

# 荣盛石化 (002493)

## 140万吨乙烯获得批复，新材料打开二次成长曲线

### 1、浙石化 140 万吨/年乙烯及下游化工装置获得批复

公司于 8 月 12 日收到浙江省发改委下发的《关于浙江石油化工有限公司新增 140 万吨/年乙烯及下游化工装置（二期工程产品结构优化）项目核准的批复》，项目主要建设内容包括：新建 140 万吨/年乙烯、80 万吨/年乙二醇、27/60 万吨/年 PO/SM、40/25 万吨/年苯酚丙酮、35 万吨/年高密度聚乙烯、38 万吨/年聚醚多元醇、40 万吨/年 ABS、30 万吨/年醋酸乙烯、60 万吨/年苯乙烯、20 万吨/年碳酸乙烯酯（含 24 万吨/年乙二醇装置 CO2 回收）等多套装置。

本项目投资主体为浙江石油化工有限公司，计划总投资约 345 亿元，通过该项目，一方面可以有效增产高附加值的乙烯、丙烯、丁二烯等原料，为下游新材料及精细化工产业提供原料保障；另一方面，可以降低成品油的产出比例，实现炼油的提质增效，降低单位产品排放，助力绿色低碳发展。

### 2、国际油价回落，盈利边际好转，炼化周期拐点或已临近

近两个月以来，随着市场对欧美经济前景担忧提高，叠加石油供应的增加，原油价格大幅下跌，布伦特原油从 6 月份峰值 125 美元/桶左右，下跌至 98 美元/桶。而从国内成品油需求端来看，从 7 月底开始，炼厂中下游“金九银十”的备货现象出现，汽柴油产销率稳步回升；汽柴油价格稳步上涨，成交量攀升。交通运输部科学研究院 7 月发布的中国运输生产指数（CTSI）显示，CTSI 货运指数为 195.0 点，同比增长 0.7%，8 月中下旬开始进入秋收，柴油需求有望进一步提升；同时 9、10 月份是汽油传统消费旺季，随着后续疫情的好转，汽油需求仍有望提升。涤纶方面：原料 PX 价格明显回落，且行业主动减产，盈利逐渐转正。

根据我们的盈利模型测算，近期大炼化盈利有所改善，且下半年随着国内需求恢复的预期，预计大炼化盈利有望持续回升。

### 3、重点发力新材料，打开二次成长空间

浙石化高端新材料项目：该项目拟投资 593 亿，计划 2022 年底开工，2024 年底建成投产，主要内容包括：1#400 万吨/年催化裂解装置，下有规划可降解塑料产业链、己二腈-PA66 产业链、EVA 产业链、α-烯烃/POE 产业链等 32 套生产装置及配套的公用工程装置，此外公司还有其他远期新材料项目布局规划。

**盈利预测与估值：**考虑到公司二期全面投产带来盈利增量及 EVA 行情景气度较高，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 163/193 亿/224 亿，对应 2022 年 8 月 14 日市值 PE 分别为 10/9/7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**项目投产不及预期的风险；市场需求下滑的风险；行业竞争加剧的风险

#### 投资评级

|        |            |
|--------|------------|
| 行业     | 石油石化/炼化及贸易 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）   |
| 当前价格   | 16.4 元     |
| 目标价格   | 元          |

#### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 10,125.53   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 9,498.28    |
| A 股总市值(百万元)   | 166,058.61  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 155,771.81  |
| 每股净资产(元)      | 5.12        |
| 资产负债率(%)      | 71.11       |
| 一年内最高/最低(元)   | 23.33/12.18 |

#### 作者

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 张樨樨                        | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110517120003 |     |
| zhangxixi@tfzq.com         |     |

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 《荣盛石化-公司深度研究:石化为盾筑护城河，新材料为矛驱动成长》2022-05-17
- 《荣盛石化-年报点评报告:2021 年报点评：浙石化二期投产，新材料项目推进》2022-04-27
- 《荣盛石化-季报点评:2021Q3 点评：浙石化一期盈利良好，二期有望贡献增量》2021-10-28

| 财务数据和估值       | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 107,264.99 | 177,024.28 | 265,536.42 | 305,366.88 | 335,903.57 |
| 增长率(%)        | 30.02      | 65.03      | 50.00      | 15.00      | 10.00      |
| EBITDA(百万元)   | 25,425.56  | 44,917.63  | 50,877.66  | 57,181.05  | 63,693.17  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 7,308.59   | 12,823.55  | 16,253.84  | 19,255.73  | 22,388.78  |
| 增长率(%)        | 231.17     | 75.46      | 26.75      | 18.47      | 16.27      |
| EPS(元/股)      | 0.72       | 1.27       | 1.61       | 1.90       | 2.21       |
| 市盈率(P/E)      | 22.60      | 12.88      | 10.16      | 8.58       | 7.38       |
| 市净率(P/B)      | 4.47       | 3.38       | 2.67       | 2.14       | 1.74       |
| 市销率(P/S)      | 1.54       | 0.93       | 0.62       | 0.54       | 0.49       |
| EV/EBITDA     | 12.96      | 8.29       | 6.19       | 5.32       | 4.11       |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2020              | 2021              | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 10,637.51         | 17,681.64         | 21,242.91         | 24,429.35         | 26,872.29         |
| 应收票据及应收账款        | 1,349.67          | 5,411.11          | 4,730.06          | 6,932.29          | 5,896.30          |
| 预付账款             | 3,554.85          | 3,670.68          | 7,612.00          | 5,363.08          | 8,816.22          |
| 存货               | 23,546.00         | 47,110.22         | 63,219.58         | 63,659.69         | 74,995.30         |
| 其他               | 12,962.02         | 15,667.76         | 17,127.55         | 16,914.11         | 18,083.08         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>52,050.06</b>  | <b>89,541.42</b>  | <b>113,932.10</b> | <b>117,298.52</b> | <b>134,663.19</b> |
| 长期股权投资           | 8,003.78          | 7,590.87          | 7,590.87          | 7,590.87          | 7,590.87          |
| 固定资产             | 86,002.95         | 123,345.27        | 115,399.80        | 107,454.33        | 99,508.86         |
| 在建工程             | 88,192.50         | 108,547.45        | 108,547.45        | 108,547.45        | 108,547.45        |
| 无形资产             | 5,807.33          | 5,704.21          | 5,576.48          | 5,448.74          | 5,321.00          |
| 其他               | 1,458.31          | 2,448.02          | 2,447.72          | 2,447.72          | 2,447.72          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>189,464.87</b> | <b>247,635.82</b> | <b>239,562.32</b> | <b>231,489.12</b> | <b>223,415.91</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>241,514.93</b> | <b>337,177.25</b> | <b>353,494.42</b> | <b>348,787.64</b> | <b>358,079.09</b> |
| 短期借款             | 45,690.95         | 37,870.91         | 46,939.66         | 56,117.47         | 25,646.86         |
| 应付票据及应付账款        | 40,372.34         | 60,475.26         | 96,998.41         | 84,096.31         | 113,805.89        |
| 其他               | 14,804.47         | 24,754.48         | 30,860.84         | 31,178.15         | 32,498.23         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>100,867.76</b> | <b>123,100.64</b> | <b>174,798.91</b> | <b>171,391.93</b> | <b>171,950.98</b> |
| 长期借款             | 62,426.32         | 109,118.41        | 54,001.26         | 24,309.92         | 0.00              |
| 应付债券             | 3,043.65          | 2,042.93          | 2,042.93          | 2,042.93          | 2,042.93          |
| 其他               | 2,770.20          | 3,430.98          | 3,430.98          | 3,430.98          | 3,430.98          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>68,240.16</b>  | <b>114,592.32</b> | <b>59,475.18</b>  | <b>29,783.84</b>  | <b>5,473.91</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>171,654.92</b> | <b>241,933.78</b> | <b>234,274.09</b> | <b>201,175.77</b> | <b>177,424.90</b> |
| 少数股东权益           | 32,893.66         | 46,404.67         | 57,381.05         | 70,384.63         | 85,503.99         |
| 股本               | 6,750.35          | 10,125.525        | 10,125.525        | 10,125.525        | 10,125.525        |
| 资本公积             | 14,188.88         | 10,820.10         | 10,820.10         | 10,820.10         | 10,820.10         |
| 留存收益             | 16,094.65         | 27,905.65         | 40,908.72         | 56,313.30         | 74,224.32         |
| 其他               | (67.54)           | (12.47)           | (15.05)           | (31.69)           | (19.74)           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>69,860.01</b>  | <b>95,243.47</b>  | <b>119,220.34</b> | <b>147,611.87</b> | <b>180,654.20</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>241,514.93</b> | <b>337,177.25</b> | <b>353,494.42</b> | <b>348,787.64</b> | <b>358,079.09</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2020               | 2021               | 2022E              | 2023E              | 2024E              |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 13,371.79          | 23,648.38          | 16,253.84          | 19,255.73          | 22,388.78          |
| 折旧摊销           | 5,336.88           | 6,873.04           | 8,073.21           | 8,073.21           | 8,073.21           |
| 财务费用           | 1,320.36           | 2,978.71           | 3,071.31           | 2,059.14           | 936.04             |
| 投资损失           | (1,847.39)         | (611.07)           | (611.07)           | (611.07)           | (611.07)           |
| 营运资金变动         | 5,555.60           | 7,278.55           | 17,559.58          | (12,764.77)        | 16,107.93          |
| 其它             | (6,230.47)         | (6,602.83)         | 13,867.41          | 16,401.41          | 19,046.14          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>17,506.77</b>   | <b>33,564.79</b>   | <b>58,214.28</b>   | <b>32,413.64</b>   | <b>65,941.02</b>   |
| 资本支出           | 65,807.78          | 63,392.09          | 10,000.00          | 10,000.00          | 10,000.00          |
| 长期投资           | 1,271.40           | (412.91)           | (412.91)           | (412.91)           | (412.91)           |
| 其他             | (123,363.10)       | (119,819.94)       | (9,122.96)         | (9,122.96)         | (9,122.96)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(56,283.91)</b> | <b>(56,840.76)</b> | <b>464.13</b>      | <b>464.13</b>      | <b>464.13</b>      |
| 债权融资           | 24,399.73          | 37,033.28          | (49,119.70)        | (22,572.66)        | (55,716.58)        |
| 股权融资           | 6,845.53           | (1,445.85)         | (5,997.45)         | (7,118.68)         | (8,245.64)         |
| 其他             | 4,332.06           | (4,749.98)         | 0.00               | (0.00)             | (0.00)             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>35,577.32</b>   | <b>30,837.45</b>   | <b>(55,117.14)</b> | <b>(29,691.34)</b> | <b>(63,962.22)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(3,199.82)</b>  | <b>7,561.48</b>    | <b>3,561.27</b>    | <b>3,186.44</b>    | <b>2,442.94</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2020              | 2021              | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>107,264.99</b> | <b>177,024.28</b> | <b>265,536.42</b> | <b>305,366.88</b> | <b>335,903.57</b> |
| 营业成本             | 86,122.42         | 130,089.76        | 203,135.36        | 233,605.66        | 255,286.71        |
| 营业税金及附加          | 2,465.59          | 8,832.68          | 13,249.02         | 15,236.38         | 16,760.01         |
| 销售费用             | 115.81            | 154.97            | 232.46            | 267.33            | 294.06            |
| 管理费用             | 472.91            | 682.72            | 1,024.09          | 1,177.70          | 1,295.47          |
| 研发费用             | 1,963.68          | 3,915.26          | 5,872.90          | 6,753.83          | 7,429.21          |
| 财务费用             | 1,549.39          | 2,898.35          | 3,071.31          | 2,059.14          | 936.04            |
| 资产/信用减值损失        | (32.88)           | (98.83)           | (98.83)           | (98.83)           | (98.83)           |
| 公允价值变动收益         | 112.96            | 146.94            | 146.94            | 146.94            | 146.94            |
| 投资净收益            | 1,847.39          | 611.07            | 611.07            | 611.07            | 611.07            |
| 其他               | (4,033.69)        | (1,454.99)        | 0.00              | 0.00              | (0.00)            |
| <b>营业利润</b>      | <b>16,681.41</b>  | <b>31,246.34</b>  | <b>39,610.46</b>  | <b>46,926.02</b>  | <b>54,561.23</b>  |
| 营业外收入            | 5.89              | 9.05              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 营业外支出            | 4.26              | 4.53              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>利润总额</b>      | <b>16,683.04</b>  | <b>31,250.86</b>  | <b>39,610.46</b>  | <b>46,926.02</b>  | <b>54,561.23</b>  |
| 所得税              | 3,311.25          | 7,602.48          | 9,636.14          | 11,415.82         | 13,273.26         |
| <b>净利润</b>       | <b>13,371.79</b>  | <b>23,648.38</b>  | <b>29,974.32</b>  | <b>35,510.20</b>  | <b>41,287.98</b>  |
| 少数股东损益           | 6,063.20          | 10,824.83         | 13,720.48         | 16,254.48         | 18,899.20         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>7,308.59</b>   | <b>12,823.55</b>  | <b>16,253.84</b>  | <b>19,255.73</b>  | <b>22,388.78</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.72              | 1.27              | 1.61              | 1.90              | 2.21              |

| 主要财务比率         | 2020    | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 营业收入           | 30.02%  | 65.03%  | 50.00% | 15.00% | 10.00% |
| 营业利润           | 431.49% | 87.31%  | 26.77% | 18.47% | 16.27% |
| 归属于母公司净利润      | 231.17% | 75.46%  | 26.75% | 18.47% | 16.27% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 毛利率            | 19.71%  | 26.51%  | 23.50% | 23.50% | 24.00% |
| 净利率            | 6.81%   | 7.24%   | 6.12%  | 6.31%  | 6.67%  |
| ROE            | 19.77%  | 26.26%  | 26.28% | 24.93% | 23.53% |
| ROIC           | 11.85%  | 14.35%  | 13.62% | 17.52% | 19.42% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 71.07%  | 71.75%  | 66.27% | 57.68% | 49.55% |
| 净负债率           | 160.09% | 151.95% | 79.78% | 48.38% | 7.86%  |
| 流动比率           | 0.50    | 0.70    | 0.65   | 0.68   | 0.78   |
| 速动比率           | 0.28    | 0.33    | 0.29   | 0.31   | 0.35   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 63.12   | 52.37   | 52.37  | 52.37  | 52.37  |
| 存货周转率          | 4.28    | 5.01    | 4.81   | 4.81   | 4.85   |
| 总资产周转率         | 0.51    | 0.61    | 0.77   | 0.87   | 0.95   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.72    | 1.27    | 1.61   | 1.90   | 2.21   |
| 每股经营现金流        | 1.73    | 3.31    | 5.75   | 3.20   | 6.51   |
| 每股净资产          | 3.65    | 4.82    | 6.11   | 7.63   | 9.40   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |        |
| 市盈率            | 22.60   | 12.88   | 10.16  | 8.58   | 7.38   |
| 市净率            | 4.47    | 3.38    | 2.67   | 2.14   | 1.74   |
| EV/EBITDA      | 12.96   | 8.29    | 6.19   | 5.32   | 4.11   |
| EV/EBIT        | 16.40   | 9.78    | 7.36   | 6.19   | 4.71   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |