

荣盛石化 (002493.SZ) 炼化景气度回暖，公司盈利水平有望持续修复

2025年05月16日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

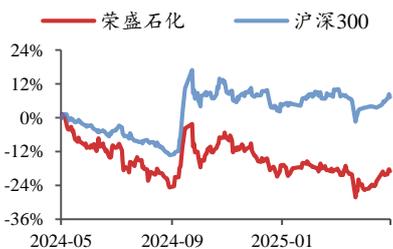
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790523120001

日期	2025/5/15
当前股价(元)	8.72
一年最高最低(元)	11.39/7.71
总市值(亿元)	882.95
流通市值(亿元)	828.25
总股本(亿股)	101.26
流通股本(亿股)	94.98
近3个月换手率(%)	13.66

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 炼化景气度回暖，公司 2025Q1 业绩进一步改善

原油裂解价差在 2024Q4 跌至低点，进入 2025 年价差企稳回升，公司业绩在 2025Q1 迎来明显改善。根据公司 2025 年一季报，公司实现归母净利润 5.88 亿元，环比增长 486.62%；实现扣非归母净利润 6.18 亿元，环比增长 736.04%。炼化行业景气度回暖，公司业绩在 2025 年一季度迎来大幅度环比改善。结合当前景气度和原油价格，我们下调 2025 年，新增 2026-2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3525.93 (-615.63) /3702.23/3887.34 亿元，归母净利润为 19.62 (-81.23) /41.20/62.62 亿元，EPS 为 0.19 (-0.81)、0.41、0.62 元，对应当前股价 PE 为 45.0、21.4、14.1 倍，维持“买入”评级。

● 燃料油政策频出或使得边际炼油产能逐步退出，公司优质资产价值逐步显现

据隆众资讯消息，2024 年 12 月，国务院关税税则委员会发布了《关于 2025 年关税调整方案的公告》，其中公告附表《进口商品暂定税率表》中显示：燃料油进口税率从 2025 年 1 月 1 日起调整为 3%，提升了 2 个百分点。此外，据钢联能化消息，2025 年 1 月起，燃料油消费税抵扣比例将由现行的全额抵扣（100%）下调至 50-60% 区间。在此背景下，以进口燃料油为原料生产汽柴油的地炼企业或将面临双重成本压力。据钢联数据，2025 年以来，山东独立炼厂产能利用率已降至 48% 左右。我们认为，伴随燃料油等相关政策的推出，行业边际产能或将逐步退出，产品盈利水平也有望随之得到逐步修复。

● 公司持续“补链强链”，不断完善产品矩阵、增强盈利能力

公司控股的浙石化炼化一体化能力全球领先，公司与阿美的战略合作进一步巩固了行业地位。在“补链强链”方面，2024 年浙石化 α 烯烃中试装置投产；稀土顺丁橡胶装置试生产成功；金塘新材料等项目有序推进，使得公司差异化、高端化产品矩阵不断拓宽。我们看好公司作为炼化龙头盈利水平将逐步修复，下游差异化化工品将进一步增强盈利能力。

● 风险提示：油价大幅波动、下游需求不及预期、项目投产进程不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	325,112	326,475	352,593	370,223	388,734
YOY(%)	12.5	0.4	8.0	5.0	5.0
归母净利润(百万元)	1,158	724	1,962	4,120	6,262
YOY(%)	-65.3	-37.4	170.8	110.0	52.0
毛利率(%)	11.5	11.5	11.5	11.7	13.0
净利率(%)	0.4	0.2	0.6	1.1	1.6
ROE(%)	1.7	2.2	3.7	7.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.07	0.19	0.41	0.62
P/E(倍)	76.2	121.9	45.0	21.4	14.1
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、炼化行业底部向上，景气度企稳回升	3
2、燃料油等相关政策频出，行业边际产能或将逐步退出	4
3、公司产业链布局完善，炼化龙头业绩修复、整装待发	5
4、盈利预测与投资建议	7
5、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

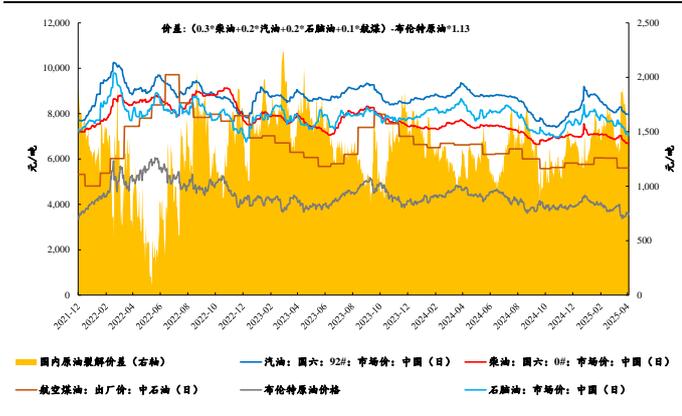
图表目录

图 1： 进入 2025 年原油裂解价差企稳回升	3
图 2： 2025 年乙烯-石脑油价差稳中向好	3
图 3： 丙烯-石脑油价差较 2025 年初上涨	3
图 4： PX-石脑油价差处于低位	3
图 5： 由于 PTA 较为过剩，PTA-PX 价差承压	4
图 6： 2025 年涤纶长丝 POY 价差表现尚可	4
图 7： 山东地炼原料构成多元化	5
图 8： 2025 年以来，山东独立炼厂产能利用率进一步下滑	5
图 9： 公司产品矩阵日益完善	6

1、炼化行业底部向上，景气度企稳回升

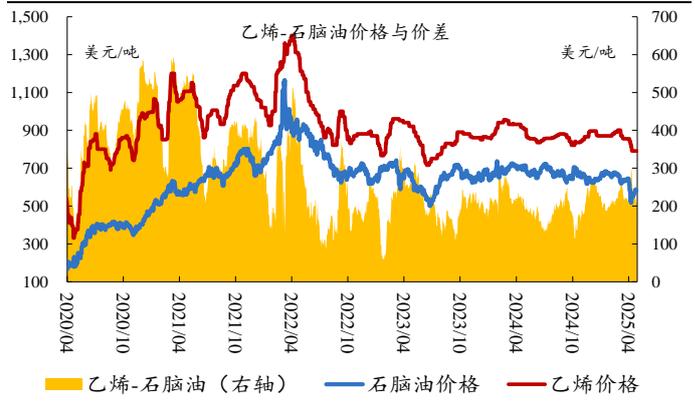
原油裂解价差在 2024Q4 跌至低点，进入 2025 年价差企稳回升。据我们测算，2024Q4 的平均原油裂解价差为 1,231 元/吨，2025Q1 平均价差为 1,452 元/吨，2025Q2 截至 4 月 23 号的平均价差为 1,654 元/吨，呈现逐季度环比改善态势，当前炼化行业景气度企稳回升。烯烃价差同样有所回暖，截至 4 月 25 日，乙烯-石脑油价差为 202 美元/吨，较 2025 年 1 月初变化不大；丙烯-石脑油价差为 197 元/吨，而在 2025 年 1 月初价差为 160-170 美元/吨，涨幅约为 20-30 美元/吨左右。

图1：进入 2025 年原油裂解价差企稳回升



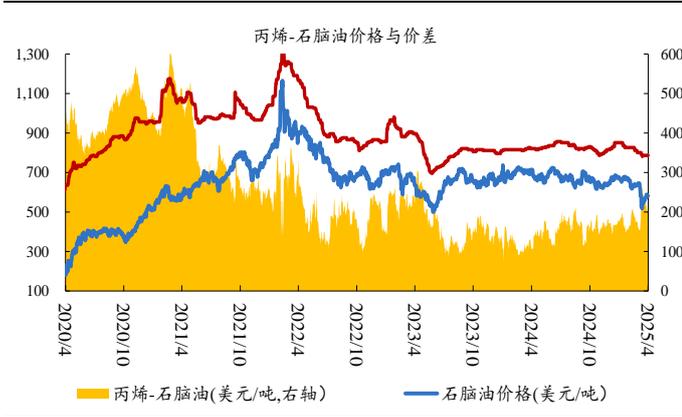
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年乙烯-石脑油价差稳中向好



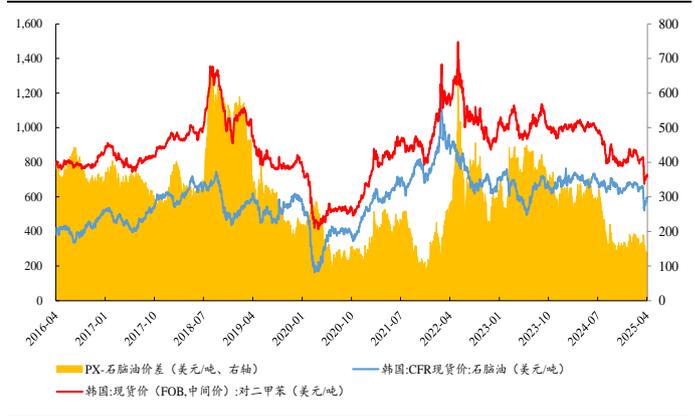
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：丙烯-石脑油价差较 2025 年初上涨



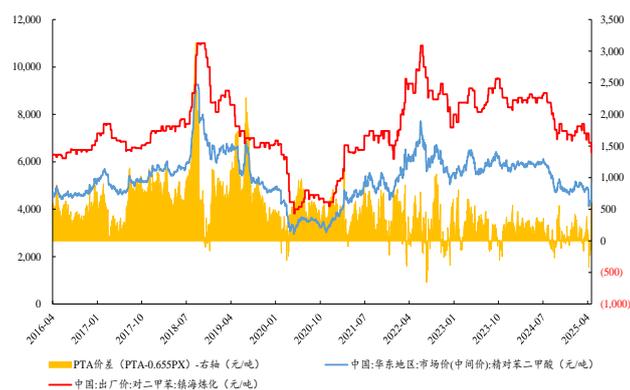
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：PX-石脑油价差处于低位

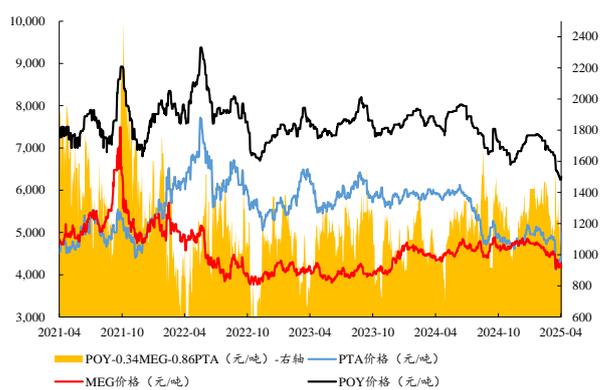


数据来源：Wind、开源证券研究所

PX-石脑油价差尚未恢复，PTA 价差承压，涤纶长丝价差在 2025Q1 保持良好。截至 4 月 25 日，PX-石脑油价差为 137.40 美元/吨，处于历史低位，当前价差下行业效益较为承压，据百川盈孚，2025 年 4 月 PX 的生产利润依旧处于理论亏损状态。目前石脑油价格较为坚挺，PX 价格有所下滑，PX-石脑油价差进一步向下压缩。PTA 由于行业过剩，价差长期承压，截至 2025 年 4 月 28 日的 PTA 全年平均价差为 109 美元/吨，尚处于亏损状态。相较于 PX 和 PTA，芳烃产业链终端产品涤纶长丝价差和盈利能力表现良好，截至 2025 年 4 月 28 日，POY 全年平均价差为 1,293 元/吨。

图5：由于 PTA 较为过剩，PTA-PX 价差承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年涤纶长丝 POY 价差表现尚可


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、燃料油等相关政策频出，行业边际产能或将逐步退出

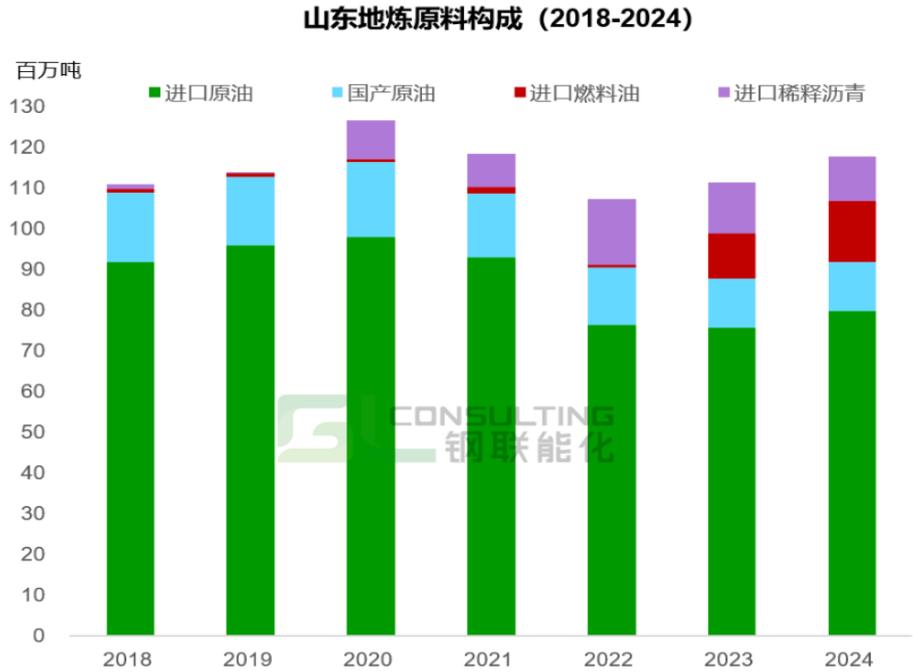
据隆众资讯消息，2024 年 12 月，国务院关税税则委员会发布了《关于 2025 年关税调整方案的公告》，其中燃料油的相关定义、税则号以及关税税率均有调整。其中该公告附表《进口商品暂定税率表》中显示：燃料油进口在此之前执行的暂定税率为 1%，现从 2025 年 1 月 1 日起调整为 3%，提升了 2 个百分点。依次粗略计算燃料油的进口成本，约增加 80 元/吨。在此背景下，对进口燃料油依赖性比较强的企业来讲，其加工成本预计进一步增加，从而挤压其经营利润，经营状况也更为艰难。

此外，据钢联能化消息，2025 年 1 月起，燃料油消费税抵扣比例将由现行的全额抵扣（100%）下调至 50-60% 区间。预计该政策更多的将影响使用较多燃料油（国产及进口）及稀释沥青作为原料的地炼，并使这部分税费成本上升 450~600 元/吨。

同时，据隆众资讯及海关数据最新显示，2025 年 3 月全国燃料油进口仅 138.26 万吨，环比再跌 57.12 万吨，降幅 29.24%，同比跌幅达到 50% 以上，月度进口量更是创下自 2023 年 2 月以来的近 26 个月新低。2025 年 Q1 全国燃料油进口总计 521.85 万吨，同比下降近 300 万吨，降幅达到 35%。

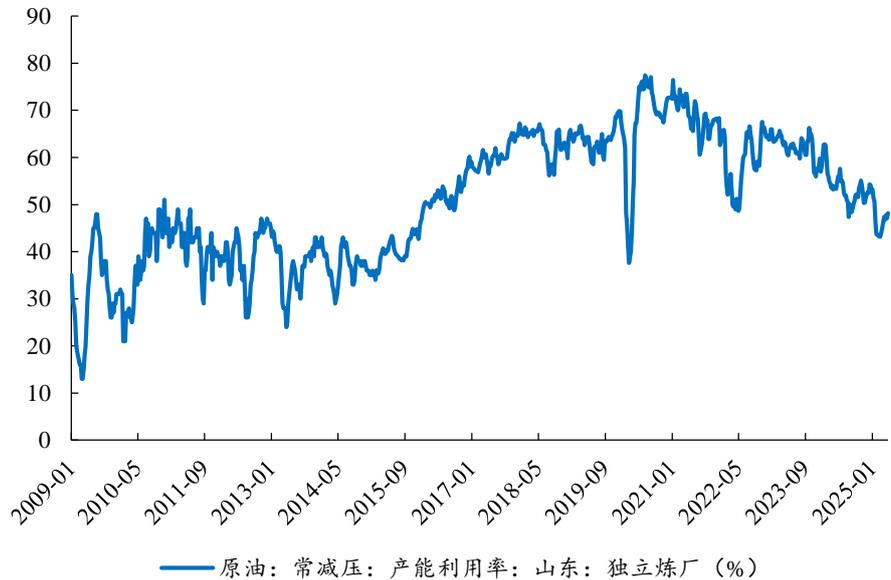
在此背景下，以进口燃料油为原料生产汽柴油的地炼企业或将面临双重成本压力。据钢联数据，2025 年以来，山东独立炼厂产能利用率进一步下滑，截至 4 月下旬，已降至 48% 左右。我们认为，伴随燃料油等相关政策的推出，行业边际产能或将逐步退出，产品盈利水平也有望随之得到逐步修复。

图7：山东地炼原料构成多元化



资料来源：钢联能化公众号

图8：2025 年以来，山东独立炼厂产能利用率进一步下滑



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

3、公司产业链布局完善，炼化龙头业绩修复、整装待发

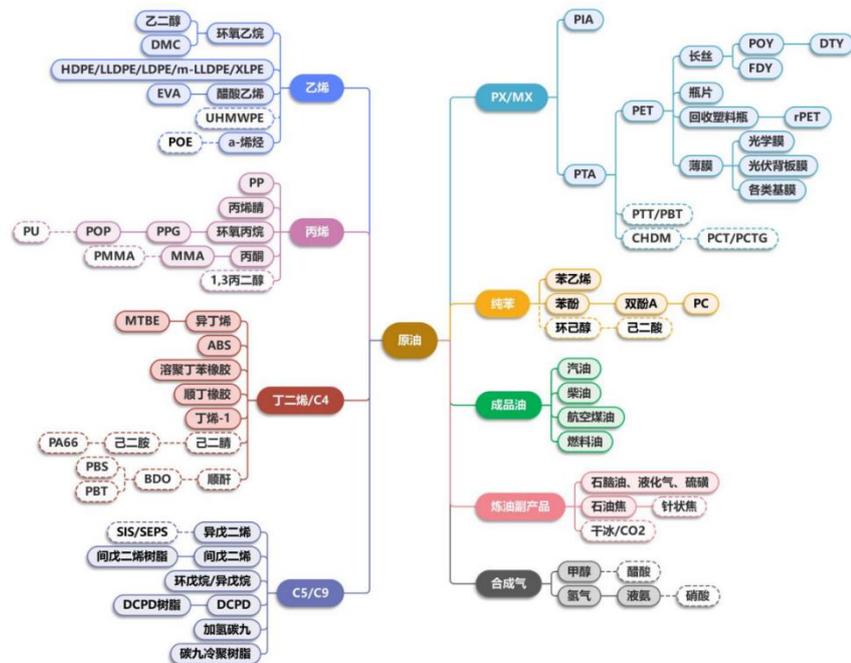
荣盛石化是中国以及亚洲重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商。公司控股的浙石化炼化一体化项目，具备年加工 4000 万吨原油、880 万吨对二甲苯 (PX) 及 420 万吨乙烯的能力，炼化一体化率全球领先。此外，公司

与阿美的战略合作进一步巩固了行业地位。自 2023 年沙特阿美战略入股以来，双方在原油采购、原料供应、技术合作及海外市场拓展等领域深化协同。2024 年，公司与沙特阿美深化股权合作，联合开发中金石化和 SASREF 的扩建工程，全球化布局进一步强化。在“补链强链”方面，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；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。公司全产业链布局，产品矩阵日臻完善。

图9：公司产品矩阵日益完善



目前主要产品如下图所示：



资料来源：荣盛石化 2024 年年报

根据公司 2025 年一季报，公司实现归母净利润 5.88 亿元，环比增长 486.62%；实现扣非归母净利润 6.18 亿元，环比增长 736.04%。炼化行业景气度回暖，公司产品矩阵不断扩宽，成本端控制能力持续优化，公司业绩在 2025 年一季度迎来大幅度环比改善。

4、盈利预测与投资建议

结合当前原油价格、炼化景气度和主营产品价格，我们下调 2025 年，新增 2026-2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3525.93(-615.63)/3702.23/3887.34 亿元，归母净利润为 19.62 (-81.23)/41.20/62.62 亿元，EPS 为 0.19 (-0.81)、0.41、0.62 元，对应当前股价 PE 为 45.0、21.4、14.1 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

- (1) 油价大幅波动，公司成本端会产生波动，影响库存损益和产品价差。
- (2) 下游需求不及预期，公司终端产品需求与宏观经济环境关联较大，需求不振或对公司产品销量和价格造成影响。
- (3) 项目投产进程不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	91327	78303	108492	73252	146384
现金	13070	14833	17419	21251	47047
应收票据及应收账款	4738	6822	8849	7606	9672
其他应收款	4510	4346	5219	4824	5721
预付账款	1493	1355	1721	1508	1883
存货	61734	44567	68904	31683	75682
其他流动资产	5782	6380	6380	6380	6380
非流动资产	283591	299543	312468	313151	309160
长期投资	9184	9517	10050	10982	11715
固定资产	219700	232497	247795	251338	249836
无形资产	7129	8143	8778	9208	9768
其他非流动资产	47579	49386	45846	41622	37840
资产总计	374918	377846	420960	386402	455544
流动负债	153062	161556	199287	160271	227018
短期借款	44811	44091	38286	38389	41394
应付票据及应付账款	53940	62237	101586	66464	111091
其他流动负债	54312	55228	59415	55418	74533
非流动负债	127187	121466	123162	120859	112355
长期借款	125180	119518	121215	118911	110407
其他非流动负债	2008	1948	1948	1948	1948
负债合计	280250	283022	322449	281129	339373
少数股东权益	50333	50965	52689	56343	61866
股本	10126	10126	10126	10126	10126
资本公积	10825	10820	10820	10820	10820
留存收益	29834	29601	31957	36447	43348
归属母公司股东权益	44336	43859	45821	48929	54306
负债和股东权益	374918	377846	420960	386402	455544

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	28079	34609	46566	20309	41068
净利润	1603	2125	3687	7774	11785
折旧摊销	14696	15206	13298	14540	15394
财务费用	8202	7131	6106	5827	5299
投资损失	-460	-163	-359	-678	-485
营运资金变动	4251	10420	24042	-6928	9325
其他经营现金流	-213	-111	-208	-228	-250
投资活动现金流	-32287	-31256	-25746	-14438	-10789
资本支出	32643	31582	25690	14290	10671
长期投资	2	-6	-533	-933	-733
其他投资现金流	354	332	477	785	615
筹资活动现金流	1203	-1688	-18234	-2040	-4483
短期借款	18441	-720	-5805	104	3005
长期借款	-7818	-5661	1696	-2304	-8504
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-9424	4699	-14125	160	1015
现金净增加额	-3972	1457	2586	3832	25796

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	325112	326475	352593	370223	388734
营业成本	287759	288991	312045	326907	338199
营业税金及附加	22948	24897	25739	26286	28378
营业费用	160	193	212	222	233
管理费用	909	977	1058	1111	1166
研发费用	6555	5101	7052	6294	7775
财务费用	8202	7131	6106	5827	5299
资产减值损失	-122	-164	0	0	0
其他收益	2589	2872	2731	2801	2766
公允价值变动收益	156	120	108	99	121
投资净收益	460	163	359	678	485
资产处置收益	4	17	9	9	10
营业利润	1560	2004	3679	7283	11186
营业外收入	3	10	7	6	7
营业外支出	11	109	35	42	49
利润总额	1553	1906	3652	7247	11143
所得税	-51	-220	-35	-527	-641
净利润	1603	2125	3687	7774	11785
少数股东损益	445	1401	1724	3654	5522
归属母公司净利润	1158	724	1962	4120	6262
EBITDA	26834	27227	23056	27614	31836
EPS(元)	0.11	0.07	0.19	0.41	0.62

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.5	0.4	8.0	5.0	5.0
营业利润(%)	-72.3	28.5	83.6	97.9	53.6
归属于母公司净利润(%)	-65.3	-37.4	170.8	110.0	52.0
获利能力					
毛利率(%)	11.5	11.5	11.5	11.7	13.0
净利率(%)	0.4	0.2	0.6	1.1	1.6
ROE(%)	1.7	2.2	3.7	7.4	10.1
ROIC(%)	5.1	5.4	4.2	5.8	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	74.7	74.9	76.6	72.8	74.5
净负债比率(%)	198.0	197.5	175.2	164.9	128.7
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	54.8	56.5	45.0	45.0	45.0
应付账款周转率	4.8	5.3	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.07	0.19	0.41	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.42	4.60	2.01	4.06
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.33	4.53	4.83	5.36
估值比率					
P/E	76.2	121.9	45.0	21.4	14.1
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.2	12.0	13.6	11.5	9.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn