

荣盛石化 (002493)

证券研究报告

2024 年 01 月 03 日

拟收购沙特 SASREF 炼厂股权，金塘新材料布局加速

公司拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司（以下简称“SASREF”）50%股权，开启海外第二基地布局

2024 年 1 月 2 日，公司与沙特阿美签署了《谅解备忘录》，备忘录显示，双方正在讨论荣盛石化（或其关联方）拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司（简称“SASREF”）的 50% 股权，并拟通过扩建增加产能、提高产品灵活性、复杂度和质量。同时，双方也正在讨论沙特阿美（或其关联方）对宁波中金石化有限公司（以下简称“中金石化”）不超过百分之五十（50%）股权的潜在收购，并联合开发中金石化现有装置升级扩建、开发新建下游荣盛新材料（舟山）项目（简称“中金石化交易”）。

朱拜勒工业园区是沙特核心石化区，SASREF 炼厂坐拥上游炼化资源

SASREF 炼厂位于朱拜勒工业园区，于 1985 年投入商业化运营，炼油能力 30.5 万桶/天，是一个出口导向的燃油型炼厂，核心包括两套 15 万桶/天的常减压蒸馏装置，5.2 万桶/天加氢裂化，2.14 万桶/天连续重整，炼厂尼尔森系数 7.7；主要产品有石脑油、汽柴油、成品油、LPG 等，化工产品占比少，为提高产品灵活性及复杂度留有较大的空间。

该炼厂原为沙特阿美和壳牌各参股 50% 的合资企业，2019 年沙特阿美以 6.31 亿美元的价格收购了壳牌在合资企业中 50% 的股份，SASREF 目前由沙特阿美公司 100% 控股。

朱拜勒工业园区是沙特的核心石化区：该园区位于阿拉伯湾沿岸地区，地处沙特产油区的核心地带，拥有世界先进的港口、深水泊位和码头等，储运设施和公用设施齐全，可将石油石化产品顺利运往全球市场。截至 2021 年，朱拜勒工业园区乙烯/丙烯/PX/MDI/TDI 产能分别为 1305/489/70/40/20 万吨，占沙特总产能的 73%/69%/28%/100%/100%，是一个世界级石化园区，我们认为 SASREF 炼厂区位优势显著，园区内有望充分发挥产业协同。

金塘新材料加速布局，全力打造新材料竞争优势

为延伸浙石化及中金石化产业链，进一步提升公司的综合竞争实力，公司拟新建以下装置：300 万吨/年催化裂解装置、30 万吨/年 PEO、100 万吨/年 EVA、20 万吨/年 POE、30 万吨/年 α -烯烃等 20 余套装置，项目建设周期 3 年，计划总投资为 675 亿元，项目建成后可实现年均营业收入 869 亿元，每年可实现净利润 155 亿元。

盈利预测预估值：考虑公司在炼厂及新材料成长性叠加周期复苏，维持 2023/2024/2025 年归母净利润预测 16/72/103 亿，2024 年 1 月 3 日股价对应 PE 分别为 67/14/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：交易终止风险；行业竞争加剧风险；项目投产不及预期风险；收购项目盈利不及预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	177,024.28	289,094.84	320,895.27	352,984.80	405,932.52
增长率(%)	65.03	63.31	11.00	10.00	15.00
EBITDA(百万元)	44,917.63	25,510.42	23,319.03	34,013.16	39,795.15
归属母公司净利润(百万元)	12,823.55	3,340.16	1,568.92	7,220.60	10,308.51
增长率(%)	75.46	(73.95)	(53.03)	360.23	42.77
EPS(元/股)	1.27	0.33	0.15	0.71	1.02
市盈率(P/E)	8.14	31.25	66.54	14.46	10.13
市净率(P/B)	2.14	2.21	1.99	1.80	1.57
市销率(P/S)	0.59	0.36	0.33	0.30	0.26
EV/EBITDA	8.29	13.01	14.05	10.11	8.64

资料来源：wind，天风证券研究所

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	10.31 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)	104,394.16
流通 A 股市值(百万元)	97,927.28
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	74.26
一年内最高/最低(元)	16.00/9.94

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-季报点评:Q3 业绩大幅改善，炼化复苏动能延续》2023-10-27
- 《荣盛石化-年报点评报告:2022 年业绩短期承压，不改长期向好趋势》2023-04-20
- 《荣盛石化-公司点评:引入沙特阿美战投，前景可期、价值重估》2023-03-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,681.64	18,238.77	25,671.62	28,238.78	32,474.60	营业收入	177,024.28	289,094.84	320,895.27	352,984.80	405,932.52
应收票据及应收账款	5,411.11	7,128.01	6,790.42	8,519.85	9,086.96	营业成本	130,089.76	257,841.15	288,805.75	308,861.70	352,430.62
预付账款	3,670.68	2,558.12	4,418.71	3,042.62	5,471.23	营业税金及附加	8,832.68	17,010.84	18,882.03	20,770.23	23,885.77
存货	47,110.22	60,689.91	60,056.12	69,075.05	78,271.74	销售费用	154.97	175.45	194.75	214.23	246.36
其他	15,667.76	7,105.48	7,113.40	7,958.72	8,521.24	管理费用	682.72	815.23	904.91	995.40	1,144.71
流动资产合计	89,541.42	95,720.30	104,050.27	116,835.03	133,825.76	研发费用	3,915.26	4,367.11	4,847.49	5,332.24	6,132.08
长期股权投资	7,590.87	8,733.33	8,733.33	8,733.33	8,733.33	财务费用	2,898.35	6,030.51	4,634.26	5,070.71	5,158.00
固定资产	123,345.27	222,161.11	226,812.72	225,714.34	219,115.95	资产/信用减值损失	(98.83)	(297.46)	(297.46)	(297.46)	(297.46)
在建工程	108,547.45	26,135.16	46,135.16	66,135.16	86,135.16	公允价值变动收益	146.94	10.73	10.73	10.73	10.73
无形资产	5,704.21	5,997.77	5,880.46	5,763.14	5,645.83	投资净收益	611.07	693.48	300.00	693.48	693.48
其他	2,448.02	3,839.75	3,839.69	3,839.64	3,839.63	其他	(1,454.99)	(3,180.63)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	247,635.82	266,867.12	291,401.36	310,185.61	323,469.90	营业利润	31,246.34	5,628.43	2,639.35	12,147.03	17,341.74
资产总计	337,177.25	362,587.42	395,451.64	427,020.64	457,295.66	营业外收入	9.05	4.74	0.00	0.00	0.00
短期借款	37,870.91	26,369.55	44,243.26	56,632.22	65,721.93	营业外支出	4.53	14.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	60,475.26	72,488.17	76,443.07	82,830.61	98,910.67	利润总额	31,250.86	5,619.07	2,639.35	12,147.03	17,341.74
其他	24,754.48	27,467.40	31,885.02	32,520.56	34,287.74	所得税	7,602.48	(750.70)	(352.61)	(1,622.83)	(2,316.84)
流动负债合计	123,100.64	126,325.12	152,571.35	171,983.40	198,920.33	净利润	23,648.38	6,369.77	2,991.96	13,769.86	19,658.58
长期借款	109,118.41	130,962.39	135,082.33	136,223.40	123,834.62	少数股东损益	10,824.83	3,029.61	1,423.04	6,549.26	9,350.07
应付债券	2,042.93	2,034.83	2,034.83	2,034.83	2,034.83	归属于母公司净利润	12,823.55	3,340.16	1,568.92	7,220.60	10,308.51
其他	3,430.98	2,365.03	2,365.03	2,365.03	2,365.03	每股收益(元)	1.27	0.33	0.15	0.71	1.02
非流动负债合计	114,592.32	135,362.25	139,482.20	140,623.26	128,234.48	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	241,933.78	265,421.63	292,053.55	312,606.66	327,154.82	成长能力					
少数股东权益	46,404.67	49,905.40	51,043.84	56,283.25	63,763.30	营业收入	65.03%	63.31%	11.00%	10.00%	15.00%
股本	10,125.53	10,125.53	10,125.53	10,125.53	10,125.53	营业利润	87.31%	-81.99%	-53.11%	360.23%	42.77%
资本公积	10,820.10	10,822.59	10,822.59	10,822.59	10,822.59	归属于母公司净利润	75.46%	-73.95%	-53.03%	360.23%	42.77%
留存收益	27,905.65	30,151.00	31,406.14	37,182.62	45,429.42	获利能力					
其他	(12.47)	(3,838.74)	0.00	0.00	(0.00)	毛利率	26.51%	10.81%	10.00%	12.50%	13.18%
股东权益合计	95,243.47	97,165.78	103,398.09	114,413.98	130,140.84	净利率	7.24%	1.16%	0.49%	2.05%	2.54%
负债和股东权益总计	337,177.25	362,587.42	395,451.64	427,020.64	457,295.66	ROE	26.26%	7.07%	3.00%	12.42%	15.53%
						ROIC	14.35%	5.57%	3.24%	7.08%	8.57%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	71.75%	73.20%	73.85%	73.21%	71.54%
净利润	23,648.38	6,369.77	1,568.92	7,220.60	10,308.51	净负债率	151.95%	166.30%	170.36%	163.54%	137.99%
折旧摊销	6,873.04	11,271.86	15,465.70	16,215.70	16,715.70	流动比率	0.70	0.74	0.68	0.68	0.67
财务费用	2,978.71	6,111.92	4,634.26	5,070.71	5,158.00	速动比率	0.33	0.27	0.29	0.28	0.28
投资损失	(611.07)	(936.62)	(300.00)	(693.48)	(693.48)	营运能力					
营运资金变动	7,278.55	(1,952.20)	3,741.18	(3,194.46)	5,092.32	应收账款周转率	52.37	46.11	46.11	46.11	46.11
其它	(6,602.83)	(1,806.60)	1,433.77	6,559.99	9,360.80	存货周转率	5.01	5.36	5.32	5.47	5.51
经营活动现金流	33,564.79	19,058.14	26,543.84	31,179.07	45,941.85	总资产周转率	0.61	0.83	0.85	0.86	0.92
资本支出	63,392.09	30,177.31	10,000.00	10,000.00	10,000.00	每股指标(元)					
长期投资	(412.91)	1,142.46	1,142.46	1,142.46	1,142.46	每股收益	1.27	0.33	0.15	0.71	1.02
其他	(119,819.94)	(60,286.07)	(50,853.19)	(45,459.71)	(40,459.71)	每股经营现金流	3.31	1.88	2.62	3.08	4.54
投资活动现金流	(56,840.76)	(28,966.31)	(39,710.73)	(34,317.25)	(29,317.25)	每股净资产	4.82	4.67	5.17	5.74	6.56
债权融资	37,033.28	11,389.10	17,359.39	8,459.31	(8,457.07)	估值比率					
股权融资	(1,445.85)	(5,300.13)	3,240.35	(2,753.97)	(3,931.72)	市盈率	8.14	31.25	66.54	14.46	10.13
其他	(4,749.98)	5,467.70	0.00	0.00	(0.00)	市净率	2.14	2.21	1.99	1.80	1.57
筹资活动现金流	30,837.45	11,556.67	20,599.74	5,705.34	(12,388.78)	EV/EBITDA	8.29	13.01	14.05	10.11	8.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.78	23.32	41.71	19.32	14.89
现金净增加额	7,561.48	1,648.50	7,432.85	2,567.16	4,235.82						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com