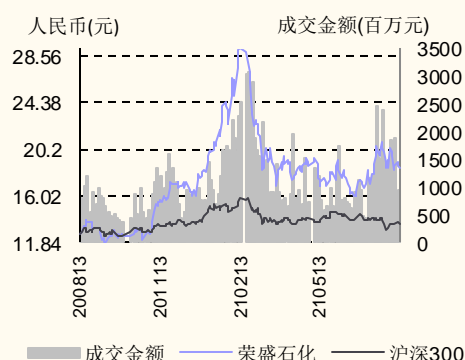


市场价格 (人民币): 18.56 元

目标价格 (人民币): 29.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	101.26
已上市流通 A 股(亿股)	94.98
总市值(亿元)	1,879.30
年内股价最高最低(元)	29.23/11.84
沪深 300 指数	4973
深证成指	14902



相关报告

- 1.《荣盛石化: 远超预期的高成长龙头! - 荣盛石化半年度业绩预告点评》, 2021.7.15
- 2.《高成长低估值龙头持续起飞-荣盛石化年报点评》, 2021.4.16
- 3.《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
chenlvlu@gjzq.com.cn

研发费用飙升, 光伏 EVA 投产在即!

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	166,640	220,367	241,497
营业收入增长率	-9.76%	30.02%	55.35%	32.24%	9.59%
归母净利润(百万元)	2,207	7,309	13,416	19,841	22,283
归母净利润增长率	37.28%	231.17%	83.57%	47.88%	12.31%
摊薄每股收益(元)	0.351	1.083	1.325	1.959	2.201
每股经营性现金流净额	-0.34	2.58	3.94	6.87	7.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.78%	19.77%	29.88%	34.92%	31.75%
P/E	35.32	25.50	14.01	9.47	8.43
P/B	3.46	5.04	4.18	3.31	2.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

荣盛石化 2021 年 8 月 12 日发布 2021 年半年报, 2021 年上半年实现归母净利润 65.66 亿元, 同比增长 104.69%, 扣非归母净利润 59.5 亿元, 同比增长 88.05%。

经营分析

- 新建产能贡献全年利润, 驱动业绩持续增长。浙石化一期于 2019 年底投产, 考虑到一体化装置的复杂性, 2020 年并未全年满负荷生产, 一期项目有望 2021 年继续推动业绩增长。与此同时, 当前浙石化二期并未开始转固, 并未在 2021 年上半年开始贡献业绩, 伴随二期项目全面投产, 公司业绩存在显著利润增量。
- 浙石化光伏 EVA 布局 5 年, 即将投产, 根据我们的研究, 早在 2016 年 10 月, 浙江省环评公示就可以找到浙石化的 EVA 的规划, 今年 7 月 27 日, 荣盛石化投资者关系问答进一步证实浙石化 EVA 为光伏级, 8 月 12 日的荣盛石化半年报则显示 EVA 已列为公司主营产品, 历经 5 年, 浙石化 30 万吨光伏 EVA 即将投产。
- 持续推进深加工, 研发费用持续飙升。荣盛石化持续推动研发费用增长, 高研发投入有望加快公司在各环节技术及产品研发能力, 增强公司竞争优势。与此同时, 在“双碳”对高能耗低附加值产业的严控情境下, 丰富产业链布局以及持续向下游发展有望推动二次成长曲线。

投资建议

由于浙石化项目盈利能力较强, 二期终端产品附加值较高, 我们上调了 2022-2023 年盈利预测, 上调幅度分别 14%和 22.5%, 预计 2021-2023 年净利 134/198/223 亿元, 对应 EPS 1.33/1.96/2.2 元, 给予荣盛石化 2022 年净利 15 倍 PE, 目标价 29.4 元, 维持“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. 其他不可抗力影响

1、新建产能业绩逐步释放，浙石化二期有望带来显著利润增量

荣盛石化于2021年8月12日发布2021年半年报，公司2021年上半年实现营业收入844.16亿元，同比2020年上半年增长67.88%，实现归母净利润65.66亿元，相比去年同期增长104.69%，实现扣非归母净利润59.5亿元，同比增长88.05%；2021年Q2实现营业收入498.4亿元，同比2020年增长70.49%，环比2021年Q1增长44.1%，实现归母净利润39.45亿元，同比增长99.02%，环比2021年Q1增长50.45%。

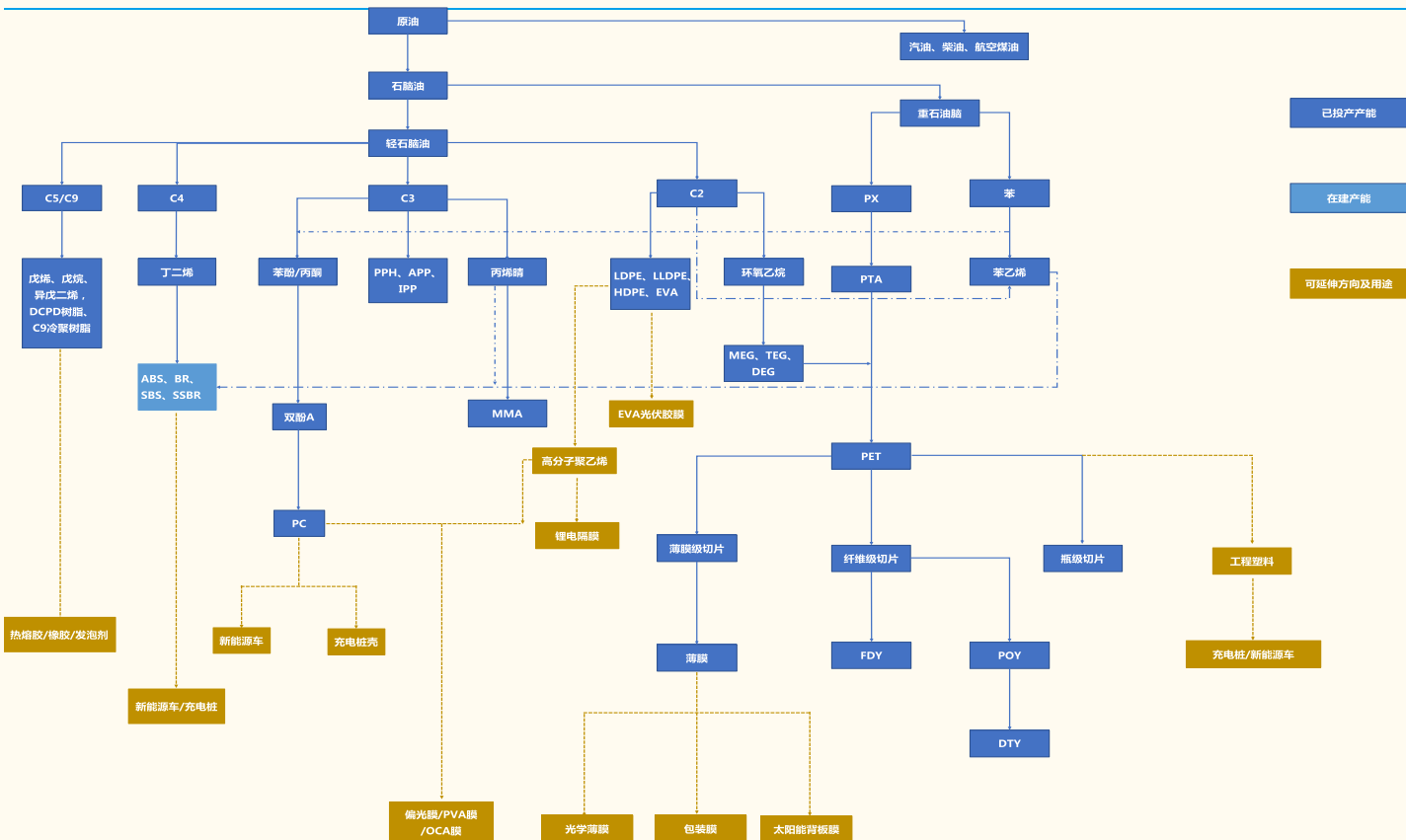
新建产能持续释放业绩，浙石化二期有望带来显著利润增量

1、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。参考荣盛石化半年报，浙石化2021年上半年净利润达113.3亿元，同比2020年上半年44.88亿元增长152.5%，浙石化一期项目业绩持续释放有望推动公司全年业绩持续增长。

2、浙石化二期项目有望下半年全面投产，有望带来显著利润增量。浙石化二期终端产品布局相比浙石化一期种类更为丰富，包含了C5/C9深加工项目，PC, ABS, EVA, LDPE, LLDPE等产品，当前浙石化二期并未开始转固，2021年上半年浙石化净利并未包含二期利润贡献，伴随浙石化二期产能逐步投产，公司业绩存在显著利润增量空间

3、浙石化光伏EVA布局5年，即将投产，根据我们的研究，早在2016年10月，浙江省环评公示就可以找到浙石化的EVA的规划，今年7月27日，荣盛石化投资者关系问答进一步证实浙石化EVA为光伏级，历经5年，浙石化30万吨光伏EVA即将投产。

图表 1：荣盛石化产业链布局及潜在延伸方向

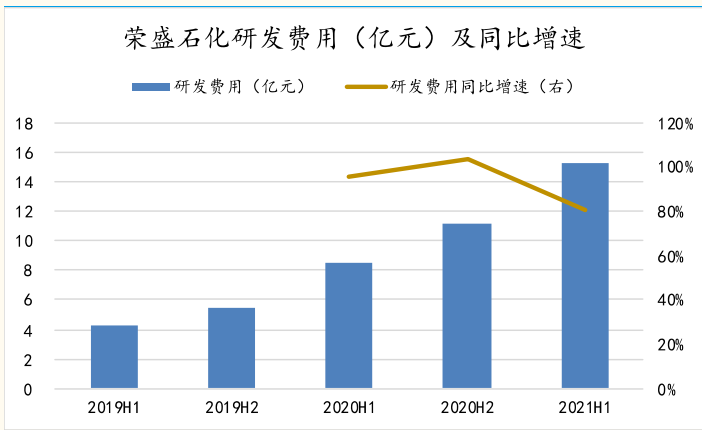


来源：公司公告，国金证券研究所

2、研发费用飙升，深加工布局持续推进

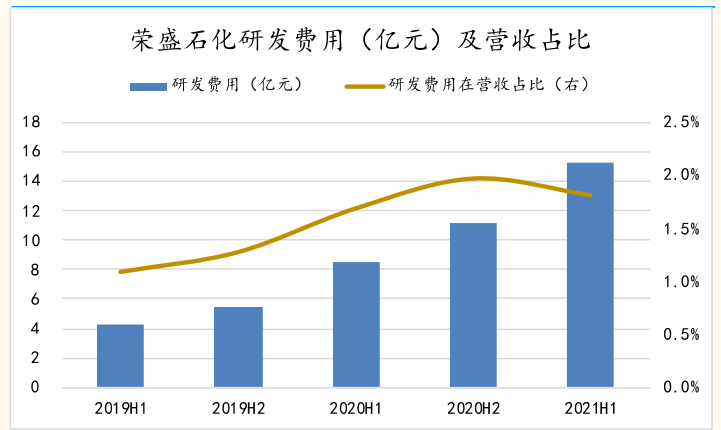
通过拆分荣盛石化研发费用可以显著发现，从 2020 年起荣盛石化研发费用开始显著增加，持续维持 80% 以上同比增速，研发费用的营收占比从 2019 年 1.2% 逐步稳定在 1.8% 左右水平，考虑到荣盛石化营业收入体量达到千亿级别，2020 年研发费用达到 19.64 亿元，而 2021 年上半年研发费用已经达到 16.86 亿元，同比去年同期增长达到 80.5%，考虑到下半年公司业绩仍存在显著增量，全年研发费用有望超 30 亿元，高研发支出有望推动公司多产业链深加工布局持续推进，深加工布局有望持续推动公司二次成长曲线。

图表 2：荣盛石化研发费用及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：荣盛石化研发费用及研发费用在营收占比



来源：公司公告，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. 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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	91,425	82,500	107,265	166,640	220,367	241,497
增长率		-9.8%	30.0%	55.4%	32.2%	9.6%
主营业务成本	-86,097	-76,869	-86,122	-127,648	-167,190	-184,102
%销售收入	94.2%	93.2%	80.3%	76.6%	75.9%	76.2%
毛利	5,327	5,631	21,143	38,992	53,177	57,395
%销售收入	5.8%	6.8%	19.7%	23.4%	24.1%	23.8%
营业税金及附加	-163	-513	-2,466	-2,833	-3,746	-3,985
%销售收入	0.2%	0.6%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-740	-778	-116	-583	-771	-845
%销售收入	0.8%	0.9%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-340	-389	-473	-533	-705	-773
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-956	-981	-1,964	-2,500	-3,306	-3,622
%销售收入	1.0%	1.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	3,127	2,970	16,125	32,543	44,649	48,170
%销售收入	3.4%	3.6%	15.0%	19.5%	20.3%	19.9%
财务费用	-1,335	-943	-1,549	-5,085	-4,811	-3,636
%销售收入	1.5%	1.1%	1.4%	3.1%	2.2%	1.5%
资产减值损失	-69	37	33	-20	-20	-56
公允价值变动收益	-340	62	113	0	0	0
投资收益	706	901	1,847	485	502	502
%税前利润	30.8%	28.7%	11.1%	1.7%	1.2%	1.1%
营业利润	2,275	3,139	16,681	27,922	40,320	44,980
营业利润率	2.5%	3.8%	15.6%	16.8%	18.3%	18.6%
营业外收支	19	6	2	0	0	0
税前利润	2,294	3,144	16,683	27,922	40,320	44,980
利润率	2.5%	3.8%	15.6%	16.8%	18.3%	18.6%
所得税	-326	-187	-3,311	-5,584	-8,467	-9,446
所得税率	14.2%	6.0%	19.8%	20.0%	21.0%	21.0%
净利润	1,968	2,957	13,372	22,338	31,853	35,534
少数股东损益	360	750	6,063	8,921	12,012	13,251
归属于母公司的净利润	1,608	2,207	7,309	13,416	19,841	22,283
净利率	1.8%	2.7%	6.8%	8.1%	9.0%	9.2%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,853	12,878	10,638	23,963	31,497	34,638
应收款项	3,531	3,466	3,603	8,745	11,483	12,548
存货	6,502	26,585	23,546	47,212	61,838	68,093
其他流动资产	7,231	12,667	14,263	16,234	18,916	20,692
流动资产	32,117	55,596	52,050	96,154	123,734	135,971
%总资产	26.5%	30.4%	21.6%	32.9%	38.4%	40.3%
长期投资	5,521	6,816	8,012	8,012	8,012	8,012
固定资产	79,789	114,452	174,195	179,481	181,116	182,942
%总资产	65.7%	62.7%	72.1%	61.4%	56.2%	54.2%
无形资产	3,368	4,027	5,809	6,759	7,702	8,636
非流动资产	89,298	126,991	189,465	195,932	198,509	201,270
%总资产	73.5%	69.6%	78.4%	67.1%	61.6%	59.7%
资产总计	121,415	182,587	241,515	292,086	322,243	337,240
短期借款	28,740	37,125	57,007	66,879	52,495	33,920
应付款项	24,506	42,249	41,069	59,263	77,623	82,952
其他流动负债	1,714	1,798	5,339	10,988	15,441	17,065
流动负债	54,960	81,172	103,415	137,131	145,559	133,936
长期贷款	30,326	58,403	62,426	62,426	62,426	62,426
其他长期负债	350	1,444	5,814	5,808	3,619	3,619
负债	85,636	141,019	171,655	205,365	211,604	199,981
普通股股东权益	20,932	22,555	36,966	44,906	56,811	70,181
其中：股本	6,291	6,291	6,750	6,750	6,750	6,750
未分配利润	7,614	9,118	15,562	23,612	35,516	48,886
少数股东权益	14,847	19,013	32,894	41,815	53,827	67,079
负债股东权益合计	121,415	182,587	241,515	292,086	322,243	337,240

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.256	0.351	1.083	1.325	1.959	2.201
每股净资产	3.327	3.585	5.476	4.435	5.611	6.931
每股经营现金净流	0.768	-0.338	2.582	3.938	6.874	7.075
每股股利	0.100	0.120	0.150	0.795	1.176	1.320
回报率						
净资产收益率	7.68%	9.78%	19.77%	29.88%	34.92%	31.75%
总资产收益率	1.32%	1.21%	3.03%	4.59%	6.16%	6.61%
投入资本收益率	2.82%	2.02%	6.63%	11.75%	15.41%	16.06%
增长率						
主营业务收入增长率	29.62%	-9.76%	30.02%	55.35%	32.24%	9.59%
EBIT增长率	54.84%	-5.02%	442.88%	101.82%	37.20%	7.89%
净利润增长率	-19.67%	37.28%	231.17%	83.57%	47.88%	12.31%
总资产增长率	95.66%	50.38%	32.27%	20.94%	10.32%	4.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.1	8.8	5.8	6.0	5.5	5.5
存货周转天数	22.9	78.6	106.2	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	50.3	126.5	153.1	140.0	140.0	135.0
固定资产周转天数	83.4	315.3	292.6	288.6	267.2	228.8
偿债能力						
净负债/股东权益	123.22%	201.03%	159.91%	124.83%	78.04%	47.08%
EBIT利息保障倍数	2.3	3.2	10.4	6.4	9.3	13.2
资产负债率	70.53%	77.23%	71.07%	70.31%	65.67%	59.30%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,968	2,957	13,372	22,338	31,853	35,534
少数股东损益	360	750	6,063	8,921	12,012	13,251
非现金支出	1,703	1,752	5,295	6,554	9,201	10,376
非经营收益	901	-212	1,905	4,628	2,579	4,027
营运资金变动	263	-6,623	-3,140	-6,935	2,767	-2,180
经营活动现金净流	4,835	-2,126	17,432	26,586	46,400	47,757
资本开支	-37,169	-36,861	-55,842	-12,790	-11,777	-13,101
投资	-937	-251	-806	0	0	0
其他	-1,671	1,945	363	485	502	502
投资活动现金净流	-39,778	-35,167	-56,284	-12,305	-11,275	-12,599
股权募资	8,951	3,450	15,929	-110	0	0
债权募资	33,660	37,149	27,228	9,866	-14,384	-18,576
其他	-3,319	-5,070	-7,362	-10,711	-13,207	-13,442
筹资活动现金净流	39,292	35,529	35,795	-955	-27,590	-32,018
现金净流量	4,349	-1,764	-3,056	13,325	7,535	3,141

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	2	13	16	20	58
增持	0	4	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.24	1.33	1.31	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。

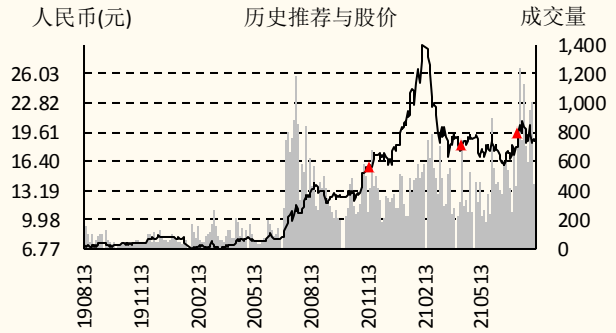
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2021-07-15	买入	18.84	30.60 ~ 30.60

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。

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