

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

景气底部练内功，龙头奋进谋复苏！

业绩简评

荣盛石化于2024年4月25日发布公司2023年年度业绩报告，2023年全年公司实现营业收入3251亿元，同比增加12.46%，实现归母净利润11.58亿元，同比下降65.33%。其中2023Q4实现营业收入860.64亿元，环比上涨12.25%，实现归母净利润10.51亿元，环比下降14.88%。业绩基本符合预期。

经营分析

浙石化、中金石化业绩承压，产品价差修复或将改善业绩：2023年重要子公司浙石化、中金石化业绩有所修复。2023年全年浙石化实现净利润13.67亿元，同比下降77.41%；中金石化实现净利润0.39亿元，同比增加108.10%。伴随终端需求好转，产品价差逐渐修复，浙石化业绩有望得到进一步改善。

烯烃类化工品需求处于磨底状态，炼油板块高景气或持续支撑业绩修复：2023年聚烯烃-原油价差均值3008元/吨，同比走阔7.12%。2023年PTA产品价差长期在中低位震荡，2023Q4有所修复。PTA-PX价差2023年均值为309元/吨，同比收窄24.74%。公司拥有大体量的烯烃类化工品产能，伴随化工品终端需求回暖，大体量化工品或将在未来支撑公司业绩恢复。与此同时，国内炼油板块持续强劲。2023年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为912元/1129元/2597元/吨。PX-原油价差持续维持较高水平，2023全年PX-原油价差达3204元/吨，同比走阔9.73%。浙石化拥有4000万吨/年的原油加工能力以及880万吨/年的PX产能，中金石化拥有160万吨/年的PX产能，荣盛石化分别持有浙石化和中金石化51%和100%的股份，炼油板块持续强劲有望支撑公司业绩持续修复。

多个新材料项目顺利推进&与阿美签署《合作框架协议》，未来具备高成长性：在现有完备产业链基础上，公司积极布局新材料相关产品项目。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，部署了EVA、POE、DMC、PC和ABS等一批新能源新材料产品，进一步扩大了公司高端化工材料和化学品产能规模，增强企业综合竞争力，公司业绩未来有望持续恢复。与此同时，公司与沙特阿美签署《谅解备忘录》后，双方积极推进合作，2024年4月23日公司发布公告称，已就部分事项取得一致意见并签署《合作框架协议》。双方拟分别出售和购买荣盛石化全资子公司中金石化和沙特阿美全资子公司SASREF各50%的股权，以及按股权比例分别联合开发中金石化和SASREF的扩建工程。双方持续推进深度合作，持续延续双方良好贸易势头，可形成良性互补。

盈利预测
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年盈利预测，下调比例为11%，预计公司2024-2026年归母净利润为40亿元/65亿元/85亿元，对应EPS为0.40元/0.64元/0.84元，对应PE为27.6X/17.0X/13.0X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 沙特合作项目实施不确定性风险；(2) 原油价格变动影响公司盈利测算；(3) 终端需求不景气风险；(4) 项目建设不及预期风险；(5) 美元汇率大幅波动风险；(6) 不可抗力风险。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

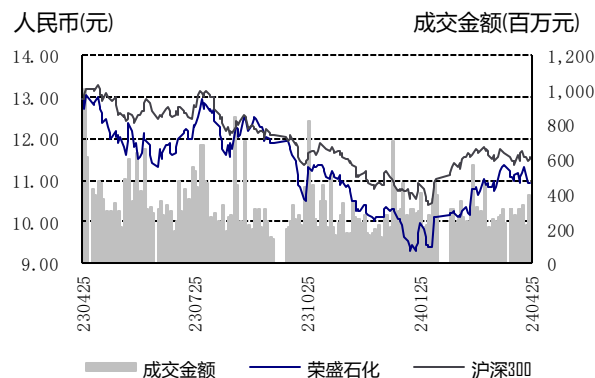
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.93 元

相关报告：

- 《荣盛石化公司点评：磨砺赋龙头，期待花开时!》，2024.1.30
- 《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



公司基本情况 (人民币)

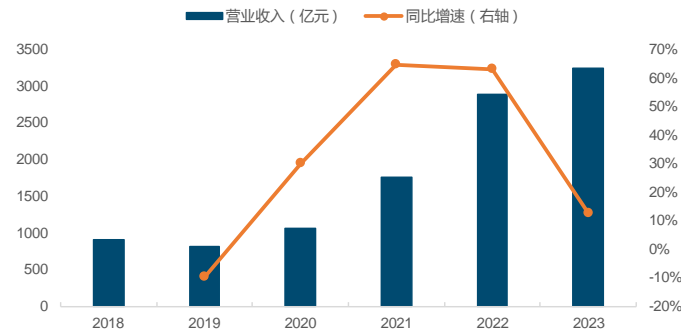
项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	289,095	325,112	315,018	342,344	351,407
营业收入增长率	63.31%	12.46%	-3.10%	8.67%	2.65%
归母净利润(百万元)	3,340	1,158	4,011	6,510	8,535
归母净利润增长率	-73.95%	-65.33%	246.30%	62.33%	31.10%
摊薄每股收益(元)	0.330	0.114	0.396	0.643	0.843
每股经营性现金流净额	1.88	2.77	4.41	6.96	6.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.07%	2.61%	7.52%	11.38%	13.69%
P/E	37.29	90.49	27.59	17.00	12.97
P/B	2.64	2.36	2.08	1.93	1.78

来源：公司年报、国金证券研究所

1、炼化板块持续修复，未来业绩可期

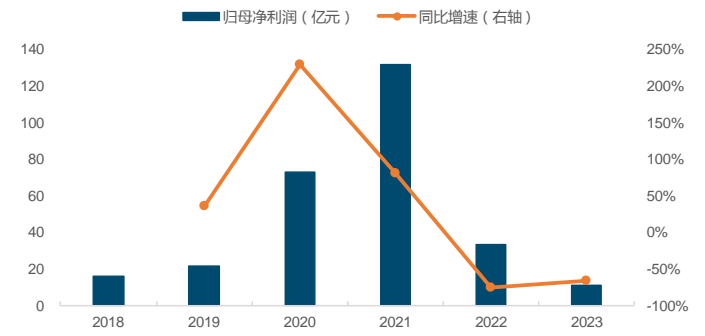
荣盛石化于2024年4月25日发布公司2023年年度业绩报告，2023年全年公司实现营业收入3251亿元，同比增加12.46%，实现归母净利润11.58亿元，同比下降65.33%。其中2023Q4实现营业收入860.64亿元，环比上涨12.25%，实现归母净利润10.51亿元，环比下降14.88%，业绩基本符合预期。

图表1：公司2023营业收入同比12.46%



来源：公司公告，国金证券研究所

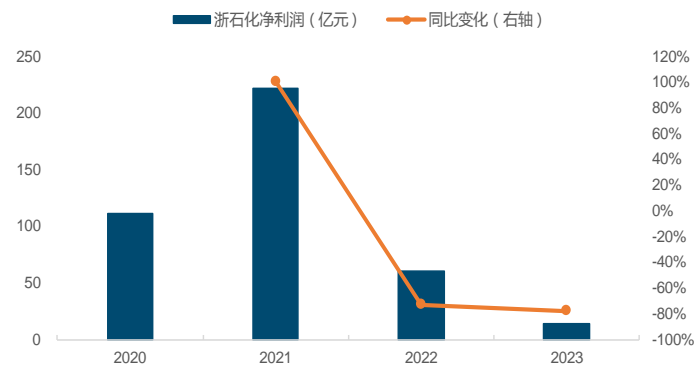
图表2：公司2023归母净利润同比下降65.33%



来源：公司公告，国金证券研究所

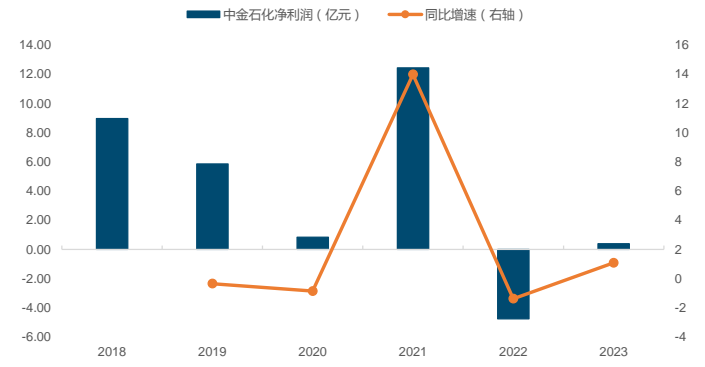
2023年重要子公司浙石化、中金石化业绩有所修复。2023年全年浙石化实现净利润13.67亿元，同比下降77.41%；中金石化实现净利润0.39亿元，同比增长108.10%。伴随终端需求好转，产品价差逐渐修复，浙石化业绩有望得到进一步改善。

图表3：2023年浙石化净利润同比下降77.41%



来源：公司公告，国金证券研究所

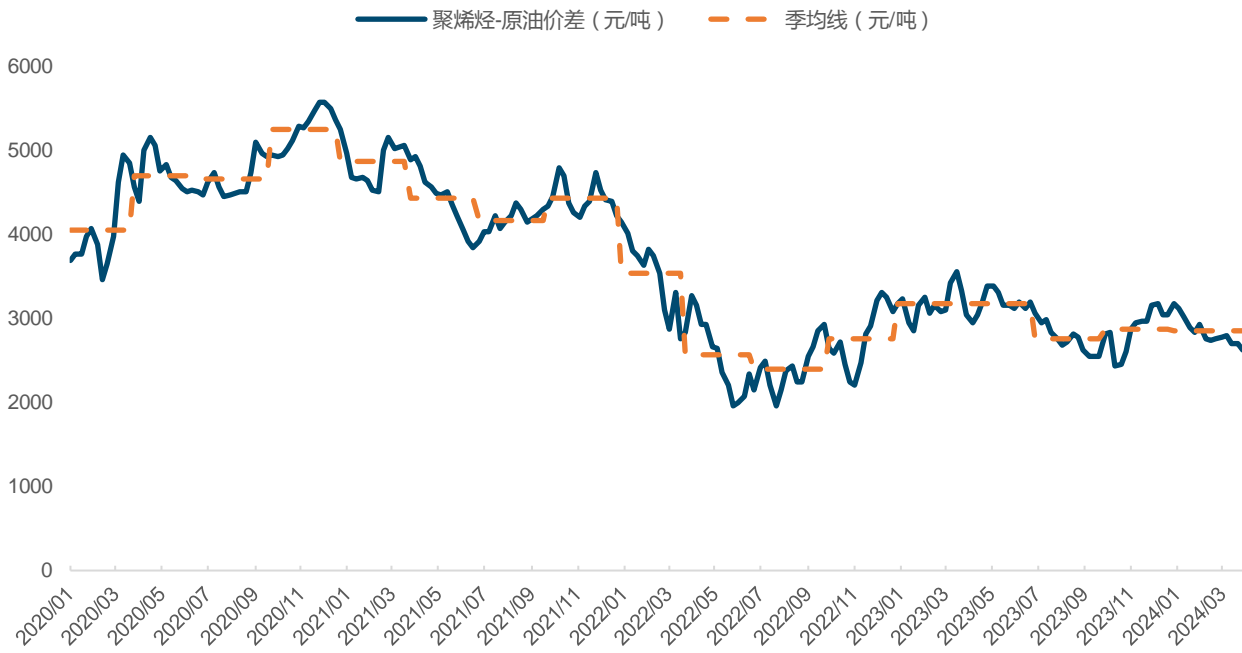
图表4：2023年中金石化净利润同比增加108.10%



来源：公司公告，国金证券研究所

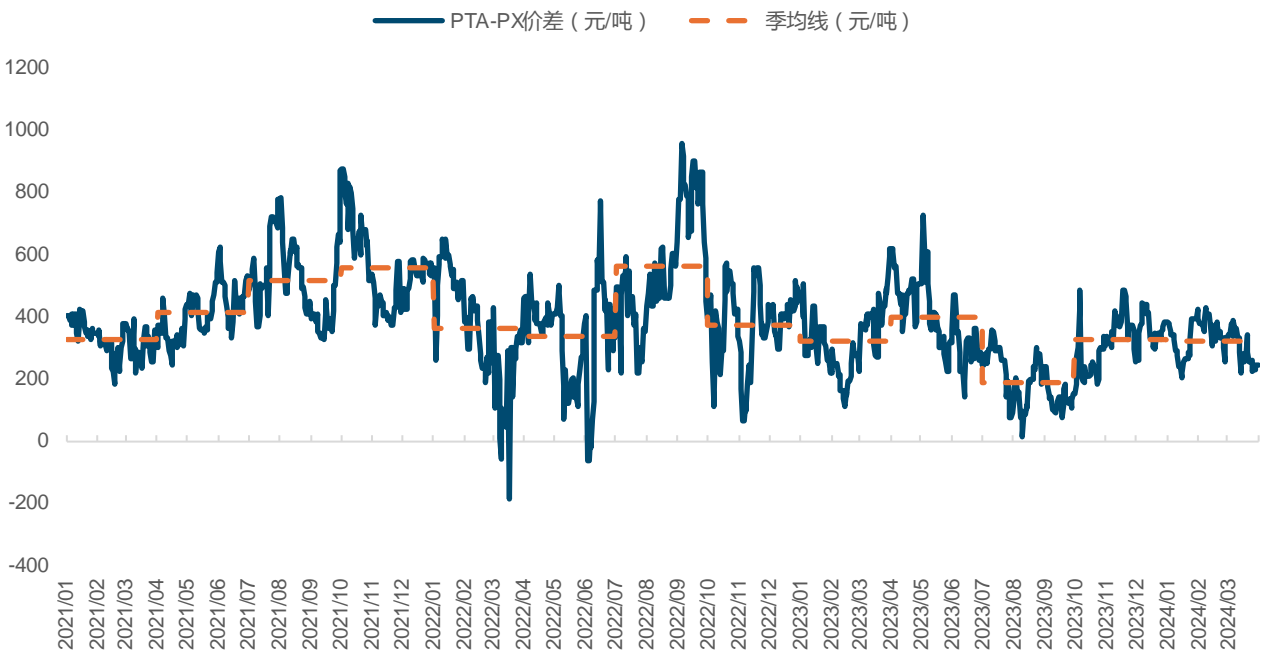
公司近年来不断完善布局各类化工品以提升产品附加值，因此具有大体量烯烃类化工产品。目前烯烃类化工品需求仍处于磨底状态，后续伴随终端消费回暖，烯烃类化工品需求有望逐步修复。2023年聚烯烃-原油价差均值3008元/吨，同比走阔7.12%。其中，2023Q4聚烯烃-原油价差均值2894元/吨，环比走阔4.63%。与此同时，2023年PTA产品价差长期在中低位震荡，2023Q4有所修复。2023PTA-PX价差均值为308.86元/吨，同比收窄24.74%。其中2023Q4PTA-PX价差均值达328.16元/吨，环比走阔74.41%。公司拥有大体量的烯烃类化工品产能，伴随化工品终端需求回暖，公司产品价差有望得到修复，大体量化工产品或将在未来支撑公司业绩恢复。

图表5: 聚烯烃-原油价差跌历史底部后有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2023年PTA-PX价差承压



来源: Wind, 国金证券研究所

2023 全年国际原油价格中高位震荡, 布伦特原油期货价格年均值达 82.18 美元/桶。2023 年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 912 元/1129 元/2597 元/吨, 分别同比走阔 2.53%/走阔 81.77%/收窄 0.66%。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, 分别环比走阔 5.00%/收窄 22.40%/走阔 68.19%。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。

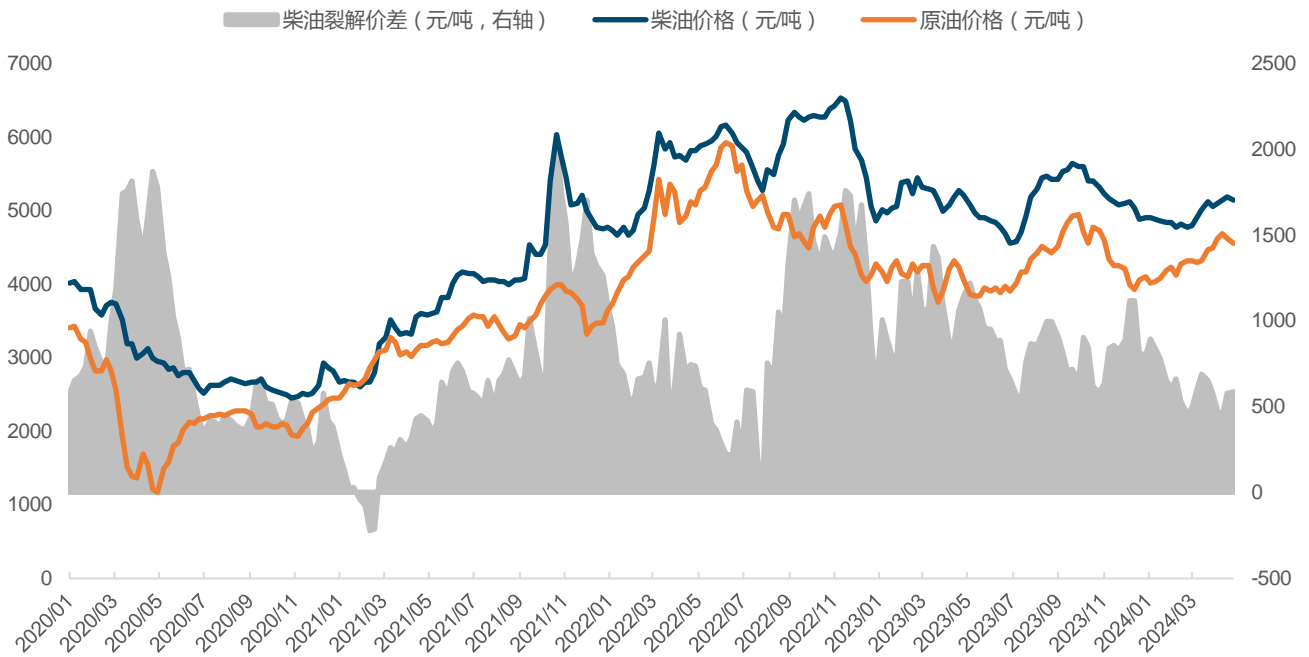
与此同时, PX-原油价差持续维持较高水平, 2023 全年 PX-原油价差达 3204 元/吨, 同比走阔 9.73%。其中, 2023Q4 PX-原油价差为 3064 元/吨, 环比收窄 7.77%, 整体仍维持在中高价差水平。浙石化拥有 4000 万吨/年的原油加工能力以及 880 万吨/年的 PX 产能, 中金石化拥有 160 万吨/年的 PX 产能, 荣盛石化分别持有浙石化和中金石化 51% 和 100% 的股份, 炼油板块持续强劲有望支撑公司业绩持续修复。

图表7: 布伦特原油价格中高位震荡



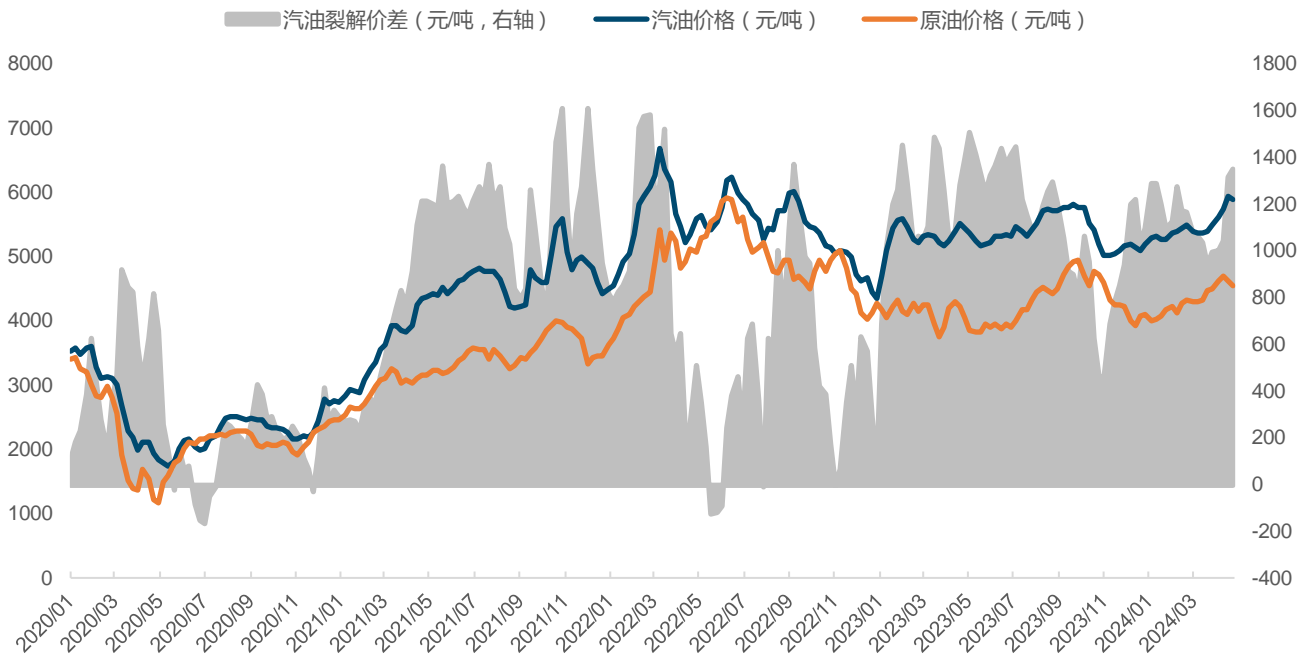
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2023年柴油裂解价差走阔2.53%



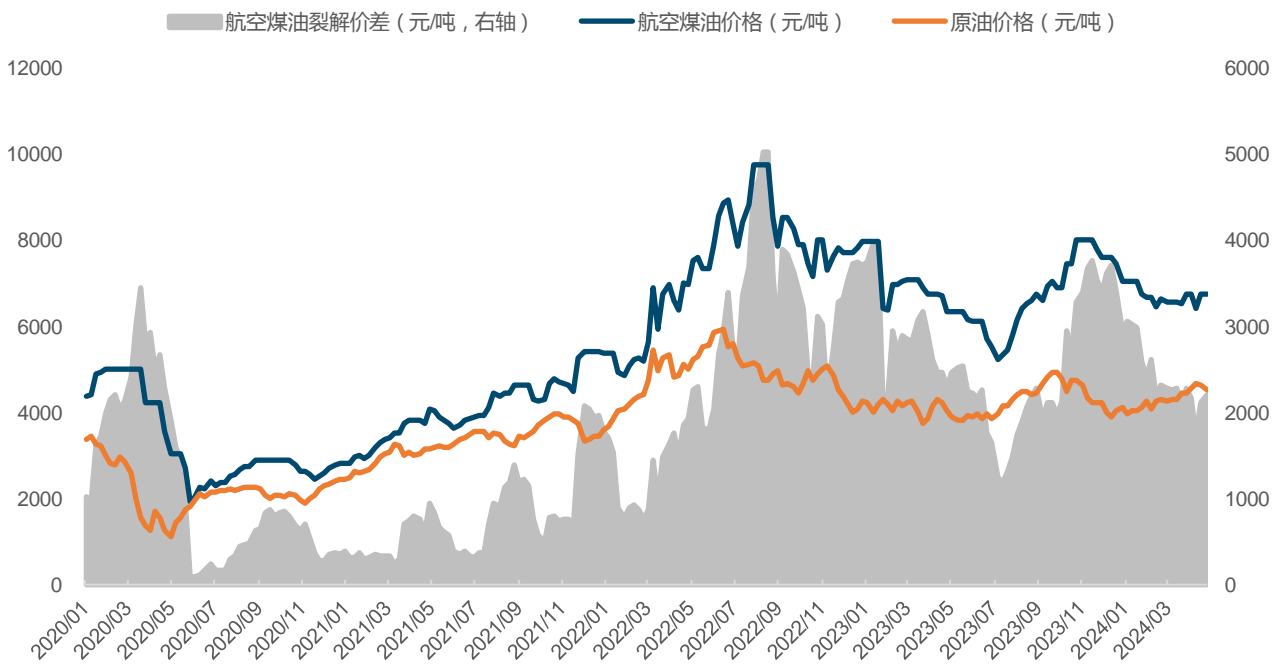
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 2023年汽油裂解价差走阔 81.77%



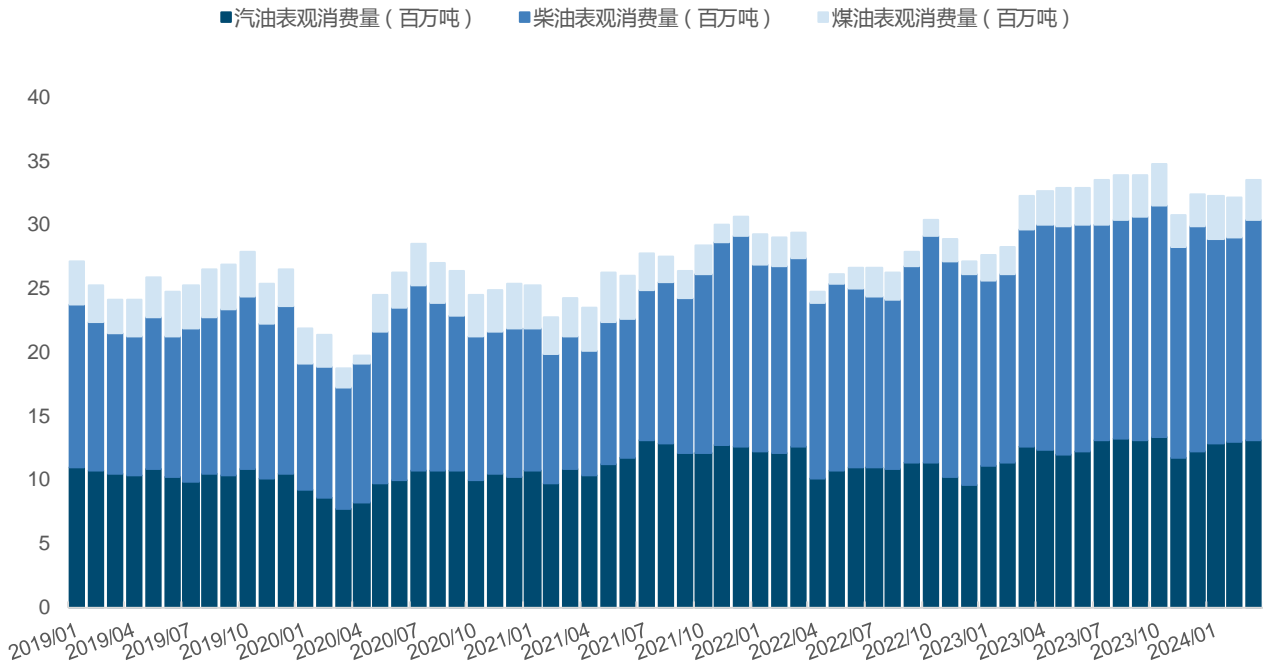
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023年航空煤油裂解价差收窄 0.66%



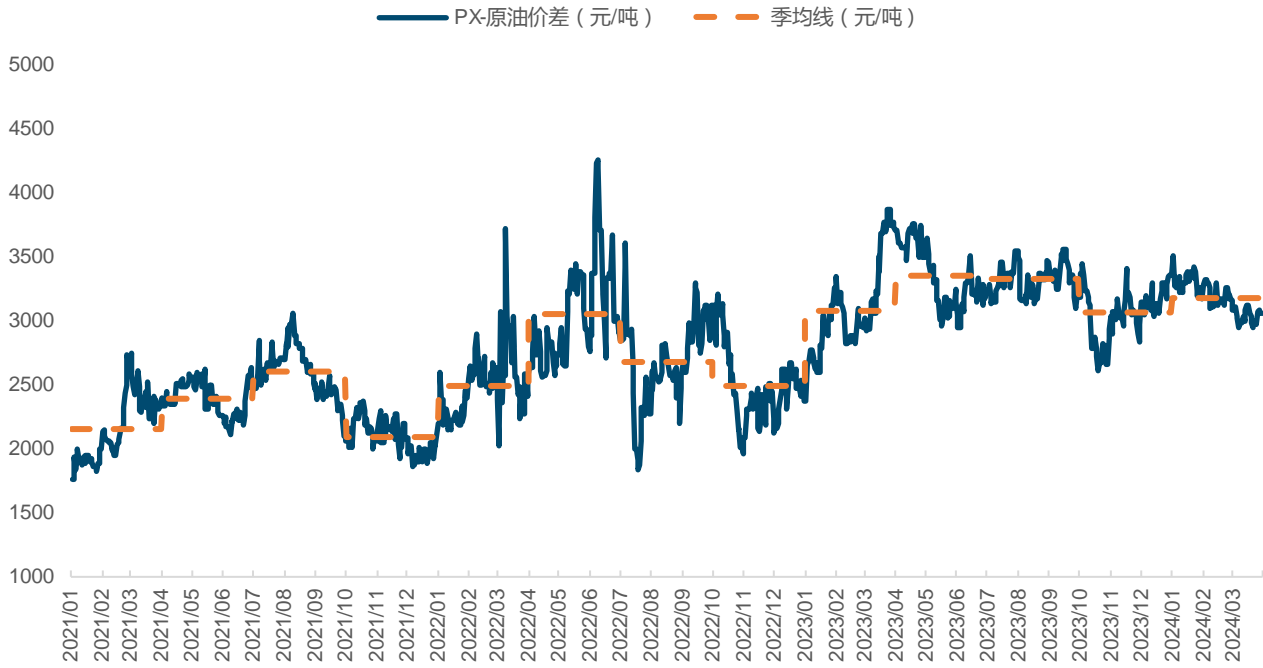
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11：国内成品油表观消费量维持较高水平



来源：卓创资讯，国金证券研究所

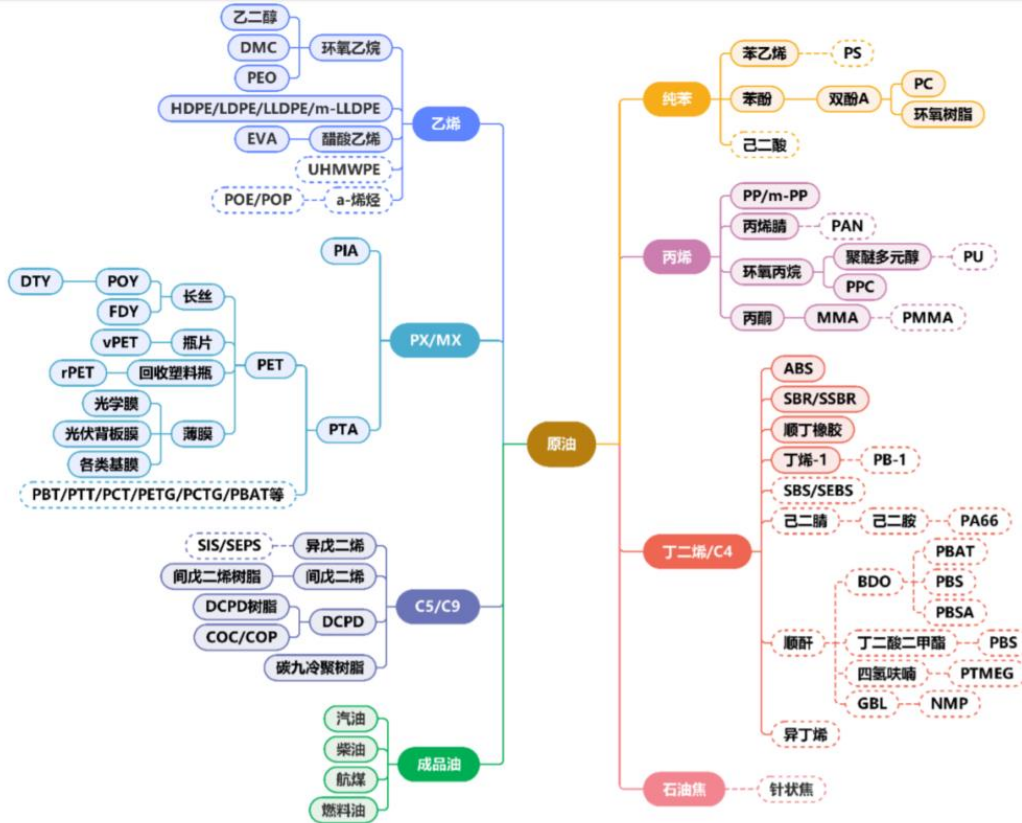
图表12：2023年PX-原油价差同比走阔9.37%



来源：Wind，国金证券研究所

在现有完备产业链基础上，公司积极布局新材料相关产品项目。近日，公司控股子公司浙石化在舟山绿色石化基地投资建设的38万吨/年聚醚装置中1万吨/年PPG生产线已产出合格产品，目前产能共计31万吨/年。控股子公司逸盛大石化有限公司年产100万吨多功能聚酯切片项目于近日顺利投产，公司瓶片总产能目前居全国第一位。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。公司部署了EVA、POE、DMC、PC和ABS等一批新能源新材料产品，进一步扩大了公司高端化工材料和化学品产能规模，增强企业综合竞争力，公司业绩未来有望持续恢复。

图表13: 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

公司与沙特阿美签署《谅解备忘录》后, 双方积极推进合作。2024年4月23日公司发布公告称, 已就部分事项取得一致意见并签署《合作框架协议》。双方拟分别出售和购买荣盛石化全资子公司中金石化和沙特阿美全资子公司SASREF各50%的股权, 以及按股权比例分别联合开发中金石化和SASREF的扩建工程。双方持续推进深度合作, 持续延续双方良好贸易势头, 可形成良性互补。

2、风险提示

- 1) 沙特合作项目实施不确定性风险: 当前《合作框架协议》仅为双方基于合作意愿而达成的战略性、框架性约定, 实际实施具有不确定性;
- 2) 原油价格变动影响公司盈利测算: 中东冲突、俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性, 扰乱全球原油市场; 与此同时, 美联储加息或带动美元指数走强, 而美元指数与原油价格通常为负相关走势, 美联储货币政策或对原油价格产生扰动;
- 3) 终端需求不景气风险: 公司营业收入主要来自于销售成品油和石油石化产品, 部分业务及相关产品具有周期性的特点, 存在行业景气度下行风险。公司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公司产品的需求造成影响;
- 4) 项目建设不及预期风险: 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) 不可抗力风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	177,024	289,095	325,112	315,018	342,344	351,407
增长率	63.3%	12.5%	-3.1%	8.7%	2.6%	
主营业务成本	-130,090	-257,841	-287,759	-263,522	-279,369	-281,746
%销售收入	73.5%	89.2%	88.5%	83.7%	81.6%	80.2%
毛利	46,935	31,254	37,353	51,495	62,975	69,661
%销售收入	26.5%	10.8%	11.5%	16.3%	18.4%	19.8%
营业税金及附加	-8,833	-17,011	-22,948	-20,476	-22,252	-22,841
%销售收入	5.0%	5.9%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
销售费用	-155	-175	-160	-158	-171	-176
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-683	-815	-909	-788	-856	-879
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-3,915	-4,367	-6,555	-4,725	-5,135	-5,271
%销售收入	2.2%	1.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	33,349	8,885	6,780	25,349	34,560	40,494
%销售收入	18.8%	3.1%	2.1%	8.0%	10.1%	11.5%
财务费用	-2,898	-6,031	-8,202	-12,501	-13,542	-13,088
%销售收入	1.6%	2.1%	2.5%	4.0%	4.0%	3.7%
资产减值损失	-99	-297	-227	0	0	0
公允价值变动收益	147	11	156	0	0	0
投资收益	611	693	460	600	600	600
%税前利润	2.0%	12.3%	29.6%	4.4%	2.8%	2.1%
营业利润	31,246	5,628	1,560	13,548	21,718	28,106
营业利润率	17.7%	1.9%	0.5%	4.3%	6.3%	8.0%
营业外收支	5	-9	-8	0	0	0
税前利润	31,251	5,619	1,553	13,548	21,718	28,106
利润率	17.7%	1.9%	0.5%	4.3%	6.3%	8.0%
所得税	-7,602	751	51	-3,387	-5,429	-7,027
所得税率	24.3%	-13.4%	-3.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	23,648	6,370	1,603	10,161	16,288	21,080
少数股东损益	10,825	3,030	445	6,150	9,778	12,544
归属于母公司的净利润	12,824	3,340	1,158	4,011	6,510	8,535
净利率	7.2%	1.2%	0.4%	1.3%	1.9%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	23,648	6,370	1,603	10,161	16,288	21,080
少数股东损益	10,825	3,030	445	6,150	9,778	12,544
非现金支出	7,009	11,597	14,948	29,601	35,178	39,787
非经营收益	2,493	3,713	7,100	11,299	13,335	12,891
营运资金变动	414	-2,621	4,428	-6,366	5,676	-4,886
经营活动现金净流	33,565	19,058	28,079	44,695	70,478	68,872
资本开支	-58,219	-29,329	-32,609	-37,933	-50,882	-41,693
投资	144	-44	21	0	0	0
其他	1,234	407	302	600	600	600
投资活动现金净流	-56,841	-28,966	-32,287	-37,333	-50,282	-41,093
股权募资	1,780	2,499	0	6,620	0	0
债权募资	36,926	16,590	21,222	5,935	-2,598	-10,838
其他	-7,868	-7,532	-20,019	-14,492	-16,539	-16,905
筹资活动现金净流	30,837	11,557	1,203	-1,937	-19,137	-27,743
现金净流量	7,746	1,120	-3,972	5,425	1,059	36

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,682	18,239	13,070	18,443	19,463	19,471
应收款项	9,193	11,578	9,423	10,987	11,940	12,256
存货	47,110	60,690	61,734	55,592	58,935	59,437
其他流动资产	15,556	5,214	7,101	8,769	3,663	8,988
流动资产	89,541	95,720	91,327	93,791	94,001	100,152
%总资产	26.6%	26.4%	24.4%	24.4%	23.4%	24.5%
长期投资	7,602	8,744	9,194	9,194	9,194	9,194
固定资产	231,893	248,296	261,520	273,810	288,626	289,654
%总资产	68.8%	68.5%	69.8%	71.1%	72.0%	70.8%
无形资产	5,704	5,998	7,129	8,037	8,935	8,822
非流动资产	247,636	266,867	283,591	291,232	306,936	308,842
%总资产	73.4%	73.6%	75.6%	75.6%	76.6%	75.5%
资产总计	337,177	362,587	374,918	385,023	400,937	408,994
短期借款	51,247	46,831	75,098	81,228	78,631	67,793
应付款项	62,578	75,961	70,859	61,349	65,040	65,595
其他流动负债	13,516	7,268	7,106	7,342	8,515	9,218
流动负债	127,341	130,059	153,062	149,919	152,186	142,606
长期贷款	109,118	130,962	125,180	125,180	125,180	125,180
其他长期负债	5,474	4,400	2,008	140	102	74
负债	241,934	265,422	280,250	275,238	277,468	267,860
普通股股东权益	48,839	47,260	44,336	53,301	57,208	62,329
其中：股本	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
未分配利润	27,193	29,265	28,860	31,266	35,172	40,294
少数股东权益	46,405	49,905	50,333	56,483	66,261	78,806
负债股东权益合计	337,177	362,587	374,918	385,023	400,937	408,994

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.266	0.330	0.114	0.396	0.643	0.843
每股净资产	4.823	4.667	4.379	5.264	5.650	6.156
每股经营现金净流	3.315	1.882	2.773	4.414	6.960	6.802
每股股利	0.150	0.150	0.000	0.158	0.257	0.337
回报率						
净资产收益率	26.26%	7.07%	2.61%	7.52%	11.38%	13.69%
总资产收益率	3.80%	0.92%	0.31%	1.04%	1.62%	2.09%
投入资本收益率	9.68%	3.61%	2.36%	6.01%	7.92%	9.09%
增长率						
主营业务收入增长率	65.03%	63.31%	12.46%	-3.10%	8.67%	2.65%
EBIT增长率	106.82%	-73.36%	-23.69%	273.86%	36.34%	17.17%
净利润增长率	75.46%	-73.95%	-65.33%	246.30%	62.33%	31.10%
总资产增长率	39.61%	7.54%	3.40%	2.70%	4.13%	2.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.0	7.9	6.7	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	99.1	76.3	77.6	77.0	77.0	77.0
应付账款周转天数	132.8	89.9	75.4	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	254.3	280.5	246.7	280.9	264.3	253.8
偿债能力						
净负债/股东权益	151.59%	166.11%	197.42%	170.93%	149.06%	122.71%
EBIT利息保障倍数	11.5	1.5	0.8	2.0	2.6	3.1
资产负债率	71.75%	73.20%	74.75%	71.49%	69.20%	65.49%

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
买入	1	4	11	20	81
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2023-01-31	买入	12.52	N/A
2	2023-03-28	买入	12.91	N/A
3	2023-04-20	买入	14.25	N/A
4	2023-04-26	买入	13.12	N/A
5	2023-07-15	买入	12.06	N/A
6	2023-08-26	买入	11.76	N/A
7	2023-10-25	买入	10.52	N/A
8	2024-01-30	买入	9.84	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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
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