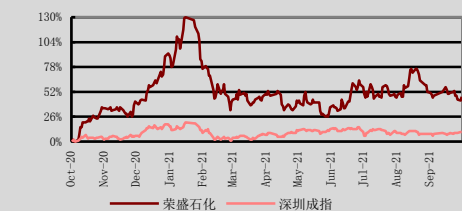


002493.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 18.7

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 荣盛石化三季报点评
股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.8	(3.1)	(6.4)	48.7
相对深证成指	4.7	(4.4)	(5.9)	38.4

发行股数(百万)	10,126
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	189,347
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,267
净负债比率(%) (2021E)	157
主要股东(%)	
浙江荣盛控股集团有限公司	61

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年10月26日收市价为标准

相关研究报告

《荣盛石化: 浙石化二期逐步投产, 效益释放明显》20211015

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学纤维

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

联系人: 曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120120046

荣盛石化

浙石化二期逐步投产, 销售毛利率持续提升

公司2021年前三季度共实现营收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%。浙石化二期逐步投产效益释放, 公司销售毛利率持续提升。

支撑评级的要点

- 2021年前三季度净利润大幅增长, 业绩符合预期:** 公司2021年前三季度共实现营收1293.57亿元, 同比增长66.66%; 实现归属上市公司股东净利润101.22亿元, 同比增长79.08%; 第三季度实现营收449.41亿元, 同比增长64.42%; 实现归属上市公司股东净利润35.55亿元, 同比增长45.47%。业绩大幅增长的主要原因为浙石化的业绩释放, 随着原油价格抬升, 成品油及化工品价格较去年同期有显著上涨。根据百川盈孚统计, 纯苯、苯乙烯、丁二烯、丙烯腈2021前三季度均价较去年同期涨幅均超过50%。另外, 与去年同期相比, 浙石化新产能陆续投放, 产销增加。除此之外, 逸盛大化瓶片及永盛科技薄膜、聚兴化纤聚酯长丝均有新增产能投放, 贡献盈利。公司前三季度单季度销售毛利率分别为23.34%、27.32%及30.28%, 持续攀升。
- 2021第三季度成本抬升, 产品价格走势各异:** 根据百川盈孚统计, 2021年第三季度布伦特原油均价涨至73.22美元/桶, 环比第二季度增长6.09%。炼化项目主要产品中, 丁二烯三季度均价环比增长仍超过30%, 另外纯苯、乙二醇、丙烯腈、PX、PTA及涤纶长丝价格环比有小幅上升, 而苯乙烯、聚乙烯、聚丙烯、PC价格环比有不同程度回落。第三季度汽柴油及低硫燃料油环比第二季度均有1-5%不同幅度的涨价。虽然第三季度浙石化二期开始贡献业绩, 但成本抬升压力显著。
- 浙石化二期项目更具竞争力:** 浙石化二期项目正在建设投产中, 共2000万吨/年原油加工产能, 建成后烯烃下游将新增光伏级EVA、ABS及顺丁橡胶、丁苯橡胶等制品, 化工品与炼油产品的比例较一期项目将进一步提升, 因此未来浙石化二期项目投产后有望更具竞争力。公司化工品板块2021年上半年毛利达到39.15%, 2020年全年化工品毛利率为28.69%; 炼油产品2021年毛利率为30.65%, 2020年全年化工品毛利率为25.62%。随着浙石化项目产销稳步增长, 2021年前三季度公司的销售毛利率为27.28%, 且逐季上涨, 与2020年同期相比增加了4.39个百分点。
- 中金石化受益于芳烃周期回暖:** 2021年芳烃价格底部回升, 根据百川盈孚统计, 2021年前三季度纯苯、苯乙烯及PX市场均价较2020年市场均价涨幅分别达79.51%、55.55%及23.62%。受益于芳烃行业周期底部反弹, 根据公司公告, 2021年上半年中金石化净利润为4.38亿元(未经审计), 而2020年全年仅0.83亿元(经审计)。未来随着下游继续扩产以及终端消费品从疫情恢复中受益, 预计芳烃需求有望继续保持景气。

估值

- 基于浙石化二期的继续投产以及聚酯产业链上下游的高景气度, 上调荣盛石化盈利预测, 预计公司2021-2023年EPS分别为1.35元(原预测1.29元), 2.07元(原预测1.93元), 2.34元(原预测2.16元), 对应当前PE分别为13.8倍, 9.0倍, 8.0倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 浙石化项目投产不及预期; 原油价格大幅波动; 全球新冠疫情持续恶化引发的宏观经济风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	82,500	107,265	176,844	221,131	241,950
变动(%)	(10)	30	65	25	9
净利润(人民币 百万)	2,207	7,309	13,678	20,967	23,668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.351	2.071	2.337
变动(%)	(14.7)	231.2	87.2	53.3	12.9
原全面摊薄每股收益(人民币)			1.286	1.933	2.160
调整幅度(%)			5.05	7.14	8.19
全面摊薄市盈率(倍)	85.8	25.9	13.8	9.0	8.0
价格/每股现金流量(倍)	(92.3)	10.8	5.8	3.4	2.9
每股现金流量(人民币)	(0.20)	1.73	3.23	5.48	6.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.2	13.4	8.0	4.9	3.9
每股股息(人民币)	0.075	0.016	0.135	0.207	0.234
股息率(%)	0.4	0.1	0.7	1.1	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 公司财务报告摘要

(亿元)	2021 年前三季度	2020 年前三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	1,293.57	776.15	66.66
二、营业总成本	1,063.50	660.86	60.93
其中：营业成本	940.63	598.52	57.16
营业税金及附加	60.07	17.81	237.28
销售费用	1.36	3.08	(55.84)
管理费用	4.15	2.60	59.62
研发费用	27.87	13.68	103.73
财务费用	29.43	25.16	16.97
资产减值损失	0.06	(1.51)	(103.97)
三、其他经营收益	0.70	1.14	(38.60)
公允价值变动收益	3.44	0.81	324.69
投资收益	6.35	5.40	17.59
四、营业利润	240.22	121.32	98.01
加：营业外收入	0.09	0.04	125.00
减：营业外支出	0.02	0.00	-
五、利润总额	240.29	121.35	98.01
减：所得税	53.00	23.28	127.66
六、净利润	187.29	98.07	90.98
减：少数股东损益	86.08	41.55	107.17
七、归属母公司净利润	101.22	56.52	79.09
EPS(元)	1.00	0.90	11.11

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	82,500	107,265	176,844	221,131	241,950
销售成本	(77,382)	(88,588)	(141,22)	(167,64)	(183,10)
经营费用	(321)	2,752	4,848	7,603	10,480
息税折旧前利润	4,797	21,429	40,468	61,087	69,329
折旧及摊销	(1,789)	(5,337)	(7,766)	(10,743)	(13,431)
经营利润(息税前利润)	3,007	16,092	32,702	50,344	55,897
净利息收入/(费用)	(791)	(1,392)	(2,972)	(2,172)	(1,250)
其他收益/(损失)	1,154	2,141	2,062	2,062	2,062
税前利润	3,144	16,683	31,662	50,101	56,555
所得税	(187)	(3,311)	(6,332)	(11,273)	(12,725)
少数股东权益	750	6,063	11,652	17,861	20,162
净利润	2,207	7,309	13,678	20,967	23,668
核心净利润	2,207	7,309	13,678	20,967	23,668
每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.351	2.071	2.337
核心每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.351	2.071	2.337
每股股息(人民币)	0.075	0.016	0.135	0.207	0.234
收入增长(%)	(10)	30	65	25	9
息税前利润增长(%)	(2)	435	103	54	11
息税折旧前利润增长(%)	2	347	89	51	13
每股收益增长(%)	(15)	231	87	53	13
核心每股收益增长(%)	(15)	231	87	53	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,144	16,683	31,662	50,101	56,555
折旧与摊销	1,789	5,337	7,766	10,743	13,431
净利息费用	943	1,549	3,102	2,305	1,405
运营资本变动	10,469	(550)	(5,218)	7,854	9,071
税金	(187)	(3,311)	(6,332)	(11,273)	(12,725)
其他经营现金流	(18,210)	(2,202)	1,749	(4,197)	(3,439)
经营活动产生的现金流	(2,052)	17,507	32,729	55,534	64,298
购买固定资产净值	35,323	61,527	56,000	26,000	31,000
投资减少/增加	(396)	576	520	520	520
其他投资现金流	(70,093)	(118,387)	(112,14)	(52,080)	(62,080)
投资活动产生的现金流	(35,167)	(56,284)	(55,623)	(25,560)	(30,560)
净增权益	(755)	(159)	(1,368)	(2,097)	(2,367)
净增债务	36,462	23,906	31,310	(23,358)	(28,925)
支付股息	755	159	1,368	2,097	2,367
其他融资现金流	(879)	11,672	(10,212)	(4,402)	(3,772)
融资活动产生的现金流	35,583	35,577	21,099	(27,759)	(32,697)
现金变动	(1,636)	(3,200)	(1,795)	2,214	1,041
期初现金	14,853	12,878	10,638	8,842	11,057
公司自由现金流	(37,218)	(38,777)	(22,894)	29,974	33,738
权益自由现金流	186	(13,322)	11,518	8,921	6,217

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	12,878	10,638	8,842	11,057	12,098
应收帐款	2,049	1,350	3,071	2,457	3,592
库存	26,585	23,546	20,817	23,294	25,013
其他流动资产	3,443	3,555	2,730	4,328	3,401
流动资产总计	55,596	52,050	46,780	53,742	55,770
固定资产	114,452	174,195	221,583	236,016	252,783
无形资产	4,024	5,807	6,654	7,478	8,280
其他长期资产	8,511	9,460	10,867	12,147	13,427
长期资产总计	126,987	189,463	239,105	255,642	274,491
总资产	182,587	241,515	285,885	309,384	330,260
应付帐款	40,346	40,372	33,566	44,952	51,663
短期债务	30,042	45,691	74,987	79,389	83,161
其他流动负债	10,784	17,351	14,668	13,407	15,035
流动负债总计	81,172	103,415	123,222	137,749	149,859
长期借款	59,403	65,470	71,800	44,040	11,343
其他长期负债	444	2,770	2,800	2,800	2,800
股本	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
储备	16,229	30,284	39,219	58,089	79,391
股东权益	26,354	40,409	49,344	68,215	89,516
少数股东权益	19,013	32,894	38,720	56,581	76,742
总负债及权益	182,587	241,515	285,885	309,384	330,260
每股帐面价值(人民币)	2.60	3.99	4.87	6.74	8.84
每股有形资产(人民币)	2.21	3.42	4.22	6.00	8.02
每股净负债/(现金)(人民币)	7.46	9.63	13.32	10.80	7.84

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.8	20.0	22.9	27.6	28.7
息税前利润率(%)	3.6	15.0	18.5	22.8	23.1
税前利润率(%)	3.8	15.6	17.9	22.7	23.4
净利率(%)	2.7	6.8	7.7	9.5	9.8
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	3.7	4.9	7.7	11.3	15.7
净权益负债率(%)	168.8	137.1	156.6	90.0	49.6
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	85.8	25.9	13.8	9.0	8.0
核心业务市盈率(倍)	85.8	25.9	13.8	9.0	8.0
市净率(倍)	7.2	4.7	3.8	2.8	2.1
价格/现金流(倍)	(92.3)	10.8	5.8	3.4	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.2	13.4	8.0	4.9	3.9
周转率					
存货周转天数	78.0	103.3	57.3	48.0	48.1
应收帐款周转天数	9.3	5.8	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转天数	139.1	137.3	76.3	64.8	72.9
回报率					
股息支付率(%)	34.2	2.2	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.3	21.9	30.5	35.7	30.0
资产收益率(%)	1.9	6.1	9.9	13.1	13.5
已运用资本收益率(%)	0.5	1.1	1.6	2.2	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371