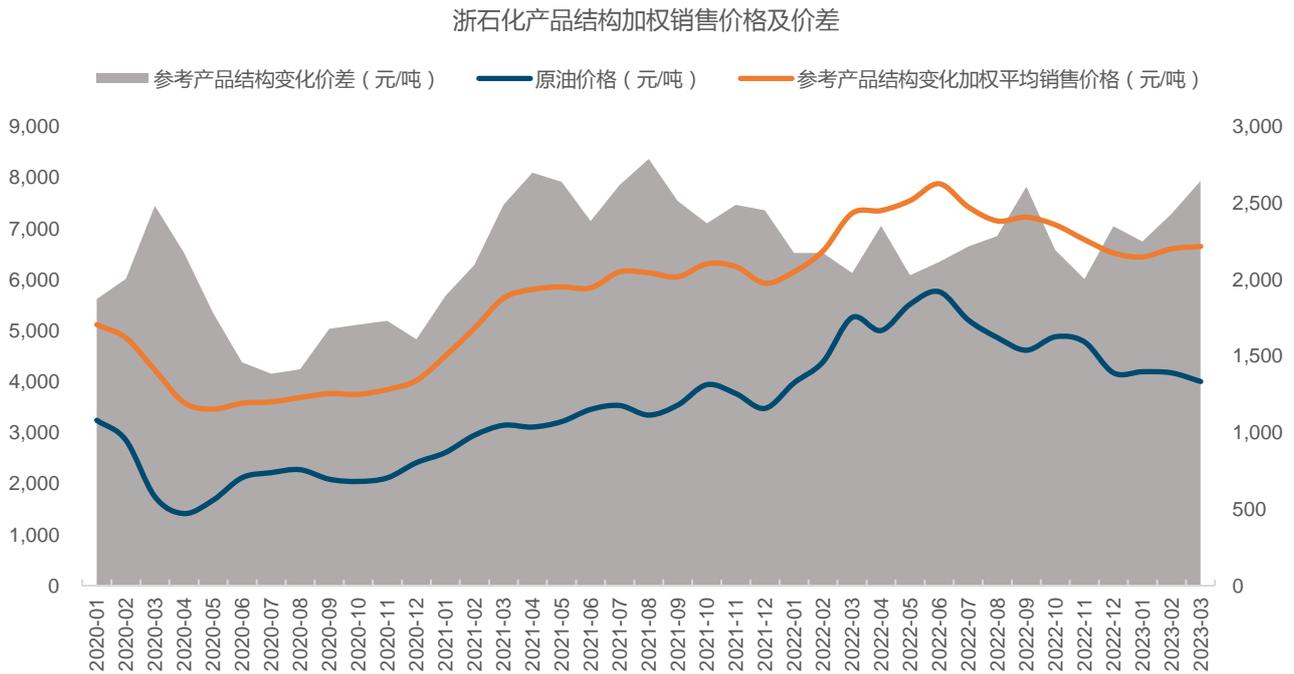
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：2022 年中金石化净利润同比减少 138.26%



来源：公司公告，国金证券研究所

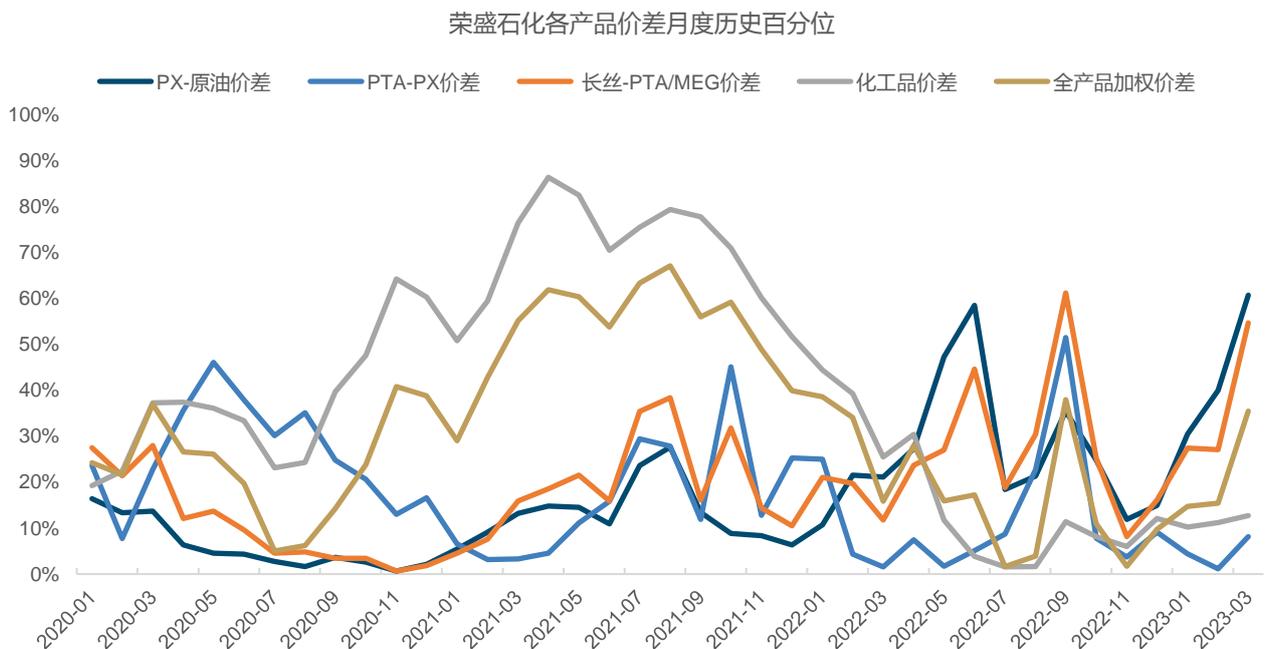
图表5: 2023年浙石化产品价格差有所恢复



来源: 公司公告, Wind, iFinD, 国金证券研究所

2022年公司产品价差所处历史百分位相对于2021年均有明显下降, 全年各产品加权价差均值同比收窄22.57%, 2022年第四季度终端需求持续承压, 公司各产品加权价差均值环比收窄2.87%。价差收窄导致公司利润空间减小, 并对四季度及全年业绩产生一定的负面影响。2023年伴随国内经济复苏, 终端产品需求有所恢复, 公司各产品价差恢复显著, 2023年第一季度各产品加权价差均值环比走阔9.64%, 公司未来业绩或将逐步修复。

图表6: 荣盛石化各产品价差月度历史百分位



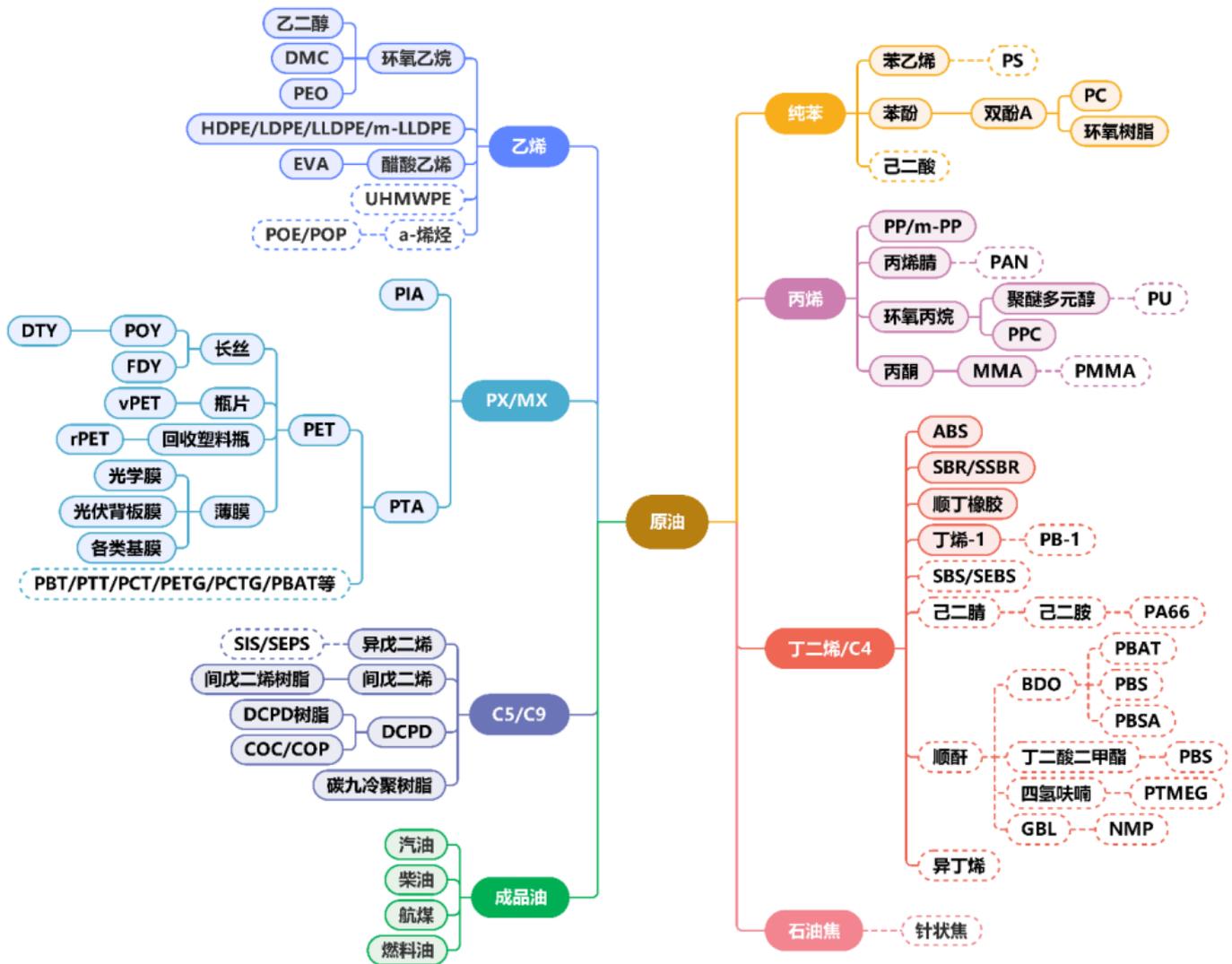
来源: 公司公告, Wind, iFinD, 国金证券研究所

2、引进战投沙特阿美，炼化深加工项目原料供应得以保障

公司于2023年3月27日以24.3元/股转让1,012,552,501股（公司总股本的10%+1股）给沙特阿美全资子公司AOC，并与沙特阿美签订包括48万桶/日原油采购的《原油采购协议》，20万吨/年化工原料的《原料供应框架协议》、30万吨/年的化工品和1.5万桶/日的精炼产品的《精炼和化工产品框架协议》等一揽子框架协议，公司炼化板块深加工项目原料供应得以保障。

公司依托浙石化4000万吨炼化项目加快下游新材料、新能源的布局，目前规划投建的140万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目逐步稳健推进，项目部署了光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等新材料、新能源产品，提高了公司产品附加值，长期来看公司成长确定性较强。

图表7：荣盛石化产业链布局及潜在延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

3、风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险:炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输:疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 3) 终端需求严重恶化:公司一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求

也会对化工品的需求造成影响；

4) 地缘政治风险:原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断,或者突发事件造成原油供应大幅度增加等,终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税,东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等;

5) 项目建设进度不及预期:公司多个项目处于建设中,如项目建设进度不及预期,或对盈利预测产生影响;

6) 美元汇率大幅波动风险:原油采购使用美元,而收入端结算以人民币为主,日常经营需要买入美元,卖出人民币,完成结算,美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响;

7) 其他不可抗力影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	107,265	177,024	289,095	305,788	326,326	353,187
增长率		65.0%	63.3%	5.8%	6.7%	8.2%
主营业务成本	-86,122	-130,090	-257,841	-250,442	-247,646	-258,305
%销售收入	80.3%	73.5%	89.2%	81.9%	75.9%	73.1%
毛利	21,143	46,935	31,254	55,347	78,680	94,882
%销售收入	19.7%	26.5%	10.8%	18.1%	24.1%	26.9%
营业税金及附加	-2,466	-8,833	-17,011	-18,042	-19,253	-20,838
%销售收入	2.3%	5.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
销售费用	-116	-155	-175	-214	-228	-247
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-473	-683	-815	-856	-914	-989
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-1,964	-3,915	-4,367	-4,587	-4,895	-5,298
%销售收入	1.8%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	16,125	33,349	8,885	31,648	53,389	67,510
%销售收入	15.0%	18.8%	3.1%	10.3%	16.4%	19.1%
财务费用	-1,549	-2,898	-6,031	-10,769	-11,026	-10,888
%销售收入	1.4%	1.6%	2.1%	3.5%	3.4%	3.1%
资产减值损失	-33	-99	-297	0	0	0
公允价值变动收益	113	147	11	0	0	0
投资收益	1,847	611	693	700	700	700
%税前利润	11.1%	2.0%	12.3%	3.2%	1.6%	1.2%
营业利润	16,681	31,246	5,628	21,779	43,264	57,522
营业利润率	15.6%	17.7%	1.9%	7.1%	13.3%	16.3%
营业外收支	2	5	-9	0	0	0
税前利润	16,683	31,251	5,619	21,779	43,264	57,522
利润率	15.6%	17.7%	1.9%	7.1%	13.3%	16.3%
所得税	-3,311	-7,602	751	-5,445	-10,816	-14,380
所得税率	19.8%	24.3%	-13.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	13,372	23,648	6,370	16,334	32,448	43,141
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	10,236	20,334	27,035
归属于母公司的净利润	7,309	12,824	3,340	6,098	12,114	16,106
净利率	6.8%	7.2%	1.2%	2.0%	3.7%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13,372	23,648	6,370	16,334	32,448	43,141
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	10,236	20,334	27,035
非现金支出	5,370	7,009	11,597	15,692	18,115	20,688
非经营收益	1,905	2,493	3,713	10,351	10,529	10,638
营运资金变动	-3,140	414	-2,621	3,723	1,028	1,195
经营活动现金净流	17,507	33,565	19,058	46,101	62,119	75,663
资本开支	-55,842	-58,219	-29,329	-40,794	-43,225	-45,968
投资	-806	144	-44	0	0	0
其他	363	1,234	407	700	700	700
投资活动现金净流	-56,284	-56,841	-28,966	-40,094	-42,525	-45,268
股权募资	15,929	1,780	2,499	0	0	3,978
债权募资	27,228	36,926	16,590	4,218	1,275	2,108
其他	-7,580	-7,868	-7,532	-12,570	-12,748	-12,857
筹资活动现金净流	35,577	30,837	11,557	-8,352	-11,473	-6,771
现金净流量	-2,982	7,746	1,120	-2,345	8,121	23,624

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,638	17,682	18,239	15,834	23,908	47,495
应收款项	3,603	9,193	11,578	10,778	11,502	12,449
存货	23,546	47,110	60,690	51,461	50,886	53,076
其他流动资产	14,263	15,556	5,214	5,661	5,628	5,756
流动资产	52,050	89,541	95,720	83,734	91,924	118,775
%总资产	21.6%	26.6%	26.4%	22.3%	22.5%	25.8%
长期投资	8,012	7,602	8,744	8,744	8,744	8,744
固定资产	174,195	231,893	248,296	273,375	298,463	323,721
%总资产	72.1%	68.8%	68.5%	72.8%	73.0%	70.2%
无形资产	5,809	5,704	5,998	6,032	6,066	6,099
非流动资产	189,465	247,636	266,867	291,981	317,103	342,395
%总资产	78.4%	73.4%	73.6%	77.7%	77.5%	74.2%
资产总计	241,515	337,177	362,587	375,715	409,027	461,170
短期借款	57,007	51,247	46,831	51,049	52,324	54,432
应付款项	41,069	62,578	75,961	68,822	68,058	70,990
其他流动负债	5,339	13,516	7,268	8,548	10,455	11,983
流动负债	103,415	127,341	130,059	128,419	130,837	137,405
长期贷款	62,426	109,118	130,962	130,962	130,962	130,962
其他长期负债	5,814	5,474	4,400	4,352	4,317	4,292
负债	171,655	241,934	265,422	263,733	266,117	272,659
普通股股东权益	36,966	48,839	47,260	51,840	62,435	81,000
其中：股本	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
未分配利润	15,562	27,193	29,265	33,844	44,439	59,026
少数股东权益	32,894	46,405	49,905	60,142	80,476	107,511
负债股东权益合计	241,515	337,177	362,587	375,715	409,027	461,170

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.083	1.266	0.330	0.602	1.196	1.591
每股净资产	5.476	4.823	4.667	5.120	6.166	8.000
每股经营现金净流	2.593	3.315	1.882	4.553	6.135	7.472
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	19.77%	26.26%	7.07%	11.76%	19.40%	19.88%
总资产收益率	3.03%	3.80%	0.92%	1.62%	2.96%	3.49%
投入资本收益率	6.63%	9.68%	3.61%	7.97%	12.13%	13.40%
增长率						
主营业务收入增长率	30.02%	65.03%	63.31%	5.77%	6.72%	8.23%
EBIT增长率	442.88%	106.82%	-73.36%	256.20%	68.70%	26.45%
净利润增长率	231.17%	75.46%	-73.95%	82.57%	98.65%	32.96%
总资产增长率	32.27%	39.61%	7.54%	3.62%	8.87%	12.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.8	7.0	7.9	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	106.2	99.1	76.3	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	153.1	132.8	89.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	292.6	254.3	280.5	289.6	294.2	292.7
偿债能力						
净负债/股东权益	159.91%	151.59%	166.11%	150.05%	112.82%	74.13%
EBIT利息保障倍数	10.4	11.5	1.5	2.9	4.8	6.2
资产负债率	71.07%	71.75%	73.20%	70.20%	65.06%	59.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-13	买入	18.56	29.40~29.40
2	2021-10-15	买入	19.06	29.40~29.40
3	2022-01-30	买入	17.99	29.40~29.40
4	2022-04-28	买入	12.73	N/A
5	2022-08-18	买入	15.41	N/A
6	2022-10-26	买入	10.71	N/A
7	2023-01-31	买入	12.52	N/A
8	2023-03-28	买入	12.91	N/A

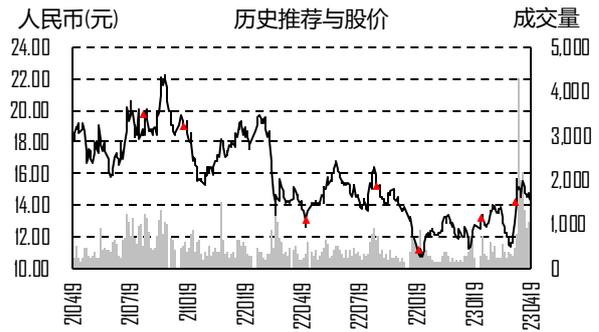
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402