

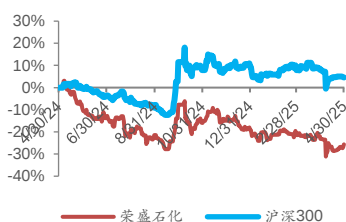
25Q1 业绩改善，在建项目陆续投产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-03

收盘价（元）	8.33
近 12 个月最高/最低（元）	11.56/7.72
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）	843
流通市值（亿元）	791

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 成本波动业绩承压，在建项目有序推进 2024-11-06
- 炼化盈利改善，股东增持彰显信心 2024-08-28
- 业绩同比改善，新材料快速放量 2024-05-05

主要观点：

● 事件描述

事件 1: 4 月 25 日，荣盛石化发布 2024 年报，实现营业收入 3264.75 亿元，同比+0.42%；实现归母净利润 7.24 亿元，同比-37.44%；实现扣非归母净利润 7.62 亿元，同比-7.06%。其中，第四季度实现营业收入 812.79 亿元，同比-5.56%，环比-3.18%；实现归母净利润-1.52 亿元，同比-114.49%，环比-912.03%；实现扣非归母净利润 0.74 亿元，同比-92.21%，环比+367.64%。

事件 2: 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报，第一季度实现营业收入 749.75 亿元，同比-7.54%，环比-7.76%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比+6.53%，环比+486.62%；实现扣非归母净利润 6.18 亿元，同比+30.28%，环比+736.04%。

● 25Q1 煤炭价格下行及地炼开工降低，公司盈利改善明显

2024 年，浙石化同比改善，中金石化亏损。2024 全年来看，公司盈利能力有所波动。浙石化是公司最大盈利来源，2024 全年实现营业收入 2617.48 亿元，净利润 35.42 亿元，净利润同比+159%。中金石化实现营业收入 266.69 亿元，净利润-12.49 亿元，同比转亏。分板块来看，炼油/化工/PTA/聚酯化纤板块分别实现毛利 207.06/165.62/-6.74/3.12 亿元，毛利率分别为 17.57%/13.60%/-1.36%/1.69%，同比-2.69/+3.44/-0.72/-1.52pct。全年来看，炼油化工行业受原油波动以及需求较弱影响，但公司灵活调整加工方案，优化生产工艺，提高产品收率，提高市场适应能力，实现了同比的盈利大幅增长。从具体产品来看，2024 年炼油板块受国内汽柴油需求达峰影响下行；化工板块在价格持续磨底后缓慢底部抬升，同比转好；PTA 板块供需矛盾较为严重，仍处于亏损状态；聚酯化纤板块需求略不及预期，但由于行业供给增加减少，整体相对稳健。

一季度盈利同比环比大幅改善。2025 年以来，山东地炼开工下降，成品油及炼油副产品供需边际改善，同时 PX 及部分 25Q1 烯烃产品价格价差环比修复；第二，25Q1 煤炭价格下滑，公司成本端压力减轻。我们认为全年来看，原油中枢同比下移，有利于炼化板块价差修复。

● 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前行，保障中长期成长性。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。

公司在新材料领域不断深耕和突破。2024 年，浙石化年产 1,000 吨 α -烯烃中试装置投产，为 POE 全产业链贯通奠定基础；10 万吨/年稀土顺丁橡胶装置试生产成功，标志着公司在绿色轮胎材料领域迈出重要一步；38 万吨/年聚酯装置产出合格产品，150 万吨多功能聚酯切片项目顺利投产，金塘新材料等项目有序推进，使得公司差异化、高端化、绿色化产品矩阵不断拓宽。

● 与沙特阿美强强联合，推动全球化布局

2023 年，沙特阿美战略入股荣盛石化总股本 10%加一股股份，奠定了双方深度合作基石。2024 年 1 月 2 日，荣盛石化与沙特阿美”签署了《谅解备忘录》，双方正在讨论荣盛石化拟收购沙特阿美全资子公司朱拜勒炼化公司的 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对荣盛石化全资子公司宁波中金石化不超过 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。公司与沙特阿美积极推进合作事宜。双方已就部分事项取得一致意见并于 2024 年 9 月 11 日在利雅得签署了《联合开发协议的框架协议》，共同推进联合开发协议，标志着双方合作有序推进。

● 控股股东持续增持公司股份，现金分红政策稳定

2022-2024 年，公司展开了三期股份回购计划，回购股份合计 5.53 亿股（占总股本 5.46%），斥资 69.88 亿元。2024 年，控股股东连续实施两期增持，累计增持约 16.93 亿元，控股股东通过增持股份以提振投资者信心、维护中小股东利益，同时进一步巩固控股地位，更好地支持公司未来持续、稳定、健康的发展。同时公司自上市十五年来始终保持稳定的现金分红政策，现金分红从未间断。近三年现金分红/归母净利润的比例达 64.93%，用行动兑现回报承诺。

● 投资建议

我们预计荣盛石化 2025-2027 年归母净利润 34.15、54.50、86.23 亿元（2025-2026 原值 34.80、51.14 亿元），对应 PE 为 24.70X/15.48X/9.78X。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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	326475	343610	387277	404587
收入同比 (%)	0.4%	5.2%	12.7%	4.5%
归属母公司净利润	724	3415	5450	8623
净利润同比 (%)	-37.4%	371.3%	59.6%	58.2%

毛利率 (%)	11.5%	13.0%	13.8%	15.4%
ROE (%)	1.7%	7.2%	10.4%	14.1%
每股收益 (元)	0.08	0.34	0.54	0.85
P/E	113.13	24.70	15.48	9.78
P/B	2.09	1.79	1.60	1.38
EV/EBITDA	11.59	4.27	3.29	2.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	78303	111502	154947	187758					
现金	14833	29287	68131	99867					
应收账款	6822	6886	7166	8016					
其他应收款	4346	4802	5314	5530					
预付账款	1355	1973	1832	1914					
存货	44567	60200	63406	62231					
其他流动资产	6380	8354	9098	10200					
非流动资产	299543	275669	255127	225624					
长期投资	9517	10159	10634	11117					
固定资产	232497	207737	183019	153835					
无形资产	8143	8956	9942	10879					
其他非流动资产	49386	48819	51533	49793					
资产总计	377846	387172	410074	413382					
流动负债	161556	170131	188568	179628					
短期借款	44091	52952	61812	56812					
应付账款	59033	64278	65857	70333					
其他流动负债	58432	52901	60898	52483					
非流动负债	121466	115861	110039	103863					
长期借款	119518	113796	108074	102373					
其他非流动负债	1948	2065	1965	1490					
负债合计	283022	285992	298607	283491					
少数股东权益	50965	54002	58819	68662					
股本	10126	10126	10126	10126					
资本公积	10820	10820	10820	10820					
留存收益	22914	26232	31704	40284					
归属母公司股东权益	43859	47177	52649	61229					
负债和股东权益	377846	387172	410074	413382					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	34609	51507	70947	85815					
净利润	724	3415	5450	8623					
折旧摊销	15230	44826	48852	55312					
财务费用	7412	10592	10635	10331					
投资损失	-163	-494	-433	-412					
营运资金变动	10377	-10501	1796	2303					
其他经营现金流	-8624	17585	8302	15977					
投资活动现金流	-31256	-21188	-28025	-25830					
资本支出	-31318	-20733	-27482	-26760					
长期投资	-6	-880	-713	-697					
其他投资现金流	68	424	169	1626					
筹资活动现金流	-1688	-15865	-4079	-28249					
短期借款	-720	8861	8861	-5000					
长期借款	-5661	-5722	-5722	-5702					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-6	0	0	0					
其他筹资现金流	4699	-19004	-7217	-17547					
现金净增加额	1457	14454	38843	31736					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	326475	343610	387277	404587					
营业成本	288991	298943	333645	342157					
营业税金及附加	24897	23559	27807	29215					
销售费用	193	194	213	230					
管理费用	977	986	1118	1180					
财务费用	7131	10370	10100	8663					
资产减值损失	-164	0	0	0					
公允价值变动收益	120	0	0	0					
投资净收益	163	494	433	412					
营业利润	2004	7088	11265	20236					
营业外收入	10	6	6	8					
营业外支出	109	45	55	69					
利润总额	1906	7049	11216	20174					
所得税	-220	597	950	1709					
净利润	2125	6452	10266	18466					
少数股东损益	1401	3038	4817	9842					
归属母公司净利润	724	3415	5450	8623					
EBITDA	24065	58925	66536	80350					
EPS (元)	0.08	0.34	0.54	0.85					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
成长能力									
营业收入	0.4%	5.2%	12.7%	4.5%					
营业利润	28.5%	253.6%	58.9%	79.6%					
归属于母公司净利润	-37.4%	371.3%	59.6%	58.2%					
获利能力									
毛利率 (%)	11.5%	13.0%	13.8%	15.4%					
净利率 (%)	0.2%	1.0%	1.4%	2.1%					
ROE (%)	1.7%	7.2%	10.4%	14.1%					
ROIC (%)	3.3%	4.3%	5.2%	7.3%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	74.9%	73.9%	72.8%	68.6%					
净负债比率 (%)	298.5%	282.7%	267.9%	218.3%					
流动比率	0.48	0.66	0.82	1.05					
速动比率	0.20	0.29	0.48	0.69					
营运能力									
总资产周转率	0.86	0.89	0.94	0.98					
应收账款周转率	47.86	49.90	54.04	50.47					
应付账款周转率	4.90	4.65	5.07	4.86					
每股指标 (元)									
每股收益	0.08	0.34	0.54	0.85					
每股经营现金流	3.42	5.09	7.01	8.48					
每股净资产	4.33	4.66	5.20	6.05					
估值比率									
P/E	113.13	24.70	15.48	9.78					
P/B	2.09	1.79	1.60	1.38					
EV/EBITDA	11.59	4.27	3.29	2.10					

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。