

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

顺利开局，同比修复！

业绩简评

荣盛石化于2024年4月29日发布公司2024年一季度报告，2024Q1年公司实现营业收入810.88亿元，同比增加16.30%，环比减少5.78%；实现归母净利润5.52亿元，同比增加137.63%，环比减少47.43%。业绩基本符合预期。

经营分析

Q1 浙石化业绩仍处于磨底状态，伴随化工品价差修复或将有所修复：2024Q1浙石化实现净利润12.55亿元(根据桐昆股份投资收益计算)，同比增加149.10%，环比增加25.94%；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。目前烯烃类化工品需求仍处于磨底状态。2024Q1聚烯烃-原油价差均2869.54元/吨，同比收窄10.11%，环比收窄0.47%。与此同时，2024Q1PTA产品价差在中低位震荡。2024Q1PTA-PX价差均值为323.62元/吨，同比走阔1.75%，环比收窄1.38%。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。

重点板块 PX 有力支撑公司业绩修复：2024Q1国际原油价格震荡上行，布伦特原油期货价格均值达81.76美元/桶。2024Q1PX-原油价差持续维持较高水平，2024Q1PX-原油价差达3204元/吨，同比走阔9.73%，整体仍维持在中高价差水平。荣盛石化分别持有浙石化和中金石化51%和100%的股份，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。伴随终端需求持续景气，PX板块有望支撑公司业绩持续修复。

多个新材料项目顺利推进，助力高质量发展，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。投资建设的金塘新材料项目现已开工建设，相关工作正有序推进。荣盛新材料(台州)项目公司已经成立，聚焦高端聚烯烃、特种橡胶及弹性体、工程塑料、精细化工品和专用化工品、前沿新材料，目前前期工作正有序推进。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。与此同时，公司积极开展全球化布局，继2023年引入沙特阿美作为战略投资者后，2024年4月双方签署《合作框架协议》，随着双方合作深化，可形成良性互补，增强企业综合竞争力。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，公司未来具备高成长性。

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，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29.3X/18.0X/13.7X，维持“买入”评级。

风险提示

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

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

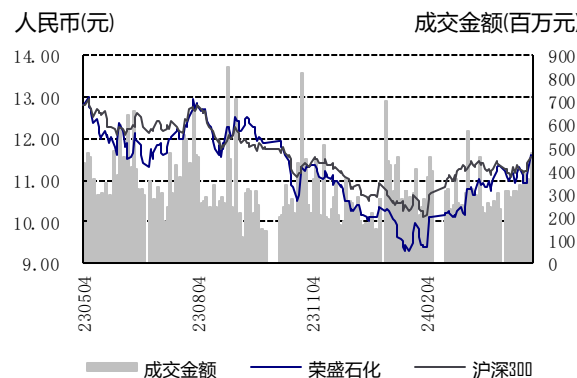
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlulou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.60 元

相关报告：

- 《荣盛石化公司点评：景气底部练内功，龙头奋进谋复苏！》，2024.4.26
- 《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



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	4,010	6,511	8,546
归母净利润增长率	-73.95%	-65.33%	246.25%	62.37%	31.26%
摊薄每股收益(元)	0.330	0.114	0.396	0.643	0.844
每股经营性现金流净额	1.88	2.77	4.47	6.80	6.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.07%	2.61%	8.66%	12.96%	15.44%
P/E	37.29	90.49	29.29	18.04	13.74
P/B	2.64	2.36	2.54	2.34	2.12

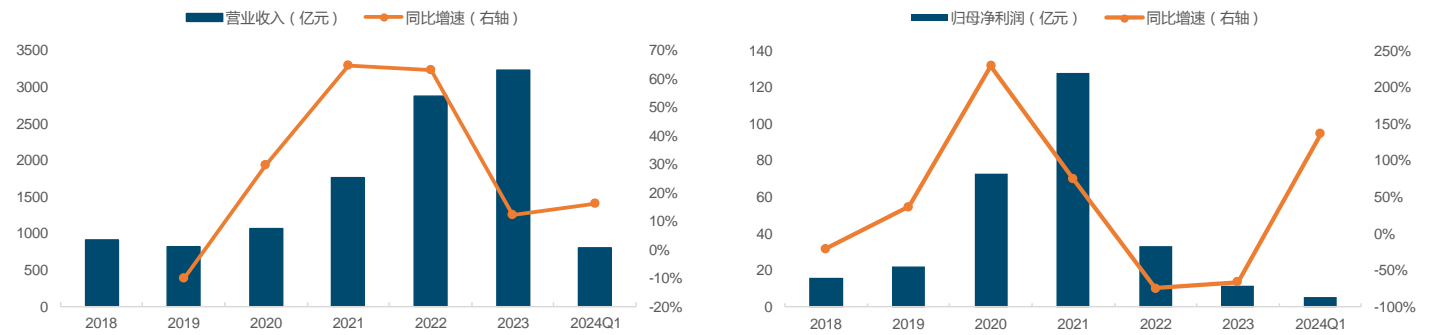
来源：公司年报、国金证券研究所

1、PX 板块持续景气，Q1 业绩符合预期

荣盛石化于 2024 年 4 月 29 日发布公司 2024 年一季度报告，2024Q1 年公司实现营业收入 810.88 亿元，同比增加 16.30%，环比减少 5.78%；实现归母净利润 5.52 亿元，同比增加 137.63%，环比减少 47.43%。业绩基本符合预期。

图表1：公司 2024Q1 营业收入同比增加 16.30%

图表2：公司 2024Q1 归母净利润同比增加 137.63%

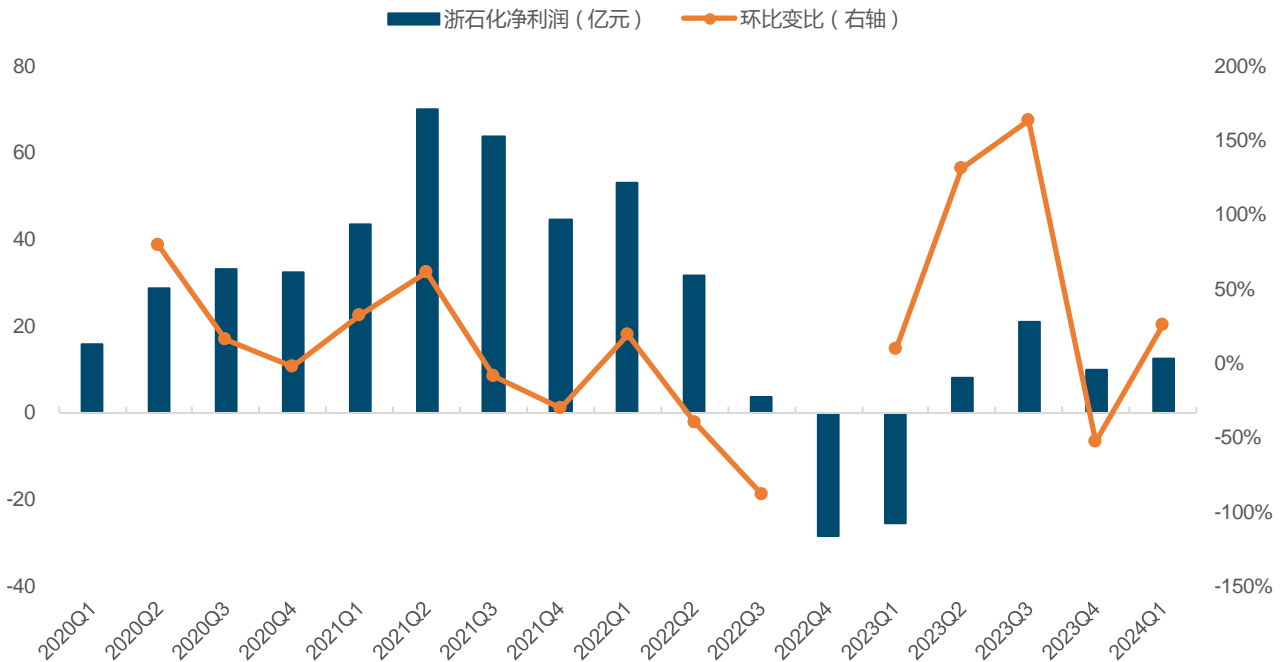


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2024Q1 年重要子公司浙石化业绩持续修复。2024Q1 浙石化实现净利润 12.55 亿元(根据桐昆股份投资收益计算)，同比 149.10%，环比增加 25.94%；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3：2024Q1 浙石化净利润环比增加 25.94%

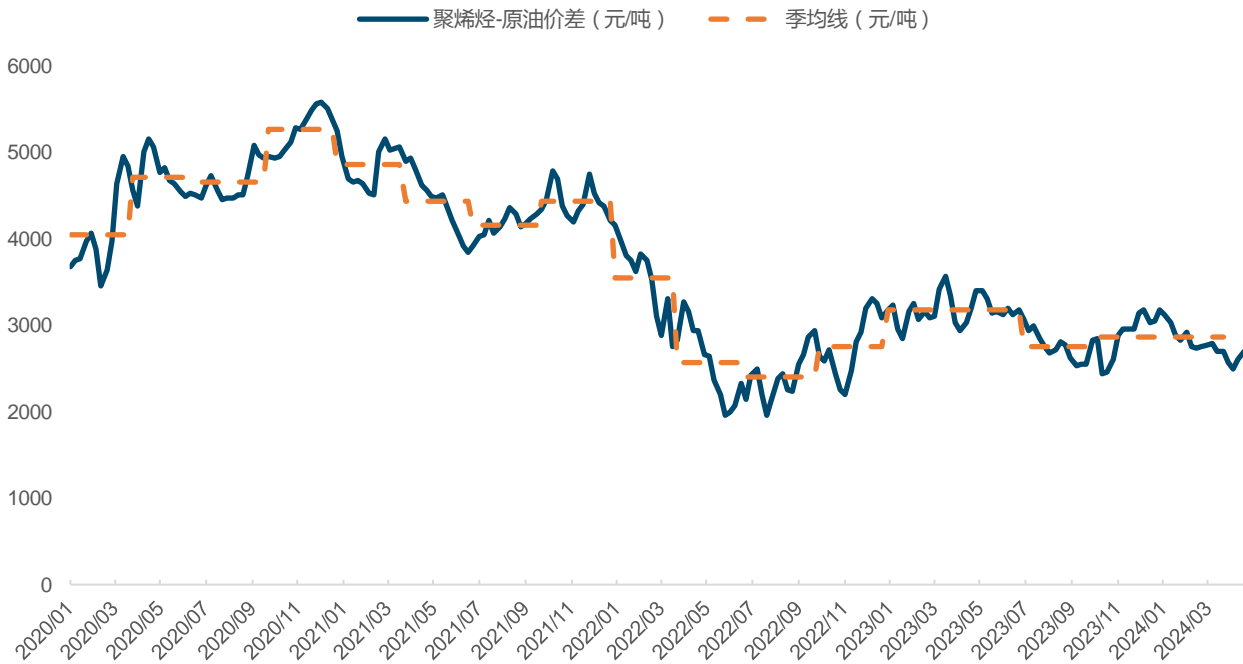


来源：桐昆股份公司公告，国金证券研究所

注：2022Q4 浙石化净利润同比下降 882.41%，数值绝对值较大故从图中删除

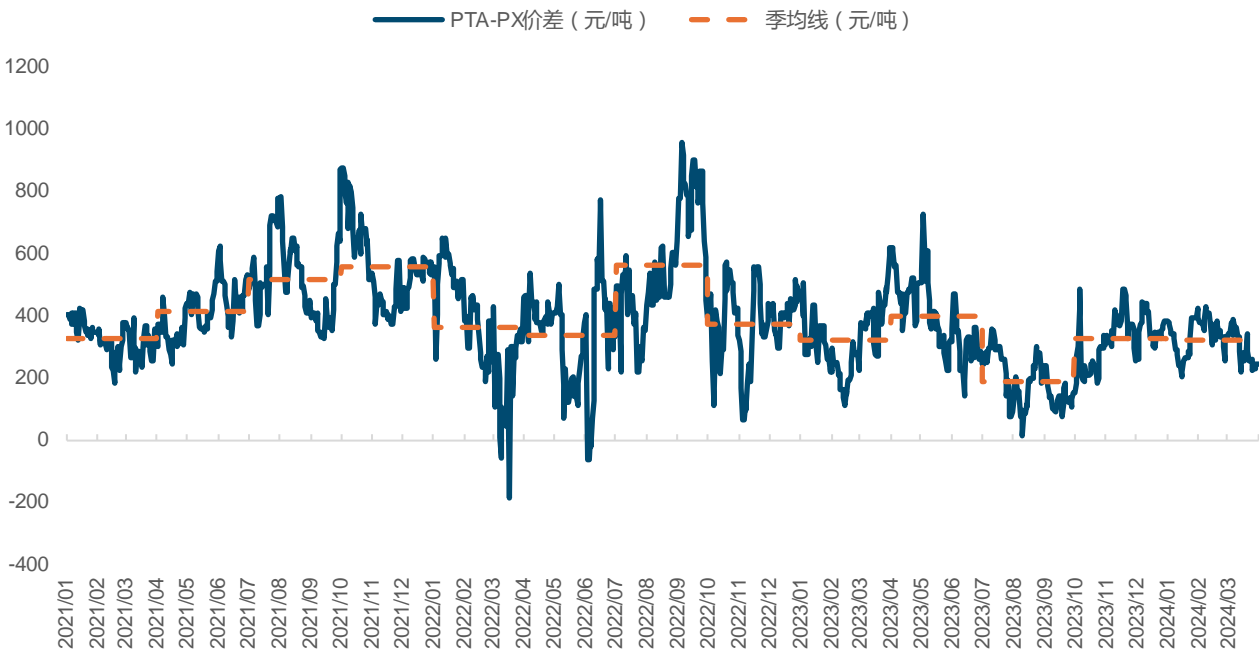
公司近年来不断完善布局各类化工品以提升产品附加值，因此具有大体量烯烃类化工产品。目前烯烃类化工产品需求仍处于磨底状态，后续伴随终端消费回暖，烯烃类化工产品需求有望逐步修复。2024Q1 聚烯烃-原油价差均 2869.54 元/吨，同比收窄 10.11%，环比收窄 0.47%。与此同时，2024Q1 PTA 产品价差在中低位震荡。2024Q1 PTA-PX 价差均值为 323.62 元/吨，同比走阔 1.75%，环比收窄 1.38%。公司拥有大体量的烯烃类化工产品产能，伴随化工品终端需求回暖，公司产品价差有望得到修复，大体量化工产品或将在未来支撑公司业绩恢复。

图表4: 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5: 2024Q1PTA-PX 价差(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

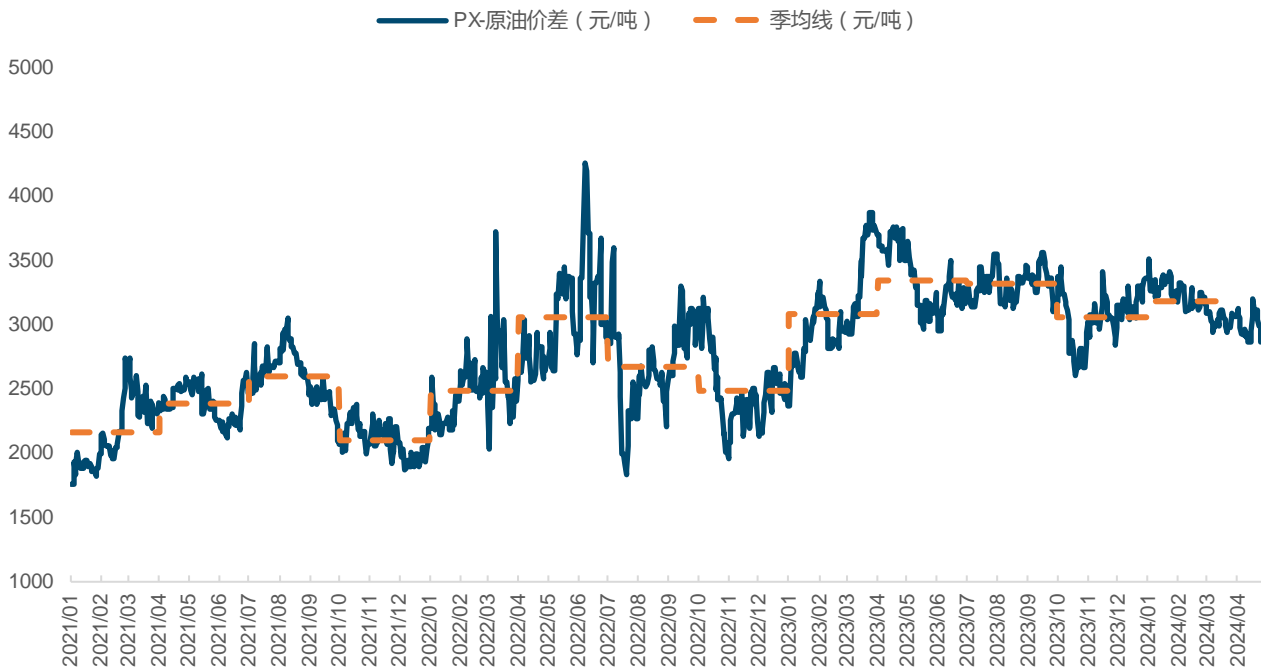
2024Q1 国际原油价格震荡上行, 布伦特原油期货价格均值达 81.76 美元/桶。2024Q1 PX-原油价差持续维持较高水平, 2024Q1PX-原油价差达 3180.22 元/吨, 同比走阔 3.23%, 环比走阔 3.79%, 整体仍维持在中高价差水平。荣盛石化分别持有浙石化和中金石化 51%和 100%的股份, 浙石化拥有 4000 万吨/年的原油加工能力以及 880 万吨/年的 PX 产能, 中金石化拥有 160 万吨/年的 PX 产能。伴随终端需求持续景气, PX 板块有望支撑公司业绩持续修复

图表6: 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

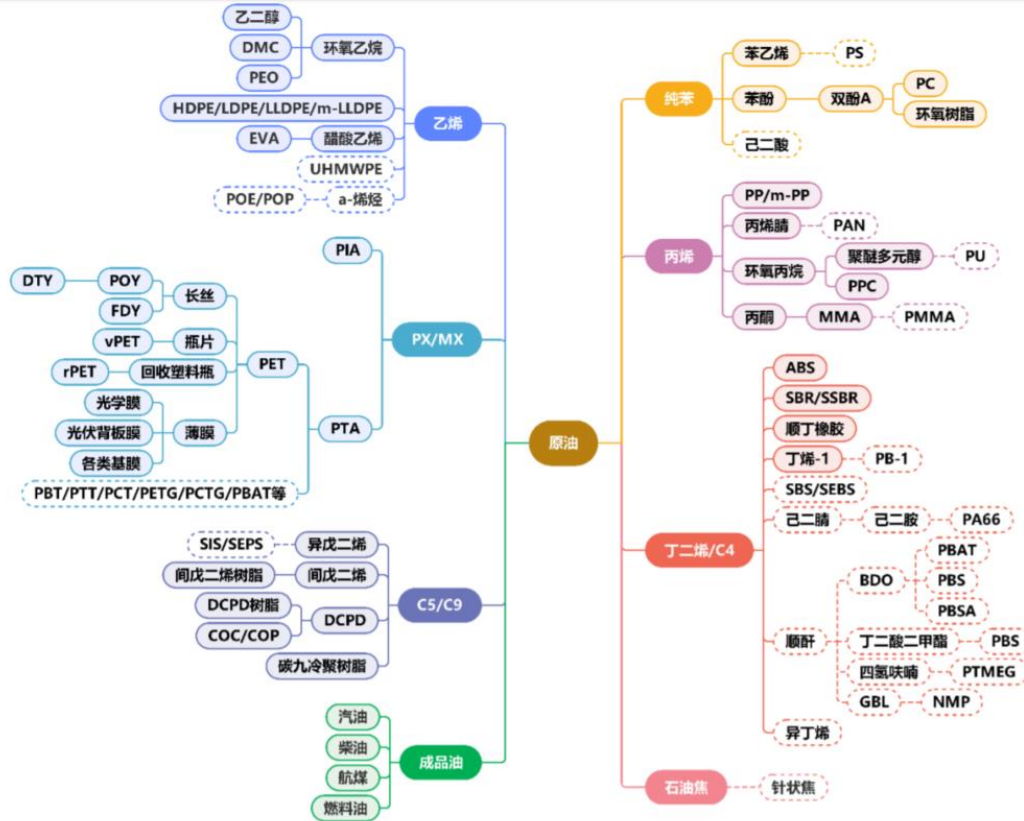
图表7: 2024Q1PX-原油价差环比走阔 3.79%



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。投资建设的金塘新材料项目现已开工建设,相关工作正有序推进。荣盛新材料(台州)项目公司已经成立,聚焦高端聚烯烃、特种橡胶及弹性体、工程塑料、精细化工品和专用化工品、前沿新材料,目前前期工作正有序推进。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。与此同时,公司积极开展全球化布局,继2023年引入沙特阿美作为战略投资者后,2024年4月双方签署《合作框架协议》,随着双方合作深化,可形成良性互补,增强企业综合竞争力。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,公司未来具备高成长性。

图表8：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

2、风险提示

- 1) 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；
- 2) 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；
- 3) 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；
- 4) 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；
- 5) 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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	177,024	289,095	325,112	315,018	342,344	351,407	货币资金	17,682	18,239	13,070	18,498	19,577	19,587	
增长率		63.3%	12.5%	-3.1%	8.7%	2.6%	应收款项	9,193	11,578	9,423	10,987	11,940	12,256	
主营业务成本	-130,090	-257,841	-287,759	-264,341	-281,088	-283,495	存货	47,110	60,690	61,734	55,765	59,298	59,806	
%销售收入	73.5%	89.2%	88.5%	83.9%	82.1%	80.7%	其他流动资产	15,556	5,214	7,101	8,779	3,683	9,009	
毛利	46,935	31,254	37,353	50,677	61,256	67,913	流动资产	89,541	95,720	91,327	94,029	94,498	100,657	
%销售收入	26.5%	10.8%	11.5%	16.1%	17.9%	19.3%	%总资产	26.6%	26.4%	24.4%	24.1%	23.3%	24.3%	
营业税金及附加	-8,833	-17,011	-22,948	-20,476	-22,252	-22,841	长期投资	7,602	8,744	9,194	9,194	9,194	9,194	
%销售收入	5.0%	5.9%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%	固定资产	231,893	248,296	261,520	273,810	288,626	289,654	
销售费用	-155	-175	-160	-158	-171	-176	%总资产	68.8%	68.5%	69.8%	70.2%	71.1%	70.0%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,704	5,998	7,129	8,037	8,935	9,822	
管理费用	-683	-815	-909	-788	-856	-879	非流动资产	247,636	266,867	283,591	295,809	311,513	313,419	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	73.4%	73.6%	75.6%	75.9%	76.7%	75.7%	
研发费用	-3,915	-4,367	-6,555	-4,725	-5,135	-5,271	资产总计	337,177	362,587	374,918	389,838	406,011	414,076	
%销售收入	2.2%	1.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	51,247	46,831	75,098	90,841	88,577	78,053	
息税前利润 (EBIT)	33,349	8,885	6,780	24,531	32,842	38,746	应付款项	62,578	75,961	70,859	61,539	65,440	66,002	
%销售收入	18.8%	3.1%	2.1%	7.8%	9.6%	11.0%	其他流动负债	13,516	7,268	7,106	7,739	8,896	9,594	
财务费用	-2,898	-6,031	-8,202	-11,814	-12,179	-11,745	流动负债	127,341	130,059	153,062	160,119	162,913	153,649	
%销售收入	1.6%	2.1%	2.5%	3.8%	3.6%	3.3%	长期贷款	109,118	130,962	125,180	125,180	125,180	125,180	
资产减值损失	-99	-297	-227	0	0	0	其他长期负债	5,474	4,400	2,008	1,832	1,794	1,766	
公允价值变动收益	147	11	156	0	0	0	负债	241,934	265,422	280,250	287,131	289,886	280,595	
投资收益	611	693	460	600	600	600	普通股股东权益	48,839	47,260	44,336	46,321	50,228	55,355	
%税前利润	2.0%	12.3%	29.6%	4.5%	2.8%	2.2%	其中：股本	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126	
营业利润	31,246	5,628	1,560	13,417	21,363	27,701	未分配利润	27,193	29,265	28,860	31,266	35,172	40,300	
营业利润率	17.7%	1.9%	0.5%	4.3%	6.2%	7.9%	少数股东权益	46,405	49,905	50,333	56,386	65,897	78,126	
营业外收支	5	-9	-8	0	0	0	负债股东权益合计	337,177	362,587	374,918	389,838	406,011	414,076	
税前利润	31,251	5,619	1,553	13,417	21,363	27,701	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.7%	1.9%	0.5%	4.3%	6.2%	7.9%	每股指标							
所得税	-7,602	751	51	-3,354	-5,341	-6,925	每股收益	1.266	0.330	0.114	0.396	0.643	0.844	
所得税率	24.3%	-13.4%	-3.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	4.823	4.667	4.379	4.575	4.961	5.467	
净利润	23,648	6,370	1,603	10,063	16,022	20,776	每股经营现金净流	3.315	1.882	2.773	4.472	6.799	6.639	
少数股东损益	10,825	3,030	445	6,053	9,511	12,229	每股股利	0.150	0.150	0.000	0.158	0.257	0.338	
归属于母公司的净利润	12,824	3,340	1,158	4,010	6,511	8,546	回报率							
净利率	7.2%	1.2%	0.4%	1.3%	1.9%	2.4%	净资产收益率	26.26%	7.07%	2.61%	8.66%	12.96%	15.44%	
							总资产收益率	3.80%	0.92%	0.31%	1.03%	1.60%	2.06%	
							投入资本收益率	9.68%	3.61%	2.36%	5.74%	7.43%	8.59%	
							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%	261.79%	33.88%	17.98%	
							净利润增长率	75.46%	-73.95%	-65.33%	246.25%	62.37%	31.26%	
							总资产增长率	39.61%	7.54%	3.40%	3.98%	4.15%	1.99%	
							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%	192.02%	166.95%	137.35%	
							EBIT利息保障倍数	11.5	1.5	0.8	2.1	2.7	3.3	
							资产负债率	71.75%	73.20%	74.75%	73.65%	71.40%	67.76%	

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	6	9	15	24	68
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.10	1.06	1.04	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	2023-03-28	买入	12.91	N/A
2	2023-04-20	买入	14.25	N/A
3	2023-04-26	买入	13.12	N/A
4	2023-07-15	买入	12.06	N/A
5	2023-08-26	买入	11.76	N/A
6	2023-10-25	买入	10.52	N/A
7	2024-01-30	买入	9.84	N/A
8	2024-04-26	买入	10.93	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