

002493.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.22

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.3	(6.9)	3.9	0.0
相对深圳成指	8.3	(4.9)	9.3	(6.7)

发行股数 (百万)	10,125.52
流通股 (百万)	9,498.28
总市值 (人民币 百万)	133,859.44
3个月日均交易额 (人民币 百万)	864.63
主要股东	
浙江荣盛控股集团有限公司	61.46

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月28日收市价为标准

相关研究报告

《荣盛石化》20221102
 《荣盛石化》20220819
 《荣盛石化》20220501

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

荣盛石化

一季度业绩环比改善, 产品矩阵日益完善

2022年公司实现营业收入2890.95亿元, 同比增长57.91%; 归母净利润33.40亿元, 同比减少74.76%。2023年第一季度实现营收697.21亿元, 同比增长1.63%, 归母净利润-14.68亿元, 同比减少147.11%。2022年以来行业处于景气低位, 短期业绩承压, 但浙石化产品结构持续优化, 沙特阿美高溢价入股, 看好长期发展, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **成本压力减弱, 浙石化盈利能力有望修复。**2022年原油价格高位运行, 浙石化业绩短期承压, 实现净利润60.52亿元, 同比减少72.86%, 根据wind统计数据, 布伦特原油2022年均价为99.16美元/桶, 同比上涨39.87%, 2023年以来, 均价为83.83美元/桶, 同比下跌14.42%。2022年, 浙石化(二期)全面投产, 新增2,000万吨/年炼油能力、660万吨/年芳烃和140万吨/年乙烯生产能力, 浙石化4000万吨/年炼化一体化项目成为全球单体规模最大的炼化一体化项目。随着原油价格下行, 成本压力减弱, 浙石化业绩迎来上行拐点。
- **新材料产品矩阵持续丰富, 公司成长空间广阔。**2022年以来, 公司新增乙烯产能140万吨/年、聚碳酸酯产能26万吨、溶聚丁苯橡胶产能6万吨、聚酯产能38万吨/年。同时, 公司瞄准新能源和高端材料领域部署了EVA、DMC、PC和ABS等一批新能源新材料产品。未来随着3#乙烯下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目的顺利推进, 新能源材料、可再生塑料、特种合成材料和高端合成材料的产品及产能持续扩充, 新材料转型将步入加速发展阶段。
- **引入战投沙特阿美, 资源共享助力产业腾飞。**3月27日, 控股股东荣盛控股与AOC签署《股份买卖协议》, 拟向AOC协议转让1,012,552,501股, 每股转让价格24.30元。同时, 公司及下属控股公司与沙特阿美及其关联方签署了《原油采购协议》《ATS框架协议》《原料供应框架协议》《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》等一揽子合作协议, 沙特阿美以高溢价入股荣盛石化, 体现出炼化一体化企业所具备的全球投资价值。相关战略合作协议的签订, 一方面有助于浙石化实现优质原材料的稳定供应, 另一方面有望拓展其化工产品的海外销售渠道, 保障石油化工品产业链的稳定性。浙石化与沙特阿美的战略合作有望助推其实现由国内石化巨头向国际石化巨头的跨越式转变。

估值

- 基于石化行业景气度提升速度较缓, 下调盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润分别为53.43亿元、98.66亿元、128.51亿元, 预计每股收益分别为0.53元、0.97元、1.27元, 对应的PE分别为25.1倍、13.6倍、10.4倍。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 原油价格剧烈波动; 经济大幅下行; 政策风险导致生产受限或需求不及预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	177,024	289,095	302,526	311,038	314,720
增长率(%)	65.0	63.3	4.6	2.8	1.2
EBITDA(人民币 百万)	40,160	19,887	30,647	42,344	50,832
归母净利润(人民币 百万)	12,824	3,340	5,343	9,866	12,851
增长率(%)	75.5	(74.0)	60.0	84.6	30.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.27	0.33	0.53	0.97	1.27
原股本摊薄每股收益预测(人民币)	/	/	1.04	1.54	/
调整幅度(%)	/	/	(50.96)	(37.01)	/
市盈率(倍)	10.4	40.1	25.1	13.6	10.4
市净率(倍)	2.7	2.8	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(倍)	11.1	21.6	12.7	9.1	6.0
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6
股息率(%)	0.8	1.2	1.8	3.4	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2022 年度财务报告摘要

(亿元)	2022 年	2021 年	同比增长(%)
一、营业总收入	2890.95	1830.75	57.91
二、营业总成本	2862.40	1515.71	88.85
其中：营业成本	2578.41	1350.87	90.87
营业税金及附加	170.11	88.33	92.59
销售费用	1.75	1.55	13.21
管理费用	8.15	6.83	19.41
研发费用	43.67	39.15	11.54
财务费用	60.31	28.98	108.07
资产减值	(2.82)	(0.24)	1083.04
三、其他经营收益	23.63	1.24	1801.86
公允价值变动收益	0.11	1.47	(92.70)
投资收益	6.93	6.11	13.49
四、营业利润	56.28	323.00	(82.57)
加：营业外收入	0.05	0.09	(47.59)
减：营业外支出	0.14	0.05	211.10
五、利润总额	56.19	323.04	(82.61)
减：所得税	(7.51)	78.52	(109.56)
六、净利润	63.70	244.52	(73.95)
少数股东损益	30.30	112.16	(72.99)
七、归属母公司净利润	33.40	132.36	(74.76)
EPS(元)	0.33	1.31	(74.81)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.公司 2023 年第一季度财务报告摘要

(亿元)	2023 年第一季度	2022 年第一季度	同比增长(%)
一、营业总收入	697.21	686.01	1.63
二、营业总成本	733.85	615.42	19.24
其中：营业成本	666.85	553.80	20.41
营业税金及附加	41.11	41.91	(1.91)
销售费用	0.54	0.57	(6.41)
管理费用	1.79	2.01	(10.92)
研发费用	12.58	8.63	45.86
财务费用	10.98	8.50	29.22
资产减值	(0.58)	(0.66)	(12.82)
三、其他经营收益	0.52	0.13	295.80
公允价值变动收益	1.39	0.20	607.68
投资收益	0.38	3.16	(87.88)
四、营业利润	(34.94)	73.45	(147.56)
加：营业外收入	0.00	0.00	(68.55)
减：营业外支出	0.00	0.00	210.93
五、利润总额	(34.94)	73.46	(147.56)
减：所得税	(6.32)	15.62	(140.46)
六、净利润	(28.61)	57.84	(149.48)
少数股东损益	(13.94)	26.68	(152.24)
七、归属母公司净利润	(14.68)	31.16	(147.11)
EPS(元)	(0.15)	0.31	(148.39)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	177,024	289,095	302,526	311,038	314,720
营业收入	177,024	289,095	302,526	311,038	314,720
营业成本	130,090	257,841	261,948	260,149	257,088
营业税金及附加	8,833	17,011	16,639	17,107	17,310
销售费用	155	175	182	187	189
管理费用	683	815	968	995	1,007
研发费用	3,915	4,367	5,445	5,599	5,665
财务费用	2,898	6,031	5,265	5,053	4,604
其他收益	124	2,363	300	300	300
资产减值损失	(24)	(282)	(50)	(50)	(50)
信用减值损失	(75)	(15)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	12	4	10	10	10
公允价值变动收益	147	11	0	0	0
投资收益	611	693	650	650	650
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	31,246	5,628	12,974	22,842	29,753
营业外收入	9	5	5	5	5
营业外支出	5	14	10	10	10
利润总额	31,251	5,619	12,969	22,837	29,748
所得税	7,602	(751)	2,594	4,567	5,950
净利润	23,648	6,370	10,375	18,270	23,798
少数股东损益	10,825	3,030	5,032	8,404	10,947
归母净利润	12,824	3,340	5,343	9,866	12,851
EBITDA	40,160	19,887	30,647	42,344	50,832
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.27	0.33	0.53	0.97	1.27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	89,541	95,720	76,612	74,892	69,952
货币资金	17,682	18,239	15,126	12,442	12,589
应收账款	5,411	7,128	5,477	4,027	3,841
应收票据	0	0	0	0	0
存货	47,110	60,690	41,179	45,538	40,158
预付账款	3,671	2,558	3,263	2,518	3,195
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15,668	7,105	11,567	10,368	10,169
非流动资产	247,636	266,867	267,888	272,933	275,420
长期投资	7,591	8,733	8,733	8,733	8,733
固定资产	123,345	222,161	229,515	234,556	237,441
无形资产	5,704	5,998	5,883	5,769	5,654
其他长期资产	110,995	29,975	23,757	23,875	23,591
资产合计	337,177	362,587	344,500	347,825	345,372
流动负债	127,341	130,059	132,353	131,184	155,435
短期借款	37,871	26,370	37,563	45,353	56,676
应付账款	57,989	69,079	54,618	53,777	57,627
其他流动负债	31,482	34,610	40,172	32,053	41,132
非流动负债	114,592	135,362	107,035	97,746	53,087
长期借款	109,118	130,962	102,109	93,083	48,292
其他长期负债	5,474	4,400	4,927	4,663	4,795
负债合计	241,934	265,422	239,388	228,930	208,522
股本	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
少数股东权益	46,405	49,905	54,937	63,342	74,289
归属母公司股东权益	48,839	47,260	50,174	55,554	62,561
负债和股东权益合计	337,177	362,587	344,500	347,825	345,372

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	23,648	6,370	10,375	18,270	23,798
折旧摊销	6,910	11,299	13,368	15,409	17,435
营运资金变动	(743)	982	10,639	(11,696)	18,901
其他	3,749	407	6,015	3,688	4,296
经营活动现金流	33,565	19,058	40,398	25,671	64,431
资本支出	(58,246)	(29,458)	(15,099)	(20,099)	(20,099)
投资变动	539	(601)	0	0	0
其他	867	1,092	443	769	606
投资活动现金流	(56,841)	(28,966)	(14,656)	(19,330)	(19,493)
银行借款	38,872	10,343	(17,660)	(1,236)	(33,468)
股权融资	(6,553)	267	(2,430)	(4,486)	(5,844)
其他	(1,481)	947	(8,764)	(3,304)	(5,479)
筹资活动现金流	30,837	11,557	(28,854)	(9,026)	(44,791)
净现金流	7,561	1,649	(3,112)	(2,685)	147

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	65.0	63.3	4.6	2.8	1.2
营业利润增长率(%)	87.3	(82.0)	130.5	76.1	30.3
归属于母公司净利润增长率(%)	75.5	(74.0)	60.0	84.6	30.3
息税前利润增长率(%)	106.6	(74.2)	101.2	55.9	24.0
息税折旧前利润增长率(%)	87.4	(50.5)	54.1	38.2	20.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	75.5	(74.0)	60.0	84.6	30.3
获利能力					
息税前利润率(%)	18.8	3.0	5.7	8.7	10.6
营业利润率(%)	17.7	1.9	4.3	7.3	9.5
毛利率(%)	26.5	10.8	13.4	16.4	18.3
归母净利润率(%)	7.2	1.2	1.8	3.2	4.1
ROE(%)	26.3	7.1	10.6	17.8	20.5
ROIC(%)	7.1	2.4	3.8	5.8	8.7
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
净负债权益比	1.5	1.7	1.4	1.2	0.8
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	52.4	46.1	48.0	65.5	80.0
应付账款周转率	3.7	4.6	4.9	5.7	5.7
费用率					
销售费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
研发费用率(%)	2.2	1.5	1.8	1.8	1.8
财务费用率(%)	1.6	2.1	1.7	1.6	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	0.3	0.5	1.0	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	1.9	4.0	2.5	6.4
每股净资产(最新摊薄)	4.8	4.7	5.0	5.5	6.2
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.4	40.1	25.1	13.6	10.4
P/B(最新摊薄)	2.7	2.8	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	11.1	21.6	12.7	9.1	6.0
价格/现金流(倍)	4.0	7.0	3.3	5.2	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371