

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

需求持续恢复, Q2 扭亏为盈

业绩简评

荣盛石化于2023年7月15日发布公司2023年半年度业绩预告, 公司预计2023H1 归母净利润亏损11.0~12.0亿元, 同比减少121~122%; 扣非归母净利润亏损13.6~14.6亿元, 同比减少126~128%。其中, 2023Q2 实现公司归母净利润2.68~3.68亿元, 同比减少84~88%, 环比增加118~125%; 实现扣非归母净利润1.13~2.13亿元, 同比减少91~95%, 环比增加107~114%。公司业绩环比实现修复, Q2 实现业绩扭亏为盈。

经营分析

化工板块仍处于恢复初期, 需求回暖业绩有望持续修复: 当前PTA产能投放速度过快导致公司PTA业绩持续承压, 2023Q2 PTA-PX产品价差为398元/吨, 环比增加23.37%, PTA-PX价差环比有所修复。与此同时, 由于终端需求持续低迷, 烯烃类产品价差仍处于较低水平, 2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为3186元/吨, 环比减少0.20%, 伴随终端需求回暖, 公司化工业务有望持续修复。

炼油板块高景气延续, 公司业绩有望进一步修复: 2023年上半年原油价格中高位震荡, 炼油板块延续强劲势头, 汽柴油裂解价差持续修复, 截至2023年7月13日, 柴油、汽油裂解价差分别为558元/吨和1123元/吨。与此同时, PX-原油价差持续走阔, 2023Q2 PX-原油价差均值为3347元/吨, 环比增加8.66%, 炼油板块持续高景气。公司现有4000万吨/年原油加工能力, 1060万吨/年PX产能, 公司业绩有望得到持续修复。

高附加值产品陆续投产, 公司未来业绩成长确定性强: 2023年上半年公司年产38万吨聚醚装置产出合格产品、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投产、年产25万吨功能性聚脂薄膜扩建项目投产以及年产27万吨PO及60万吨SM装置产出合格产品。此外, 公司浙石化三期年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目、盛元化纤二期等项目均在有序推进, 有助于提高产业链延伸并将推动公司产品降本增效, 带动产品价差进一步走阔, 公司未来业绩成长确定性强。

盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖带来的业绩修复以及公司新能源新材料深加工项目逐步投产过程中对终端产品-原油价差拉阔的助力效果, 但目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期, 因此我们下调了2023-2025年盈利预测, 下调幅度为74%/20%/19%, 预计公司2023-2025年归母净利润为10亿元/80亿元/130亿元, 对应EPS为0.10元/0.79元/1.29元, 对应PE为118.14X/15.23X/9.38X, 维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油价单向大幅波动风险; (2) 疫情反复扰乱产品销售及运输; (3) 终端需求严重恶化; (4) 地缘政治风险; (5) 项目建设进度不及预期; (6) 美元汇率大幅波动风险; (7) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师: 许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师: 陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 12.06 元

相关报告:

- 《荣盛石化公司点评: 环比向上, 开启复苏!》, 2023.4.26
- 《荣盛石化公司点评: 历史大底确认, 向上拐点到来!》, 2023.4.20
- 《荣盛石化公司点评: 大炼化迎来世界第一的认可!》, 2023.3.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	177,024	289,095	305,788	326,326	353,187
营业收入增长率	65.03%	63.31%	5.77%	6.72%	8.23%
归母净利润(百万元)	12,824	3,340	1,034	8,019	13,024
归母净利润增长率	75.46%	-73.95%	-69.06%	675.78%	62.43%
摊薄每股收益(元)	1.266	0.330	0.102	0.792	1.286
每股经营性现金流净额	3.31	1.88	3.24	5.19	6.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.26%	7.07%	2.21%	15.05%	18.94%
P/E	14.34	37.29	118.14	15.23	9.38
P/B	3.77	2.64	2.61	2.29	1.78

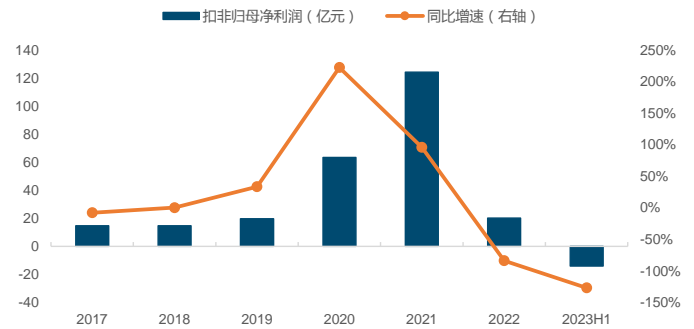
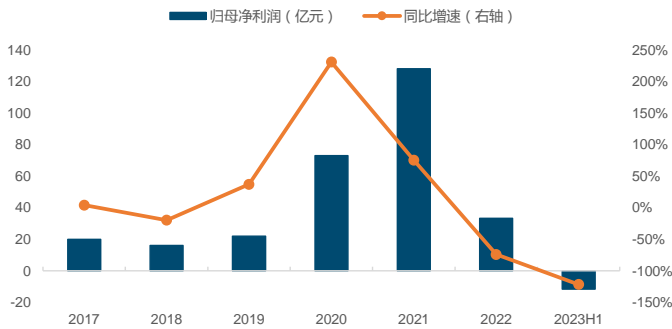
来源: 公司年报、国金证券研究所

1、炼油板块高景气延续，公司 Q2 业绩实现扭亏为盈

荣盛石化于 2023 年 7 月 15 日发布公司 2023 年半年度业绩预告，公司预计 2023H1 归母净利润亏损 11.0~12.0 亿元，同比减少 121~122%；实现扣非归母净利润亏损 13.6~14.6 亿元，同比减少 126~128%。其中，2023Q2 实现公司归母净利润 2.68~3.68 亿元，同比减少 84~88%，环比增加 118~125%；实现扣非归母净利润 1.13~2.13 亿元，同比减少 91~95%，环比增加 107~114%。公司业绩环比实现修复，Q2 实现业绩扭亏为盈。

图表 1：2023H1 公司归母净利润同比减少 121~122%

图表 2：2023H1 扣非归母净利润同比减少 126~128%

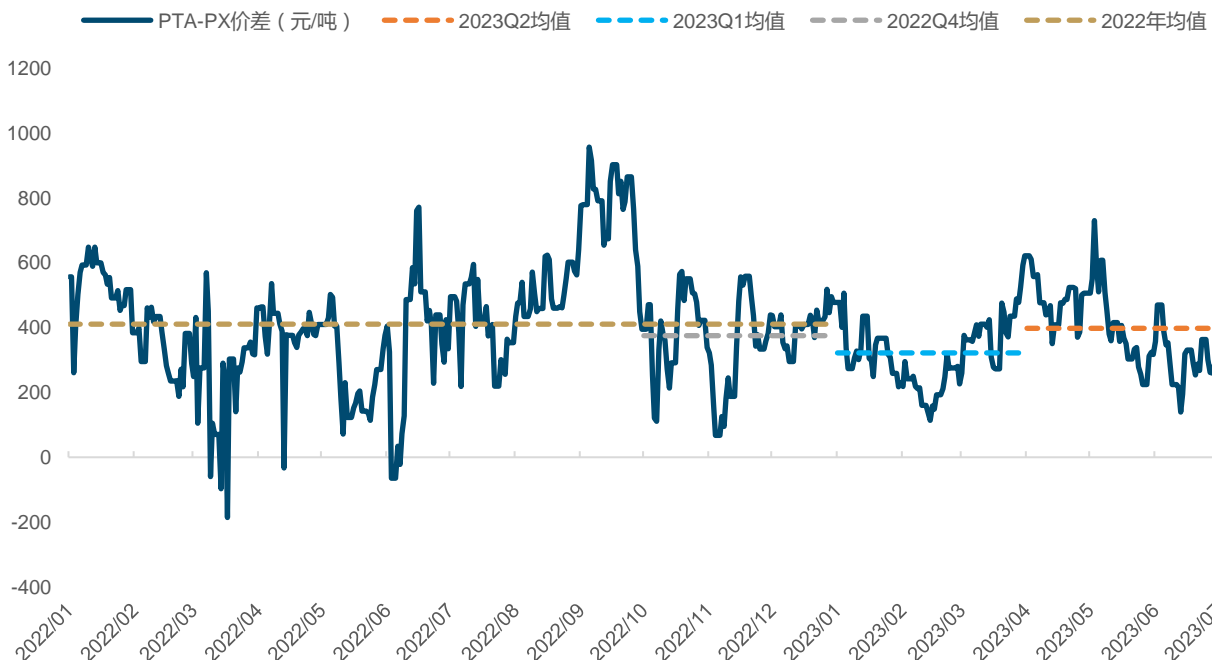


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

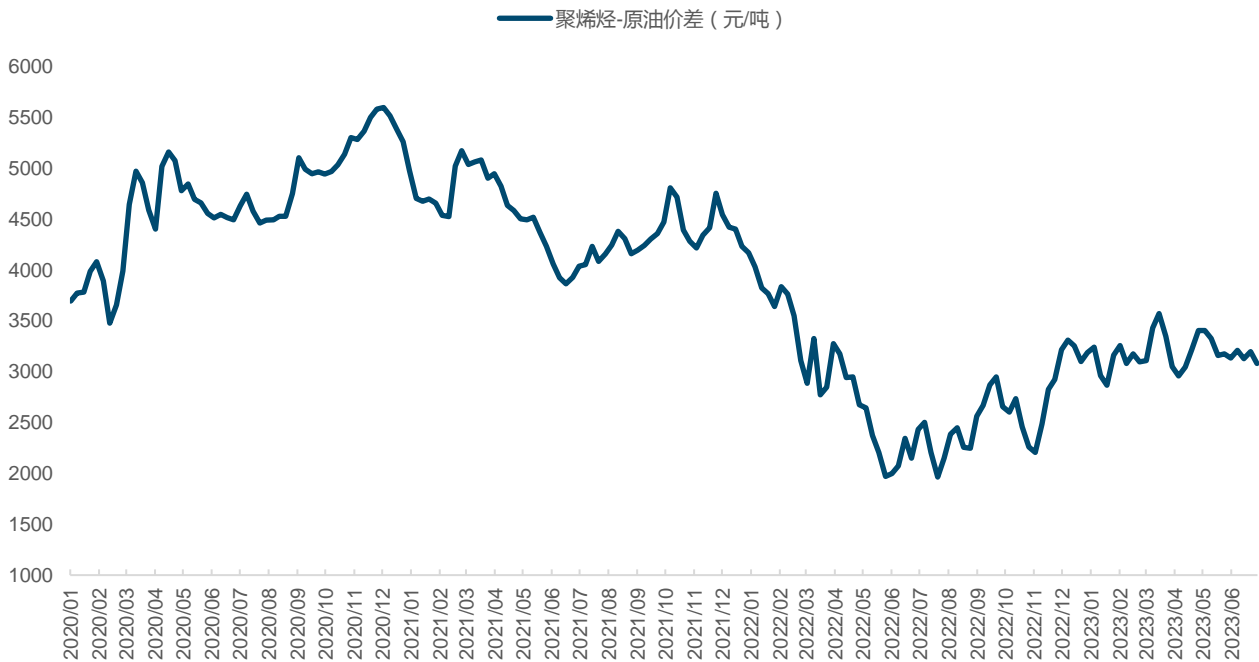
荣盛石化近年来不断完善布局各类化工品以及提升产品附加值，不断减油增化推动产业转型升级，但由于目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期，公司业绩受到拖累。当前 PTA 产能投放速度过快导致公司 PTA 业绩持续承压，2023Q2 PTA-PX 产品价差为 398 元/吨，环比增加 23.37%，PTA-PX 价差环比有所修复。与此同时，由于终端需求持续低迷，烯烃类化工品价差仍处于较低水平，2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为 3186 元/吨，环比减少 0.20%，伴随终端需求回暖，公司化工业务有望持续修复。

图表 3：2023Q2 PTA-PX 价差有所改善



来源：Wind, iFinD, 国金证券研究所

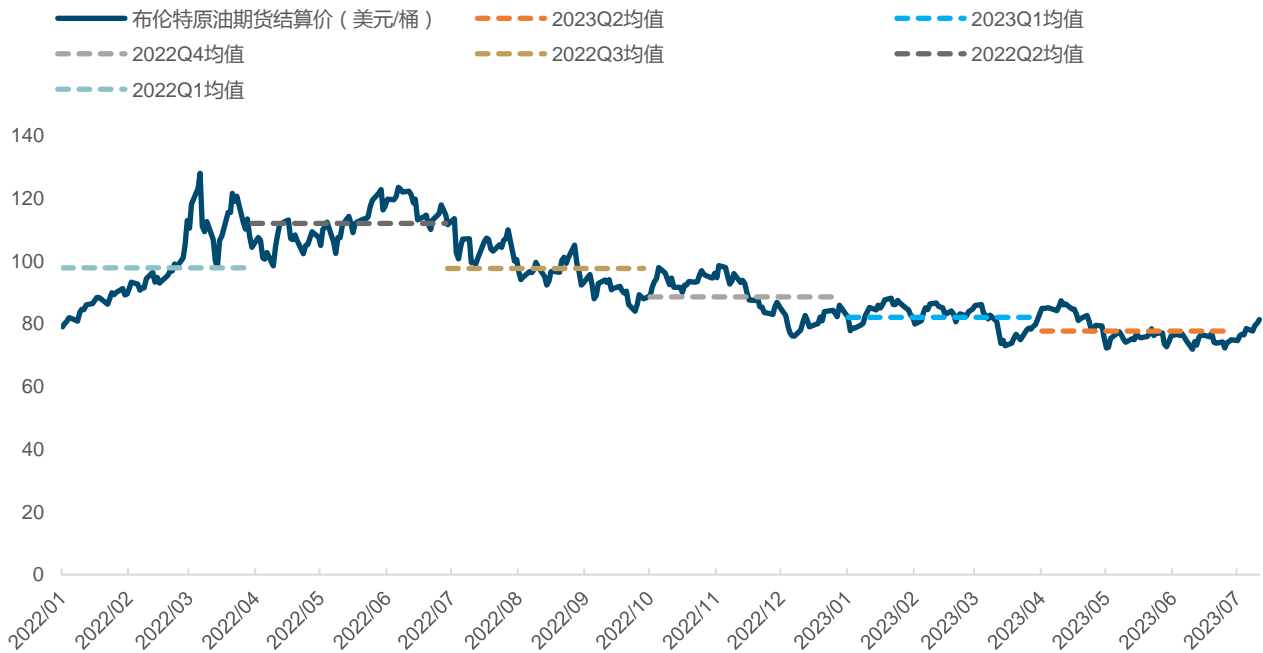
图表4: 聚烯烃-原油价差仍处于较低水平



来源: Wind, iFinD, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

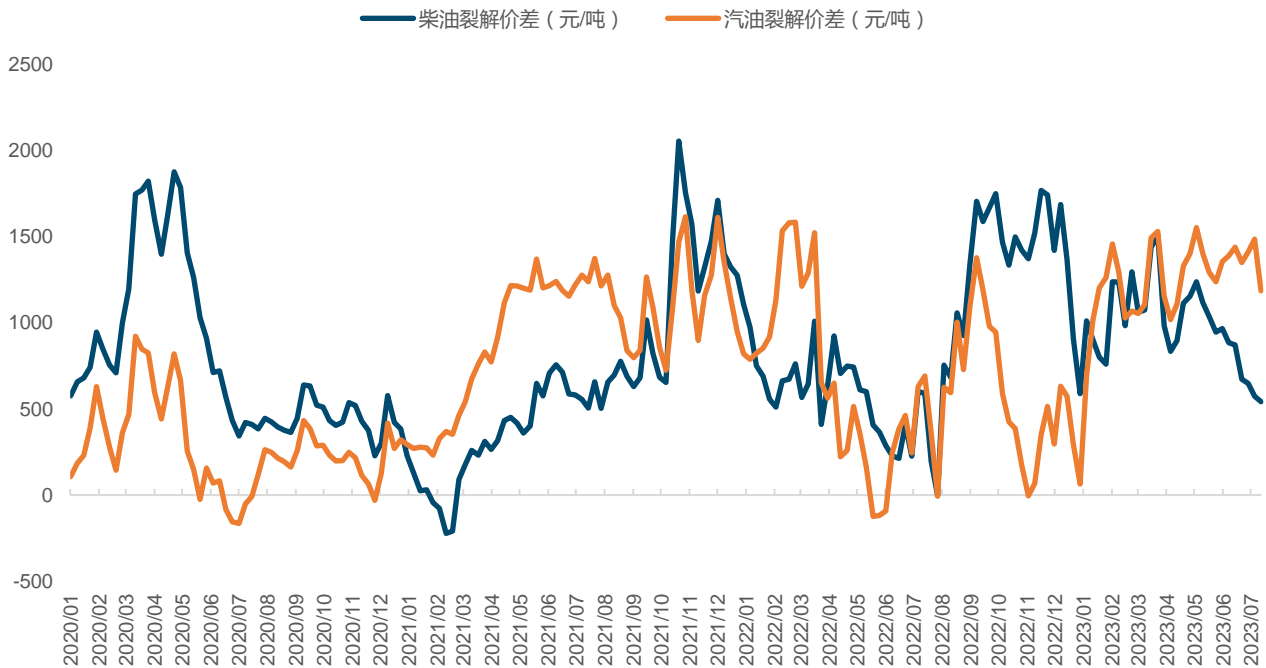
2023 年上半年原油价格中高位震荡, 炼油板块延续强劲势头, 汽柴油裂解价差持续修复, 截至 2023 年 7 月 13 日, 柴油、汽油裂解价差分别为 558 元/吨和 1123 元/吨。与此同时, PX-原油价差持续走阔, 2023Q2 PX-原油价差均值为 3347 元/吨, 环比增加 8.66%, 炼油板块持续高景气。公司现有 4000 万吨/年原油加工能力, 1060 万吨/年 PX 产能, 公司业绩有望得到持续修复。

图表5: 2022-2023 年 7 月原油价格走势



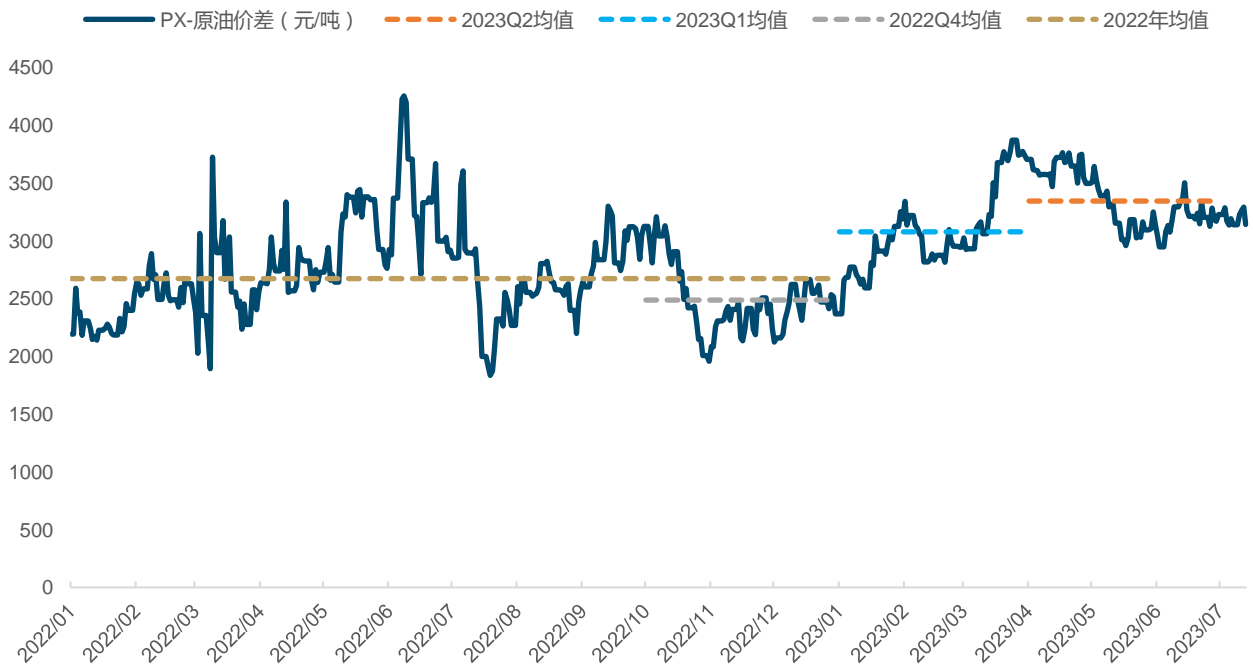
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2023H1 汽柴油裂解价差维持中高位



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

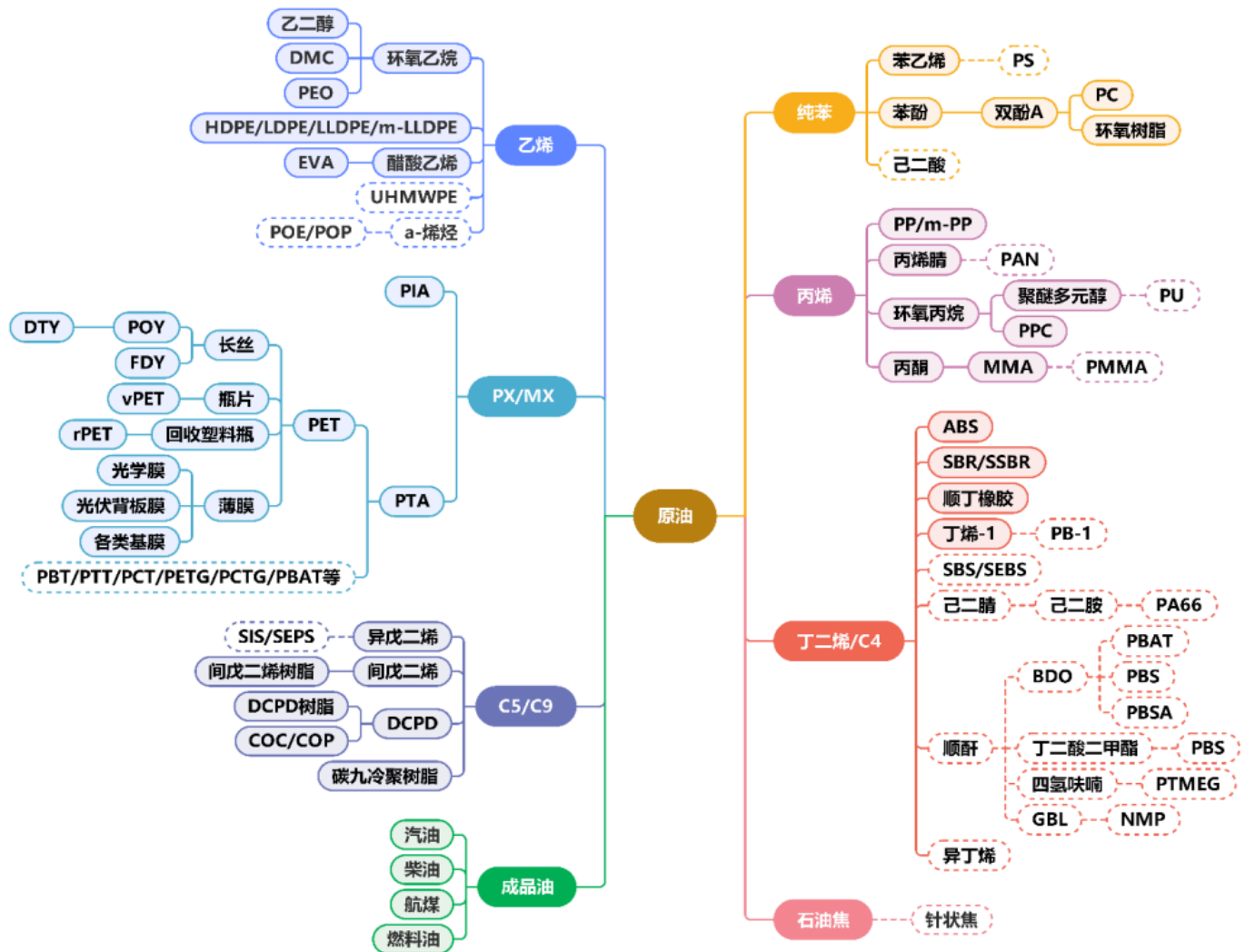
图表7: 2023Q2 PX-原油价差进一步走阔



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

2023年上半年公司年产38万吨聚醚装置产出合格产品、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投产、年产25万吨功能性聚脂薄膜扩建项目投产以及年产27万吨PO及60万吨SM装置产出合格产品。此外,公司浙石化三期年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目、盛元化纤二期等项目均在有序推进,伴随公司未来产能投放,光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等产品产能将大幅提升,有助于提高产业链延伸将推动公司产品降本增效,带动产品价差进一步走阔,公司未来业绩成长确定性强。

图表8：荣盛石化产业链布局及潜在延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

3、风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险：炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输：疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 3) 终端需求严重恶化：公司一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响；
- 4) 地缘政治风险：原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；
- 5) 项目建设进度不及预期：公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对盈利预测产生影响；
- 6) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；
- 7) 其他不可抗力影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	107,265	177,024	289,095	305,788	326,326	353,187	货币资金	10,638	17,682	18,239	16,619	24,774	48,560	
增长率		65.0%	63.3%	5.8%	6.7%	8.2%	应收款项	3,603	9,193	11,578	10,778	11,502	12,449	
主营业务成本	-86,122	-130,090	-257,841	-268,036	-260,923	-267,325	存货	23,546	47,110	60,690	55,076	53,614	54,930	
%销售收入	80.3%	73.5%	89.2%	87.7%	80.0%	75.7%	其他流动资产	14,263	15,556	5,214	5,872	5,787	5,864	
毛利	21,143	46,935	31,254	37,752	65,402	85,862	流动资产	52,050	89,541	95,720	88,345	95,677	121,803	
%销售收入	19.7%	26.5%	10.8%	12.3%	20.0%	24.3%	%总资产	21.6%	26.6%	26.4%	23.2%	23.2%	26.2%	
营业税金及附加	-2,466	-8,833	-17,011	-18,042	-19,253	-20,838	长期投资	8,012	7,602	8,744	8,744	8,744	8,744	
%销售收入	2.3%	5.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	固定资产	174,195	231,893	248,296	273,375	298,463	323,721	
销售费用	-116	-155	-175	-214	-228	-247	%总资产	72.1%	68.8%	68.5%	71.9%	72.3%	69.7%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,809	5,704	5,998	6,132	6,164	6,197	
管理费用	-473	-683	-815	-856	-914	-989	非流动资产	189,465	247,636	266,867	292,080	317,201	342,492	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	78.4%	73.4%	73.6%	76.8%	76.8%	73.8%	
研发费用	-1,964	-3,915	-4,367	-4,587	-4,895	-5,298	资产总计	241,515	337,177	362,587	380,425	412,879	464,295	
%销售收入	1.8%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	57,007	51,247	46,831	55,763	68,096	78,651	
息税前利润 (EBIT)	16,125	33,349	8,885	14,053	40,112	58,490	应付款项	41,069	62,578	75,961	73,653	71,703	73,466	
%销售收入	15.0%	18.8%	3.1%	4.6%	12.3%	16.6%	其他流动负债	5,339	13,516	7,268	7,280	9,425	11,203	
财务费用	-1,549	-2,898	-6,031	-11,262	-12,375	-12,875	流动负债	103,415	127,341	130,059	136,695	149,225	163,320	
%销售收入	-1.4%	-1.6%	-2.1%	-3.7%	-3.8%	-3.6%	长期贷款	62,426	109,118	130,962	140,962	140,962	140,962	
资产减值损失	-33	-99	-297	0	0	0	其他长期负债	5,814	5,474	4,400	4,352	4,317	4,292	
公允价值变动收益	113	147	11	0	0	0	负债	171,655	241,934	265,422	282,010	294,504	308,574	
投资收益	1,847	611	693	700	700	700	普通股股东权益	36,966	48,839	47,260	46,775	53,275	68,758	
%税前利润	11.1%	2.0%	12.3%	19.0%	2.4%	1.5%	其中：股本	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126	
营业利润	16,681	31,246	5,628	3,691	28,638	46,515	未分配利润	15,562	27,193	29,265	28,779	35,279	46,784	
营业利润率	15.6%	17.7%	1.9%	1.2%	8.8%	13.2%	少数股东权益	32,894	46,405	49,905	51,640	65,100	86,962	
营业外收支	2	5	-9	0	0	0	负债股东权益合计	241,515	337,177	362,587	380,425	412,879	464,295	
税前利润	16,683	31,251	5,619	3,691	28,638	46,515	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	15.6%	17.7%	1.9%	1.2%	8.8%	13.2%	每股指标							
所得税	-3,311	-7,602	751	-923	-7,159	-11,629	每股收益	1.083	1.266	0.330	0.102	0.792	1.286	
所得税率	19.8%	24.3%	-13.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	5.476	4.823	4.667	4.620	5.261	6.791	
净利润	13,372	23,648	6,370	2,769	21,478	34,886	每股经营现金净流	2.593	3.315	1.882	3.237	5.186	6.856	
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	1,735	13,460	21,862	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	
归属于母公司的净利润	7,309	12,824	3,340	1,034	8,019	13,024	回报率							
净利率	6.8%	7.2%	1.2%	0.3%	2.5%	3.7%	净资产收益率	19.77%	26.26%	7.07%	2.21%	15.05%	18.94%	
							总资产收益率	3.03%	3.80%	0.92%	0.27%	1.94%	2.81%	
							投入资本收益率	6.63%	9.68%	3.61%	3.52%	9.08%	11.56%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	30.02%	65.03%	63.31%	5.77%	6.72%	8.23%	
							EBIT增长率	442.88%	106.82%	-73.36%	58.17%	185.42%	45.82%	
							净利润增长率	231.17%	75.46%	-73.95%	-69.06%	675.78%	62.43%	
							总资产增长率	32.27%	39.61%	7.54%	4.92%	8.53%	12.45%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	5.8	7.0	7.9	7.5	7.5	7.5	
							存货周转天数	106.2	99.1	76.3	75.0	75.0	75.0	
							应付账款周转天数	153.1	132.8	89.9	90.0	90.0	90.0	
							固定资产周转天数	292.6	254.3	280.5	289.6	294.2	292.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	159.91%	151.59%	166.11%	184.88%	157.24%	111.03%	
							EBIT利息保障倍数	10.4	11.5	1.5	1.2	3.2	4.5	
							资产负债率	71.07%	71.75%	73.20%	74.13%	71.33%	66.46%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-30	买入	17.99	29.40~29.40
2	2022-04-28	买入	12.73	N/A
3	2022-08-18	买入	15.41	N/A
4	2022-10-26	买入	10.71	N/A
5	2023-01-31	买入	12.52	N/A
6	2023-03-28	买入	12.91	N/A
7	2023-04-20	买入	14.25	N/A
8	2023-04-26	买入	13.12	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806