

荣盛石化 (002493)

后向一体化造就公司竞争优势

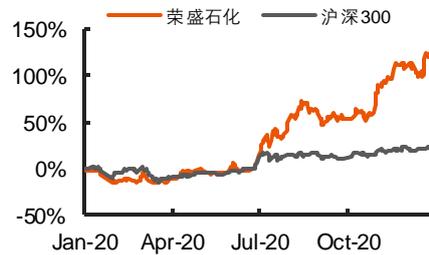
推荐 (维持)

现价: 28.84 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.cnrspc.com
大股东/持股	荣盛控股集团/61.16%
实际控制人	李水荣
总股本(百万股)	6,750
流通 A 股(百万股)	5,816
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1947
流通 A 股市值(亿元)	1677
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	72.3

行情走势图



相关研究报告

《荣盛石化*002493*半年业绩高增,二期项目预计年底建成》 2020-08-12
 《荣盛石化*002493*炼化-聚酯一体化龙头开启市值“三级跳”》 2020-07-31

证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号
S1060520070002

liuyonglai647@pingan.com.cn



投资要点

事项:

浙江石化二期炼化项目进展顺利,2020年11月常减压装置和公共工程投入运行,其他装置正在安装调试。预计二期项目将于2021年上半年正式投产。

平安观点:

- **后向一体化造就公司竞争优势:** 作为全球聚酯和炼化行业龙头,公司以纺织业务起家,为了解决原材料的供应问题及谋求更多的成长,公司采用了后向一体化战略,产业链不断往上游延伸到涤纶丝、聚酯瓶片、聚酯薄膜、PTA、芳烃和炼油。后向一体化战略促进了公司业务板块的扩张和盈利的增长。炼化一期项目的投产为公司贡献了巨大的业绩增量,目前炼化二期的建设进入尾声,建成投产后将使公司业绩更上一层楼。
- **浙江石化 4000 万吨炼化项目的竞争优势:** 浙江石化作为民营大炼化的代表,其竞争优势主要包括:1) 规模化带来的能耗降低、损耗降低和较强的议价能力;2) 高尼尔森系数;3) 对劣质原油的适应性强;4) 化工品收率远高于同行;5) 大规模的副产品深加工能力;6) 政策支持和区位优势。
- **投资建议:** 2021 年随着国内外经济的复苏,行业景气度有望继续提升。目前炼化一期项目运行稳定,炼化二期项目预计将于 2021 年一季度顺利投产,将为公司带来较大的业绩增幅。经测算浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目历史回测盈利中枢(2011-2020 年均值)为 233 亿元。结合原油、炼化产品的市场近况及公司项目进度,我们上调公司 2020-2022 年的归母净利润预测分别是 74、111 和 148 亿元(前值 63、112、168 亿元),对应的 EPS 分别为 1.10、1.65 和 2.20 元,对应当前股价的 PE 分别为 26、18 和 13 倍。考虑到新项目带来的成长性,维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 市场需求增速放缓或者下滑;2) 在建项目进度不及预期;3) 国际原油价格大幅波动;4) 行业竞争加剧。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,425	82,500	117,829	186,409	210,428
YoY(%)	26.9	-9.8	42.8	58.2	12.9
净利润(百万元)	1,608	2,207	7,395	11,114	14,844
YoY(%)	-20.3	37.3	235.1	50.3	33.6
毛利率(%)	5.8	6.8	14.0	12.5	13.9
净利率(%)	1.8	2.7	6.3	6.0	7.1
ROE(%)	5.5	7.1	17.9	21.4	22.4
EPS(摊薄/元)	0.24	0.33	1.10	1.65	2.20
P/E(倍)	121.1	88.2	26.3	17.5	13.1
P/B(倍)	9.3	8.6	5.2	4.1	3.2

正文目录

一、 后向一体化战略造就炼化-化纤龙头	4
1.1 后向一体化战略是公司主要的发展战略之一	4
1.2 炼化项目成为近年来公司业绩增长的主要驱动力.....	4
1.3 炼化二期 2000 万吨投产在即，公司业绩将进一步提升.....	5
二、 4000 万吨炼化项目的竞争优势在哪里?	6
2.1 规模化带来竞争优势.....	6
2.2 较高的尼尔森复杂性系数.....	8
2.3 对劣质原油的适应性强	10
2.4 最大化高附加值化工品收率.....	11
2.5 吃干榨净，对裂解副产品做进一步深加工.....	12
2.6 天时（政策）与地利（区位）优势.....	15
三、 投资建议	16
四、 风险提示	19

图表目录

图表 1	荣盛石化主要产业布局图.....	4
图表 2	公司历年营收（亿元）和同比增长	5
图表 3	公司历年净利（亿元）和同比增长	5
图表 4	4000 万吨炼化基地平面布局图	5
图表 5	中国炼油企业的数量和平均单座炼厂的炼能（万吨）	6
图表 6	全球头部炼油企业排名（万吨）	7
图表 7	部分炼化企业常减压装置加工能力组成结构（万吨）	7
图表 8	浙石化一期 2000 万吨炼化项目工艺流程简图.....	8
图表 9	浙江石化炼油尼尔森系数远高于国内外同行	9
图表 10	浙江石化二期 4000 万吨炼油项目的尼尔森系数组成结构	9
图表 11	浙江石化二期 4000 万吨炼化项目加工原油种类.....	10
图表 12	部分原油的物化指标.....	10
图表 13	浙江石化 4000 万吨炼化项目产品结构	11
图表 14	中石油大连炼化企业产品结构.....	11
图表 15	浙江石化所产化工品的 2019 年国内需求（万吨）和近三年需求增速（右轴） ..	12
图表 16	C5 和 C9 组分的综合利用	12
图表 17	C5 和 C9 组分近 5 年的国内需求年均复合增速.....	13
图表 18	中国主要 C5 分离企业	13
图表 19	中国主要 C9 分离企业	14
图表 20	德荣化工裂解 C5 和 C9 综合利用流程图	14
图表 21	德荣化工裂解 C5 和 C9 综合利用项目盈利预测参数（物料价格及金额）	15
图表 22	2021 年首批原油非国营贸易进口配额（万吨）	15
图表 23	2020 及 2021 年首批成品油一般贸易出口配额（万吨）	16
图表 24	4000 万吨炼化一体化项目盈利预测数据（亿元）	16
图表 25	4000 万吨炼化项目盈利中枢历史回测（亿元）及国际油价（美元/桶）	17
图表 26	4000 万吨炼化项目营收和成本结构分解（亿元）	17
图表 27	公司各业务板块营收预测表（百万元）	18

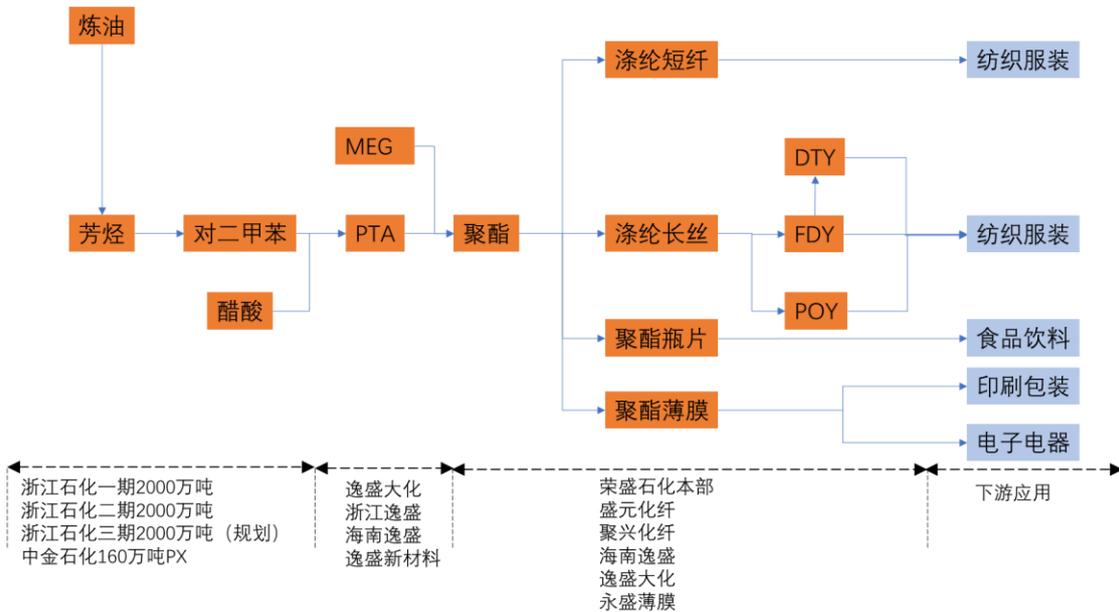
一、后向一体化战略造就炼化-化纤龙头

1.1 后向一体化战略是公司主要的发展战略之一

荣盛石化股份有限公司（“荣盛石化”或“公司”）是我国炼油和聚酯化纤行业的龙头公司之一，公司以纺织业务起家。随着业务的发展，为了解决原材料的供应稳定问题以及谋求更多的成长，公司采用了后向一体化战略，其产业链不断往上游延伸到涤纶丝、聚酯瓶片、聚酯薄膜、PTA，目前其合资公司逸盛（浙江、大连和海南三个基地）已经是全球最大的PTA生产企业，约占全球PTA产能的15%以上。

随着荣盛、恒力、恒逸、桐昆等公司PTA产能的不断释放，中国也成为全球最大的PTA生产国，因此PX原料的需求量越来越大，从而造成了PX过度依赖日韩的局面。PX原料的供应稳定性促使公司在2015年建成了中金石化芳烃项目，随后又进入炼油行业。2019年底浙江石化（公司占股51%）4000万吨炼化一体化项目的一期2000万吨投产，标志着荣盛石化原油进口-炼油-PX-PTA-聚酯化纤/聚酯瓶片/聚酯薄膜全产业链的成型。

图表1 荣盛石化主要产业布局图



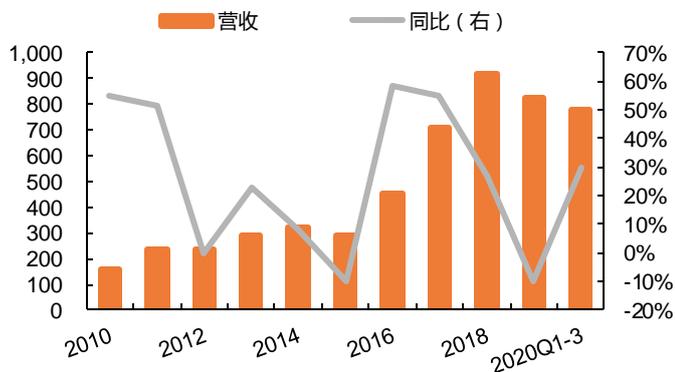
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 炼化项目成为近年来公司业绩增长的主要驱动力

后向一体化是公司近年来营收和盈利增长的最大原因。随着业务板块的扩张，公司的营收整体呈上行趋势，2015年中金项目投产使2016年业绩同比大增，2017-2018年国际油价震荡上行，PTA和聚酯产品量价齐升，营收达到近年来的高点。2019年油价下跌拖累营收下跌，但公司在营收下降的情况下，净利润反而出现了明显的上升，原因之一是浙江石化2000万吨炼化项目部分装置投产，开始有炼化产品销售。

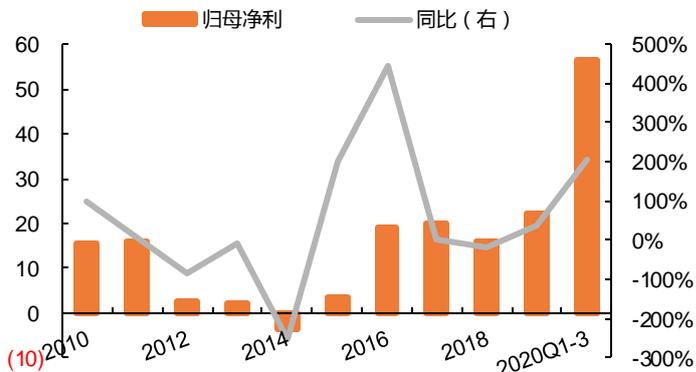
2000万吨炼化一期项目在2020年贡献全年利润，根据最新数据，前三季度公司的归母净利润56.52亿元，同比大幅增长206%，公司炼化产能扩张带来的盈利增长抵偿了2020年疫情对于PTA和涤纶行业的负面影响。

图表2 公司历年营收(亿元)和同比增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 公司历年净利(亿元)和同比增长

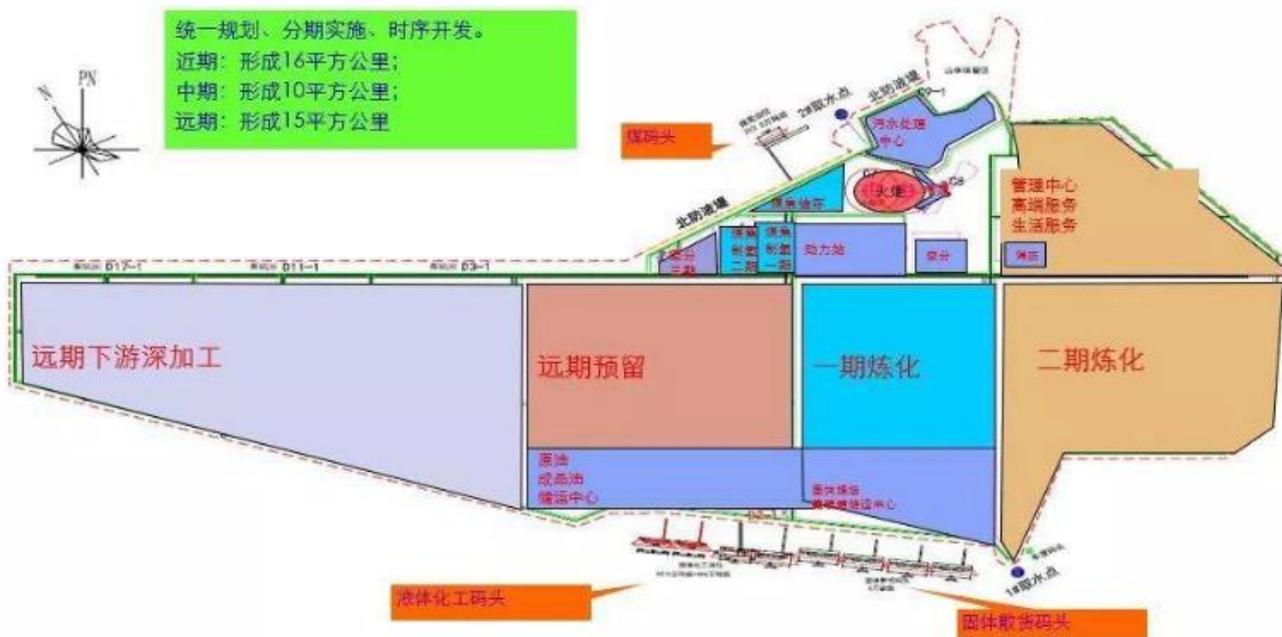


资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.3 炼化二期 2000 万吨投产在即, 公司业绩将进一步提升

炼化二期 2000 万吨项目万众瞩目, 目前的建设速度远超国际同行及国内主营炼厂。2019 年底浙江石化二期项目获得发改委批准启动, 经过一年的建设, 公司 2020 年 11 月发布公告: 二期工程相关装置已具备投运条件, 根据实际进展情况常减压及相关公用工程装置等已经投入运行, 其他装置正在建设安装和调试。

图表4 4000 万吨炼化基地平面布局图



资料来源:舟山市政府规划、平安证券研究所

2020年12月2日浙石化二期1号300万吨/年浆态床渣油加氢装置正式启动区域独立包试压工作，并顺利完成公用罐区首个管道试压包试压。

预计二期炼化项目全流程将于2021年上半年全面投产，考虑到一期项目和二期项目的规模和炼油产品结构基本相同（化工产品结构略有差异），我们认为项目的投产将会再次给公司带来业绩的大幅增长。

与常规的炼油资产相比，浙江石化为代表的民营大炼化是更为优质的资产，那么浙江石化“优”在何处？竞争优势主要来源于哪些地方？我们在本报告中从规模、产品结构、副产品深加工、政策等角度对其进行了分析，并估算了两期共4000万吨炼化一体化项目能为公司贡献多少业绩？

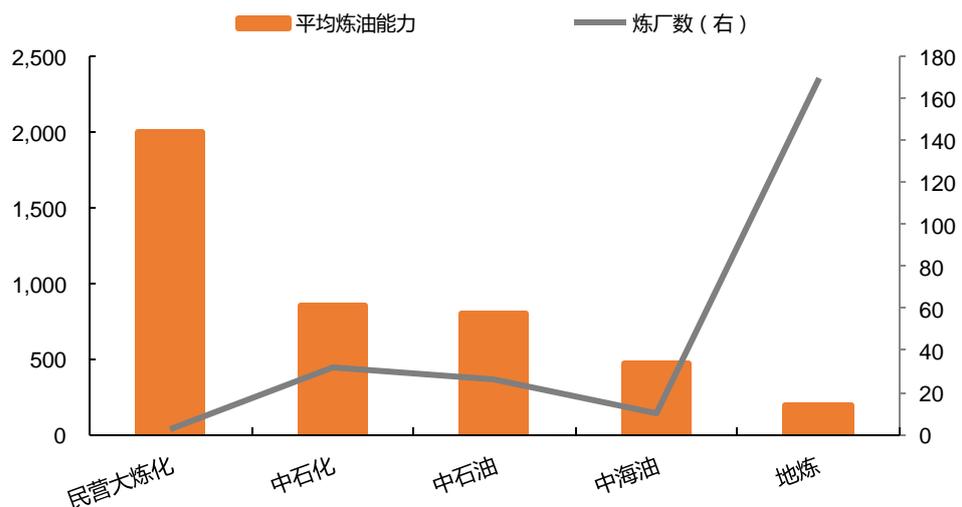
二、4000万吨炼化项目的竞争优势在哪里？

2.1 规模化带来竞争优势

规模对于炼油行业的竞争力影响较大。从技术角度看，加工单位原油的固定成本随着规模的越来越大呈现递减的趋势，同时由于大装置的单位能耗和单位物料损耗更低，因此其单位可变成本一定程度上也有递减的趋势。从商务角度，规模化带来原材料采购和产品销售更为强大的议价能力。

中国炼油玩家主要包括中国石化、中国石油、中海油、民营大炼化和传统地炼5个群体，其中两桶油（中国石油和中国石化）合计约60座炼厂，单座炼厂的平均炼能是800万吨左右；中海油10座炼厂，由于收购的部分炼厂规模较小，其平均炼能为470万吨；传统地炼数量众多，但是规模较小，其平均炼能约为200万吨，这些年小规模炼厂受到市场、环保和政策的双重影响下，不断退出炼油行业。而民营大炼化的规模远远高于上述炼油玩家的平均规模，截止2020年三季度，中国共投产了恒力石化2000万吨炼化一体化项目和浙江石化一期2000万吨炼化一体化项目，其平均常减压能力是两桶油的2倍以上，是传统地炼的10倍以上。装置的大型化直接带来了民营大炼化的成本竞争优势。

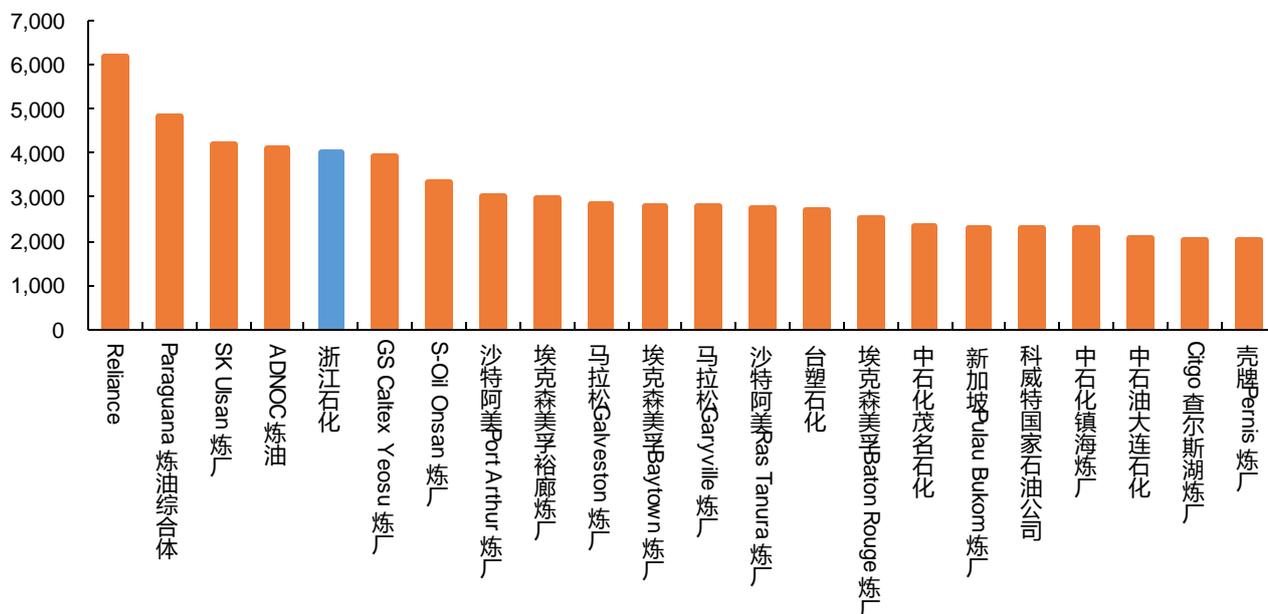
图表5 中国炼油企业的数量和平均单座炼厂的炼能（万吨）



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

从全球来看，浙江石化二期 2000 万吨投产后，凭借 4000 万吨炼油能力，浙江石化将成为全球第四大炼油厂，远期规划的三期 2000 万吨炼油项目若完成，则位列全球第二大炼油厂（按照 2019 年全球炼厂数据）。因此，即便在全球范围内，浙江石化也称得上是全球最大的炼化综合体之一。

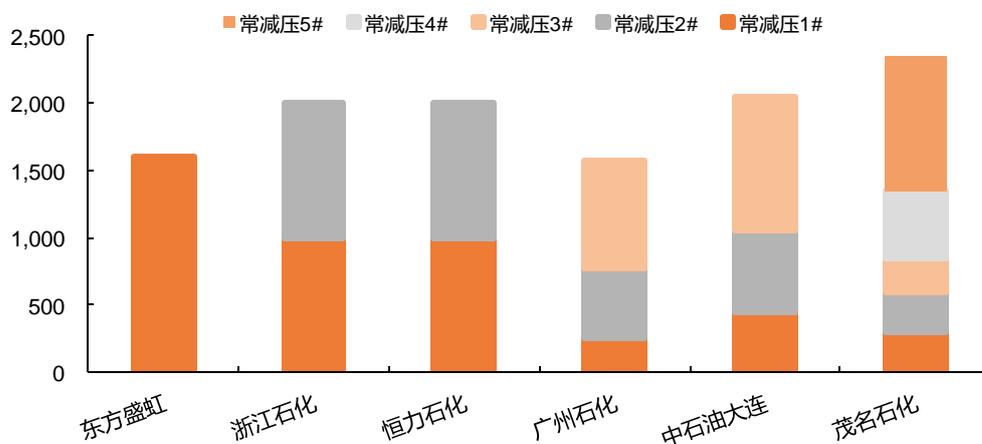
图表6 全球头部炼油企业排名（万吨）



资料来源：OGJ、石化联合会、平安证券研究所

有一点需要注意的是，同样是 2000 万吨级的炼油项目，民营大炼化的“内在禀赋”往往强于主营炼厂。所谓的“内在禀赋”指的是：中国石油和中国石化等主营炼厂由于历史原因，其现有规模往往是从小装置一步步经过技改扩建来的，或者是在原有小规模装置的基础上新建一套千万吨级的常减压装置，因此其平均单套常减压炼能小于浙江石化和恒力石化为代表的民营大炼化，相应地其竞争优势也落后于民营大炼化。

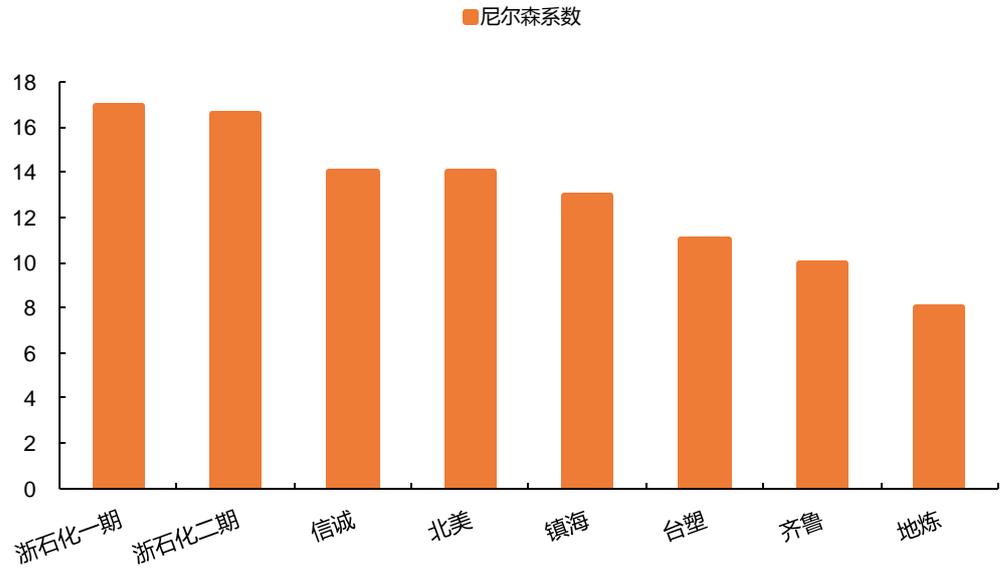
图表7 部分炼化企业常减压装置加工能力组成结构（万吨）



备注：本报告中常减压装置的编号只用做计数，与各企业内部的装置编码并不一致

资料来源：公司公告、平安证券研究所

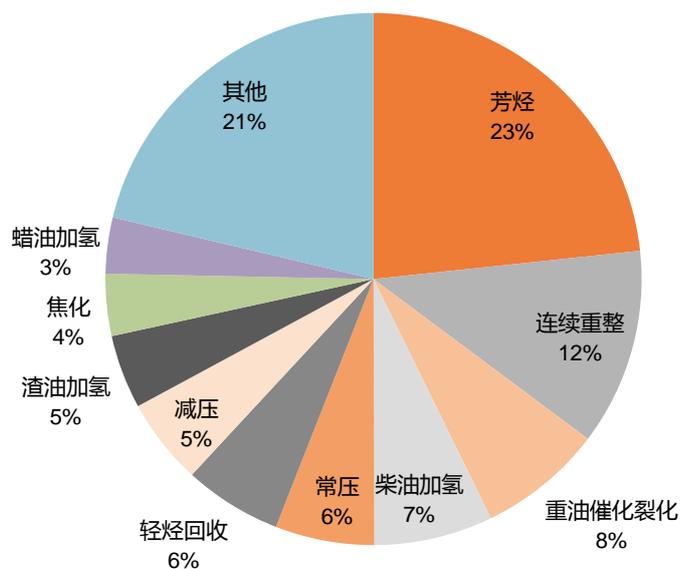
图表9 浙江石化炼油尼尔森系数远高于国内外同行



资料来源：CNKI、OGJ、平安证券研究所

我们将浙石化两期炼化的尼尔森系数综合起来分析，具体来看浙石化的尼尔森系数主要来自于芳烃装置、连续重整、重油催化裂化、柴油加氢等装置。为了给下游 PTA 配套，民营大炼化一般走的是最大化芳烃的生产路线，因此往往配置较大规模的连续重整和芳烃分离装置，而这两种装置也是高尼尔森系数的最大贡献者，根据最新的尼尔森系数计算规则，连续重整的尼尔森系数为 5，芳烃装置的尼尔森系数为 10。

图表10 浙江石化两期 4000 万吨炼油项目的尼尔森系数组成结构

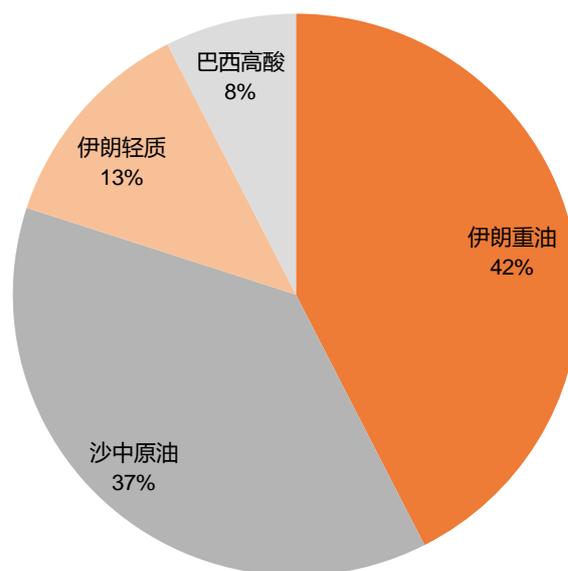


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 对劣质原油的适应性强

浙江石化两期 4000 万吨炼油项目进料按照伊朗重油、沙中、伊朗轻质和巴西高酸四种原油设计，具体来看一期第一套常减压装置进料沙中和伊朗轻质原油；一期第二套常减压装置进料伊朗重油和巴西 Frade 高酸原油；二期设计加工原油为沙轻和沙重原油。上述原油 API 区间从 21-34，硫含量覆盖中高硫，酸值区间为 0.20mg-1.57mg。可见浙江石化对于不同原油的加工适应性较强，尤其是具有对低 API、高硫高酸原油的加工能力，实际运行过程中，也可以根据原油市场的变化和技术要求，选择相应的替代原油，大大提升了装置应对国际原油市场波动的能力。

图表11 浙江石化两期 4000 万吨炼化项目加工原油种类



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 部分原油的物化指标

国家	原油	密度范围	硫含量范围	密度 g/cm ³ (20 °C)	API	酸值 mg(KON/g)	含硫量 wt%
印尼	卡塔巴	轻质原油	低硫	0.78	51	0.05	0.07
马来西亚	塔皮斯	轻质原油	低硫	0.80	46	0.13	0.03
中国	吐哈	轻质原油	低硫	0.82	41	0.03	0.03
越南	白虎	轻质原油	低硫	0.82	40	0.07	0.05
阿联酋	穆尔班	轻质原油	中硫	0.82	40	0.05	0.86
中国	长庆	轻质原油	低硫	0.84	38	0.48	0.06
俄罗斯	ESPO	轻质原油	中硫	0.85	36	0.08	0.65
印尼	米纳斯	轻质原油	低硫	0.85	36	0.17	0.09
阿曼	阿曼	轻质原油	高硫	0.85	34	0.28	1.12
伊朗	伊朗轻质	轻质原油	高硫	0.86	34	0.23	1.43
中国	大庆	轻质原油	低硫	0.86	33	0.02	0.12
印尼	辛塔	轻质原油	低硫	0.86	33	0.31	0.10
沙特阿拉伯	沙轻原油	轻质原油	高硫	0.86	33	0.04	1.90
科威特	科威特	轻质原油	高硫	0.87	32	0.07	2.30

阿联酋	迪拜	中质原油	低硫	0.87	32	0.03	0.15
伊朗	伊朗重质	中质原油	高硫	0.87	32	0.45	2.20
沙特阿拉伯	沙中原油	中质原油	高硫	0.87	31	0.20	2.30
中国	江汉	中质原油	中硫	0.87	31	0.34	0.99
沙特阿拉伯	沙重原油	中质原油	高硫	0.89	28	0.17	2.80
刚果	杰诺	中质原油	低硫	0.89	28	0.73	0.25
中国	胜利	重质原油	高硫	0.92	22	1.27	1.03
印尼	杜里	重质原油	低硫	0.93	21	1.03	0.12
巴西	巴西 Frade	重质原油	中硫	0.93	20.50	1.57	0.74

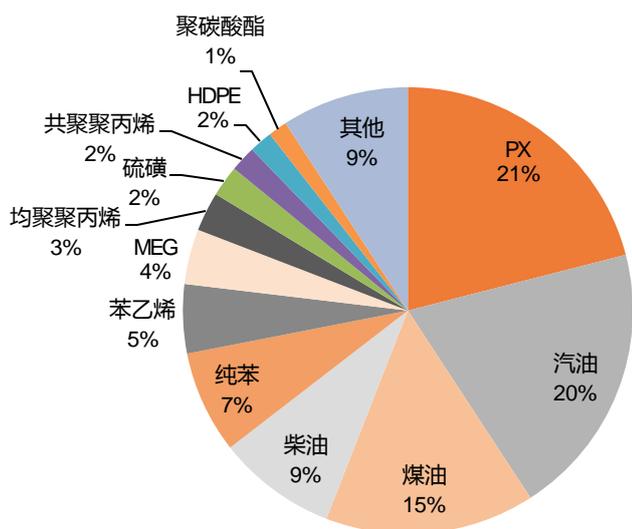
资料来源：OPEC、EIA、IEA、中国石化、中国石油、平安证券研究所

2.4 最大化高附加值化工品收率

炼化项目产品主要根据预期市场的需求变化进行设计，1990 年以来我国经济首先走过了 20 多年的高速增长时期，显著地拉动了成品油市场的高速增长，因此主营炼厂的定位一般是燃料型炼厂或者燃料-化工平衡型炼厂，其典型的特点是成品油的收率较高，大部分上处于 60%-85% 区间。但随着国内外经济增速的放缓和经济结构的转变，尤其是过去粗放型的工业经济逐渐向高附加值经济转变，我国的成品油需求增速开始放缓，近些年来柴油增长微弱、汽油保持低速增长，相反化工产品的需求却依然保持较高速度的增长。除了市场增速之外，化工产品由于经过的加工环节较多，技术含量较高等因素，单位产品所能创造的附加值也更高。

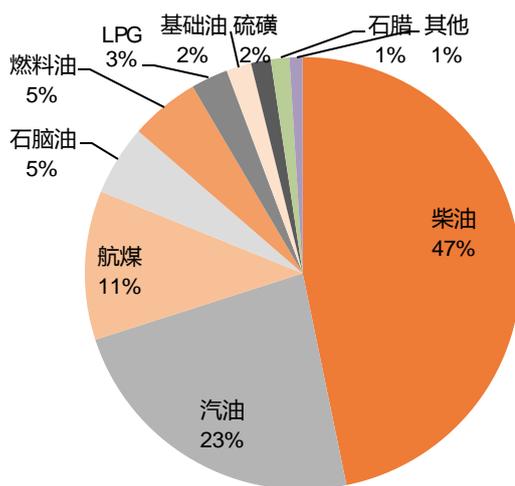
因此民营大炼化一般都会采用最大化化工品的生产工艺路线。我们以浙江石化和中石油大连为例进行对比，中石油大连的汽柴煤的合计收率为 81%，而浙江石化的汽柴煤合计收率为 44%，其余产品主要是附加值较高的芳烃、苯乙烯、聚丙烯、聚乙烯和聚碳酸酯等化工品。最大化化工品收率是浙江石化能够获得比主营炼厂更高收益的重要原因之一。

图表13 浙江石化 4000 万吨炼化项目产品结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

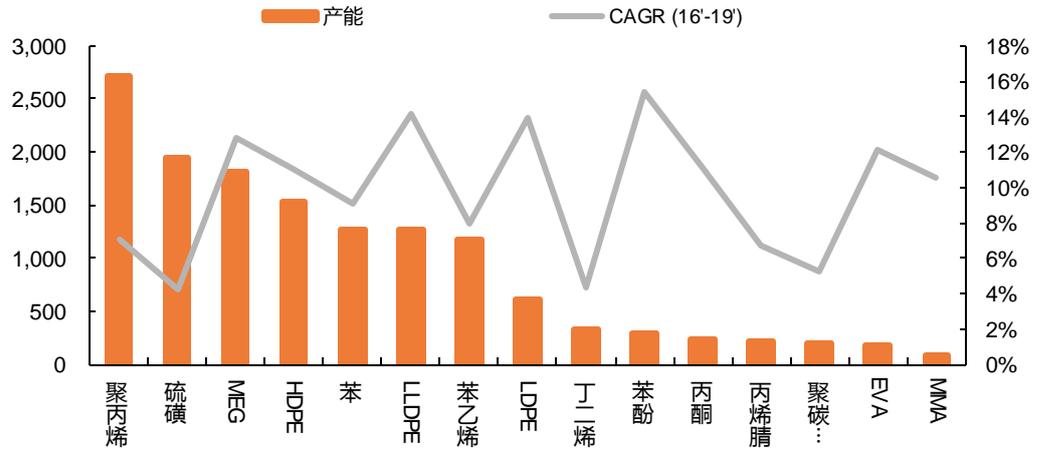
图表14 中石油大连炼化企业产品结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

在化工产品的选择上，浙江石化生产的化工产品根据工艺和市场做了最优选择，整体来看设计生产的化工产品都是大宗石化产品里需求增速较高的品种，大部分产品的需求增速都在 5% 以上。

图表15 浙江石化所产化工品的2019年国内需求(万吨)和近三年需求增速(右轴)



资料来源: 隆众资讯、Wind、平安证券研究所

2.5 吃干榨净，对裂解副产品做进一步深加工

炼化一体化项目副产大量的 C5 和 C9 资源，C5 和 C9 资源经过分离提纯后，可生产异戊二烯、间戊二烯和双环戊二烯等产品，进一步生产市场上紧俏的异戊二烯橡胶和双环戊二烯树脂等产品。

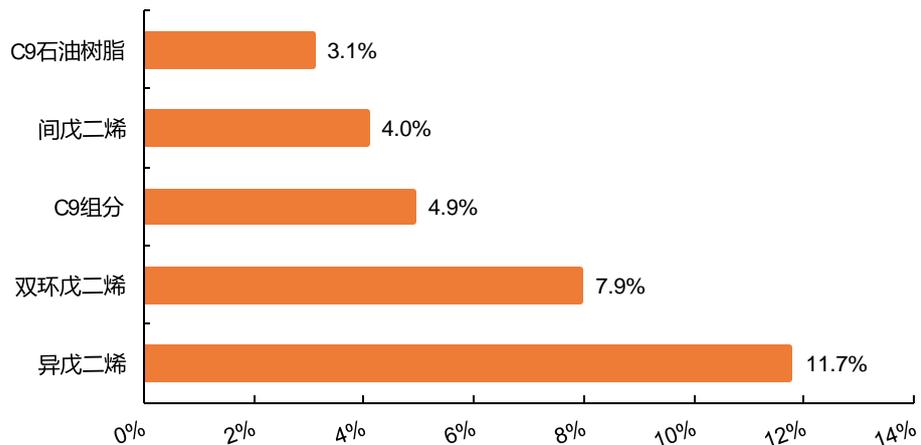
图表16 C5 和 C9 组分的综合利用



资料来源: CNKI、平安证券研究所

目前国内 C5 和 C9 资源的利用存在以下问题: 1) 部分资源没有进一步深加工, 而是经过粗分离后作为乙烯裂解的原料和燃料烧掉; 2) 分离出来的化工品纯度不够, 只能做一般的应用。而经过提纯后的 C5 和 C9 组分, 应用领域得到扩大, 高纯组分的市场需求增速也较高, 比如精异戊二烯近 5 年的市场增速为 11.7%, 而精双环戊二烯的市场增速为 8%左右, C9 组分、间戊二烯和 C9 石油树脂保持 3-5%的增速。

图表17 C5和C9组分近5年的国内需求年均复合增速



资料来源：百川资讯、石化联合会、平安证券研究所

供给端来看，目前国内的C5分离能力大约230万吨，产能较为分散，其中最大的分离厂包括惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司（30万吨/年）、中石化上海石化（25万吨）、山东玉皇化工（20万吨）等，行业平均分离能力为12万吨。

图表18 中国主要C5分离企业

公司	裂解C5来源	乙烯产能（万吨）	C5分离能力（万吨）
惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司	中海油惠州石化	220	30
中石化上海石化	中石化上海石化+上海赛科	205	25
山东玉皇化工	中石化企业	-	20
克拉玛依天利恒华石化有限公司	中石油独山子石化	120	15
宁波金海晨光化学股份有限公司	中石化镇海石化	100	15
抚顺伊科思新材料	中石油抚顺石化	100	15
南京源港精细化工有限公司	扬子巴斯夫+扬子石化	155	15
中韩武汉石化	中韩武汉石化	80	15
中石化燕山石化	中石化燕山石化	90	15
大庆华科股份有限公司	中石油大庆石化	120	10
兰州鑫兰石油化工有限公司	中石油兰州石化	70	10
茂名鲁华化工有限公司	中石化茂名石化	110	8
辽宁北化鲁华化工	北方华锦	70	8
淄博鲁华同方化工	中石化齐鲁石化	80	8
淄博凯信化工	中石化	-	5
濮阳市新豫石油化工	中石化	-	5
濮阳恒润石油化工	中石化	-	5
濮阳瑞森石油树脂	中石化	-	4
辽阳石化化纤公司亿方工业	中石油辽阳石化	20	2.5
合计			230.5

资料来源：石化联合会、CNKI、百川资讯、平安证券研究所

国内C9的分离能力约为203万吨，其中最大的分离厂为山东科特化工产品有限公司（20万吨/年）、安徽同心化工（15万吨）、广东新华粤石化（12万吨）等，由于行业内存在数据缺失的其他小厂家，估计行业的平均分离能力为5-10万吨。

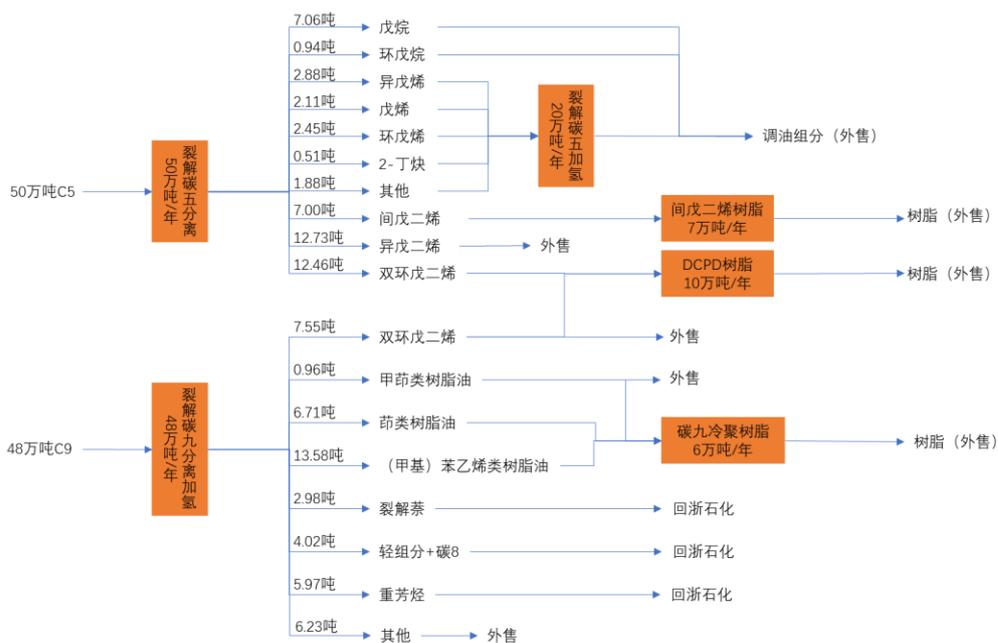
图表19 中国主要 C9 分离企业

公司名称	投产年份	裂解 C9 分离能力(万吨)	原料来源
大庆华科股份有限公司	1994 年	10	大庆石化
山东齐隆化工有限公司	2006 年	10	齐鲁石化
兰州汇丰石化有限公司	2006 年	8	兰州石化
盘锦和运实业集团	2006 年	10	吉林石化+抚顺石化
广东新华粤石化股份有限公司	2007 年	12	茂名石化
抚顺齐隆化工有限公司	2010 年	10	抚顺石化
天津鲁华化工有限公司	2010 年	7	天津石化+中沙石化
浙江恒河材料科技股份有限公司	2010 年	10	镇海炼化
武汉鲁华粤达化工有限公司	2011 年	8	武汉石化
山东胜基化工股份有限公司	2012 年	8	周边化工厂
南京扬子精细化工有限公司	2012 年	12	扬子石化、扬巴
山东科特化工产品有限公司	2013 年	20	周边化工厂
克拉玛依市天利石化有限公司	2014 年	12	独山子石化
安徽同心化工有限公司	2015 年	15	上海石化+赛科
辽宁北化鲁华化工有限公司	2015 年	9	北方华锦
北京欣联石油化工有限公司	2016 年	10	燕山石化
惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司	2018 年	10	中海油惠州炼化
其他		22	
总计		203	

资料来源：石化联合会、CNKI、百川资讯、平安证券研究所

而公司与德美化工合资建设的德荣化工百万吨 C5/C9 综合利用项目，C5 和 C9 的分离能力远大于行业平均水平，其中 C5 分离能力为 50 万吨，C9 分离能力为 48 万吨，建成投产后将成为全国最大的 C5 和 C9 分离工厂。

图表20 德荣化工裂解 C5 和 C9 综合利用流程图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

此外，项目还配套了裂解 C5 加氢、间戊二烯树脂、DCPD 树脂和 C9 树脂等后续加工装置，对组分做进一步的深加工以提高其附加值。项目总投资 32.53 亿元，分两期建设。其中第一期与浙石化二期同步建成（预计为 2021 年初），第二期计划在第一期完成半年后投产。结合原材料和产品的市场价格以及图表 20 中项目的参数，预计两期 C5 和 C9 分离利用项目的营收大约 53 亿元（如图表 21 所示），扣除投资折旧及其他合理费用，估计盈利中枢大约在 7-8 亿元左右。

图表21 德荣化工裂解 C5 和 C9 综合利用项目盈利预测参数（物料价格及金额）

物料	消耗/产能（万吨）	单价（元/吨）	金额（亿元）
裂解 C5（原料）	50.0	3200	16.00
裂解 C9（原料）	48.0	2800	13.44
汽油组分	22.0	3680	8.10
间戊二烯树脂	7.0	3090	2.16
异戊二烯	12.7	7800	9.93
DCPD 树脂	10.0	10000	10.00
DCPD	10.0	5300	5.30
甲基茛/茛	15.0	7500	11.25
C9 树脂	6.0	5300	3.18
轻组分油	4.0	2500	1.00
C9 重组分	6.0	2500	1.50
其他	6.5	1500	0.98

资料来源：公司公告、CNKI、Wind、平安证券研究所

2.6 天时（政策）与地利（区位）优势

浙江石化炼化基地坐落于舟山市岱山岛。舟山地区凭借良好的地理位置和优异的港口物流条件，逐渐成为我国重要的石化基地，近年来国家对舟山的支持力度也不断增强。2013 年 1 月，国务院批复《浙江舟山群岛新区发展规划》，2017 年 4 月又设立浙江自贸区，并把油气产业规划为自贸区的核心产业。根据规划，自贸区将围绕油气全产业链加快建设“一中心、三基地和一示范区”，即国际油气交易中心、国际海事服务基地、国际油气储运基地、国际石化基地，以及大宗商品跨境贸易人民币国际化示范区。据舟山市政府数据，截至 2019 年底浙江自贸区累计新增注册企业 14338 家，其中油品企业 4040 家，成为全国油品企业最集聚的地区。

作为政策支持措施之一，浙江石化也顺利地于 2018 年获得了原油进口配额，满足了炼化项目投产和运行的原料需要。近日商务部又下发了 2021 年首批原油非国营贸易进口配额总计 12259 万吨，浙江石化获得 1400 万吨，同比增长 75%，为二期的顺利投产提供了原料保障。

图表22 2021 年首批原油非国营贸易进口配额（万吨）

	2021 年首批	2020 年首批	同比
传统地炼合计	8471	7581	12%
浙江石化	1400	800	75%
恒力石化	1400	1000	40%
其他	988	1002	-1%
总计	12259	10383	18%

资料来源：商务部、平安证券研究所

在成品油出口方面，浙江石化是五大央企之外，目前唯一一家获得成品油出口配额的民营炼油企业。在 2020 年第三批的成品油出口配额中，浙江石化获得 100 吨成品油一般贸易出口配额，而在 2021

年第一批出口配额中，浙江石化又获得 200 吨成品油一般贸易配额和 39 万吨低硫船用燃料油出口配额。

图表23 2020 及 2021 年首批成品油一般贸易出口配额（万吨）

	2020 第一批	2020 第二批	2020 第三批	2021 第一批
中石油	840	853	195-	901
中石化	1096	1047	-	967
中海油	249	282	-	284
中化	265	272	-	247
中航油	6	6	-	3
浙江石化	-	-	100	200
中国兵器	-	-	5	15
总计	2456	2460	300	2617

资料来源：商务部、平安证券研究所

优异的港口物流条件和船舶燃料巨大的加注需求为浙江石化的油品销售提供了地利之便，而原油进口权和成品油出口权的获得为浙江石化的原料进口和产品出口提供了政策保障。

三、投资建议

公司业务涵盖涤纶长丝、聚酯瓶片、PTA、芳烃和炼油。展望 2021 年，芳烃、PTA 和聚酯化纤业务景气度随着经济的复苏和油价的上行而大概率回升。此外，炼化二期的投产预计为公司带来大幅的业绩增长，因此我们需要简单估算炼化业务能为公司带来多少业绩增量。我们的估算假设如下：

- 采用历史价格回测的方法，即利用原料和产品 2011-2020 年的历史价格进行盈利回测，如图表 24 所示，各产品营收之和扣除原材料（原油+其他原材料）成本，再扣除直接人工/制造费用和相关税费后得到项目的预测净利润。
- 因为是长周期盈利中枢预测，所以不考虑原材料和产品的库存价值波动；不考虑原油的加工周期，即当月原油采购成本计入当月销售产品的原材料成本。
- 除增值税外，不考虑历史上的成品油税费、化工品关税的变化，统一按当前的税费水平进行估算。三费水平按照历史平均比例做合理估算。
- 假设国际原油价格 40 美元以下时，油价调控风险准备金正常缴纳。

图表24 4000 万吨炼化一体化项目盈利预测数据（亿元）

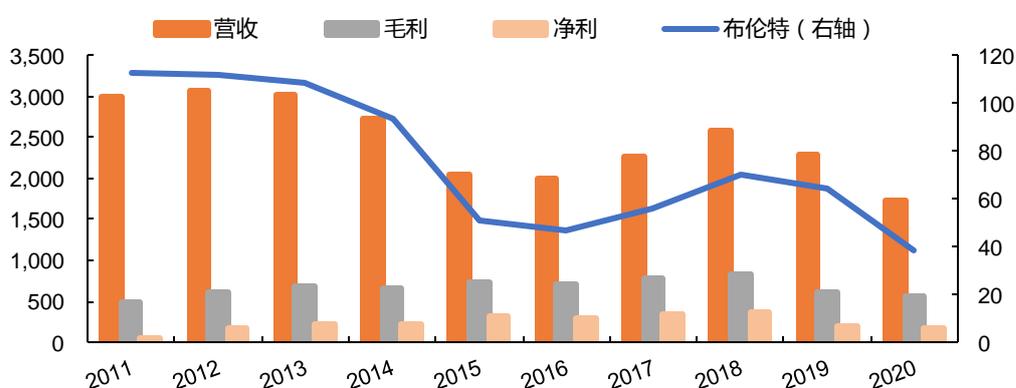
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总营收	2998	3067	3024	2718	2038	1997	2261	2588	2290	1732
汽油营收	556	567	549	524	429	399	435	520	494	406
柴油营收	226	231	224	210	161	156	175	205	201	168
煤油营收	342	351	335	307	181	158	198	251	237	146
PX 营收	649	739	752	605	435	438	476	591	517	337
纯苯营收	196	223	229	199	124	135	163	153	129	94
其他产品营收	1028	957	934	872	708	710	814	869	711	581
原材料	2184	2121	2019	1744	989	981	1170	1434	1370	863
原油成本	2099	2043	1946	1680	945	935	1113	1371	1311	817

其他原材料	85	79	73	64	44	46	57	62	59	46
直接人工/制造费用	332	332	330	325	316	313	318	320	319	314
毛利	482	613	675	648	733	704	773	835	600	555
税费	426	446	452	437	422	417	436	456	414	387
净利润	56	168	223	211	311	287	337	379	186	168

资料来源: Wind、平安证券研究所

根据上述假设估算,浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目历史盈利中枢(2011-2020 年均值)为 233 亿元。但需要注意的,为了判断项目的长期盈利能力,我们通过拉长时间周期的方法减少周期波动对于项目盈利的影响,并忽略了资产减值等因素,因此短期(比如未来 1-2 年)的盈利预测跟长期盈利中枢(即 233 亿元)并不一定保持一致。

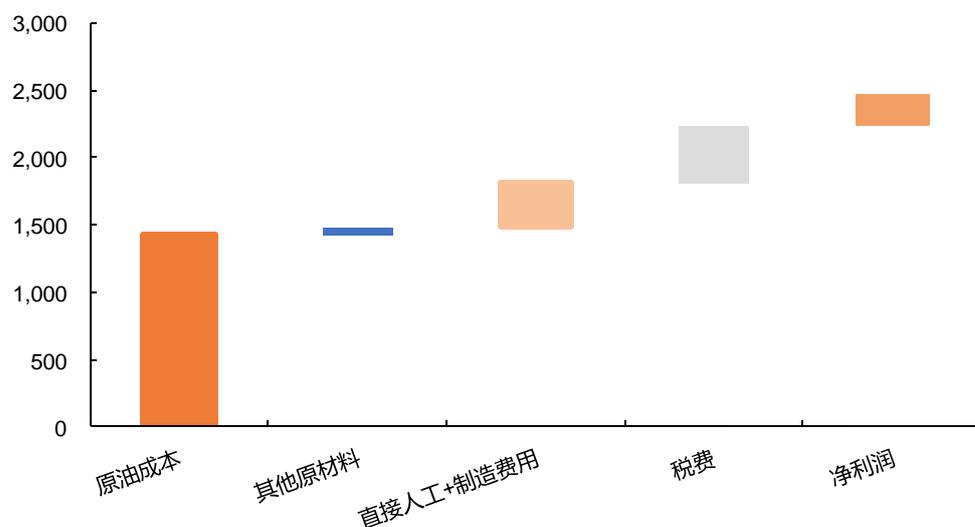
图表25 4000 万吨炼化项目盈利中枢历史回测(亿元)及国际油价(美元/桶)



资料来源: Wind、公司公告、平安证券研究所

从成本拆分角度来看,原油成本大约占营业成本的 64%,其他原材料占 3%,直接人工和制造费用占 14%、税和各项费用约占 19%。

图表26 4000 万吨炼化项目营收和成本结构分解(亿元)



资料来源: Wind、公司公告、平安证券研究所

我们看好公司的长远发展潜力和投资价值，理由如下：1) 公司是全球最大的 PTA 和聚酯公司之一，整体来看 2020 年新冠疫情使得纺织服装景气度受到影响，但三季度以来行业景气度大幅好转，产品价格和开工负荷持续提升，2021 年随着国内外经济的复苏，行业景气度有望继续提升。2) 目前炼化一期项目运行稳定，炼化二期项目预计将于 2021 年一季度顺利投产，将为公司带来较大的业绩增幅。3) PTA、长丝、瓶片和炼化项目资金壁垒较高，规模优势明显，长期来看受到土地的限制，炼化项目的审批将趋严，最近几年估计是大型炼化项目最后一波投资浪潮，未来行业壁垒将越来越高。

图表27 公司各业务板块营收预测表（百万元）

	项目	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
炼油产品	营收	百万元	0	0	2621	47053	102928	112926
	营收同比	100%	0%	0%	0%	1695%	119%	10%
	毛利	百万元	0	0	709	11778	18702	23529
	毛利率	100%	-	-	27.1%	25.0%	18.2%	20.8%
芳烃	营收	百万元	14227	19077	17877	11165	14892	15549
	营收同比	100%	24%	34%	-6%	-38%	33%	4%
	毛利	百万元	1832	2442	2007	2337	2196	2547
	毛利率	100%	12.9%	12.8%	11.2%	20.9%	14.7%	16.4%
PTA	营收	百万元	19196	22144	20019	19740	22544	32001
	营收同比	100%	-10%	15%	-10%	-1%	14%	42%
	毛利	百万元	716	1653	1623	1372	969	1508
	毛利率	100%	3.7%	7.5%	8.1%	6.9%	4.3%	4.7%
聚酯切片	营收	百万元	1138	1315	1299	1428	2000	2400
	营收同比	100%	26%	16%	-1%	10%	40%	20%
	毛利	百万元	58	50	52	46	77	102
	毛利率	100%	5.1%	3.8%	4.0%	3.2%	3.9%	4.2%
涤纶加弹丝	营收	百万元	2980	3547	3019	2778	3139	3296
	营收同比	100%	12%	19%	-15%	-8%	13%	5%
	毛利	百万元	452	280	189	139	188	218
	毛利率	100%	15.2%	7.9%	6.3%	5.0%	6.0%	6.6%
涤纶牵伸丝	营收	百万元	3846	4184	3818	3513	3934	4328
	营收同比	100%	20%	9%	-9%	-8%	12%	10%
	毛利	百万元	501	348	250	184	247	299
	毛利率	100%	13.0%	8.3%	6.5%	5.2%	6.3%	6.9%
涤纶预取向丝	营收	百万元	147	72	66	59	65	68
	营收同比	100%	-2%	-51%	-8%	-10%	10%	5%
	毛利	百万元	2	-4	-5	-4	-5	-6
	毛利率	100%	1.5%	-5.1%	-8.0%	-6.4%	-7.7%	-8.5%
薄膜产品	营收	百万元	0	1911	2072	1969	2264	2445
	营收同比	100%	0%	0%	8%	-5%	15%	8%
	毛利	百万元	0	296	399	303	418	497
	毛利率	100%	-	15.5%	19.3%	15.4%	18.5%	20.3%
其他	营收	百万元	28998	39176	31710	30124	34643	37415
	营收同比	100%	399%	35%	-19%	-5%	15%	8%
	毛利	百万元	254	262	407	309	427	507
	毛利率	100%	0.9%	0.7%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%
合计	总营收	百万元	70531	91425	82500	117829	186409	210428

总营收同 比	100%	-	30%	-10%	43%	58%	13%
总毛利	百万元	3817	5327	5631	16464	23220	29200
总毛利率	100%	5.4%	5.8%	6.8%	14.0%	12.5%	13.9%

备注：公司占浙江石化51%的股权，目前的炼油权益产能为 $2000 \times 51\% = 1020$ 万吨。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

综上，结合原油、炼化产品的市场近况及公司项目进度，我们更新预测公司2020-2022年的归母净利润分别是74、111和148亿元（前值63、112、168亿元），对应的EPS分别为1.10、1.65和2.20元，对应当前股价的PE分别为26、18和13倍。考虑到新项目带来的成长性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

- 1) 市场风险：公司的产品包括涤纶长丝、聚酯切片、聚酯薄膜、PTA、汽油、柴油、航空煤油等，下游市场覆盖服装、汽车、包装、电子、交通运输等多个行业。这些行业的国内外景气程度跟公司产品的销售息息相关。
- 2) 在建项目进度不及预期：公司目前在建项目进度不及预期将直接影响盈利。
- 3) 国际原油价格大幅波动：国际油价的大幅波动会影响企业的成本管理，影响企业盈利。
- 4) 行业竞争：公司产品众多，易受到国内外竞争对手恒力石化、桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、中国石油、中国石化等的竞争。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	55596	48742	80449	50559
现金	12878	9842	0	0
应收票据及应收账款	2049	3963	5548	5188
其他应收款	1201	2472	3339	3221
预付账款	3443	5978	8926	7898
存货	26585	17046	53196	24810
其他流动资产	9441	9441	9441	9441
非流动资产	126991	155937	210741	228964
长期投资	6732	8450	10248	12117
固定资产	71267	95500	136103	153984
无形资产	4024	4609	5318	6035
其他非流动资产	44967	47378	59073	56828
资产总计	182587	204679	291190	279522
流动负债	81172	91278	162694	143056
短期借款	30042	30042	46989	61431
应付票据及应付账款	40346	42553	90907	57306
其他流动负债	10784	18683	24798	24320
非流动负债	59848	53969	53881	41304
长期借款	59403	53525	53437	40860
其他非流动负债	444	444	444	444
负债合计	141019	145247	216576	184360
少数股东权益	19013	22237	27082	33553
股本	6291	6750	6750	6750
资本公积	6688	14228	14228	14228
留存收益	9541	17188	28198	42462
归属母公司股东权益	22555	37195	47532	61609
负债和股东权益	182587	204679	291190	279522

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-2052	23178	31265	22644
净利润	2957	10619	15958	21315
折旧摊销	1789	3881	5542	7131
财务费用	943	1578	717	19
投资损失	-901	-568	-619	-698
营运资金变动	-4883	7626	9596	-5221
其他经营现金流	-1957	41	71	98
投资活动现金流	-35167	-32301	-59797	-24753
资本支出	36886	27229	53006	16353
长期投资	-843	-1718	-1878	-1869
其他投资现金流	876	-6790	-8668	-10269
筹资活动现金流	35583	6088	1742	-12333
短期借款	5012	0	0	0
长期借款	29077	-5878	-88	-12577
普通股增加	0	459	0	0
资本公积增加	0	7541	0	0
其他筹资现金流	1494	3966	1830	245
现金净增加额	-1690	-3036	-26790	-14441

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	82500	117829	186409	210428
营业成本	76869	101365	163188	181227
营业税金及附加	513	574	748	889
营业费用	778	1004	1543	1806
管理费用	389	931	940	1125
研发费用	981	1018	2013	2198
财务费用	943	1578	717	19
资产减值损失	-37	0	0	0
其他收益	184	0	0	0
公允价值变动收益	62	-41	-71	-98
投资净收益	901	568	619	698
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	3139	11886	17808	23765
营业外收入	7	26	14	17
营业外支出	1	5	3	3
利润总额	3144	11907	17819	23779
所得税	187	1288	1861	2464
净利润	2957	10619	15958	21315
少数股东损益	750	3224	4845	6471
归属母公司净利润	2207	7395	11114	14844
EBITDA	10288	19131	27312	35752
EPS(元)	0.33	1.10	1.65	2.20

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-9.8	42.8	58.2	12.9
营业利润(%)	38.0	278.7	49.8	33.5
归属于母公司净利润(%)	37.3	235.1	50.3	33.6
获利能力				
毛利率(%)	6.8	14.0	12.5	13.9
净利率(%)	2.7	6.3	6.0	7.1
ROE(%)	7.1	17.9	21.4	22.4
ROIC(%)	6.7	10.1	11.8	14.1
偿债能力				
资产负债率(%)	77.2	71.0	74.4	66.0
净负债比率(%)	201.7	146.9	157.3	126.3
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.7
应收账款周转率	39.2	39.2	39.2	39.2
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	1.10	1.65	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	3.43	4.63	3.35
每股净资产(最新摊薄)	3.34	5.51	7.04	9.13
估值比率				
P/E	88.2	26.3	17.5	13.1
P/B	8.6	5.2	4.1	3.2
EV/EBITDA	28.9	15.9	12.4	9.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033