

相关研究

《荣盛石化: 450 亿炼化盈利中枢, 8 倍历史估值底部》

2021. 08. 31

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

浙石化二期加快推进, 盈利和估值有望提升

2021 年 10 月 27 日

事件: 2021 年 10 月 27 日, 荣盛石化发布《2021 年三季度报告》, 2021 年前三季度, 公司实现营业收入 1293.57 亿元, 同比增长 66.66%; 实现归母净利润 101.22 亿元, 同比增长 79.08%; 实现基本每股收益 1.00 元, 同比增长 66.67%。其中 2021 年第三季度实现营业收入 449.41 亿元, 同比增长 64.42%, 环比下降 9.82%; 实现归母净利润 35.55 亿元, 同比增加 45.47%, 环比下降 9.87%; 实现扣非后归母净利润 33.55 亿元, 同比增长 45.59%; 实现基本每股收益 0.35 元, 同比增长 35.58%。与公司 2021 年 10 月 15 日发布的《2021 年前三季度业绩预告》相比, 业绩符合预期。

点评:

➤ **能耗双控政策施压叠加能源价格高企, 三季度业绩环比略降。**今年以来, 能源短缺预期叠加原油库存下降影响, 原油价格持续攀升, 2021 年前三季度均价分别为 61.1/68.9/73.2 美元/桶, 石化企业原材料端价格支撑强劲。需求端, 受益于全球持续从疫情中持续复苏, 石化产品价格持续上涨, 价差走阔, 炼化盈利同比大幅增长。但 3 季度由于能耗双控政策和原料供应紧缺, 部分装置开工率有所下降, 叠加原油、煤炭等价格过快上涨, 浙石化一期项目炼化盈利环比略有下降。从炼化下游来看, PTA 行业平均单吨净利润亦呈现较好趋势, 前三季度单吨净利润分别为 -121.0/-59.6/15.6 元, 但由于部分装置停车检修, 公司 3 季度 PTA 出现一定程度的亏损。涤纶长丝 3 季度下游纺服需求恢复速度不及预期, POY 和 FDY 行业平均单吨净利润 3 季度大幅下降, 前三季度单吨净利润分别为 249.9/358.7/162.8 和 87.2/222.1/48.8 元, 但由于加弹企业停产较多, DTY 供给受限, 3 季度 DTY 行业平均盈利略有增长, 前三季度单吨净利润为 287.4/428.0/497.4 元, 公司 3 季度长丝盈利环比略降。综合来看, 2021 年前三季度市场景气度上行, 公司作为行业龙头乘势向上, 前三季度业绩表现亮眼, 但 3 季度受政策调整和能源价格过快上涨的影响, 业绩环比略降。作为国内最先进的炼厂之一, 在 2020 年油价暴跌的压力测试下, 浙石化一期盈利 112 亿, 根据 2021.8.31 发布的《荣盛石化: 450 亿炼化盈利中枢, 8 倍历史估值底部》, 浙石化一期项目在 2014 年 100 美元/桶高油价下模拟测算盈利 175 亿, 2014-2020 年盈利中枢为 225 亿。我们认为, 在政策方向逐渐明朗下, 政策执行方式将趋于合理, 优质产能将受益。

➤ **浙石化一二期顺利推进, 炼化全产业链完备成熟。**控股子公司浙石化的 4000 万吨炼化一体化项目一期在 2019 年底全面投产后, 2020 年公司业绩实现逆势增长。当前浙石化二期常减压装置、乙烯装置及部分下游装置处于试运行阶段, 其余装置正稳步推进中, 开工负荷持续提升。当浙石化二期工程投产后, 将实现 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯产能放量, 公司石化产业链的成熟度将大幅增强。产业链环节中的 PX、苯、丙烯腈、丁二烯等重要下游生产原料产能将持续提升, 且各产线之间的协同性不断增强, 市场占有率有望再提升。当前市场中聚碳酸酯、EVA、聚醚多元醇、高压聚乙烯等化工品进

口依存度较高，供需缺口大，浙石化二期全面投产后，产品附加值将有效增加。待二期转固后，公司盈利弹性将加大，估值中枢有望进一步抬升。

- **浙石化二期原油进口配额获批，保障二期产能有序释放。**2021年浙石化一期2000万吨/年炼化一体化项目分别在第1-3批非国营贸易进口允许量下方中获得1400、300和300万吨配，累计2000万吨。2021年10月25日，商务部批准了浙石化二期项目2000万吨/年炼化一体化项目在2021年获得1200万吨原油进口配额，保障了产业链上游原料的充分供给，助力二期装置顺利达产。
- **国家双碳政策频出，加快炼化行业优胜劣汰进程。**近期，中共中央、国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，国务院发布《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知（国发〔2021〕23号）》，国家发展改革委发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》和《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025年）》，推动石化行业碳达峰，严控新增炼油能力，到2025年国内一次加工能力控制在10亿吨以内，主要产品产能利用率提升至80%以上。我们认为，在供给侧发展受限的环境下，浙石化采用全加氢工艺流程，依托“少油多化”的炼化一体化装置，优化能源利用率，降低单位能耗强度助推产业链实现低碳发展，在中国炼化行业中的竞争力进一步增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测2021-2023年公司营收分别为2126、3114和3232亿元，增速为98.2%、46.5%和3.8%，归母净利润分别为138、222和237亿元，增速为88.6%、61.6%和6.2%，EPS（摊薄）分别为1.36、2.20和2.34元/股。对应动态市盈率（以2021年10月26日收盘价计算）分别为13.73、8.50和8.00倍，远低于公司历史估值和可比公司估值。浙石化一期项目贡献全年业绩，二期项目即将满产，多种化工新材料投产将提升公司业绩弹性和估值中枢。我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；需求恢复不及预期的风险；炼化产能过剩的风险；浙石化二期项目投产不及预期的风险；公司在建项目建设进度不及预期的风险；下游产品利润修复缓慢的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	82,500	107,265	212,610	311,430	323,223
增长率 YoY %	-9.8%	30.0%	98.2%	46.5%	3.8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,207	7,309	13,786	22,277	23,668
增长率 YoY%	37.3%	231.2%	88.6%	61.6%	6.2%
毛利率%	6.8%	19.7%	24.0%	26.0%	25.9%
净资产收益率ROE%	9.8%	19.8%	29.6%	35.8%	30.0%
EPS(摊薄)(元)	0.35	1.14	1.36	2.20	2.34
市盈率 P/E(倍)	35.40	24.22	13.73	8.50	8.00
市净率 P/B(倍)	5.56	7.56	4.06	3.04	2.40

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月26日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	55,596	52,050	114,513	232,375	303,288
货币资金	12,878	10,638	51,676	134,788	207,844
应收票据	0	0	191	93	129
应收账款	2,049	1,350	4,136	5,904	5,494
预付账款	3,443	3,555	6,609	9,748	9,943
存货	26,585	23,546	37,424	65,329	62,987
其他	10,642	12,962	14,477	16,513	16,890
非流动资产	126,991	189,465	180,103	144,768	114,189
长期股权投资	6,732	8,004	9,286	10,570	11,849
固定资产	71,267	86,003	151,560	113,810	80,661
无形资产	4,024	5,807	6,772	7,908	9,203
其他	44,967	89,651	12,485	12,480	12,475
资产总计	182,587	241,515	294,616	377,143	417,476
流动负债	81,172	103,415	133,620	179,150	180,177
短期借款	30,042	45,691	45,691	45,691	45,691
应付票据	4,779	3,696	8,664	12,186	11,936
应付账款	35,567	36,676	58,948	96,235	96,519
其他	10,784	17,351	20,316	25,038	26,030
非流动负债	59,848	68,240	68,240	68,240	68,240
长期借款	58,403	62,426	62,426	62,426	62,426
其他	1,444	5,814	5,814	5,814	5,814
负债合计	141,019	171,655	201,860	247,390	248,417
少数股东权益	19,013	32,894	46,139	67,542	90,282
归属母公司	22,555	36,966	46,617	62,210	78,778
负债和股东权益	182,587	241,515	294,616	377,143	417,476

重要财务指标

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	82,500	107,265	212,610	311,430	323,223
同比(%)	-9.8%	30.0%	98.2%	46.5%	3.8%
归属母公司净利润	2,207	7,309	13,786	22,277	23,668
同比(%)	37.3%	231.2%	88.6%	61.6%	6.2%
毛利率(%)	6.8%	19.7%	24.0%	26.0%	25.9%
ROE%	9.8%	19.8%	29.6%	35.8%	30.0%
EPS(摊薄)(元)	0.35	1.14	1.36	2.20	2.34
P/E	35.40	24.22	13.73	8.50	8.00
P/B	5.56	7.56	4.06	3.04	2.40
EV/EBITDA	32.93	13.81	4.63	2.25	1.37

会计年度	单位:百万元				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	82,500	107,265	212,610	311,430	323,223
营业成本	76,869	86,122	161,597	230,348	239,616
营业税金	513	2,466	6,378	12,457	12,929
销售费用	778	116	1,559	2,283	2,370
管理费用	389	473	883	1,294	1,343
研发费用	981	1,964	2,643	3,872	4,019
财务费用	943	1,549	4,264	4,058	3,643
减值损失	-37	-41	0	0	0
投资净收	901	1,847	453	678	2,112
其他	247	300	304	445	461
营业利润	3,139	16,681	36,042	58,239	61,877
营业外收	6	2	0	0	0
利润总额	3,144	16,683	36,042	58,239	61,877
所得税	187	3,311	9,011	14,560	15,469
净利润	2,957	13,372	27,032	43,679	46,408
少数股东	750	6,063	13,246	21,403	22,740
归属母公司	2,207	7,309	13,786	22,277	23,668
EBITDA	4,907	21,596	56,156	78,778	76,067
EPS(当年)(元)	0.35	1.14	1.36	2.20	2.34

现金流量表

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动	-2,052	17,507	68,770	95,978	85,067
现金流					
净利润	2,957	13,372	27,032	43,679	46,408
折旧摊销	1,789	5,337	29,096	37,883	33,287
财务费用	885	1,320	4,317	4,317	4,317
投资损失	-901	-1,847	-453	-678	-2,112
营运资金	-6,623	-3,140	8,781	10,780	3,170
其它	-159	2,465	-2	-3	-3
投资活动	-35,167	-56,284	-19,279	-1,866	-593
资本支出	-36,861	-55,842	-18,449	-1,260	-1,426
长期投资	-251	-806	-1,283	-1,284	-1,279
其他	1,945	363	453	678	2,112
筹资活动	35,583	35,577	-8,453	-11,000	-11,417
吸收投资	3,450	15,929	0	0	0
借款	88,077	102,457	0	0	0
支付利息或股息	-4,547	-6,112	-8,453	-11,000	-11,417
现金流净额	-1,690	-2,982	41,039	83,112	73,056

研究团队简介

陈淑娴, CFA, 石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士, 北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心, 主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围 2020 年第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师, 荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名, 2020 年第 8 届 Wind “金牌分析师”石化行业第四名, 2020 年“21 世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告, 2019 年第 7 届 Wind “金牌分析师”石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。