

证券研究报告

公司研究

点评报告

荣盛石化(002493.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《荣盛石化(002493.SZ): 450亿炼化盈利中枢, 8倍历史估值底部》2021.08.31
《荣盛石化(002493.SZ): 浙石化二期加快推进, 盈利和估值有望提升》2021.10.27
《荣盛石化(002493.SZ): 利润平稳增长, 浙石化二期投产贡献业绩》2022.05.09

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

基于大炼化平台, 布局高端新材料

2022年8月19日

事件: 2022年8月17日晚, 荣盛石化发布2022年半年度报告, 2022年上半年, 公司实现营业收入1476.28亿元, 同比增长74.88%, 环比增长59.41%; 实现归母净利润53.67亿元, 同比下降18.26%, 环比下降14.24%; 实现基本每股收益0.53元。其中, 2022年第二季度实现营业收入790.27亿元, 同比上升58.58%, 环比上升15.20%; 实现归母净利润22.51亿元, 同比下降42.94%, 环比下降27.76%, 实现扣非后归母净利润22.64亿元, 同比下降35.18%, 环比下降24.08%。

点评:

- **国际油价上行, 长丝价差缩窄。**2022年第二季度, 国际油价整体震荡上行, 布伦特原油均价111.98美元/桶, 同比+62.1%, 环比+14.4%。成本端持续强劲, 石化产品价格上涨。从炼化下游来看, 价差均出现不同程度的收窄, 2022Q2 POY/FDY/DTY/PTA 市场均价分别为7390.35、7812.41、8495.09、5910.58元/吨, 分别同比+13.13%、+17.00%、+9.46%、+43.33%, 分别环比+5.96%、+7.86%、+1.86%、+18.12%。POY/FDY/DTY/PTA 市场加工价差分别为838.06、1260.11、1942.79、347.07元/吨, 分别同比-43.9%、-23.10%、-28.63%、-16.77%, 分别环比-24.54%、-8.64%、-21.54%、-11.97%。
- **22H1 营收大幅增长, 产品毛利率下降。**在油价高位震荡的背景下, 2022年上半年公司营收增长显著。其中, 炼油产品及化工产品营业收入达1039.44亿元, 同比增长74.13%, 环比增长69.45%, 主要系年初子公司浙石化项目二期投产, 相应营业收入增加; 本期PTA营业收入达249.26亿元, 同比增长214.42%, 环比增长98.14%, 主要系控股子公司浙江逸盛新材料2021年下半年开始投产。产品方面, 由于销售收入增长, 相应销售成本增加, 除PTA外其他主要产品毛利率有不同程度的下降。2022年上半年, 公司化工产品毛利率为18.07%, 同比下降21.09个百分点, 环比下降18.47个百分点; 炼油产品的毛利率为28.14%, 同比下降2.52个百分点, 环比下降17.16个百分点; PTA毛利率2.02%, 同比增长1.09个百分点, 环比增长1.78个百分点; 聚酯化纤薄膜毛利率为4.77%, 同比下降5.71个百分点, 环比增长1.33个百分点。PTA毛利回升主要系下游瓶片业务景气度良好影响。
- **浙石化新增140万吨/年乙烯及下游化工装置获批, 进一步提升产品附加值。**2022年8月14日, 公司发布公告称控股子公司浙石化于近日收到新增140万吨/年乙烯及下游化工装置(二期工程产品结构优化)项目核准批复。该项目总投资344.85亿元, 建设地点位于浙江省舟山市岱山县鱼山岛绿色石化园区。通过新增一套140万吨/年乙烯、80万吨/年乙二醇、27/60万吨/年PO/SM、40/25万吨/年苯酚丙酮、35万吨/年高密度聚乙烯、38万吨/年聚醚多元醇、40万吨/年ABS、10万吨/年HRG胶乳、6万吨/年融聚丁苯、75万吨/年裂解汽油加氢、10万吨/年苯乙烯、30万吨/年醋酸乙烯、60万吨/年苯乙烯、20万吨/年碳酸乙烯

酯及多套下游化工装置，一方面有助于提高烯烃等原料产量，为公司发展下游高附加值新材料及精细化工产业提供充足的原料保障和拓展空间；另一方面进一步降低成品油的产出比例，实现炼油的提质增效，降低单位产品排放，助力绿色低碳发展。

- **布局高端新材料领域，为利润增长提供动力。**随着二期项目全面建成投产且满负荷运行，控股子公司浙石化产品附加值、产销规模以及盈利水平得到进一步提升。目前公司规划进一步向新材料产业链延伸，积极布局可降解塑料、EVA/POE、尼龙 66、高端聚烯烃等高端新材料产业链，助力公司综合盈利水平稳步增长。2021 年 12 月 28 日，浙石化 30 万吨 EVA 装置一次投料成功顺利产出光伏料产品，实现满负荷生产并顺利对外销售，向国内主流厂商直接供货。该装置采用利安德巴赛尔公司的管式法工艺技术，可实现年产 30 万吨光伏料，VA 含量 28%，具备产出产品质量好收率高，装置能耗低连续运行时间长等优势，目前计划进一步扩产。2022 年 8 月 17 日，公司发布公告称将以浙石化一期、二期工程所产化工品为主要原料，投资 192 亿元新建 30 万吨/年 LDPE/EVA（管式）装置、10 万吨/年 EVA（釜式）装置、40 万吨/年 LDPE 装置、20 万吨/年 DMC 装置、3×6 万吨/年 PMMA 装置和 120 万吨/年 ABS 装置，建设期为 2 年。另外，公司还拟投资 641 亿元新建 400 万吨/年催化裂解装置、35 万吨/年 α -烯烃装置、2×20 万吨/年 POE 聚烯烃弹性体装置、8 万吨/年聚丁烯-1 装置、100 万吨/年醋酸装置、2×30 万吨/年醋酸乙烯装置、30 万吨/年 EVA/LDPE(管式)装置、2×15 万吨/年己二酸装置、25 万吨/年己二腈装置、28 万吨/年己二胺装置等，进一步扩大高端化工材料和化学品产能规模增强企业综合竞争力。
- **浙石化获 2022 年第三批成品油、低硫船用燃料油出口配额，优化国内外市场供应结构。**2022 年 7 月 6 日，控股子公司浙石化获第三批成品油出口配额 84 万吨，低硫船用燃料油出口配额 2 万吨。此次商务部正式下发第三批成品油出口配额总量为 500 万吨，全部为一般贸易出口方式。今年以来，商务部已下发三批成品油出口配额。随着国内成品油过剩压力加剧，我国民营企业成品油出口渠道再次打开，浙石化则是目前唯一一家获得出口资质及配额的民营炼化企业，2021 年第一批和第二批合计获得 252 万吨出口配额，2022 年前三批次合计获得 218 万吨出口配额。我们认为，从海外成品油市场来看，2020 年至今的新冠疫情冲击加速欧美炼厂关停，政府减碳政策倒逼欧美炼油商加大了再生燃料领域投资，而在传统炼化领域投资意愿不足，即便在 2022 年 3 月以来成品油价差飙升，3-5 年较长的投资周期和难以逆转的转型之路也加大了欧美炼厂扩产难度，另外，亚非拉美地区将有新建产能投产，但难以满足炼油加工需求增量，在海外炼油增量存缺口的情况下，成品油价差将维持长周期下的高景气。此次取得成品油、低硫船用燃料油出口配额使得公司在供应市场的选择上更加灵活，可以根据国内市场和国际市场的经济效益来选择安排两个市场的供应数量，追求效益最大化，对日常经营有积极影响。
- **计划回购部分股票，用于转换可转债或员工持股计划。**2022 年 8 月 5 日，公司发布公告称，基于对公司未来发展前景的信心和长期价值的认

可，为维护广大投资者尤其是中小投资者的利益，增强投资者的信心，推动公司股票价格向长期内在价值的合理回归，促进公司稳定可持续发展，结合公司的实际财务状况、经营状况等因素，拟以自有或自筹资金通过集中竞价方式回购部分社会公众股份（A股），回购资金总额不低于10亿元（含本数）不超过20亿元（含本数），回购价格不超过人民币20元/股（含本数）。按本次回购价格上限20元/股测算，预计回购股份的数量区间为5,000万股-10,000万股（均含本数），占公司目前总股本的比例区间为0.4938%-0.9876%（以2022年8月3日公司总股本为基数计算），具体回购金额以回购期满时实际回购金额为准。本次回购股份期限为自董事会审议通过本回购方案之日起12个月内。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为113.89、152.60和171.66亿元，归母净利润增速分别为-11.2%、34.0%和12.5%，EPS（摊薄）分别为1.12、1.51和1.70元/股，对应2022年8月18日的收盘价，PE分别为13.53、10.10和8.98倍。其控股子公司浙石化作为国内唯一一家拥有成品油出口资质的民营企业，荣盛石化将受益于海外成品油价差高位，并且高端新材料领域布局与EVA行业的较高景气度也为荣盛打开业绩二次成长空间。我们维持对荣盛石化的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；需求恢复不及预期的风险；炼化产能过剩的风险；浙石化二期项目投产不及预期的风险；公司在建项目建设进度不及预期的风险；下游产品利润修复缓慢的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	107,265	177,024	348,037	458,910	505,820
增长率 YoY%	30.0%	65.0%	96.6%	31.9%	10.2%
归属母公司净利润 (百万元)	7,309	12,824	11,389	15,260	17,166
增长率 YoY%	231.2%	75.5%	-11.2%	34.0%	12.5%
毛利率%	19.7%	26.5%	16.9%	16.8%	16.9%
净资产收益率ROE%	19.8%	26.3%	20.4%	22.4%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.27	1.12	1.51	1.70
市盈率 P/E(倍)	36.81	14.30	13.53	10.10	8.98
市净率 P/B(倍)	7.56	3.77	2.75	2.26	1.88

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年8月18日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	52,050	89,541	179,960	230,570	259,414	营业总收入	107,265	177,02	348,037	458,910	505,820
货币资金	10,638	17,682	46,322	60,504	65,161	营业成本	86,122	130,09	289,211	382,033	420,425
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金	2,466	8,833	17,365	22,897	25,238
应收账款	1,350	5,411	7,887	10,067	12,673	销售费用	116	155	305	402	443
预付账款	3,555	3,671	11,017	13,701	14,319	管理费用	473	683	1,342	1,770	1,951
存货	23,546	47,110	94,609	122,590	141,564	研发费用	1,964	3,915	6,961	9,178	10,116
其他	12,962	15,668	20,125	23,708	25,697	财务费用	1,549	2,898	6,723	7,701	8,503
非流动资产	189,465	247,636	291,154	336,003	379,016	减值损失	-41	-24	0	0	0
长期股权投资	8,004	7,591	8,309	8,835	9,112	投资净收	1,847	611	372	586	816
固定资产	86,003	123,345	205,369	208,876	211,116	其他	300	209	248	327	360
无形资产	5,807	5,704	6,484	7,304	7,803	营业利润	16,681	31,246	26,750	35,842	40,319
其他	89,651	110,995	70,991	110,988	150,984	营业外收	2	5	4	4	4
资产总计	241,515	337,177	471,113	566,573	638,430	利润总额	16,683	31,251	26,754	35,846	40,323
流动负债	103,415	127,341	214,447	264,706	289,229	所得税	3,311	7,602	5,752	7,707	8,670
短期借款	45,691	37,871	37,871	37,871	37,871	净利润	13,372	23,648	21,002	28,139	31,654
应付票据	3,696	2,486	11,974	13,172	13,313	少数股东	6,063	10,825	9,613	12,879	14,488
应付账款	36,676	57,989	128,632	167,635	186,294	归属母公	7,309	12,824	11,389	15,260	17,166
其他	17,351	28,995	35,969	46,028	51,751	EBITDA	21,605	40,285	39,226	47,302	52,236
非流动负债	68,240	114,592	144,697	164,810	183,924	EPS(当	0.75	1.27	1.12	1.51	1.70
长期借款	62,426	109,118	139,118	159,118	179,118	年)(元)					
其他	5,814	5,474	5,578	5,692	4,805						
负债合计	171,655	241,934	359,143	429,516	473,152	现金流量					
少数股东权	32,894	46,405	56,017	68,896	83,384	单位:百万元					
益						会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司	36,966	48,839	55,953	68,160	81,893	经营活动	17,507	33,565	68,157	65,997	57,721
负债和股东	241,515	337,177	471,113	566,573	638,430	现金流					
权益						净利润	13,372	23,648	21,002	28,139	31,654
						折旧摊销	5,337	6,910	15,362	16,635	17,897
						财务费用	1,320	2,979	6,811	7,932	8,806
						投资损失	-275	-1,847	-611	-372	-586
						营运资金	-3,140	414	25,362	13,886	189
						其它	2,465	224	-7	-8	-9
						投资活动	-56,284	-56,841	-58,629	-60,938	-60,044
						资本支出	-55,842	-58,219	-58,153	-60,950	-60,624
						长期投资	-806	144	-848	-574	-237
						其他	363	1,234	372	586	816
						筹资活动	35,577	30,837	19,113	9,124	6,979
						吸收投资	15,929	1,780	-1,862	0	0
						借款	102,457	141,01	30,000	20,000	20,000
						支付利息	-6,112	-7,846	-9,089	-10,984	-12,239
						或股息					
						现金流净	-2,982	7,746	28,641	14,182	4,656
						增加额					

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	107,265	177,024	348,037	458,910	505,820
同比	30.0%	65.0%	96.6%	31.9%	10.2%
归属母公司净利润	7,309	12,824	11,389	15,260	17,166
同比	231.2%	75.5%	-11.2%	34.0%	12.5%
毛利率(%)	19.7%	26.5%	16.9%	16.8%	16.9%
ROE%	19.8%	26.3%	20.4%	22.4%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.27	1.12	1.51	1.70
P/E	36.81	14.30	13.53	10.10	8.98
P/B	7.56	3.77	2.75	2.26	1.88
EV/EBITDA	13.80	8.16	7.66	6.48	6.14

研究团队简介

陈淑娴，女，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

胡晓艺，石化行业研究助理。中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。