



民营炼化龙头，打造海内外双循环

荣盛石化（002493.SZ）

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025年11月15日

- 分析师：张伟保
- SAC编号：S1050523110001
- 联系人：高铭谦
- SAC编号：S1050124080006

研究创造价值

内扩炼化版图，外引国际战投：

历经30载耕耘，荣盛石化完成了由“一根丝”到“一滴油”，再到平台型新材料企业的不断成长跨越。2023年3月，公司以高溢价率向沙特阿美转让10%股权，就原油采购、原料供应、化学品销售等方面与沙特阿美达成战略合作。

依托浙石化，构筑石化护城河：

公司旗下浙江石化拥有4000万吨炼能，是全球单体规模最大的炼化一体化项目，规模优势是其最坚固的护城河。浙江石化下游集成芳烃、乙烯、PTA、EVA等，产业链深度、广度兼备。

两国四基地双循环，打开成长空间：

公司未来最核心的增量在于海外，与沙特阿美合资开发SASREF炼厂二期，双方旨在构建两国四基地双循环。未来有望依靠沙特朱拜勒工业园区的工业成本优势和四基地物料循环利用增厚利润，同时借助海外炼厂的区位优势打开成长空间。

公司业绩预测和投资评级：

公司是中国民营大炼化龙头企业之一，一体化优势稳固。向内深化规模护城河，向外打造两国四基地双循环。当前公司受到石化产品不景气影响，业绩承压。随着石化产业的底部反转，公司盈利能力有望持续修复。预测公司 2025-2027年归母净利润分别为 26.09、40.82、54.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 41.4、26.4、19.8 倍，给予“买入”投资评级。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	326,475	332,345	355,778	370,421
增长率（%）	0.4%	1.8%	7.1%	4.1%
归母净利润（百万元）	724	2,609	4,082	5,440
增长率（%）	-37.4%	260.1%	56.5%	33.3%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.26	0.41	0.54
ROE（%）	0.8%	2.6%	3.6%	4.3%

资料来源：wind，华鑫证券研究

市场竞争加剧；

项目建设进度不及预期；

产品价格波动；

原材料价格波动；

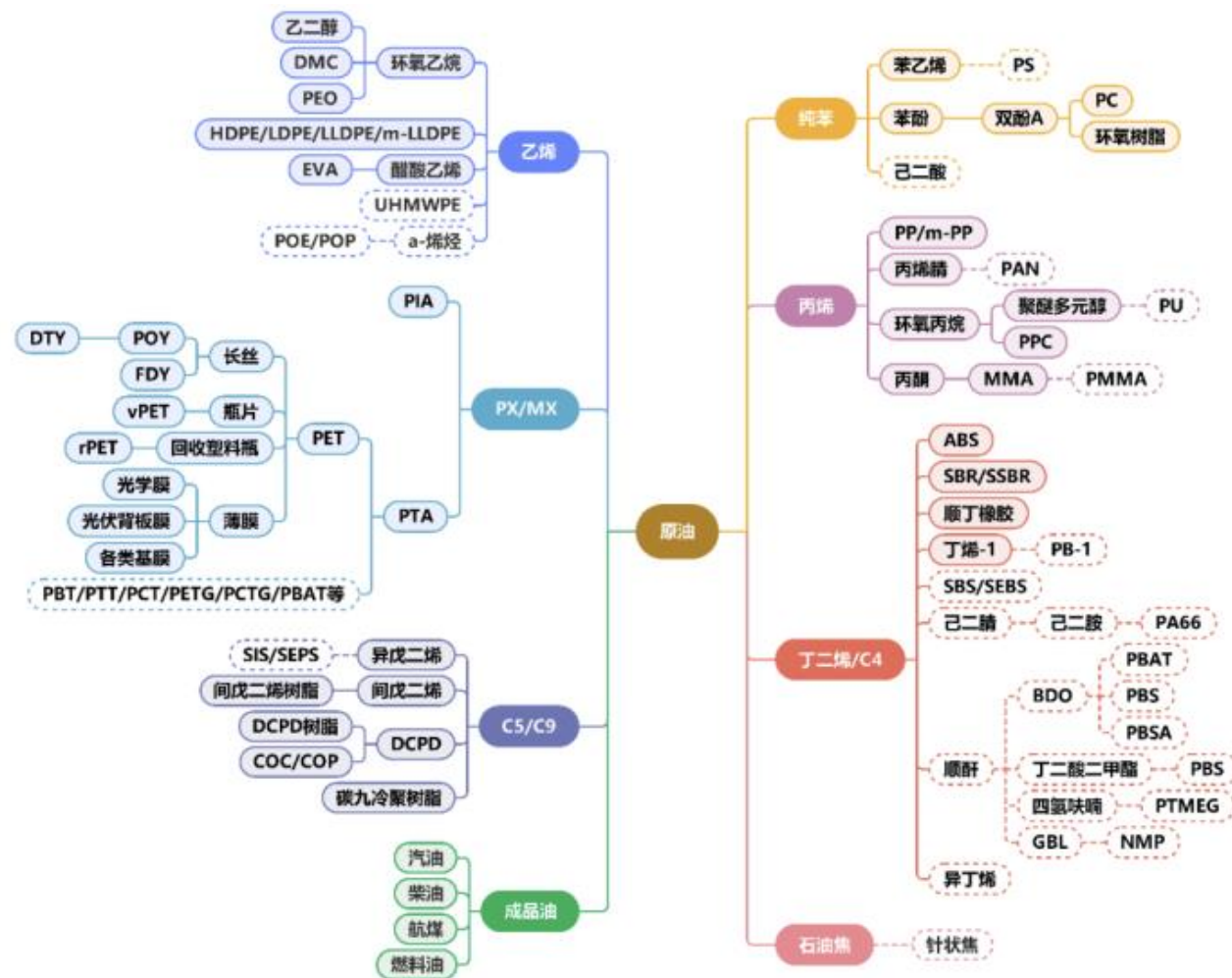
下游需求复苏不及预期。

01 从一根丝到一滴油

研究创造价值

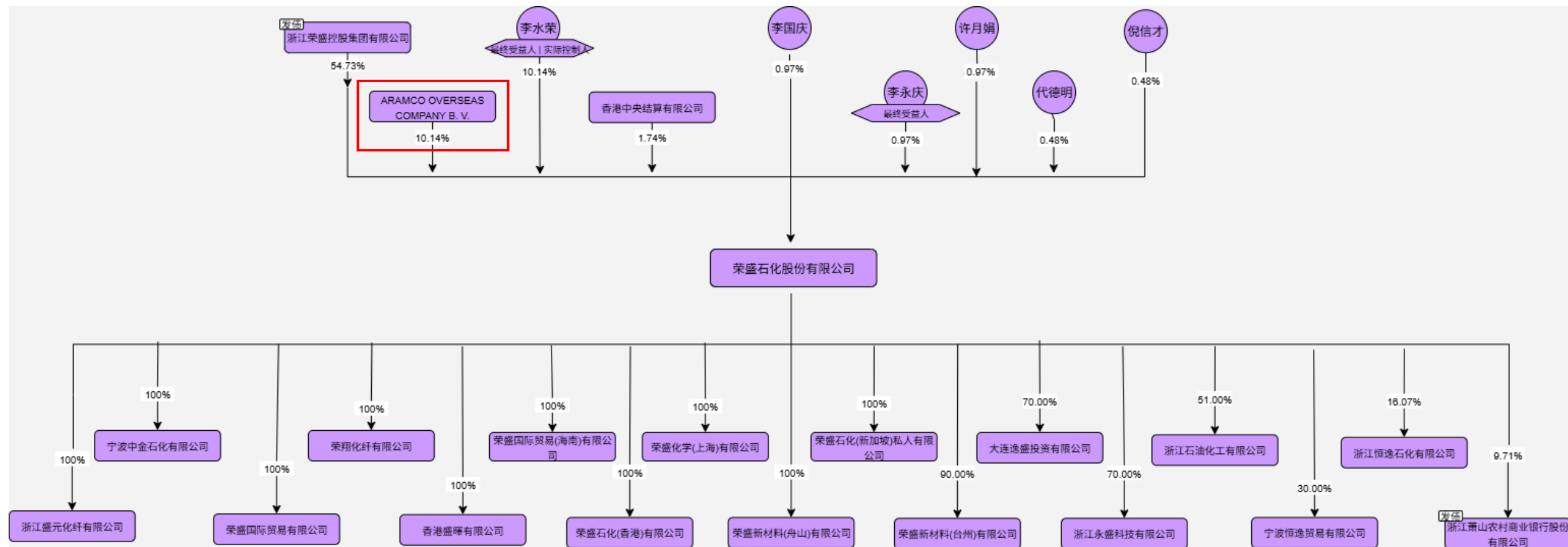
- 2010年11月，荣盛石化在深圳证券交易所上市挂牌交易，历经30载耕耘，荣盛石化完成了由“一根丝”到“一滴油”，再到平台型新材料企业的不断成长跨越。目前公司已布局从炼化、芳烃、烯烃到下游的精对苯二甲酸（PTA）、乙二醇（MEG）及聚酯（PET，含瓶片、薄膜）、涤纶丝（POY、FDY、DTY）完整产业链。
- - 1995年，公司前身萧山市荣盛纺织有限公司成立，开始实施以织造为主、涤纶加弹为辅的生产经营策略。
- - 1997年，公司前瞻性地从日本引进先进的PET切片纺涤纶长丝及加弹设备，实现从传统纺织业向上游化纤行业的转型。
- - 2002年，年产20万吨聚酯及直纺长丝项目建成投产，主业架构由PET切片纺长丝及加弹向聚酯、熔体直纺长丝、加弹一体化生产转变。
- - 2003年，公司通过投资逸盛石化成功切入PTA领域。
- - 2019年，公司控股子公司浙石化4,000万吨/年炼化一体化项目（一期）投产。2022年初，该项目全面投产。浙江石化一举成为全球最大单体炼厂。

图表：荣盛石化主要产品布局



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表：荣盛石化股权结构



- 公司股权结构合理，子公司业务分配清晰。公司拥有浙石化、中金石化、海南逸盛、逸盛大化、盛元化纤等全资或参股子公司，打造全球超大型一体化炼化基地，完备上下游配套，并不断提升完善新能源及新材料产业链。
- 引进沙特阿美战投，沙特阿美高溢价取得公司10%股权，彰显国际巨头对公司的认可。

资料来源：ifind，华鑫证券研究

- 据荣盛石化公告，2023年3月27日，公司与沙特阿美确定建立战略合作关系。沙特阿美全资子公司AOC以24.3元/股的价格受让荣盛控股所持的荣盛石化10.13亿股股份，总价约246亿元，成为其大股东，并签订《战略合作协议》。此外，荣盛石化及下属子公司与沙特阿美及其关联方签署了《原油采购协议》、《救济契据》、《母公司担保》、《ATS框架协议》、《原料供应框架合同》、《化学品框架协议》、《精炼和化工产品框架协议》、《原油储存框架协议》、《技术分享框架协议》等一揽子协议，双方就原油采购、原料供应、化学品销售、精炼化工产品销售、原油储存及技术分享等方面进行合作。
- 1、《原油采购协议》：沙特阿美、浙石化和荣盛石化（新加坡）私人有限公司将签订一份原油采购协议（COSA），关于沙特阿美向浙石化供应承诺数量为每天四十八万（480,000）桶的阿拉伯原油，供浙石化位于中国浙江省舟山市的炼油厂加工，采购价格基于公开原油市场指标确定；协议初始固定期限为二十（20）年，后续以五（5）年为期延长，除非根据协议约定另行终止；各方将同时签订包括救济契据以及母公司担保（PCG）在内的相关协议。
- 2、《ATS框架协议》：Aramco Trading Singapore Pte. Ltd（ATS，阿美新加坡贸易公司）和荣盛新加坡将签订框架协议，主要内容为在COSA有效期内，除COSA项下的原油供应外，ATS可向荣盛新加坡额外供应至多八万（80,000）桶/日的阿拉伯和/或非阿拉伯原油，该协议系有待各方进一步商谈和确认的框架性安排。
- 3、《原油储存框架协议》：浙石化或其关联方向沙特阿美提供位于舟山市的指示性容量为300万立方米的原油储罐及相关设施；（a）沙特阿美或其关联方将储罐中的原油库存维持在150万公吨的指示性最低水平，并承担相应的补足义务；（b）如果储罐的原油库存低于150万公吨，沙特阿美或其关联方应在出现短缺之日起42天内将库存补充至少150万公吨；（c）且如果储罐的库存低于75万公吨，储罐的原油不得供应给除浙石化以外的任何客户。该协议系框架性安排。

沙特阿美战略入股，荣盛方案走向世界

- 沙特阿美与荣盛石化正在积极推进SASREF炼厂战略合作。2024年11月19日，双方签署《开发框架协议》，旨在推进位于沙特阿拉伯朱拜勒工业区的SASREF扩建项目。该项目将以减油增化为目标，整合现有炼厂设施，提升石化产品产能以满足市场需求。
- 股权结构：4月22日，荣盛石化和沙特阿美签署了《合作框架协议》，主要内容为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。
- 项目进展：公司与沙特阿美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，用于规范SASREF联合开发扩建项目所需的联合活动的执行。2024年11月19日荣盛石化(新加坡)有限公司与沙特阿美，及其子公司沙特阿美朱拜勒炼化公司（“SASREF”），于中国北京签署了一项《开发框架协议》，项目正式进入联合开发阶段。

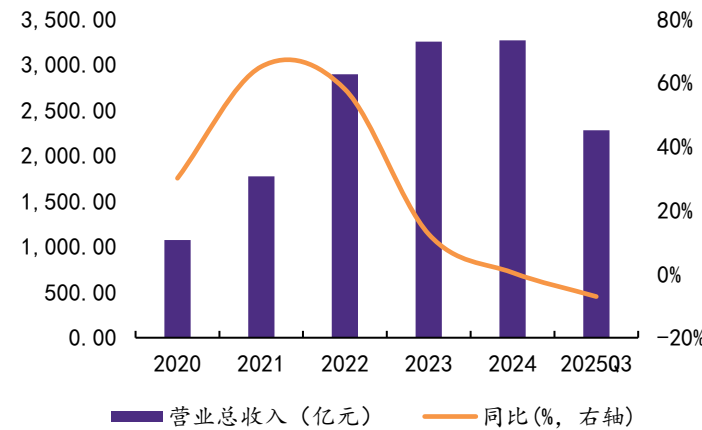
图表：两国四基地大循环构想



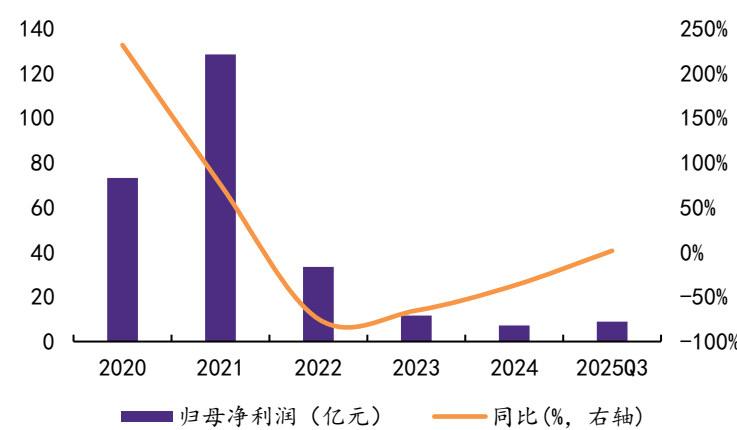
资料来源：兰图绘，华鑫证券研究

- 两国四基地协同构想。通过战略入股及子公司股权互换，沙特阿美将获得成熟的4000万吨级单体炼厂管理运营经验，用于植入和扩建大SASREF炼厂。
- 荣盛石化则可以获得珍贵的海外权益炼能和沙特在政策、资源、原材料等方面的倾斜。基于上述合作，沙特阿美与荣盛石化意图打造两国四基地协同来最大化效益并拓宽市场准入。

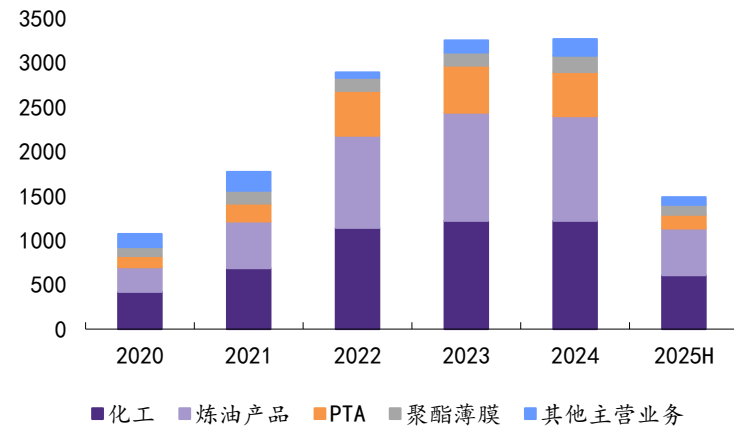
图表：公司营收（亿元）及同比（%，右轴）



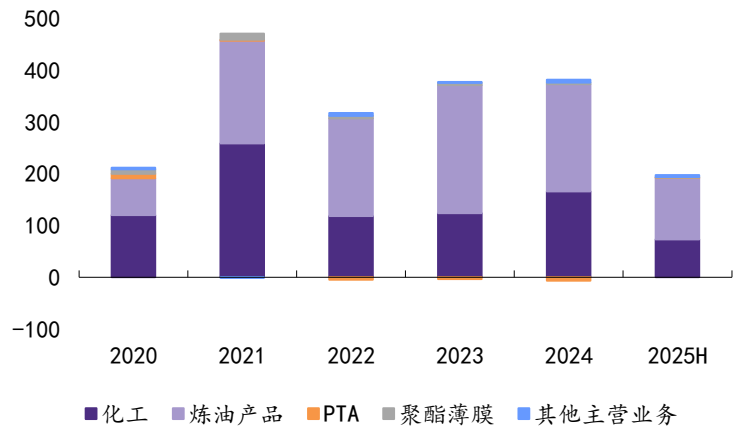
图表：公司归母净利润（亿元）及同比（%，右轴）



图表：公司营收分产品（亿元）

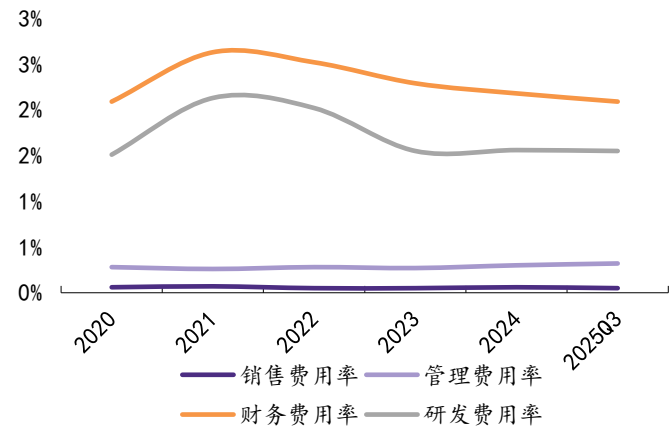


图表：公司毛利分产品（亿元）

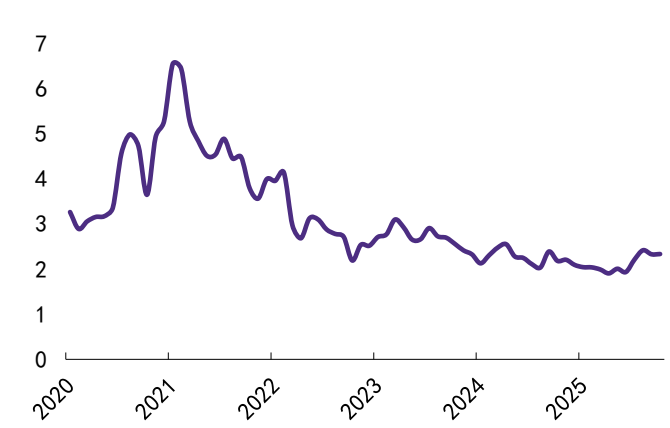


资料来源：wind，华鑫证券研究

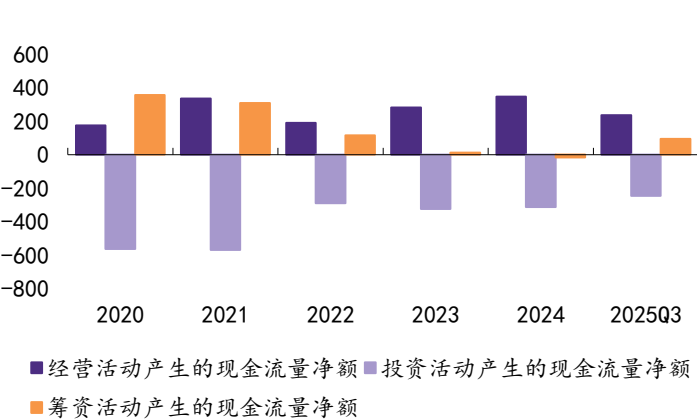
图表：公司各项费用率（%）



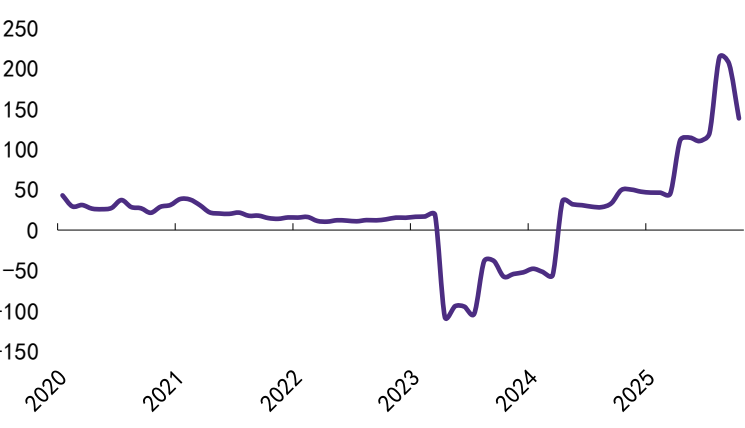
图表：公司PB倍率



图表：公司现金流情况（亿元）



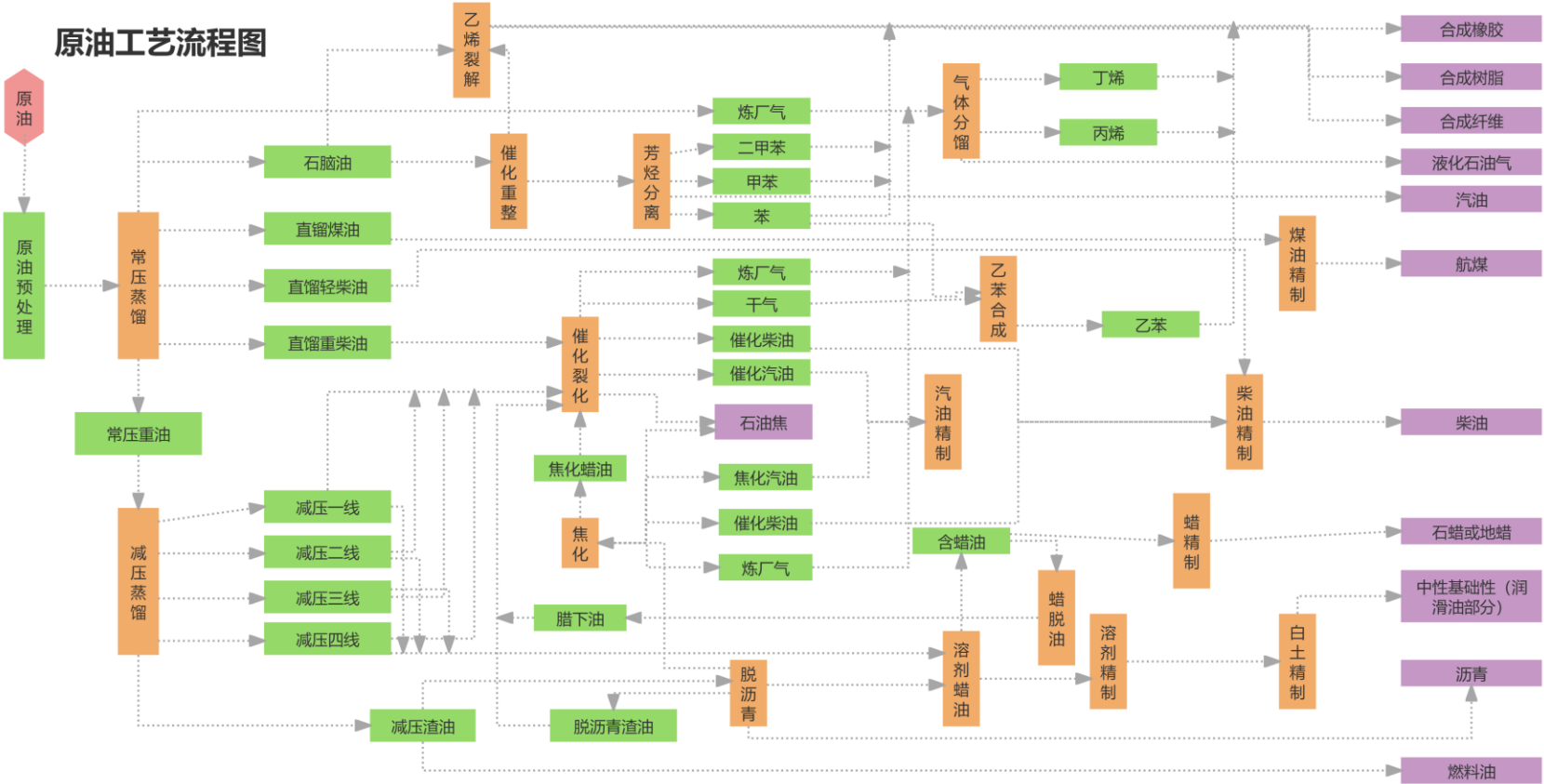
图表：公司PE倍率



资料来源：wind，华鑫证券研究

02 炼化：产能扩张， 一体化重要性凸显

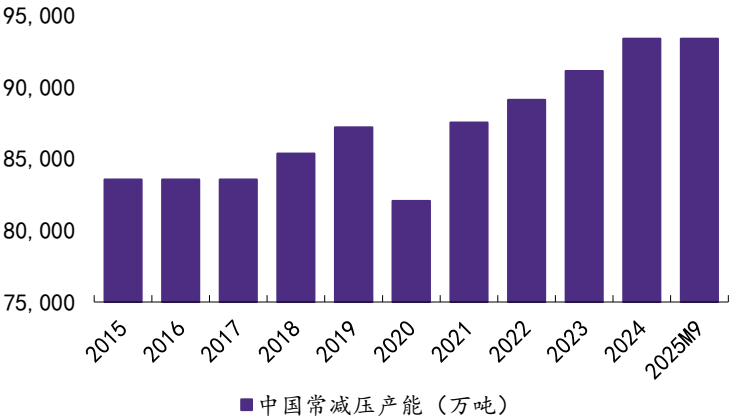
图表：原油工艺流程图



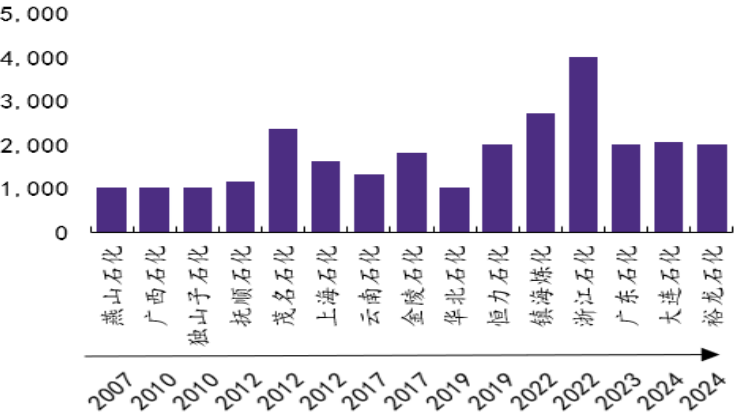
- 原油经过炼化导向我们日常生活中大部分石化产品，例如成品油、沥青、焦炭（石油焦）、液化气、合成纤维等。因此在国民经济中占有相当重要的战略地位。
- 原油的炼化主要包括七大工艺：
- 常减压蒸馏：分离馏分
 - 催化裂化：重油轻质化
 - 延迟焦化：裂解产生油气和焦炭
 - 加氢裂化：重油轻质化
 - 溶剂脱沥青：提取沥青质等重质馏分
 - 加氢精制：去除杂质
 - 催化重整：微调增加汽油的辛烷值和产量

资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

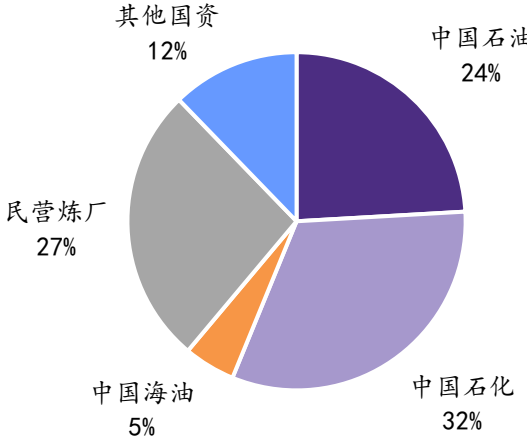
图表：我国常减压装置产能规模



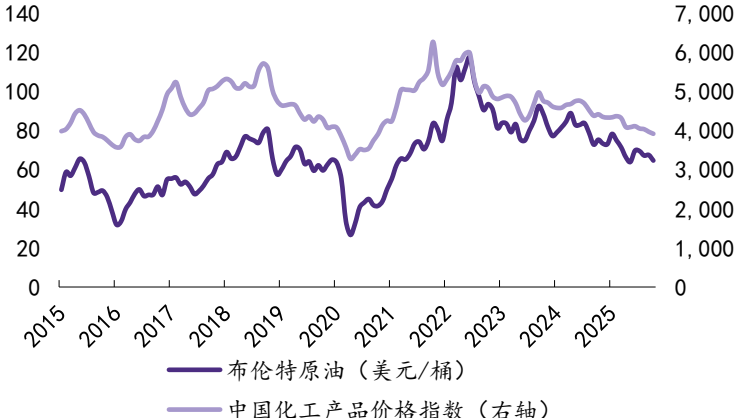
图表：近年投产的炼厂及炼能规模（万吨）



图表：我国常减压装置产能构成



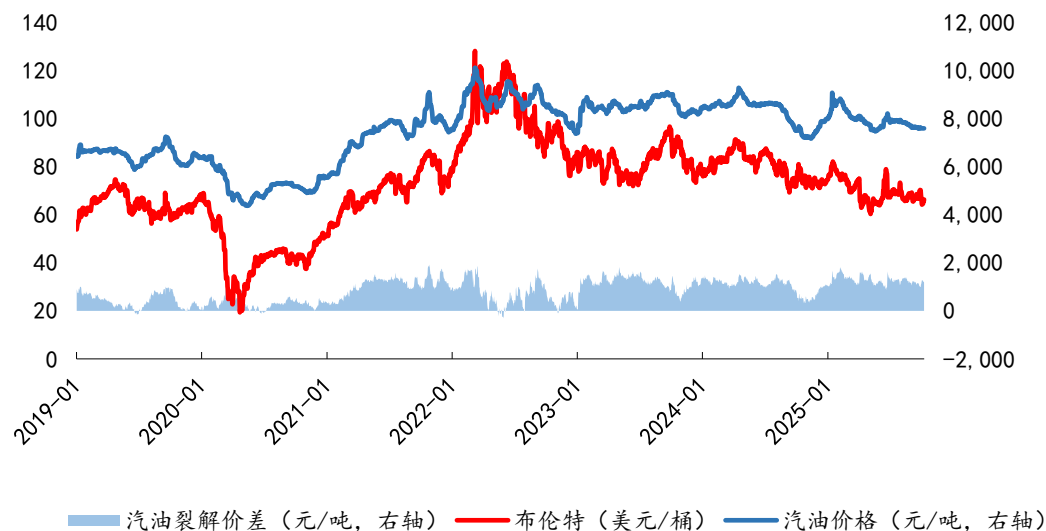
图表：我国化工产品价格指数对比原油



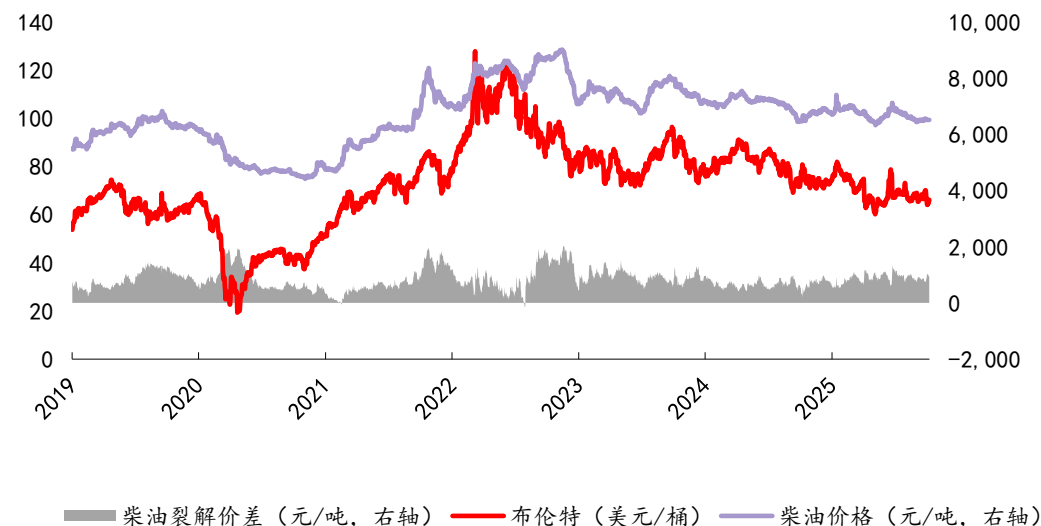
- 我国常减压产能呈现逐年增长态势，目前我国常减压产能达到9.34亿吨。2019年以来，民营资本入局带来了新的产能增量，民营大炼化以其大产能、一体化、高效管理等优势倒逼整个行业进行装置升级换代和产能扩张。目前民营大炼化在行业内占比达到27%，仅次于中石化。
- 增量有限，先进存量产能重要性凸显。未来三年内，新增产能仅有华锦阿美1500万吨、塔河炼化350万吨和古雷炼化二期1600万吨。
- 一体化重要性凸显。炼化下游产品价格随油价逐年下跌，对炼厂的成本控制提出了更高要求。大规模一体化炼厂通过密集布局上下游产能实现联合生产，天然具备更低综合成本。

资料来源：根据wind、百川盈孚、流程工业等公开信息整理，华鑫证券研究

图表：汽油裂解价差



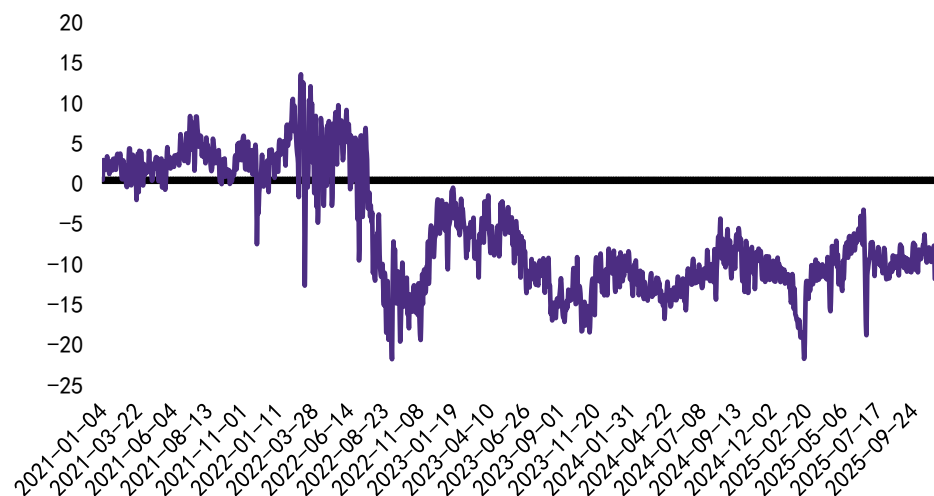
图表：柴油裂解价差



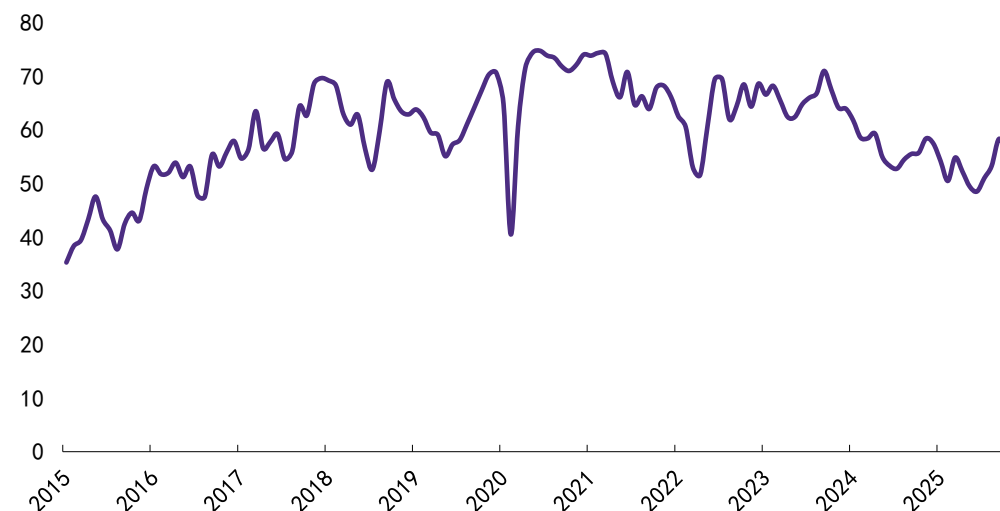
- 裂解价差逐步回升，炼厂利润有望迎来边际改善。从历史上看，汽油、柴油价格基本跟随原油价格走势并略微滞后，而裂解价差与原油价格呈现反向联动关系，即低油价带来高价差。国际油价经历了俄乌冲突和巴以冲突两轮高潮后，目前进入震荡下行期，汽油、柴油裂解价差有望出现边际改善。

资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表：炼厂理论日度毛利润（美元/吨）



图表：山东地炼开工率（%）



- 年内炼厂平均利润显著回升。随着油价下降，炼厂理论炼油利润在年内逐步走高。
- 终端需求不振，开工率低迷。在我国柴油消费提前“达峰”，汽油受电动车替代与出行方式变化影响增速放缓的背景下，年内炼厂库存持续高位，地炼、国企、民营等均主动降负荷，导致开工率低迷。

资料来源：百川盈孚、wind，华鑫证券研究

- 2025年6月23日，工信部、国家发展改革委等五部委联合印发《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》。
 - 《通知》指出要全面摸清石化、化工行业运行 20 年以上或已达到设计使用年限的老旧装置底数，建立更新改造台账，防范重大安全环境风险，推动行业“反内卷”和高质量发展。
 - 主要目标是为 2025 年底前全国炼油能力控制在 10 亿吨以内提供数据支撑。

- 2025 年 9 月底，工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、供销合作总社等七部门联合印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026年）》
 - 方案提出 2025—2026 年行业增加值年均增长 5% 以上，推动行业向高端化、绿色化、数字化、安全化方向转型，核心举措可概括为“控制新增产能、扩大有效投资、拓展市场需求、优化发展载体”四大方向。

03 浙石化+SASREF双 擎共振

研究创造价值

➤ 浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目位于舟山绿色石化基地内，项目规划总面积 41 平方公里，总投资 1730 亿元，生产国 VI 汽柴油、航煤、对二甲苯(PX)、高端聚烯烃、聚碳酸酯石化产品。项目一次性规划、分两期实施:一期年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨，已于 2019 年建成投产;二期新增年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 660 万吨、年产乙烯 140 万吨，于 2022 年初全面投产。

图表：浙江石化重大事件

时间节点	事件	备注
2015-06	浙江石油化工有限公司注册成立	项目法人主体设立
2017-05	海底原油管线防腐合同签订	3PE 防腐+混凝土配重
2017-06	海水淡化 EPC 合同签订	国内石化最大海水淡化装置（10 万吨/日）
2017-07	一期主体工程正式打桩	建设期起点
2017-11	首台 1 000 万吨常减压电脱盐罐到厂吊装	标志项目全面进入设备安装阶段
2018-09	一期配套码头环评获批	多用途、干散货、液化工、油品 4 类码头
2019-12	一期全流程打通并产出合格产品	2000 万吨/年炼油、520 万吨芳烃、140 万吨乙烯一次开车成功
2020-11	二期常减压装置投产仪式举行	二期进入投料试车阶段
2021-04	二期 2#140 万吨/年乙烯装置一次开车成功	世界单套规模前列
2022-01	二期全面投产	新增 2000 万吨/年炼油，全基地总能力达 4000 万吨/年
2022-08	宣布投资 140 万吨乙烯下游高端新材料项目	包括 POE、HDPE、EVA 等高性能树脂
2023-10	30 万吨/年醋酸乙烯装置投产	为 EVA 提供原料，降低外购成本
2025-07	累计原油加工量突破 2 亿吨	基地运行满负荷，产业链向下游高端化延伸

图表：全球前十大炼厂一览

炼厂	所属公司	产能 (桶/天)	产能 (万吨/年)
Jamnagar Refinery	印度信实实业公司	1,400,000	6971
Paraguaná Refinery Complex	委内瑞拉国家石油公司	971,000	4835
SK Energy Ulsan Refinery Complex	韩国SK能源集团	840,000	4183
Ruwais Refinery	阿联酋阿布达比国家石油公司	837,000	4168
浙江石化	荣盛石化	800,000	4000
Yeosu Refinery	韩国GS Caltex集团	800,000	3984
Onsan Refinery	沙特阿美石油公司	669,000	3331
Port Arthur Refinery	沙特阿美石油公司	630,000	3137
Singapore Refinery, ExxonMobil	美国埃克森美孚公司	592,000	2948

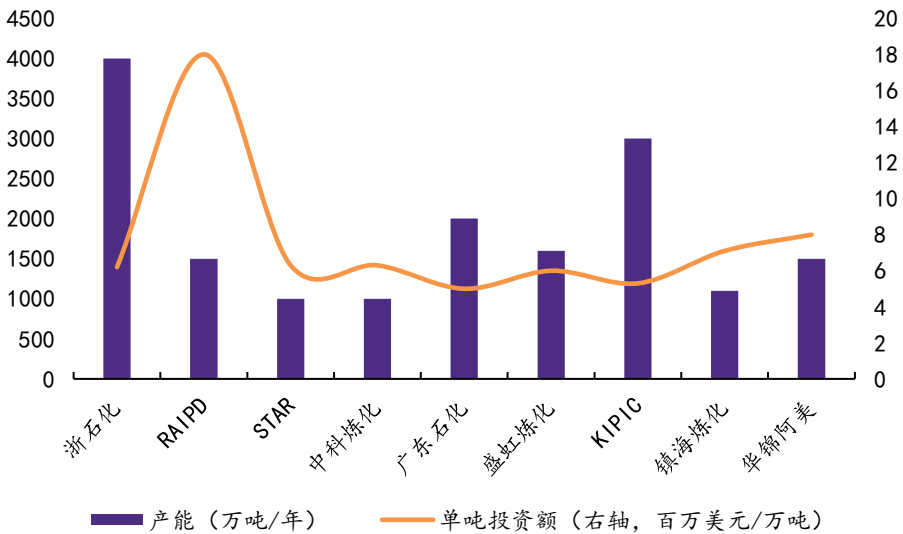
资料来源：根据浙石化官网、中控技术、西卡中国等公开资料整理，华鑫证券研究

- 浙石化与传统炼厂之间存在代差。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目作为全国单体规模最大的炼化一体化项目,以现有及在建的单个工厂的炼油产能规模来看,浙江石化位列全球第五。
- 浙石化的独家优势是：
 - 1) 单线规模大：对于目前大型炼油炼化装置而言,产能为多套装置改扩建而成。相比之下浙江石化具有单线规模优势及先进性。
 - 2) 一体化程度高：早期传统炼厂整体设计是以油品为主,乙烯或者 PX(催化重整)通常是分阶段实施,或者炼油与石化实施的项目主体不同,这样会造成炼油与石化之间的产品优化能力不足,而浙江石化是完整的主体实施炼油+乙烯的一体化项目。所有装置分项目区块布置在面积为41平方千米的鱼山岛上,上下游装置之间采用管道连接,原油进料及成品出货均采用海运或海底管道运输,在运输和管理成本上均有明显优势
 - 3) 单位投资额低：浙石化作为一体化炼厂炼油,产能单吨投资额显著低于国外炼厂。

图表：浙石化平面布局图



图表：近年新增炼厂产能及单吨投资额情况

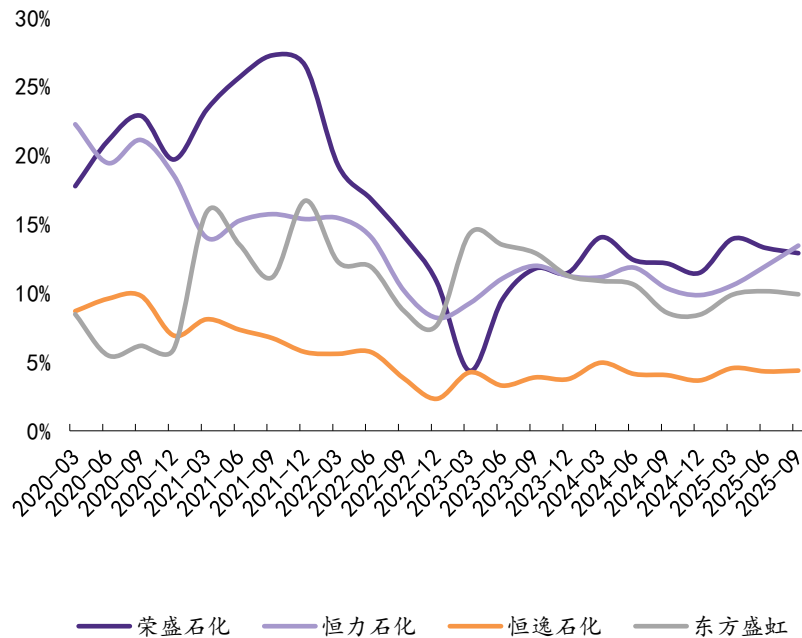


资料来源：根据西卡中国、人民日报、公司环评等公开信息整理，华鑫证券研究

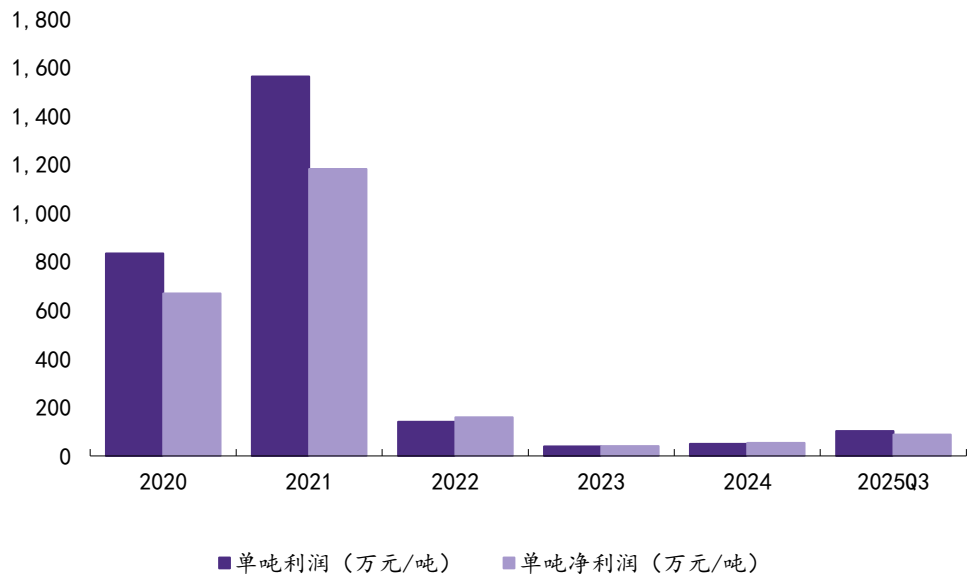
- 4) **下游产业链深度、广度兼具:**浙石化下游产品端布局精细化、高端化。浙石化无商品乙烯外售,全部乙烯均继续深加工,产品方案上选择了市场容量大、对外依存度高的几类大宗品。一期、二期乙烯下游主要为FDPE、HDPE、EO/EG 等。丙烯方面,除乙烯装置副产丙烯之外,浙石化配套有两套 60 万吨 PDH 装置,可以增产丙烯并副产氢气。下游以聚丙烯为主,配套有丙烯腈、MMA、丙酮、PO。
- 5) **配套设施齐备:**围绕浙石化,公司建设一系列码头、油库等配套设施并通过海底管路连接浙石化主厂区,目前已经打通“金塘---册子---马目---鱼山”的输油管道网络。
- 6) **装置适配油种丰富,便于采购机会油种:**浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目共设置4套常减压装置,适应处理多种来源的原油,降低了单一来源原油风险。而目前全球炼厂平均规模约 800万吨,大多炼厂仅有单套常减压装置。此外,荣盛石化与其最主要原油供应商沙特阿美达成战略合作,将进一步巩固当前的原油采购合作,保证长期稳定的原油供应。

- 通过与民营大炼化企业数据对比，我们发现荣盛石化整体毛利率长期处于行业前列，2025Q3荣盛石化毛利率达到12.91%，仅次于恒力石化。自2022年起受到原油涨价和需求不振的双向打击，大炼化行业整体陷入低潮，行业毛利率整体下降，但公司仍是行业内毛利率反弹速度最快的厂商。
- 单吨利润出现明显好转，业绩拐点将至。荣盛石化业绩自2022年以来整体呈现3年下行趋势，到2025Q3公司多项业绩指标出现明显回暖迹象。其中公司单吨利润和单吨净利润在2025Q3分别达到102万元和88万元/吨，较2024年年末水平分别增长104%和65%。

图表：民营大炼化企业毛利率对比（%）



图表：荣盛石化单吨利润和净利润（万元）

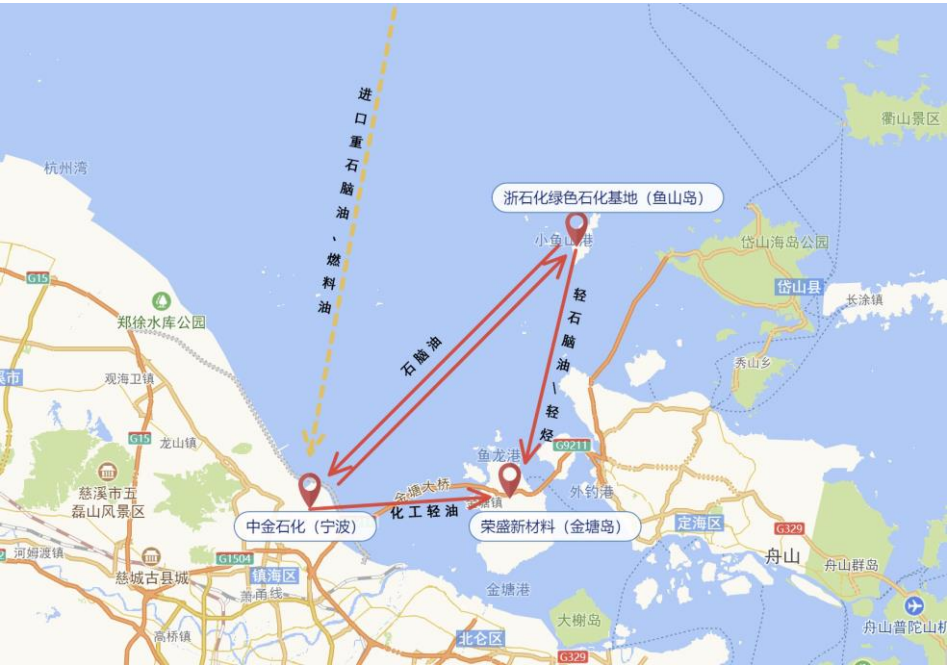


资料来源：wind，华鑫证券研究

SASREF：荣盛模式沙特资源打造离岸优势炼能

- **项目进度：**2024年11月19日荣盛石化(新加坡)有限公司与沙特阿美，及其子公司沙特阿美朱拜勒炼化公司（“SASREF”），于中国北京签署了一项《开发框架协议》，项目正式进入联合开发阶段。
- **股权构成：**收购完成后，荣盛石化与沙特阿美各50%
- **合作目标：**建成两国四基地一体化大循环。两国协同体现为销售网络互换和扩容。在东方，以浙江省为中心构成辐射东北亚、东南亚市场销售网络。在中东，以沙特朱拜勒工业园为跳板延伸进入欧洲、非洲、印度市场。四基地协同则是SASREF、浙石化、中金石化、荣盛新材料四地物料循环利用，最大化原材料使用效率、降低成本并延长产业链。

图表：浙江基地一体化小循环



图表：两国四基地一体化大循环



资料来源：兰图绘，华鑫证券研究

- SASREF炼厂位于沙特朱拜勒工业园。炼厂的主要产品包括液化石油气、石脑油、煤油、柴油、燃料油和硫磺。SASREF炼厂共有员工700多名，以沙特本国居民为主。
- 沙特国内共有九家主要的炼厂，超半数位于红海沿岸。SASREF炼厂所在的朱拜勒(Al Jubail) 位于波斯湾沿岸，可以避开也门冲突海域。朱拜勒是沙特阿拉伯重要的港口和工业城市，朱拜勒工业区也是世界上最大的工业综合体之一。朱拜勒工业区包括朱拜勒一期和朱拜勒二期两个石化综合体，以及大量轻工业、工业服务、商业等相关下游产业。
- 朱拜勒工业区地理优势：港口方面，坐拥波斯湾出海口，园区内建有中东地区最大工业港口法赫德国王港，可以停靠50万吨级VLCC。水资源方面，园区内配置世界上最大的海水淡化厂-朱拜勒厂；交通方面，靠近沙特东部最大机场法赫德国王机场。

图表：沙特境内炼厂对比

项目名称	运营方	所在地	产量
SASREF	沙特阿美	朱拜勒	30.5万桶/日
Rabigh Refinery	沙特阿美/日本住友	拉比格	40万桶/日
Ras Tanura Refinery	沙特阿美	拉斯塔努拉	55万桶/日
Yanbu' Refinery	沙特阿美	延布	23.5万桶/日
SAMREF	沙特阿美/埃克森美孚	延布	40万桶/日
SATORP	沙特阿美/道达尔	朱拜勒	40万桶/日
YASREF Refinery	沙特阿美/中国石化	延布	40万桶/日
Jazan Refinery	沙特阿美	吉赞	40万桶/日
Riyadh Refinery	沙特阿美	利雅得	12万桶/日

图表：沙特境内炼厂分布



资料来源：根据朱拜勒投资指南、沙特阿拉伯内政部官网、兰图绘等公开信息整理，华鑫证券研究

- 从工业成本上看，朱拜勒工业区为吸引投资设置了优厚的条件。朱拜勒和延布水电公用事业公司（MARAFIQ）设定的工业用电价格为0.18里亚尔/kwh，折人民币后较浙江省低约46%；工业用土地租赁价格为4.5里亚尔/平方米，工业投资者在符合条件的情况下还可以获得土地免费使用权；园区内天然气价格折合人民币0.2元/立方米，是浙江省非居民管道燃气价格的5%。但在工业用水和污水处理方面，朱拜勒工业区的定价均在国内的两倍以上。
- 除此之外，朱拜勒工业园区当地存在丰富的乙烷资源，而乙烷是生产乙烯这一重要石化中间产品的主要原材料。若借助当地资源优势开发乙烷裂解制乙烯装置，将与SASREF炼厂项目减油增化的开发愿景高度重合，同时在原材料成本端占有重大优势。目前国内大量乙烷依赖美国进口，2025年美国乙烷离岸均价为200美元/吨，而沙特乙烷价格仅为123美元/吨，存在约39%的成本差。

图表：朱拜勒工业区主要工业成本对比

	工业用水 (吨)	污水处理费 (吨)	工业用电 (kwh)	土地租金 (m3/年)	天然气 (m3)	乙烷 (吨)
朱拜勒工业区	7.34	2.89	0.18	4.5		
	里亚尔	里亚尔	里亚尔	里亚尔		
朱拜勒工业区 (汇率换算)	13.87	5.46	0.34	8.51	0.20	123
	元	元	元	元	元	美元
浙江省	4.9	1.8	0.63		4	200
	元	元	元		元	美元

资料来源： 根据《朱拜勒产业投资指南》、 MARAFIQ、舟山水司等公开资料整理，华鑫证券研究

公司是中国民营大炼化龙头企业之一，一体化优势稳固。向内深化规模护城河，向外打造两国四基地双循环。当前公司受到石化产品不景气影响，业绩承压。随着石化产业的底部反转，公司盈利能力有望持续修复。预测公司 2025-2027年归母净利润分别为 26.09、40.82、54.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 41.4、26.4、19.8 倍，给予“买入”投资评级。

市场竞争加剧；

项目建设进度不及预期；

产品价格波动；

原材料价格波动；

下游需求复苏不及预期。

盈利预测表

资产负债（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14,833	39,015	66,433	96,517
应收款	11,168	11,369	12,170	12,671
存货	44,567	48,694	51,759	53,553
其他流动资产	7,735	7,874	8,429	8,776
流动资产合计	78,303	106,952	138,792	171,517
固定资产	232,497	242,645	236,728	225,050
在建工程	42,747	17,099	6,839	2,736
无形资产	8,143	7,736	7,329	6,942
长期股权投资	9,517	9,517	9,517	9,517
资产总计	377,846	390,588	405,845	422,401
短期借款	44,091	44,091	44,091	44,091
应付账款、票据	62,237	68,001	72,281	74,786
其他流动负债	49,232	49,232	49,232	49,232
流动负债合计	161,556	167,427	172,138	174,912
长期借款	119,518	119,518	119,518	119,518
其他非流动负债	1,948	1,948	1,948	1,948
非流动负债合计	121,466	121,466	121,466	121,466
负债合计	283,022	288,893	293,604	296,378
股本	10,126	9,989	9,989	9,989
股东权益	94,824	101,695	112,241	126,024
负债和所有者权益	377,846	390,588	405,845	422,401

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	326,475	332,345	355,778	370,421
营业成本	288,991	290,408	308,497	319,011
营业税金及附加	24,897	25,345	27,132	28,249
销售费用	193	197	210	219
管理费用	977	994	1,064	1,108
财务费用	7,131	6,050	5,282	4,439
研发费用	5,101	5,193	5,559	5,788
营业利润	2,004	6,961	10,836	14,409
利润总额	1,906	6,863	10,737	14,310
所得税费用	-220	-791	-1,237	-1,649
净利润	2,125	7,653	11,974	15,959
少数股东损益	1,401	5,044	7,893	10,519
归母净利润	724	2,609	4,082	5,440
现金流量表（百万元）				
净利润	2125	7653	11974	15959
少数股东权益	1401	5044	7893	10519
折旧摊销	15206	15907	16563	16148
公允价值变动	120	120	120	120
营运资金变动	15757	1404	289	132
经营活动现金净流量	34609	30129	36839	42879
投资活动现金净流量	-31256	15500	16176	15782
筹资活动现金净流量	20829	-783	-1429	-2176
现金流量净额	24,182	44,846	51,587	56,485

每股数据(元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.07	0.26	0.41	0.54
P/E	150.9	41.4	26.4	19.8
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B	2.5	2.4	2.2	2.1
财务指标				
成长性				
营业收入增长率	0.4%	1.8%	7.1%	4.1%
归母净利润增长率	-37.4%	260.1%	56.5%	33.3%
盈利能力				
毛利率	11.5%	12.6%	13.3%	13.9%
四项费用/营收	4.1%	3.7%	3.4%	3.1%
净利率	0.7%	2.3%	3.4%	4.3%
ROE	0.8%	2.6%	3.6%	4.3%
偿债能力				
资产负债率	74.9%	74.0%	72.3%	70.2%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	29.2	29.2	29.2	29.2
存货周转率	6.5	6.5	6.5	6.5

资料来源：

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024年加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值