



荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

磨砺赋龙头，期待花开时！

业绩简评

荣盛石化于2024年1月30日发布2023年度业绩预告，2023年全年预计实现归母净利润10~12亿元，同比下降64.07%~70.06%，其中2023Q4预计实现归母净利润8.93~10.93亿元，同比增加142.32%~151.80%，业绩基本符合预期。

经营分析

化工品价差走阔，化工板块业绩有望修复：2023Q4聚烯烃-原油价差均值2883元/吨，环比走阔4.15%。与此同时，2023Q4PTA-PX价差均值为328.16元/吨，环比走阔74.42%。伴随化工品终端需求回暖，公司化工品价差有望得到修复，大体量化工产品或将在未来支撑公司业绩恢复。

成品油裂解价差维持较高水平，炼油板块高景气或持续支撑业绩修复：2023Q4柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为834元/875元/3196元/吨，分别环比增加5.00%/减少22.40%/增加68.19%，整体成品油裂解价差仍维持在中高水平，公司炼油板块持续维持强劲势头。与此同时，2023Q4PX-原油价差达3064元/吨，环比收窄7.77%，整体仍维持在中高价差水平，炼油板块高景气或持续支撑公司业绩修复。

高附加值新产能陆续投放&沙特阿美深化合作，未来业绩成长性较强：近期公司控股子公司永盛科技年产25万吨功能性聚脂薄膜扩产项目第三条拉膜线及配套聚合装置、第四条德国多尼尔10.6米高速宽幅拉磨生产线顺利投产；公司控股子公司浙石化ABS装置投料成功，顺利产出合格产品，浙石化38万吨/年聚醚装置中24万吨/年PPG生产线已产出合格产品。与此同时，公司与沙特阿美签署了《谅解备忘录》，公司或其关联方拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司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，沙特阿美或其关联方拟对公司子公司宁波中金石化不超过50%股权的潜在收购，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项目。荣盛新材料项目预计总投资675亿元，拟建300万吨/年催化裂解装置、100万吨/年气分装置、60万吨/芳烃抽提联合装置等。此外，公司浙石化三期年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目、盛元化纤二期等项目均在有序推进，伴随公司未来产能投放，光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等产品产能将大幅提升，高附加值新产能的逐步投产或持续推动公司未来业绩成长。

盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖带来的业绩修复以及公司新材料产能投产带来的潜在业绩成长性，但目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期，因此我们下调了2024-2025年盈利预测，下调比例为9.90%/34.86%，预计公司2023-2025年归母净利润为11亿元/45亿元/65亿元，对应EPS为0.11元/0.45元/0.64元，对应PE为94.55X/23.12X/16.08X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油价单向大幅波动风险；(2) 终端需求恢复不及预期风险；(3) 地缘政治风险；(4) 项目建设进度不及预期；(5) 美元汇率大幅波动风险；(6) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.65 元

相关报告：

- 《荣盛石化公司点评：环比修复显著，持续复苏有望!》，2023.10.25
- 《荣盛石化公司点评：Q2扭亏，期待复苏!》，2023.8.26
- 《荣盛石化公司点评：需求持续恢复，Q2扭亏为盈》，2023.7.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	177,024	289,095	305,788	315,018	342,344
营业收入增长率	65.03%	63.31%	5.77%	3.02%	8.67%
归母净利润(百万元)	12,824	3,340	1,108	4,533	6,518
归母净利润增长率	75.46%	-73.95%	-66.82%	309.02%	43.77%
摊薄每股收益(元)	1.266	0.330	0.109	0.448	0.644
每股经营性现金流净额	3.31	1.88	3.26	4.23	5.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.26%	7.07%	2.37%	9.09%	11.08%
P/E	14.34	37.29	94.55	23.12	16.08
P/B	3.77	2.64	2.24	2.10	1.78

来源：公司年报、国金证券研究所

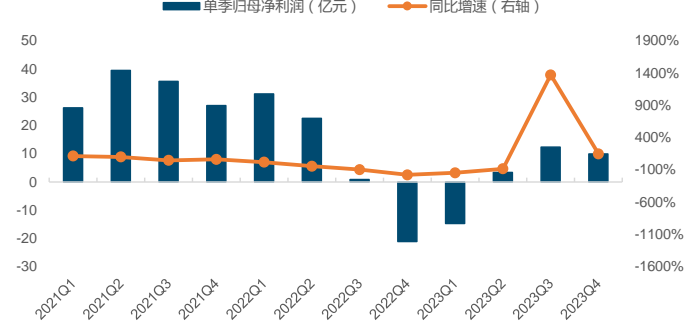
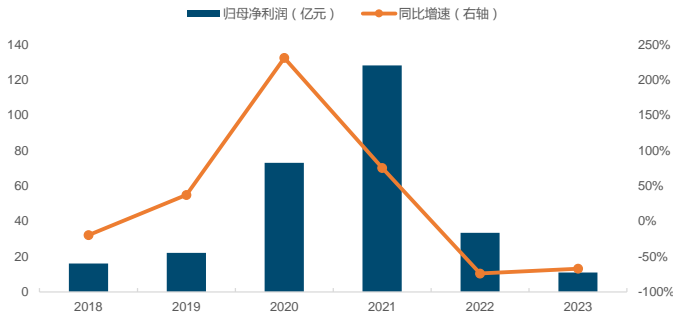


1、炼化业绩持续修复，高附加值新材料产品陆续投放成长确定性强

荣盛石化于 2024 年 1 月 30 日发布 2023 年度业绩预告，2023 年全年预计实现归母净利润 10~12 亿元，同比下降 64.07%~70.06%，其中 2023Q4 预计实现归母净利润 8.93~10.93 亿元，同比增加 142.32%~151.80%，业绩基本符合预期。

图表 1：2023 年公司预计归母净利润同比减少 64.07%~70.06%

图表 2：2023Q4 公司预计归母净利润同比增加 142.32%~151.80%

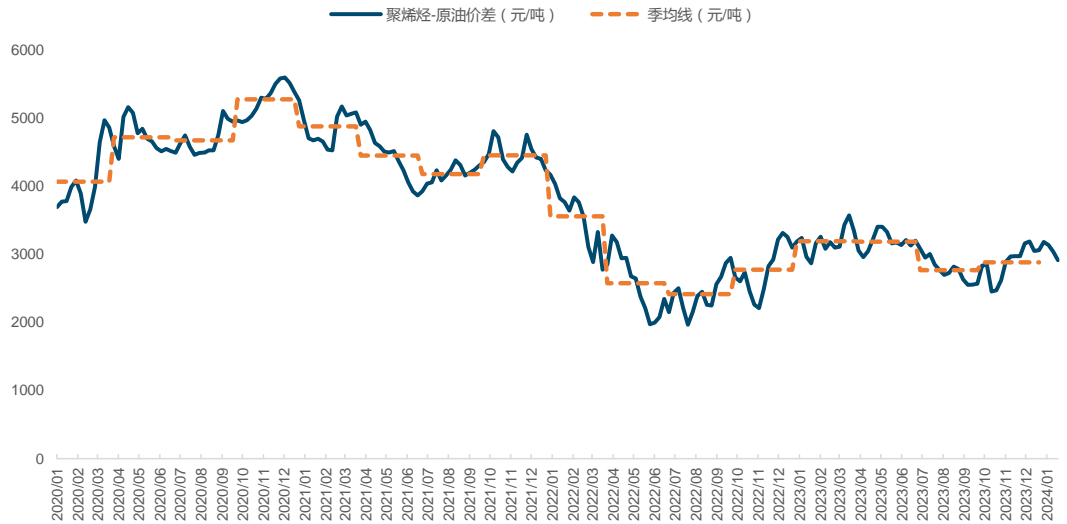


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司近年来不断完善布局各类化工品以提升产品附加值，因此具有大体量烯烃类化工产品，目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期，2023Q4 聚烯烃-原油价差均值 2883 元/吨，环比走阔 4.15%。与此同时，PTA 产品价差有所修复，2023Q4 PTA-PX 价差均值为 328.16 元/吨，环比走阔 74.42%。伴随化工品终端需求回暖，公司产品价差有望得到修复，大体量化工产品或将在未来支撑公司业绩恢复。

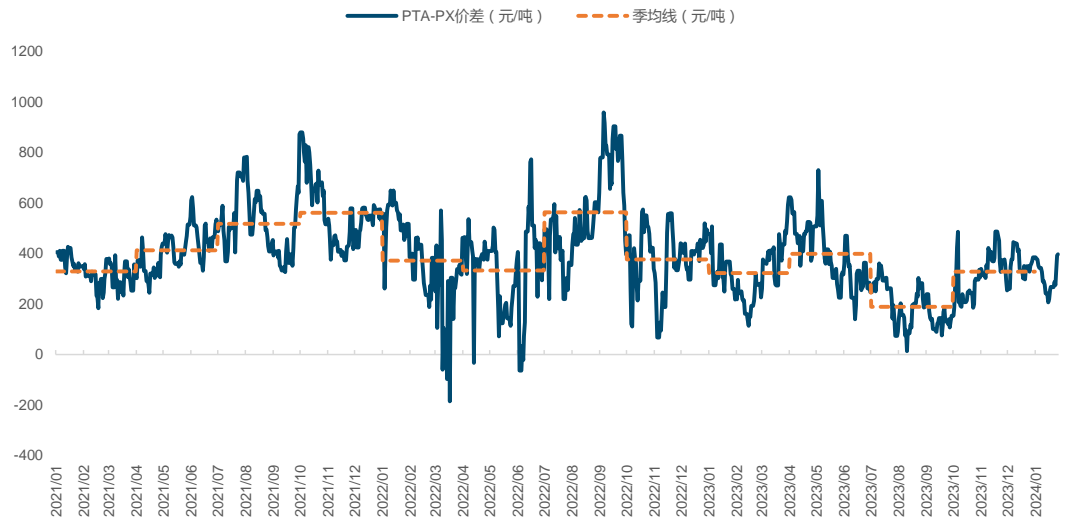
图表 3：聚烯烃-原油价差环比走阔 4.15%



来源：Wind，国金证券研究所



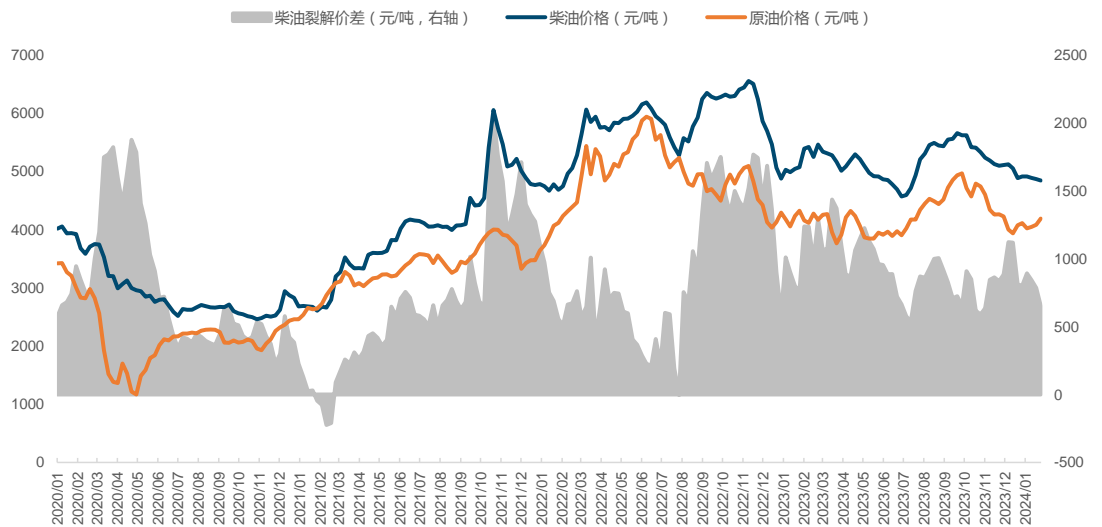
图表4: PTA-PX 价差环比走阔 74.42%



来源: Wind, 国金证券研究所

2023Q4 成品油裂解价差持续维持较高水平, Q4 柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为 834 元/875 元/3196 元/吨, 分别环比增加 5.00%/减少 22.40%/增加 68.19%, 整体成品油裂解价差仍维持在中高水平, 伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清, 成品油裂解价差有望得到修复, 公司炼油板块持续维持强劲势头。

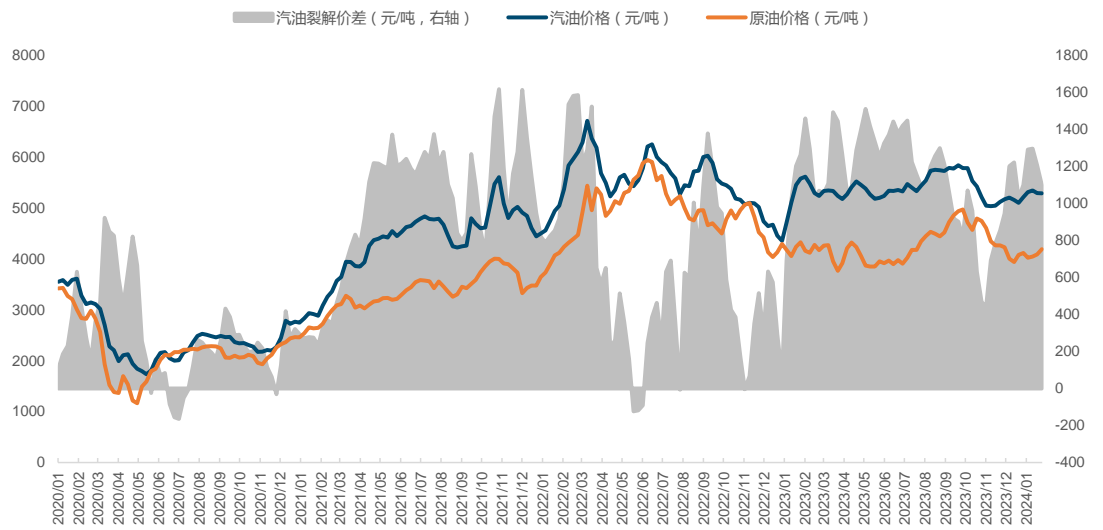
图表5: 柴油裂解价差持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

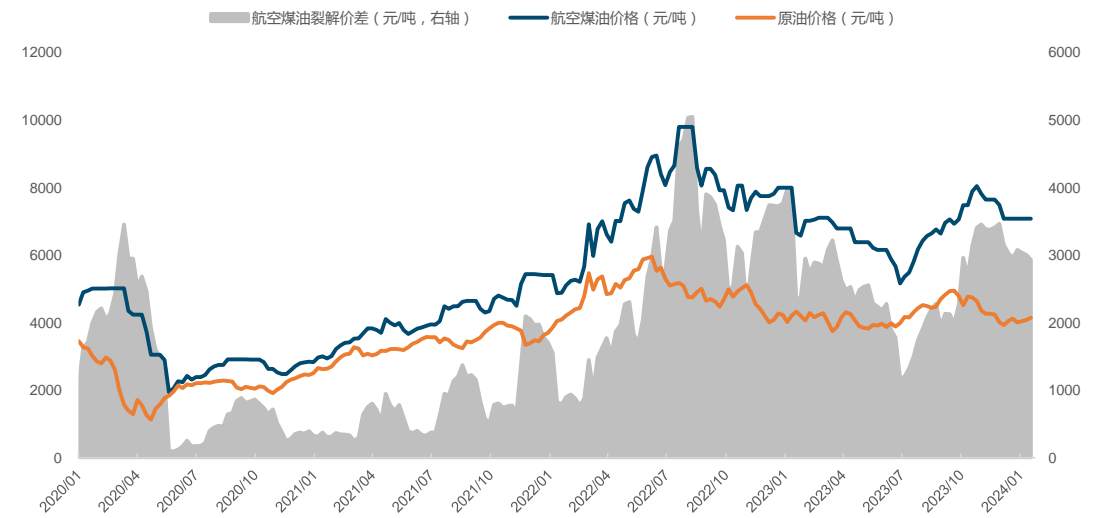


图表6: 汽油裂解价差持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 航空煤油裂解价差持续维持在中高水平

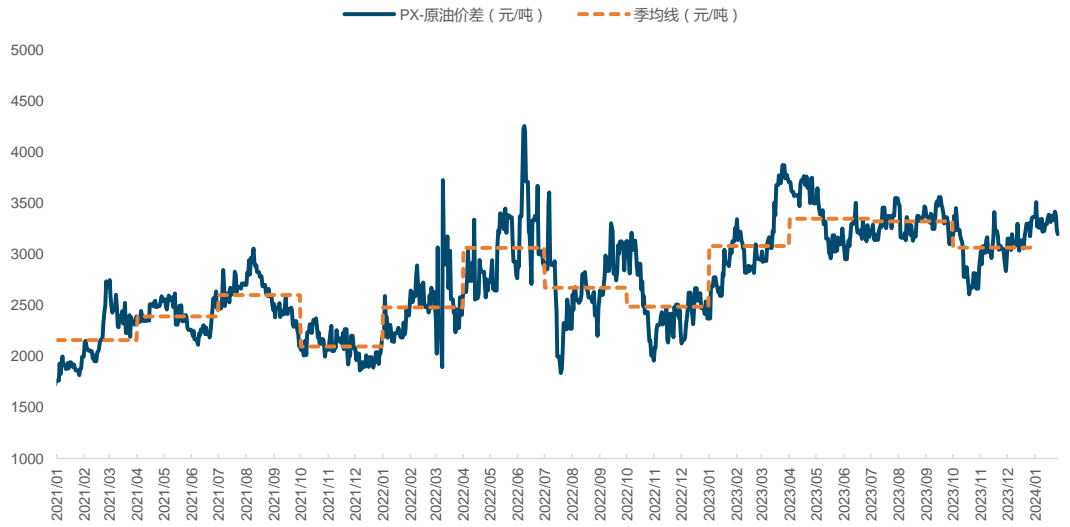


来源: Wind, 国金证券研究所

与此同时, PX-原油价差持续维持较高水平, 2023Q4 PX-原油价差达 3064 元/吨, 环比收窄 7.77%, 整体仍维持在中高价差水平。



图8: PX-原油价差环比收窄7.77%



来源: Wind, 国金证券研究所

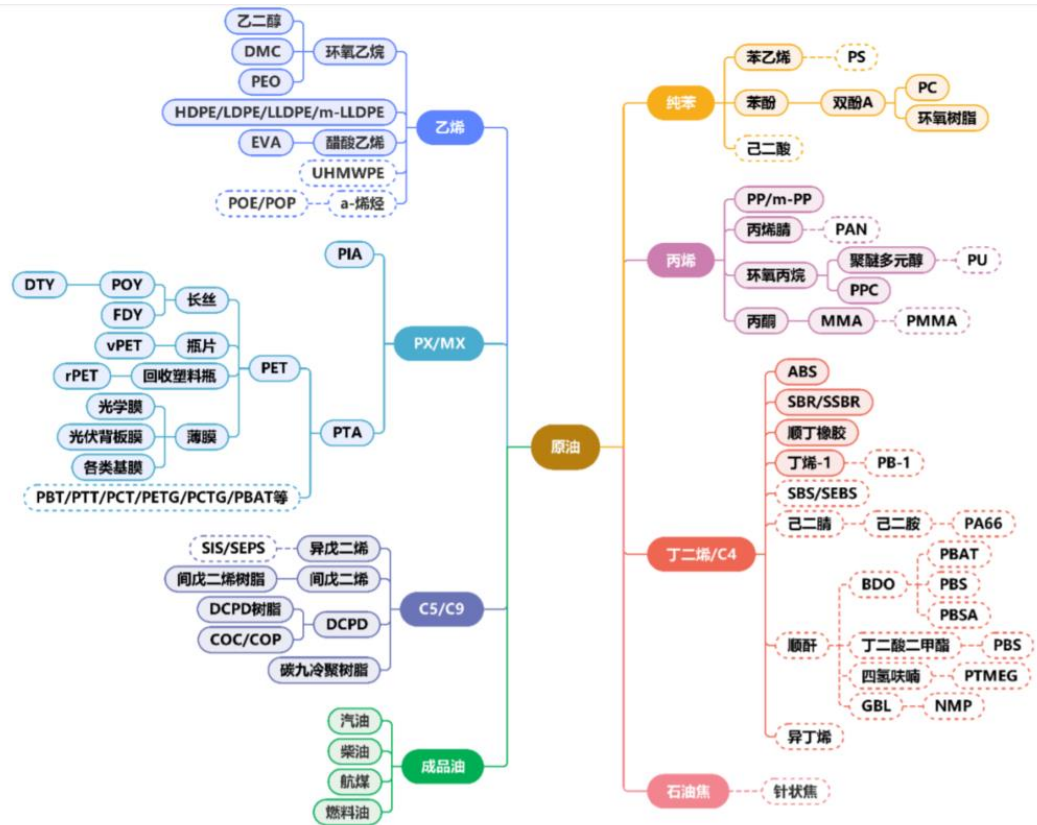
近期公司控股子公司永盛科技年产25万吨功能性聚脂薄膜扩产项目第三条拉膜线及配套聚合装置、第四条德国多尼尔10.6米高速宽幅拉磨生产线顺利投产,截至目前永盛科技年产25万吨功能性聚脂薄膜扩产项目全部顺利投产;公司控股子公司浙石化ABS装置投料成功,顺利产出合格产品,浙石化38万吨/年聚醚装置中24万吨/年PPG生产线已产出合格产品。

2024年1月2日,公司与沙特阿美签署了《谅解备忘录》,公司或其关联方拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司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,沙特阿美或其关联方拟对公司子公司宁波中金石化不超过50%股权的潜在收购,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项目。荣盛新材料项目预计总投资675亿元,拟建300万吨/年催化裂解装置、100万吨/年气分装置、60万吨/芳烃抽提联合装置等。

与此同时,公司浙石化三期年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目、盛元化纤二期等项目均在有序推进,伴随公司未来产能投放,光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等产品产能将大幅提升,有助于提高产业链延伸将推动公司产品降本增效,带动产品价差进一步走阔,公司未来业绩有望持续修复。



图表9：荣盛石化产业链布局及潜在延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险：炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 终端需求恢复不及预期风险：涤纶长丝行业产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；
- 3) 地缘政治风险：原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口化工产品加税，东南亚国家对中国化工产品进行反倾销调查等；
- 4) 项目建设进度不及预期：公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对盈利预测产生影响；
- 5) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；
- 6) 其他不可抗力影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	107,265	177,024	289,095	305,788	315,018	342,344
增长率	65.0%	63.3%	5.8%	3.0%	8.7%	
主营业务成本	-86,122	-130,090	-257,841	-267,776	-262,630	-279,326
%销售收入	80.3%	73.5%	89.2%	87.6%	83.4%	81.6%
毛利	21,143	46,935	31,254	38,012	52,387	63,018
%销售收入	19.7%	26.5%	10.8%	12.4%	16.6%	18.4%
营业税金及附加	-2,466	-8,833	-17,011	-18,042	-18,586	-20,198
%销售收入	2.3%	5.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
销售费用	-116	-155	-175	-214	-221	-240
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-473	-683	-815	-856	-882	-959
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-1,964	-3,915	-4,367	-4,587	-4,725	-5,135
%销售收入	1.8%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	16,125	33,349	8,885	14,313	27,973	36,486
%销售收入	15.0%	18.8%	3.1%	4.7%	8.9%	10.7%
财务费用	-1,549	-2,898	-6,031	-11,255	-12,683	-14,109
%销售收入	1.4%	1.6%	2.1%	3.7%	4.0%	4.1%
资产减值损失	-33	-99	-297	0	0	0
公允价值变动收益	113	147	11	0	0	0
投资收益	1,847	611	693	700	700	700
%税前利润	11.1%	2.0%	12.3%	17.7%	4.3%	3.0%
营业利润	16,681	31,246	5,628	3,958	16,191	23,277
营业利润率	15.6%	17.7%	1.9%	1.3%	5.1%	6.8%
营业外收支	2	5	-9	0	0	0
税前利润	16,683	31,251	5,619	3,958	16,191	23,277
利润率	15.6%	17.7%	1.9%	1.3%	5.1%	6.8%
所得税	-3,311	-7,602	751	-990	-4,048	-5,819
所得税率	19.8%	24.3%	-13.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	13,372	23,648	6,370	2,969	12,143	17,458
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	1,860	7,610	10,940
归属于母公司的净利润	7,309	12,824	3,340	1,108	4,533	6,518
净利率	6.8%	7.2%	1.2%	0.4%	1.4%	1.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13,372	23,648	6,370	2,969	12,143	17,458
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	1,860	7,610	10,940
非现金支出	5,370	7,009	11,597	15,693	18,116	20,689
非经营收益	1,905	2,493	3,713	10,846	12,201	13,886
营运资金变动	-3,140	414	-2,621	3,463	414	1,023
经营活动现金净流	17,507	33,565	19,058	32,970	42,873	53,056
资本开支	-55,842	-58,219	-29,329	-40,894	-43,225	-45,968
投资	-806	144	-44	0	0	0
其他	363	1,234	407	700	700	700
投资活动现金净流	-56,284	-56,841	-28,966	-40,194	-42,525	-45,268
股权募资	15,929	1,780	2,499	0	0	3,978
债权募资	27,228	36,926	16,590	18,716	22,080	29,277
其他	-7,580	-7,868	-7,532	-13,065	-14,420	-16,105
筹资活动现金净流	35,577	30,837	11,557	5,652	7,661	17,150
现金净流量	-2,982	7,746	1,120	-1,572	8,009	24,938

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,638	17,682	18,239	16,607	24,569	49,470
应收款项	3,603	9,193	11,578	10,778	11,103	12,066
存货	23,546	47,110	60,690	55,023	53,965	57,396
其他流动资产	14,263	15,556	5,214	5,869	5,808	6,008
流动资产	52,050	89,541	95,720	88,277	95,445	124,940
%总资产	21.6%	26.6%	26.4%	23.2%	23.1%	26.7%
长期投资	8,012	7,602	8,744	8,744	8,744	8,744
固定资产	174,195	231,893	248,296	273,375	298,463	323,721
%总资产	72.1%	68.8%	68.5%	71.9%	72.3%	69.3%
无形资产	5,809	5,704	5,998	6,132	6,164	6,197
非流动资产	189,465	247,636	266,867	292,080	317,201	342,492
%总资产	78.4%	73.4%	73.6%	76.8%	76.9%	73.3%
资产总计	241,515	337,177	362,587	380,357	412,646	467,432
短期借款	57,007	51,247	46,831	55,547	77,628	106,905
应付款项	41,069	62,578	75,961	73,581	72,170	76,759
其他流动负债	5,339	13,516	7,268	7,298	8,329	9,357
流动负债	103,415	127,341	130,059	136,427	158,127	193,021
长期贷款	62,426	109,118	130,962	140,962	140,962	140,962
其他长期负债	5,814	5,474	4,400	4,352	4,317	4,292
负债	171,655	241,934	265,422	281,741	303,407	338,275
普通股股东权益	36,966	48,839	47,260	46,850	49,864	58,841
其中：股本	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
未分配利润	15,562	27,193	29,265	28,854	31,869	36,867
少数股东权益	32,894	46,405	49,905	51,766	59,375	70,316
负债股东权益合计	241,515	337,177	362,587	380,357	412,646	467,432

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.083	1.266	0.330	0.109	0.448	0.644
每股净资产	5.476	4.823	4.667	4.627	4.925	5.811
每股经营现金净流	2.593	3.315	1.882	3.256	4.234	5.240
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	19.77%	26.26%	7.07%	2.37%	9.09%	11.08%
总资产收益率	3.03%	3.80%	0.92%	0.29%	1.10%	1.39%
投入资本收益率	6.63%	9.68%	3.61%	3.59%	6.32%	7.18%
增长率						
主营业务收入增长率	30.02%	65.03%	63.31%	5.77%	3.02%	8.67%
EBIT增长率	442.88%	106.82%	-73.36%	61.10%	95.43%	30.43%
净利润增长率	231.17%	75.46%	-73.95%	-66.82%	309.02%	43.77%
总资产增长率	32.27%	39.61%	7.54%	4.90%	8.49%	13.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.8	7.0	7.9	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	106.2	99.1	76.3	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	153.1	132.8	89.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	292.6	254.3	280.5	289.6	304.8	301.9
偿债能力						
净负债/股东权益	159.91%	151.59%	166.11%	184.30%	179.30%	155.04%
EBIT利息保障倍数	10.4	11.5	1.5	1.3	2.2	2.6
资产负债率	71.07%	71.75%	73.20%	74.07%	73.53%	72.37%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-26	买入	10.71	N/A
2	2023-01-31	买入	12.52	N/A
3	2023-03-28	买入	12.91	N/A
4	2023-04-20	买入	14.25	N/A
5	2023-04-26	买入	13.12	N/A
6	2023-07-15	买入	12.06	N/A
7	2023-08-26	买入	11.76	N/A
8	2023-10-25	买入	10.52	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性
3.01~4.0= 减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究