

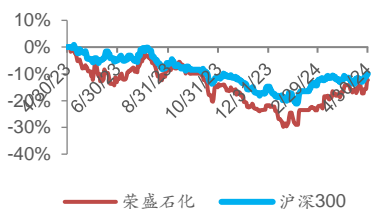
业绩同比改善，新材料快速放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-05

收盘价（元）	11.21
近12个月最高/最低（元）	12.97/9.28
总股本（百万股）	10,126
流通股本（百万股）	9,498
流通股比例（%）	93.81
总市值（亿元）	1,135
流通市值（亿元）	1,065

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 业绩环比改善，景气逐步修复
2023-10-26

2. 业绩大幅扭亏，景气触底回升
2023-08-29

3. 盈利拐点来临，千亿投资驱动成长
2023-05-03

主要观点：

● 事件描述

事件 1：4月25日，荣盛石化发布2023年度报告，实现营业收入3251.12亿元，同比上升12.46%；实现归母净利润11.58亿元，同比下降65.33%；实现扣非归母净利润8.20亿元，同比下降59.24%；实现基本每股收益0.12元/股。其中，第四季度实现营业收入860.64亿元，同比上升34.52%，环比上升1.82%；实现归母净利润10.51亿元，同比上升149.78%，环比下降14.83%；实现扣非归母净利润9.50亿元，同比上升128%，环比下降24.48%。

事件 2：4月29日晚，荣盛石化发布2024年一季报，第一季度实现营业收入810.88亿元，同比上升16.30%，环比下降5.78%；实现归母净利润5.52亿元，同比上升137.63%，环比下降47.48%；实现扣非归母净利润4.75亿元，同比上升130.18%，环比下降50.00%。

● 全年受原油波动影响明显，成品油和芳烃维持较高景气

全年来看，收入实现稳步提升，盈利能力有所波动。浙石化是公司最大盈利来源，2023全年实现营业收入2602.00亿元，净利润13.67亿元。中金石化实现营业收入216.58亿元，净利润3857.37万元。分板块来看，炼油/化工/PTA/聚酯化纤板块分别实现毛利246.99/123.74/-3.40/4.72亿元，毛利率分别为20.26%/10.16%/-0.64%/3.21%，同比+2.10/-0.22/+0.26/-0.02pct。全年来看，公司业绩受原油波动影响明显，上半年油价回落带来库存减值压力，下半年油价冲高回落，库存损益部分影响减弱，盈利有所改善。从具体产品来看，2023年全年成品油受国内外出行需求的持续修复影响下维持相对较高景气，浙石化拥有成品油出口指标充分受益；随着供给投放阶段性结束，2023年PX供需改善明显，全年维持较好盈利；受需求不振和产能扩张影响，2023年烯烃板块整体承压。

● 一季度原油上行，炼化价差改善

一季度同比改善明显，环比有所承压。一方面2024Q1化工品下游需求提振叠加原油成本支撑效应明显，烯烃价格提振，芳烃、成品油、部分煤化工产品价格坚挺；第二，原油环比四季度有小幅上涨，带来一定程度的原料库存收益。第三，春节因素对产品销量及收入有所影响。我们认为全年来看，原油将保持中高位震荡，PX及聚酯环节供需改善盈利有望持续较高水平，出行需求坚挺成品油盈利稳定，烯烃价差触底缓慢回升，整体盈利向好。

费用端，2024年一季度费用率稳定，销售费用率/管理费用率/财务费

用率同比-0.03pct/-0.01pct/+0.76pct。

● 积极推动项目建设，延链补链、降油增化

公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。报告期内，一批新项目、新装置陆续开车，包括浙石化年产 40 万吨 ABS 装置、年产 38 万吨聚酯装置、年产 27/60 万吨 PO/SM 装置、年产 10 万吨顺丁稀土橡胶共线年产 7 万吨镍系顺丁橡胶装置、年产 6 万吨溶聚丁苯橡胶装置、年产 30 万吨醋酸乙烯装置、年产 1000 吨/年 α -烯烃中试装置，永盛科技年产 25 万吨功能性聚酯薄膜扩建项目等均已实现投产。2024 年 1 月，公司公告拟投资金塘新材料项目，预计总投资 675 亿元，含 300 万吨/年催化裂解装置、60 万吨/年芳烃抽提联合装置、100 万吨/年 EVA 联合装置、20 万吨/年 POE 装置、40/25 万吨/年苯酚/丙酮装置、20 万吨/年 1,3-丙二醇装置、40/88 万吨/年 PO/SM 装置等。

对于炼化公司而言，我们认为在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。

● 投资建议

由于烯烃板块需求低于预期，我们下调公司盈利预测，预计荣盛石化 2024-2026 年归母净利润 36.41、90.27、119.57 亿元（2024-2025 年原值 84.04、106.13 亿元），EPS 0.36/0.89/1.18 元，对应 PE 为 31.18X/12.57X/9.49X。维持买入评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	325112	376673	468793	495572
收入同比 (%)	12.5%	15.9%	24.5%	5.7%
归属母公司净利润	1158	3641	9027	11957
净利润同比 (%)	-65.3%	214.4%	148.0%	32.5%
毛利率 (%)	11.5%	12.0%	13.0%	13.9%
ROE (%)	2.6%	7.6%	15.8%	17.4%
每股收益 (元)	0.12	0.36	0.89	1.18
P/E	86.25	31.18	12.57	9.49
P/B	2.36	2.37	1.99	1.65
EV/EBITDA	12.24	9.40	7.63	6.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	91327	137849	153654	155442
现金	13070	29421	30162	26345
应收账款	4738	8637	9713	9617
其他应收款	4510	5389	6708	7019
预付账款	1493	3314	4079	3583
存货	61734	88226	97364	102338
其他流动资产	5782	2862	5629	6539
非流动资产	283591	295064	313792	329921
长期投资	9184	9577	10239	10741
固定资产	219700	231890	247766	262567
无形资产	7129	7224	7419	7563
其他非流动资产	47579	46373	48368	49049
资产总计	374918	432913	467446	485363
流动负债	153062	196354	208469	204993
短期借款	44811	48281	51751	46751
应付账款	49744	96114	99359	100492
其他流动负债	58507	51959	57359	57750
非流动负债	127187	135854	143539	146407
长期借款	125180	133210	141241	144667
其他非流动负债	2008	2644	2298	1740
负债合计	280250	332208	352008	351400
少数股东权益	50333	52800	58468	65071
股本	10126	10126	10126	10126
资本公积	10825	10825	10825	10825
留存收益	23385	26954	36019	47941
归属母公司股东权益	44336	47905	56970	68892
负债和股东权益	374918	432913	467446	485363

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	28079	51942	34208	50409
净利润	1158	3641	9027	11957
折旧摊销	14721	16125	18075	19826
财务费用	8367	11371	12107	12469
投资损失	-460	-898	-968	-969
营运资金变动	4428	18341	-9307	916
其他经营现金流	-3405	-11337	23609	17250
投资活动现金流	-32287	-26927	-35744	-35111
资本支出	-32609	-28965	-35607	-36350
长期投资	21	-377	-645	-531
其他投资现金流	302	2415	508	1770
筹资活动现金流	1203	-8664	2277	-19115
短期借款	18441	3470	3470	-5000
长期借款	-5783	8031	8031	3426
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-11459	-20164	-9223	-17541
现金净增加额	-3972	16350	741	-3817

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	325112	376673	468793	495572
营业成本	287759	331407	407879	426729
营业税金及附加	22948	22308	29479	31831
销售费用	160	244	273	285
管理费用	909	1173	1364	1457
财务费用	8202	11175	11665	12017
资产减值损失	-122	0	0	0
公允价值变动收益	156	0	0	0
投资净收益	460	898	968	969
营业利润	1560	6273	14044	18239
营业外收入	3	6	4	4
营业外支出	11	10	12	11
利润总额	1553	6269	14037	18232
所得税	-51	160	-658	-327
净利润	1603	6108	14696	18560
少数股东损益	445	2467	5668	6603
归属母公司净利润	1158	3641	9027	11957
EBITDA	23864	30551	39409	45663
EPS (元)	0.12	0.36	0.89	1.18

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.5%	15.9%	24.5%	5.7%
营业利润	-72.3%	302.0%	123.9%	29.9%
归属于母公司净利润	-65.3%	214.4%	148.0%	32.5%
获利能力				
毛利率 (%)	11.5%	12.0%	13.0%	13.9%
净利率 (%)	0.4%	1.0%	1.9%	2.4%
ROE (%)	2.6%	7.6%	15.8%	17.4%
ROIC (%)	3.2%	4.6%	6.7%	7.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.7%	76.7%	75.3%	72.4%
净负债比率 (%)	296.0%	329.9%	304.9%	262.3%
流动比率	0.60	0.70	0.74	0.76
速动比率	0.18	0.24	0.25	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.87	1.00	1.02
应收账款周转率	68.62	43.61	48.26	51.53
应付账款周转率	5.78	3.45	4.11	4.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.36	0.89	1.18
每股经营现金流(薄)	2.77	5.13	3.38	4.98
每股净资产	4.38	4.73	5.63	6.80
估值比率				
P/E	86.25	31.18	12.57	9.49
P/B	2.36	2.37	1.99	1.65
EV/EBITDA	12.24	9.40	7.63	6.52

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。