

# 银团保驾浙石化二期，期待中金石化进一步完善

2021年01月28日

买入（首次）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	82,500	119,270	190,547	219,341
同比（%）	-9.8%	44.6%	59.8%	15.1%
归母净利润（百万元）	2,207	7,412	10,109	14,452
同比（%）	50.3%	287.8%	40.7%	45.3%
每股收益（元/股）	0.33	1.10	1.50	2.14
P/E（倍）	104.03	30.97	22.71	15.89

## 事件：

2021年1月22日公司发布公告，为推动子公司浙石化4000万吨/年炼化一体化项目二期的建设，浙石化作为借款人与中国银行舟山分行等10家银行组成的项目银团签署《银团借款合同》，项目银团同意向借款人提供等值人民币527亿元或等值外汇的中长期贷款额度。

## 投资要点

■ “原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝—加弹”一体化产业链布局完备，规模优势显著：公司以下游纺织业务起家，逐步向上游PTA、PX、炼油拓展，形成了如今炼化-化纤全产业链的业务布局。新增炼化项目中，浙石化一期2000万吨/年炼化一体化项目于2019年底全面投产，浙石化二期2000万吨/年炼化一体化项目于2020年11月进入试生产。浙石化是全球首个一次性规划，分布实施的超大规模炼化一体化项目，本次的中长期贷款额度的合同签订有助于浙石化二期项目的稳步推进，增强公司未来发展的确定性。

■ 化纤行业复苏，涤纶需求提振。根据隆众资讯的数据，DTY华东主流价20Q3、20Q4和21Q1分别为6477、7019和7890元/吨，在20Q3触底后，四季度全球经济迎来复苏，叠加疫情导致全球供需错配，涤纶长丝价格复苏趋势明确。

■ 中金石化存在较大盈利提升空间。中金石化副产大量的适合作为乙烯原料的轻组分，可能的改进方向是继续扩大装置规模，同时对副产的乙烯料充分转化利用。不仅如此，中金石化毗邻浙石化，存在物料互动可能。表面看，浙石化的装置不存在壁垒，但是双基地联动形成的大规模炼化基地是行业内稀缺的，盈利能力或将远超市场预期。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2020~2022年营收分别为1192.70亿元、1905.47亿元和2193.41亿元，归母净利润分别为74.12亿元、101.09亿元和144.52亿元，EPS分别为1.10元、1.50元和2.14元，当前股价对应PE分别为31X、23X和16X。考虑到浙石化二期和中金石化的盈利潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示：油价大幅波动；浙石化二期试车进度不及预期；化纤行业复苏程度不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	34.01
一年最低/最高价	9.30/38.42
市净率(倍)	6.50
流通A股市值(百万元)	197810.13

## 基础数据

每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	72.27
总股本(百万股)	6750.35
流通A股(百万股)	5816.23

## 相关研究

荣盛石化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>55,596</b>	<b>51,337</b>	<b>75,847</b>	<b>95,610</b>	<b>营业收入</b>	<b>82,500</b>	<b>119,270</b>	<b>190,547</b>	<b>219,341</b>
现金	12,878	15,679	15,056	45,460	减:营业成本	76,869	102,159	166,986	188,717
应收账款	2,049	2,962	4,732	5,447	营业税金及附加	513	578	759	923
存货	26,585	17,388	54,488	26,741	营业费用	778	1,018	1,581	1,884
其他流动资产	14,084	15,309	1,571	17,962	管理费用	1,370	1,947	3,924	4,809
<b>非流动资产</b>	<b>126,991</b>	<b>164,372</b>	<b>192,092</b>	<b>195,925</b>	研发费用	981	666	2,283	3,286
长期股权投资	6,732	8,450	10,248	12,117	财务费用	943	1,450	76	-2,334
固定资产	71,267	97,707	120,420	128,985	资产减值损失	-37	0	0	0
在建工程	43,185	51,819	54,315	46,991	加:投资净收益	901	567	619	698
无形资产	4,024	4,614	5,329	6,053	其他收益	184	197	246	203
其他非流动资产	1,782	1,781	1,780	1,780	资产处置收益	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>182,587</b>	<b>215,709</b>	<b>267,938</b>	<b>291,535</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,139</b>	<b>12,841</b>	<b>18,015</b>	<b>26,146</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,172</b>	<b>107,076</b>	<b>144,609</b>	<b>161,532</b>	加:营业外净收支	6	21	11	14
短期借款	30,042	30,042	30,042	30,042	<b>利润总额</b>	<b>3,144</b>	<b>12,861</b>	<b>18,027</b>	<b>26,160</b>
应付账款	40,346	58,328	93,186	107,267	减:所得税费用	187	1,394	1,888	2,714
其他流动负债	10,784	18,706	21,381	24,223	少数股东损益	750	4,055	6,029	8,994
<b>非流动负债</b>	<b>59,848</b>	<b>55,894</b>	<b>55,229</b>	<b>39,225</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,207</b>	<b>7,412</b>	<b>10,109</b>	<b>14,452</b>
长期借款	59,403	55,450	54,784	38,780	EBIT	8,499	16,148	21,505	28,916
其他非流动负债	444	444	444	444	EBITDA	10,288	20,071	26,731	35,099
<b>负债合计</b>	<b>141,019</b>	<b>162,970</b>	<b>199,837</b>	<b>200,756</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	19,013	23,068	29,097	38,091	每股收益(元)	0.33	1.10	1.50	2.14
归属母公司股东权益	22,555	29,671	39,004	52,688	每股净资产(元)	3.34	4.33	5.71	7.74
<b>负债和股东权益</b>	<b>182,587</b>	<b>215,709</b>	<b>267,938</b>	<b>291,535</b>	发行在外股份(百万股)	6291	6750	6750	6750
					ROIC(%)	8.1%	14.0%	14.7%	32.9%
					ROE(%)	7.1%	21.9%	23.9%	26.0%
					毛利率(%)	6.8%	14.3%	12.4%	14.0%
					销售净利率(%)	2.7%	6.2%	5.3%	6.6%
					资产负债率(%)	77.2%	75.6%	74.6%	68.9%
					收入增长率(%)	-9.8%	44.6%	59.8%	15.1%
					净利润增长率(%)	50.3%	287.8%	40.7%	45.3%
					P/E	104.03	30.97	22.71	15.89
					P/B	10.18	7.86	5.96	4.40
					EV/EBITDA	32.30	16.76	13.56	8.77

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>