

荣盛石化 (002493.SZ) 买入 (维持评级)

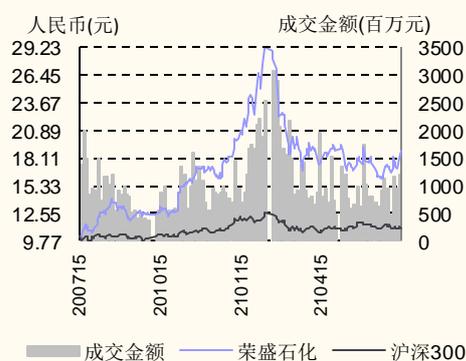
公司点评

市场价格 (人民币): 18.84 元

目标价格 (人民币): 30.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	101.26
已上市流通 A 股(亿股)	94.13
总市值(亿元)	1,907.65
年内股价最高最低(元)	29.23/9.95
沪深 300 指数	5083
深证成指	15056



相关报告

- 1.《高成长低估值龙头持续起飞-荣盛石化年报点评》, 2021.4.16
- 2.《高成长大弹性巨头起航! - 《2020-11-16 荣盛石化公司深...》, 2020.11.17

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenloulou@gjzq.com.cn

荣盛石化: 远超预期的高成长龙头!

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	82,500	107,265	165,096	206,781	218,791
营业收入增长率	-9.76%	30.02%	53.91%	25.25%	5.81%
归母净利润(百万元)	2,207	7,309	13,243	17,309	18,184
归母净利润增长率	37.28%	231.17%	81.20%	30.70%	5.05%
摊薄每股收益(元)	0.351	1.083	1.308	1.709	1.796
每股经营性现金流净额	-0.34	2.58	3.95	6.18	6.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.78%	19.77%	29.56%	31.36%	27.51%
P/E	35.32	25.50	14.40	11.02	10.49
P/B	3.46	5.04	4.26	3.46	2.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

荣盛石化 2021 年 7 月 14 日发布 2021 年上半年业绩预增公告, 2021 年上半年预计实现归母净利润 65.67 亿元左右, 同比增长 104.69%, 扣非归母净利润 59.47 亿元, 同比增长 87.92% 左右。

经营分析

- 浙石化一期贡献满负荷利润, 驱动业绩持续增长。浙石化一期于 2019 年 12 月进行投产, 考虑到一体化装置的复杂性, 2020 年 Q1 部分装置大概率处于调试阶段, 并未达到全年满负荷生产, 浙石化一期有望在 2021 年继续推动业绩增长。
- 全球经济复苏, 行业景气度持续上升。2020 年由于疫情影响, 终端需求低迷, 行业景气度持续处于景气底部。伴随全球疫苗接种率上升, 国内外终端消费逐渐恢复, 原油-PX-PTA-聚酯及原油-化工品产业链景气度持续恢复。因此荣盛石化除拥有显著行业 alpha 外, 还有望获得景气度恢复带来的巨大盈利弹性。
- 浙石化二期全面投产及深度产业链布局将带来中长期成长的确定性。浙石化二期项目有望于 2021 年下半年全面投产, 与此同时, 浙石化二期下游大体量 EVA 项目, 逸盛新材料 PTA, 永盛科技聚酯薄膜扩建等下游项目持续推进中。全产业链布局及深加工项目持续推进在持续扩大公司产业链规模的同时, 推动终端产品附加值持续增长, 公司中长期成长确定性较强。

投资建议

由于行业景气度回暖, 公司获得显著的盈利弹性, 我们将 2021 年盈利预测从 123.45 亿元上调至 132.4 亿元, 上调幅度 6%, 预计 2021-2023 年净利润为 132.4/173.1/181.84 亿元, 对应 EPS 为 1.83/1.71/1.8 元, 给予荣盛石化 2022 年景气底部净利预测 17 倍估值, 给予目标价 30.6 元, 维持公司“买入”评级。

风险提示

1.原油单向大规模下跌风险; 2.终端需求严重需求恶化 3.地缘政治风险 4.项目建设进度不及预期 5.美元汇率大幅波动风险 6.解禁风险 7.其他不可抗力影响

1.新建产能逐步释放叠加行业景气度持续上升，公司业绩稳步上升

荣盛石化于2021年7月14日发布半年报公告，公司2021年上半年归母净利润达65.57亿元，相比去年同期增长104.69%，扣非归母净利润达59.47亿元，同比增长87.92%。2021年Q2荣盛石化实现39.35亿元归母净利润，相比2020年同期增长98.54%，环比2021年Q1增长50.08%。荣盛石化2021年上半年业绩增长核心驱动因素为浙石化一期满负荷业绩持续释放以及行业景气回暖带来盈利弹性。

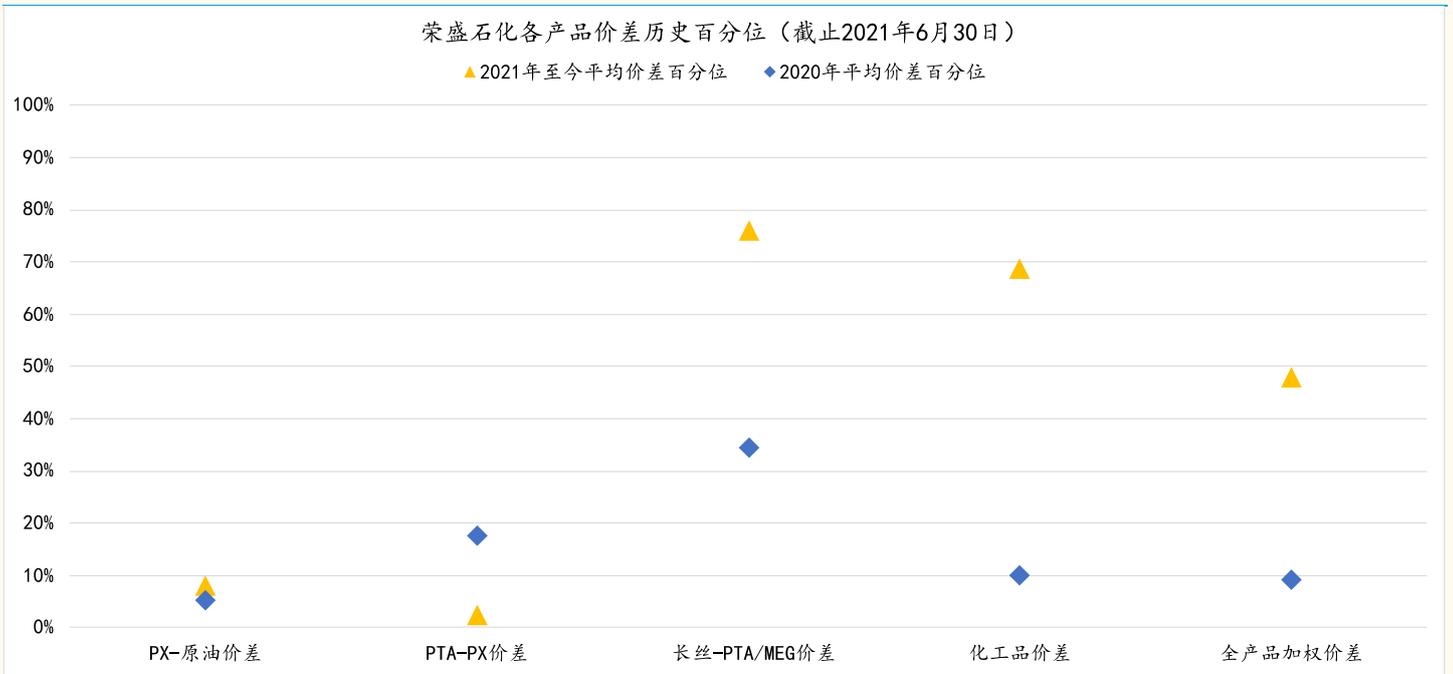
浙石化一期持续增厚业绩：

- 荣盛石化于2019年12月投产浙石化一期项目，部分装置2020年Q1开车，2020年并未全年贡献利润，有望2021年全年释放满负荷业绩。此外，浙石化二期项目常减压装置于2020年底开车，参考浙石化一期开车进度，有望于2021年下半年全面投产，考虑其大体量下游高附加值深加工规划，包括大体量EVA项目逐步投产，预计在2021-2023年将持续增厚业绩。
- 逸盛大化100万吨/年瓶级切片和海南逸盛50万吨/年瓶级切片于2020年进行投产，考虑设备调试期，大概率并未全年贡献利润。目前公司分别持有逸盛大化和海南逸盛59.21%和42.5%股权，累计增加的权益产能为80.46万吨/年，2021年全年贡献收益有望增厚公司业绩。
- 永盛科技7万吨/年聚酯薄膜扩建项目也于2020年12月进行了投产，同样未贡献全年利润，有望于2021年带来全年利润增额。功能性聚酯薄膜项目的推进有望推动终端产品附加值增长，增厚公司业绩。

行业景气回暖带来盈利弹性：

伴随疫苗在全球范围内大规模推广，全球疫情逐步受控，欧美各国终端消费持续恢复，推动原油-PX-PTA-聚酯/化工品产业链各环节供需格局修复，行业景气度回暖，相较于2020年行业极端景气底部水平，环节间价差有所恢复，公司获得显著盈利弹性。

图表 1：荣盛石化全产业链价差



来源：国金证券研究所

2.持续推动上下游产业链布局，中长期成长确定性强

2020年原油-聚酯产业链行业底部验证，全球聚酯终端消费受新冠疫情负面影响，整体需求达历史底部；2020年投产的浙石化一期项目，逸盛大化和海南逸盛瓶级切片项目，以及永盛科技聚酯薄膜项目投产，并未全年贡献收益，且上游一体化项目及下游聚酯端产能的投产，进一步完善公司在原油-PX-PTA-聚酯产业链布局，全产业链深加工布局有望推动终端产品价差中枢稳中有升，持续增厚产品附加值，公司业绩成长确定性强

- 浙石化二期项目：一期工程自投产以来各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，盈利能力逐步增强。浙石化二期于2020年12月进入常减压装置投产阶段，根据一期的投产节奏来看，二期有望在下半年全面投产。目前，浙石化二期项目终端产品包含多种高端聚烯烃、大体量EVA等各类高附加值产品。因此，二期项目的投产有望在增厚公司业绩的同时，推动公司产品附加值增加。
- 逸盛新材料PTA项目：公司与恒逸石化合作投资建设的逸盛新材料600万吨PTA项目持续推进，单体300万吨/年PTA产业链的规模效应有望进一步降低公司PTA环节单吨平均加工成本，该项目有望2021-2023年逐步释放产能，公司权益产能约为300万吨，当前PTA环节较差持续处于低位，但从中长期而言，伴随老旧产能的出清以及后续新规划产能较为有限，PTA有望逐步回归供需平衡，环节价差中枢有望持续上抬。
- 永盛科技聚酯薄膜扩建项目：参考公司新闻，永盛科技聚酯薄膜扩建一期7万吨/年项目已于2020年12月进行投产运行，二期18万吨/年项目建设正稳步推进。二期项目将引进德国多尼尔公司四条10.6m特宽幅BOPET生产线，并配套年产15万吨聚合装置。聚酯薄膜的建设持续推动产业链延长，深加工推动终端产品附加值上升。

图表 2：汽油-原油价差



图表 3：柴油-原油价差



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表 4: 航煤-原油价差



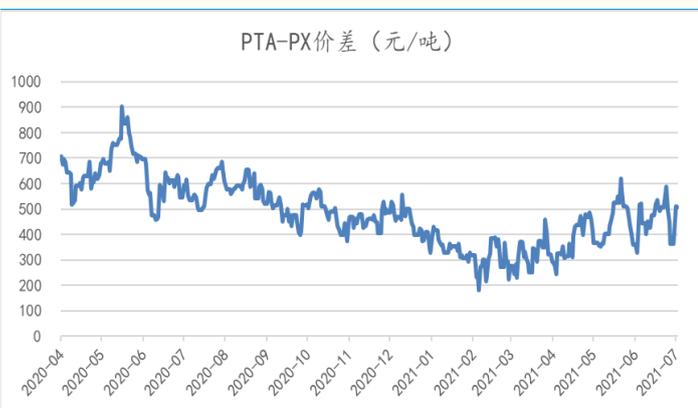
来源: 国金证券研究所

图表 5: PX-原油价差



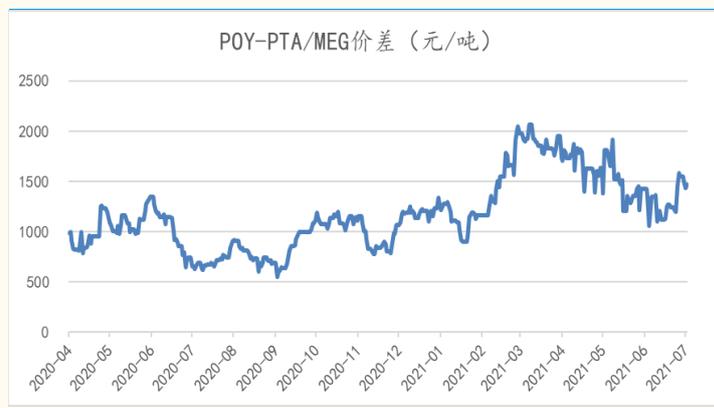
来源: 国金证券研究所

图表 6: PTA-PX 价差



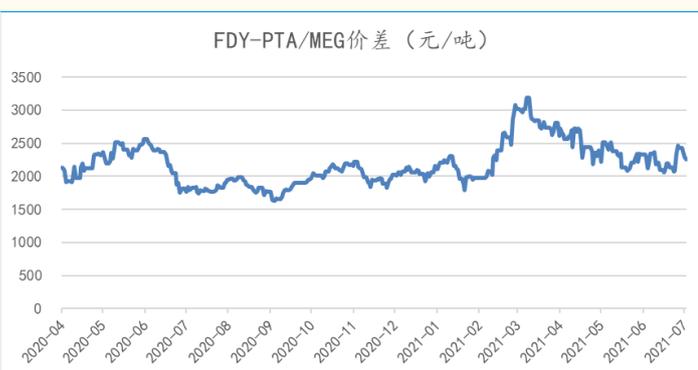
来源: 国金证券研究所

图表 7: POY-PTA/MEG 价差



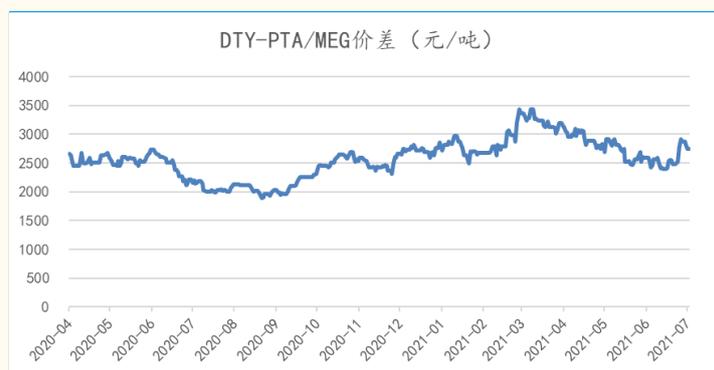
来源: 国金证券研究所

图表 8: FDY-PTA/MEG 价差



来源: 国金证券研究所

图表 9: DTY-PTA/MEG 价差



来源: 国金证券研究所

图表 10: LLDPE-原油价差



来源: 国金证券研究所

图表 11: PP-原油价差



来源: 国金证券研究所

图表 12: 丁二烯-原油价差



来源: 国金证券研究所

风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险;
2. 终端需求严重需求恶化;
3. 地缘政治风险;
4. 项目建设进度不及预期;
5. 美元汇率大幅波动风险;
6. 解禁风险: 预计 2021 年 7 月 19 日约有 8506.62 万股定向增发股份解禁。
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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	91,425	82,500	107,265	165,096	206,781	218,791	货币资金	14,853	12,878	10,638	23,651	29,706	31,730
增长率		-9.8%	30.0%	53.9%	25.2%	5.8%	应收账款	3,531	3,466	3,603	8,664	10,775	11,368
主营业务成本	-86,097	-76,869	-86,122	-126,529	-159,017	-169,967	存货	6,502	26,585	23,546	46,799	58,814	62,864
%销售收入	94.2%	93.2%	80.3%	76.6%	76.9%	77.7%	其他流动资产	7,231	12,667	14,263	16,189	18,589	20,127
毛利	5,327	5,631	21,143	38,567	47,764	48,824	流动资产	32,117	55,596	52,050	95,303	117,884	126,089
%销售收入	5.8%	6.8%	19.7%	23.4%	23.1%	22.3%	%总资产	26.5%	30.4%	21.6%	32.8%	37.2%	38.5%
营业税金及附加	-163	-513	-2,466	-2,807	-3,515	-3,610	长期投资	5,521	6,816	8,012	8,012	8,012	8,012
%销售收入	0.2%	0.6%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	79,789	114,452	174,195	179,000	181,418	183,208
销售费用	-740	-778	-116	-578	-724	-766	%总资产	65.7%	62.7%	72.1%	61.6%	57.3%	55.9%
%销售收入	0.8%	0.9%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	3,368	4,027	5,809	6,759	7,702	8,636
管理费用	-340	-389	-473	-528	-662	-700	非流动资产	89,298	126,991	189,465	195,451	198,811	201,536
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	73.5%	69.6%	78.4%	67.2%	62.8%	61.5%
研发费用	-956	-981	-1,964	-2,476	-3,102	-3,282	资产总计	121,415	182,587	241,515	290,754	316,695	327,625
%销售收入	1.0%	1.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	28,740	37,125	57,007	66,402	55,261	40,732
息税前利润 (EBIT)	3,127	2,970	16,125	32,178	39,762	40,466	应付款项	24,506	42,249	41,069	58,744	73,826	76,580
%销售收入	3.4%	3.6%	15.0%	19.5%	19.2%	18.5%	其他流动负债	1,714	1,798	5,339	10,870	14,054	14,802
财务费用	-1,335	-943	-1,549	-5,079	-4,891	-3,915	流动负债	54,960	81,172	103,415	136,016	143,141	132,114
%销售收入	1.5%	1.1%	1.4%	3.1%	2.4%	1.8%	长期贷款	30,326	58,403	62,426	62,426	62,426	62,426
资产减值损失	-69	37	33	-20	-20	-53	其他长期负债	350	1,444	5,814	5,808	3,619	3,619
公允价值变动收益	-340	62	113	0	0	0	负债	85,636	141,019	171,655	204,250	209,186	198,159
投资收益	706	901	1,847	485	502	502	普通股股东权益	20,932	22,555	36,966	44,803	55,188	66,098
%税前利润	30.8%	28.7%	11.1%	1.8%	1.4%	1.4%	其中：股本	6,291	6,291	6,750	6,750	6,750	6,750
营业利润	2,275	3,139	16,681	27,564	35,353	37,000	未分配利润	7,614	9,118	15,562	23,508	33,893	44,804
营业利润率	2.5%	3.8%	15.6%	16.7%	17.1%	16.9%	少数股东权益	14,847	19,013	32,894	41,701	52,321	63,367
营业外收支	19	6	2	0	0	0	负债股东权益合计	121,415	182,587	241,515	290,754	316,695	327,625
税前利润	2,294	3,144	16,683	27,564	35,353	37,000	比率分析						
利润率	2.5%	3.8%	15.6%	16.7%	17.1%	16.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-326	-187	-3,311	-5,513	-7,424	-7,770	每股指标						
所得税率	14.2%	6.0%	19.8%	20.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.256	0.351	1.083	1.308	1.709	1.796
净利润	1,968	2,957	13,372	22,051	27,929	29,230	每股净资产	3.327	3.585	5.476	4.425	5.450	6.528
少数股东损益	360	750	6,063	8,808	10,620	11,046	每股经营现金净流	0.768	-0.338	2.582	3.951	6.179	6.016
归属于母公司的净利润	1,608	2,207	7,309	13,243	17,309	18,184	每股股利	0.100	0.120	0.150	0.785	1.026	1.078
净利率	1.8%	2.7%	6.8%	8.0%	8.4%	8.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.68%	9.78%	19.77%	29.56%	31.36%	27.51%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	1.32%	1.21%	3.03%	4.55%	5.47%	5.55%
净利润	1,968	2,957	13,372	22,051	27,929	29,230	投入资本收益率	2.82%	2.02%	6.63%	11.65%	13.74%	13.54%
少数股东损益	360	750	6,063	8,808	10,620	11,046	增长率						
非现金支出	1,703	1,752	5,295	7,035	9,412	9,852	主营业务收入增长率	29.62%	-9.76%	30.02%	53.91%	25.25%	5.81%
非经营收益	901	-212	1,905	4,618	2,631	4,242	EBIT增长率	54.84%	-5.02%	442.88%	99.56%	23.57%	1.77%
营运资金变动	263	-6,623	-3,140	-7,033	1,740	-2,712	净利润增长率	-19.67%	37.28%	231.17%	81.20%	30.70%	5.05%
经营活动现金净流	4,835	-2,126	17,432	26,671	41,712	40,613	总资产增长率	95.66%	50.38%	32.27%	20.39%	8.92%	3.45%
资本开支	-37,169	-36,861	-55,842	-12,790	-12,773	-12,544	资产管理能力						
投资	-937	-251	-806	0	0	0	应收账款周转天数	5.1	8.8	5.8	6.0	5.5	5.5
其他	-1,671	1,945	363	485	502	502	存货周转天数	22.9	78.6	106.2	135.0	135.0	135.0
投资活动现金净流	-39,778	-35,167	-56,284	-12,305	-12,271	-12,042	应付账款周转天数	50.3	126.5	153.1	140.0	140.0	135.0
股权募资	8,951	3,450	15,929	-110	0	0	固定资产周转天数	83.4	315.3	292.6	326.9	267.2	237.8
债权募资	33,660	37,149	27,228	9,389	-11,142	-14,529	偿债能力						
其他	-3,319	-5,070	-7,362	-10,631	-12,246	-12,018	净负债/股东权益	123.22%	201.03%	159.91%	124.96%	84.55%	57.42%
筹资活动现金净流	39,292	35,529	35,795	-1,352	-23,387	-26,547	EBIT利息保障倍数	2.3	3.2	10.4	6.3	8.1	10.3
现金净流量	4,349	-1,764	-3,056	13,014	6,054	2,024	资产负债率	70.53%	77.23%	71.07%	70.25%	66.05%	60.48%

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
买入	1	4	7	36	59
增持	0	4	5	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.42	1.23	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-17	买入	24.24	31.10~31.10
2	2021-04-16	买入	27.02	43.52~43.52

来源：国金证券研究所



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402