

浙石化二期全面投产，产业链向新材料延伸

核心观点

- 业绩创新高：**荣盛石化发布 21 年年报，公司全年实现营收 1770.2 亿元，同比 +65.0%，实现归母净利润 128.2 亿元，同比 +75.5%。其中 21Q4 实现营收 476.7 亿元，同比 +60.8%，实现归母净利润 27.0 亿元，同比 +63.1%，全年业绩创新高。浙石化 21 年实现营收 1175.4 亿元，净利润 223.0 亿元。分板块来看，炼油产品实现营收 525.9 亿元，毛利率 37.7%，同比上升 12.1 个 pct；化工板块实现营收 684.5 亿元，毛利率 37.8%，同比上升 9.1 个 pct；PTA 板块实现营收 205.1 亿元，毛利率 1.1%，同比下降 5.9 个 pct；聚酯板块实现营收 142.6 亿元，毛利率 7.9%，同比下降 0.8 个 pct。可见主要利润来源是浙石化。
- 浙石化二期全面投产：**2022 年 1 月 13 日，公司公告浙江石油化工有限公司炼化一体化项目（二期）全面投产。随着浙石化二期的全面投产，公司新增 2000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，产能大幅增加。此外，与浙石化一期相比，浙石化二期的精细化工产品产出更为丰富，附加值得到进一步提高。例如，EVA 装置自投料不到一星期就产出了合格产品。
- 依托浙石化向新材料延伸：**依托浙石化 4000 万吨炼化一体化项目，公司加快布局下游化学新材料，瞄准新能源和高端材料领域，部署 EVA、DMC、PC 和 ABS 等一批新能源材料产品，金塘岛新材料园区项目不断推进。此外，浙石化 α 烯烃项目已取得项目备案，相关工作也在推进过程当中。

盈利预测与投资建议

- 结合当前原油价格和炼化景气度，我们调整公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.62、2.05、2.23 元（原预测 2.15、2.46、-元），可比公司 22 年平均 PE 为 10 倍，对应目标价为 16.20 元，维持买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动；行业景气度下行；新材料项目发展不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	107,265	177,024	289,163	329,117	332,550
同比增长(%)	30.0%	65.0%	63.3%	13.8%	1.0%
营业利润(百万元)	16,681	31,246	43,196	51,996	53,384
同比增长(%)	431.5%	87.3%	38.2%	20.4%	2.7%
归属母公司净利润(百万元)	7,309	12,824	16,363	20,708	22,550
同比增长(%)	231.2%	75.5%	27.6%	26.6%	8.9%
每股收益(元)	0.72	1.27	1.62	2.05	2.23
毛利率(%)	19.7%	26.5%	21.4%	21.9%	22.0%
净利率(%)	6.8%	7.2%	5.7%	6.3%	6.8%
净资产收益率(%)	24.6%	29.9%	29.1%	28.3%	24.3%
市盈率	18.2	10.4	8.1	6.4	5.9
市净率	3.6	2.7	2.1	1.6	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年04月27日）	12.73 元
目标价格	16.20 元
52 周最高价/最低价	23.33/12.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,012,553/949,828
A 股市值（百万元）	128,898
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022 年 04 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.2	-10.92	-28.16	-32.85
相对表现	-4.43	-4.11	-11.94	-1.77
沪深 300	-4.77	-6.81	-16.22	-31.08



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

袁帅 yuanshuai@orientsec.com.cn

相关报告

二期逐步投产，光伏级 EVA 值得期待 2021-11-01
业绩稳步增长，静待浙石化二期投产 2021-04-18

由于原油价格大幅上涨，但炼化产品的涨幅不及原油涨幅，下调浙石化的毛利率。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
原油价格（元/吨）	3577	3577		4855	4855	4855
变动幅度				35.71%	35.71%	
分项目盈利预测						
浙石化						
销售收入	161,519	201,899		222,438	261,692	261,692
变动幅度				37.72%	29.62%	
毛利率	33.27%	32.25%		26.24%	26.24%	26.24%
变动幅度				-7.03%	-6.00%	
PTA						
销售收入	14,065	14,468		29,361	29,809	28,216
变动幅度				108.75%	106.04%	
毛利率	5.15%	7.32%		5.93%	5.93%	5.93%
变动幅度				0.79%	-1.39%	
聚酯						
销售收入	20,939	21,695		15,933	15,971	20,781
变动幅度				-23.91%	-26.38%	
毛利率	14.68%	15.76%		8.24%	8.46%	10.79%
变动幅度				-6.44%	-7.30%	
其他业务						
销售收入	15,221	15,373		21,431	21,645	21,862
变动幅度				40.80%	40.80%	
毛利率	1.95%	1.95%		2.00%	2.00%	2.00%
变动幅度				0.05%	0.05%	
销售收入合计	226,540	268,386		289,163	329,117	332,550
变动幅度				27.64%	22.63%	
综合毛利率	27.91%	28.04%		21.39%	21.95%	21.96%
变动幅度				-6.52%	-6.10%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	226,540	268,386		289,163	329,117	332,550
变动幅度				27.64%	22.63%	
营业利润	45,177	54,936		43,196	51,996	53,384
变动幅度				-4.39%	-5.35%	
归属母公司净利润	21,807	24,949		16,363	20,708	22,550
变动幅度				-24.96%	-17.00%	
毛利率(%)	27.91%	28.04%		21.39%	21.95%	21.96%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度			-6.52%	-6.10%	
净利率 (%)	9.63%	9.30%	5.66%	6.29%	6.78%
变动幅度			-3.97%	-3.00%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值（2022/4/27）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中国石化	0.59	0.59	0.62	7.18	7.2	6.9
宝丰能源	0.96	1.12	1.51	13.88	12.0	8.9
联泓新科	0.82	0.95	1.22	22.68	19.5	15.2
恒力石化	2.21	2.12	2.73	9.13	9.5	7.4
东方盛虹	0.76	1.33	2.24	15.34	8.8	5.2
调整后平均				13	10	8

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有荣盛石化(002493.SZ)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,638	17,682	32,260	51,182	81,197	营业收入	107,265	177,024	289,163	329,117	332,550
应收票据、账款及款项融资	1,489	5,769	9,423	10,725	10,837	营业成本	86,122	130,090	227,301	256,885	259,517
预付账款	3,555	3,671	5,996	6,824	6,896	营业税金及附加	2,466	8,833	11,264	13,228	13,238
存货	23,546	47,110	82,314	93,027	93,980	营业费用	116	155	474	539	502
其他	12,823	15,310	16,702	17,307	17,287	管理费用及研发费用	2,437	4,598	5,350	5,585	5,795
流动资产合计	52,050	89,541	146,696	179,066	210,197	财务费用	1,549	2,898	2,874	2,680	2,408
长期股权投资	8,004	7,591	8,189	8,645	9,520	资产、信用减值损失	33	99	99	99	99
固定资产	86,003	123,345	229,186	227,689	218,082	公允价值变动收益	113	147	147	147	147
在建工程	87,124	107,661	22,080	40,725	55,764	投资净收益	1,847	611	1,111	1,611	2,111
无形资产	5,807	5,704	5,583	5,461	5,340	其他	179	137	136	136	135
其他	2,527	3,334	1,150	1,150	1,150	营业利润	16,681	31,246	43,196	51,996	53,384
非流动资产合计	189,465	247,636	266,189	283,670	289,857	营业外收入	6	9	9	9	9
资产总计	241,515	337,177	412,884	462,736	500,054	营业外支出	4	5	5	5	5
短期借款	45,691	37,871	37,871	37,871	37,871	利润总额	16,683	31,251	43,200	52,001	53,388
应付票据及应付账款	40,372	60,475	105,666	119,419	120,642	所得税	3,311	7,602	11,864	13,340	12,930
其他	17,351	28,995	31,682	32,639	32,721	净利润	13,372	23,648	31,336	38,661	40,458
流动负债合计	103,415	127,341	175,219	189,929	191,234	少数股东损益	6,063	10,825	14,973	17,952	17,908
长期借款	62,426	109,118	107,118	105,118	103,118	归属于母公司净利润	7,309	12,824	16,363	20,708	22,550
应付债券	3,044	2,043	2,043	2,043	2,043	每股收益 (元)	0.72	1.27	1.62	2.05	2.23
其他	2,770	3,431	3,431	3,431	3,431						
非流动负债合计	68,240	114,592	112,592	110,592	108,592	主要财务比率					
负债合计	171,655	241,934	287,811	300,521	299,827		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	32,894	46,405	61,377	79,330	97,238	成长能力					
实收资本 (或股本)	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126	营业收入	30.0%	65.0%	63.3%	13.8%	1.0%
资本公积	14,189	10,820	10,820	10,820	10,820	营业利润	431.5%	87.3%	38.2%	20.4%	2.7%
留存收益	16,095	27,906	42,750	61,939	82,044	归属于母公司净利润	231.2%	75.5%	27.6%	26.6%	8.9%
其他	(68)	(12)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	69,860	95,243	125,073	162,215	200,227	毛利率	19.7%	26.5%	21.4%	21.9%	22.0%
负债和股东权益总计	241,515	337,177	412,884	462,736	500,054	净利率	6.8%	7.2%	5.7%	6.3%	6.8%
						ROE	24.6%	29.9%	29.1%	28.3%	24.3%
						ROIC	8.8%	11.5%	12.3%	13.4%	12.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	71.1%	71.8%	69.7%	64.9%	60.0%
净利润	13,372	23,648	31,336	38,661	40,458	净负债率	160.1%	152.0%	102.5%	66.2%	37.7%
折旧摊销	3,707	6,908	7,622	10,161	10,352	流动比率	0.50	0.70	0.84	0.94	1.10
财务费用	1,549	2,898	2,875	2,681	2,410	速动比率	0.28	0.33	0.37	0.45	0.61
投资损失	(1,847)	(611)	(1,111)	(1,611)	(2,111)	营运能力					
营运资金变动	3,888	(781)	4,782	1,186	111	应收账款周转率	63.1	52.4	40.6	34.8	32.9
其它	(3,162)	1,502	2,056	(142)	(146)	存货周转率	3.4	3.7	3.5	2.9	2.8
经营活动现金流	17,507	33,565	47,560	50,936	51,074	总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
资本支出	(65,120)	(64,370)	(27,749)	(27,187)	(15,664)	每股指标 (元)					
长期投资	(1,196)	410	(598)	(455)	(875)	每股收益	0.72	1.27	1.62	2.05	2.23
其他	10,032	7,120	1,693	1,758	2,258	每股经营现金流	2.59	3.31	4.70	5.03	5.04
投资活动现金流	(56,284)	(56,841)	(26,655)	(25,885)	(14,281)	每股净资产	3.65	4.82	6.29	8.19	10.17
债权融资	10,325	47,875	(2,000)	(2,000)	(2,000)	估值比率					
股权融资	7,960	6	0	0	0	市盈率	18.2	10.4	8.1	6.4	5.9
其他	17,292	(17,044)	(4,394)	(4,200)	(4,855)	市净率	3.6	2.7	2.1	1.6	1.3
筹资活动现金流	35,577	30,837	(6,394)	(6,200)	(6,855)	EV/EBITDA	12.7	6.8	5.2	4.3	4.2
汇率变动影响	218	185	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.2	8.1	6.0	5.1	5.0
现金净增加额	(2,982)	7,746	14,511	18,852	29,937						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn