

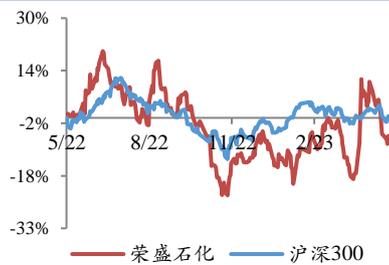
盈利拐点来临，千亿投资驱动成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-04

收盘价（元）	13.22
近12个月最高/最低（元）	16.81/10.70
总股本（百万股）	10,126
流通股本（百万股）	9,498
流通股比例（%）	93.81
总市值（亿元）	1,339
流通市值（亿元）	1,256

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 盈利拐点来临，千亿投资驱动成长
2023-05-03
- 沙特阿美高溢价入股荣盛，优秀民营炼化价值重估
2023-03-28
- 三季度业绩承压待修复，新材料加速逐步放量
2022-10-25

主要观点：

● 事件描述

事件 1: 4月19日，公司公告2022年报。2022年实现营收2,890.95亿元，同比上升63.3%；归母净利润33.41亿元，同比减少73.95%；扣非归母净利润20.11亿元，同比减少83.82%。公司第四季度实现营收639.77亿元，同比增加34.22%；归母净利润-21.10亿元，同比-167.77%。

事件 2: 4月26日，公司公告2023年一季报，公司实现营收697.21亿元，同比增加1.63%；归母净利润-14.68亿元，同比增减少147.11%；扣非净利润-15.73亿元，同比减少-152.75%。

● 全年原料波动剧烈，炼化盈利承压，需求逐步改善

2022年全年，浙石化二期全面达成，实现产销量的大幅提升，但炼化行业面临原油大幅波动以及疫情带来的需求波动双重挑战，整体盈利能力承压。上半年原油猛烈上涨，炼油环节走高，但100美金/桶以上的油价使得油品和化工品价格均无法传导。下半年原油价格快速走低，带来了库存损失风险以及产品成本支撑不足导致的下跌，雪上加霜的是，疫情反复带来的国内需求不振增加了行业库存，较多化学品价格价差均来到了历史极低分位数。

2023年二季度开始，我们认为基本面正在逐渐改善，从需求端来看，年后大多数产品价格价差有所修复，尤其是成品油及芳烃PX-PTA环节都有明显回升，我们认为需求将逐步修复。同时，成本端虽有反复事件催化，整体稳定在中高位震荡态势，原料波动平抑有利于库存管理减少波动。公司整体基本面处于底部回升态势。

● 延长炼化产业链，千亿投资催动成长

碳中和背景下尽管新炼化项目审批有所收紧，但公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。公司2022年8月公布140万吨乙烯以及一系列新材料项目规划，特别是其中规划的EVA、DMC、 α -烯烃及POE、己二胺及己二腈项目均是目前国内亟需进口替代、下游增速较快的新能源化工品或高性能材料。对于炼化公司而言，我们认为在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。

● 投资建议

由于一季度存在库存损失因素，我们下调公司2023年盈利预测，预计荣盛石化2023-2025年归母净利润53.75、121.37、146.92亿元（2023年原值80.73亿元），EPS 0.53/1.20/1.45元，对应PE为

24.90X/11.03X/9.11X。维持买入评级。

● **风险提示**

项目建设不及预期；
 产品及原料价格大幅波动；
 炼油炼化行业竞争加剧；
 宏观经济下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	289095	317288	342581	369760
收入同比 (%)	57.9%	9.8%	8.0%	7.9%
归属母公司净利润	3340	5375	12137	14692
净利润同比 (%)	-74.8%	60.9%	125.8%	21.1%
毛利率 (%)	10.8%	13.4%	16.4%	17.9%
ROE (%)	7.1%	10.2%	18.8%	18.5%
每股收益 (元)	0.33	0.53	1.20	1.45
P/E	37.27	24.90	11.03	9.11
P/B	2.64	2.55	2.07	1.69
EV/EBITDA	12.87	5.08	4.56	4.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据	6
2 全年盈利承压，经营韧性仍存	10
2.1 炼油板块：上半年盈利快速提升，下半年有所回落	10
2.2 化工板块：需求偏弱拖累全年盈利，产销量提升明显	12
2.3 PTA 板块：下半年承压，新项目持续推进	15
2.4 聚酯板块：终端需求孱弱，行业扩产加剧盈利压缩明显	16
3 炼化景气底部反转，看好需求复苏	19
3.1 炼油板块：疫情政策优化，2023 年炼油板块率先回暖	19
3.2 化工板块：持续推进项目建设，布局新材料高地	21
3.3 PX 及 PTA 板块：2023 年回暖显著，预计全年表现坚挺	22
3.4 聚酯新材料板块：供应压力仍存，静待需求复苏	24
4 千亿投资延续成长，提升化工品附加值	25
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况	6
图表 2 公司营收季度变化情况	6
图表 3 公司毛利半年度变化情况	7
图表 4 公司毛利季度变化情况	7
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	7
图表 9 公司四项费用占比半年度变化情况	8
图表 10 公司四项费用占比季度变化情况	8
图表 11 公司现金流半年度变化情况	8
图表 12 公司现金流季度变化情况	8
图表 13 公司净现比半年度变化情况	8
图表 14 公司净现比季度变化情况	8
图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金	9
图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季	9
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况	9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况	9
图表 19 公司炼油板块营收半年度变化情况	10
图表 20 公司炼油板块毛利半年度变化情况	10
图表 21 2022 年公司炼油行业成本拆分	11
图表 22 2021 年公司炼油行业成本拆分	11
图表 23 炼油板块经营数据	12
图表 24 炼油板块产品半年度价格	12
图表 25 炼油板块产品季度价格	12
图表 26 公司化工板块营收半年度变化情况	13
图表 27 公司化工板块毛利半年度变化情况	13
图表 28 2022 年公司化工行业成本拆分	13
图表 29 2021 年公司化工行业成本拆分	13
图表 30 化工板块经营数据	14
图表 31 化工板块产品半年度价格	14
图表 32 化工板块产品季度价格	14
图表 33 公司 PTA 板块营收半年度变化情况	15
图表 34 公司 PTA 板块毛利半年度变化情况	15
图表 35 2022 年公司 PTA 板块成本拆分	16
图表 36 2021 年公司 PTA 板块成本拆分	16
图表 37 PTA 板块经营数据	16
图表 38 公司聚酯板块营收半年度变化情况	17
图表 39 公司聚酯板块毛利半年度变化情况	17

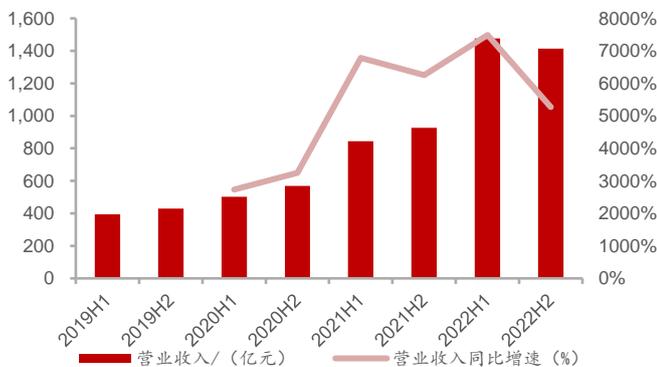
图表 40 聚酯板块经营数据.....	18
图表 41 聚酯板块产品半年度价格.....	18
图表 42 聚酯板块产品季度价格.....	18
图表 43 2022 年公司聚酯板块成本拆分.....	19
图表 44 2021 年公司聚酯板块成本拆分.....	19
图表 45 2019-2023 汽油月度消费量 (万吨)	20
图表 46 2019-2023 柴油月度消费量 (万吨)	20
图表 47 2019-2023 航空煤油月度消费量 (万吨)	20
图表 48 主要炼油产品价格 (元/吨)	20
图表 49 炼油行业新增产能情况 (常减压一次加工能力, 万吨/年)	20
图表 50 炼油行业淘汰产能情况 (常减压, 万吨/年)	21
图表 51 主要炼化产品价格 (元/吨)	22
图表 52 主要炼化产品价差 (元/吨)	22
图表 53 PX 及 PTA 产品价格 (元/吨)	23
图表 54 PTA-PX 价差 (元/吨)	23
图表 55 涤纶长丝产品价格 (元/吨)	25
图表 56 长丝-聚酯切片价差 (元/吨)	25
图表 57 公司在建拟建项目内容.....	26

1 公司整体经营状况与财务数据

4月19日,荣盛石化发布2022年年报。据公告,2022年公司共实现营收2,890.95亿元,同比上升63.3%;实现毛利56.20亿元,同比下降82.01%;实现归母净利润33.41亿元,同比减少73.95%;整体毛利率为1.94%(同比下降15.71个百分点);整体净利率为2.20%(同比下降11.16个百分点);四项费用率为3.94%(同比下降0.38个百分点),销售费用率、管理费用率、研发费用和财务费用率分别为0.06%、0.29%、1.51%和2.09%,经营活动现金流净额为1560.03亿元,同比上升364.76%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为294.57亿元,同比下降49.42%,投资强度有所减弱;净现比为-16.87,同比下降18.29,盈利能力有所减弱;存货周转天数为75.26天,同比下降22.51天,经营效率有所提高。

2022Q4公司经营状况相较Q3有所下滑,归母净利润显示为负。据计算,2022Q4公司共实现营收639.77亿元,同比上升34.22%,环比下降17.44%;毛利-68.19亿元,同比下降194.43%,环比下降182.63%;归母净利润-21.1亿元,同比下降178.09%,环比下降2612%;整体毛利率为-10.66%(同比下降25.81个百分点);整体净利率为-5.70%(同比下降16.02个百分点);四项费用率为5.42%(同比上升2.54个百分点),销售费用率、管理费用率、研发费用和财务费用率分别为0.06%、0.36%、1.61%和3.39%;经营活动现金流净额为1233.24亿元,同比上升159.11%,环比上升34.99%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为60.42亿元,同比下降45.93%,投资强度有所减弱;净现比为-33.83,现金流水平不佳;存货周转天数为75.26天,同比减少22.51天,经营效率有所提高。

图表1 公司营收半年度变化情况



图表2 公司营收季度变化情况



资料来源: ifind, choice, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



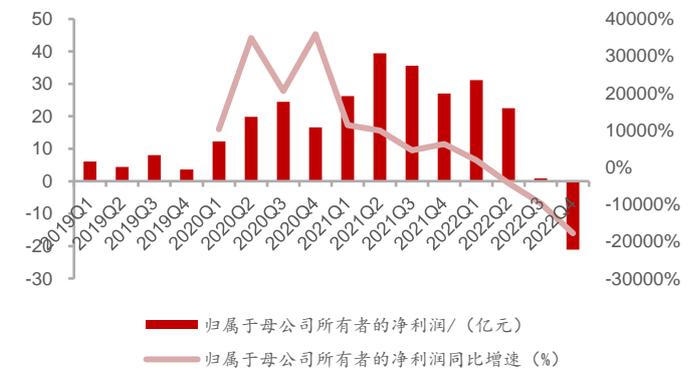
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



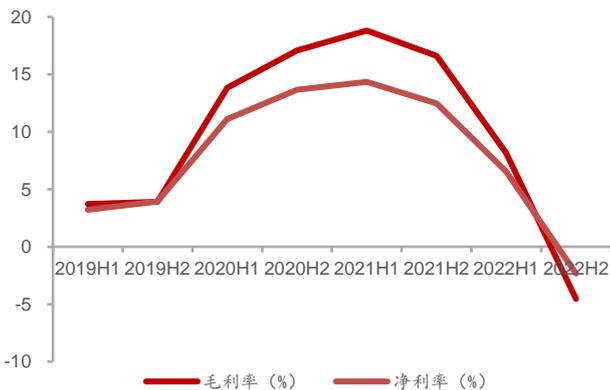
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



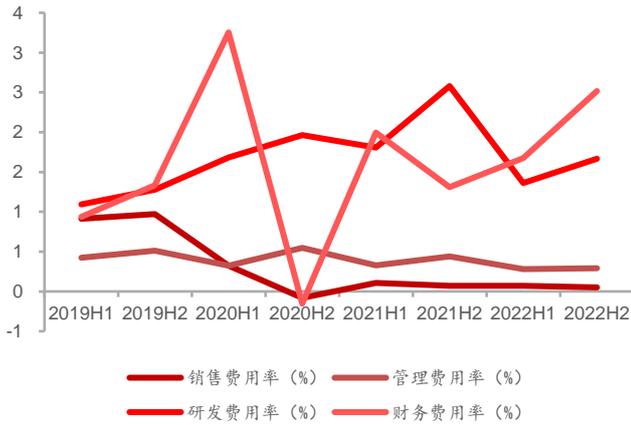
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司四项费用占比半年度变化情况



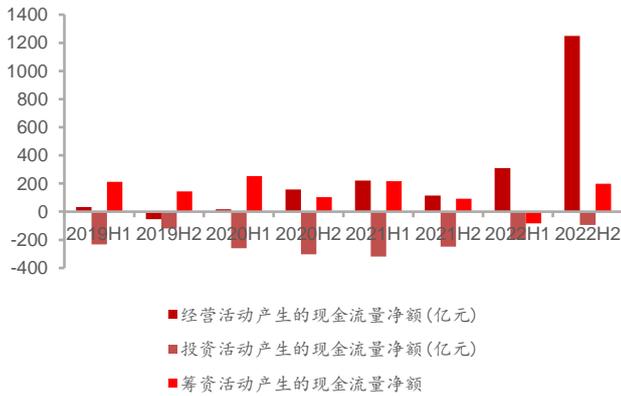
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司四项费用占比季度变化情况



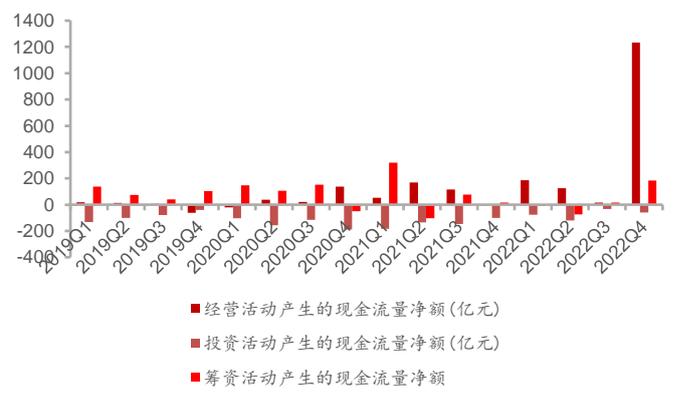
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



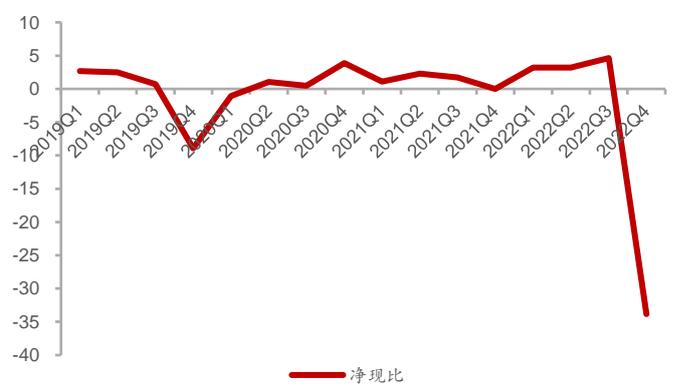
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司净现比半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司净现比季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



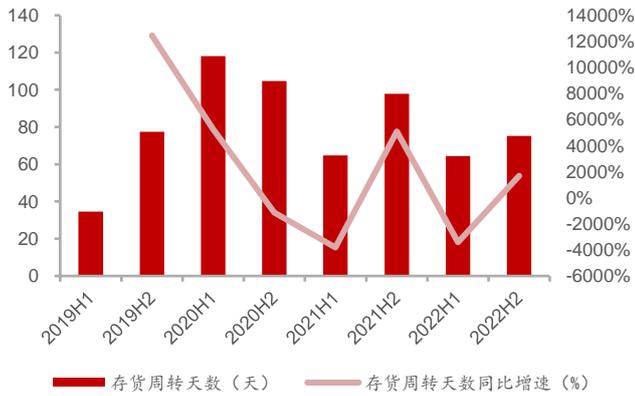
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 全年盈利承压，经营韧性仍存

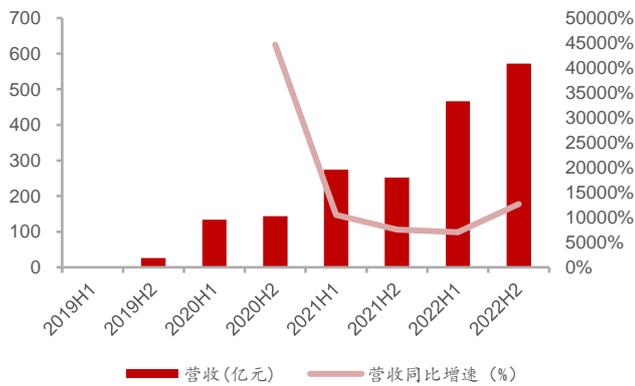
2.1 炼油板块：上半年盈利快速提升，下半年有所回落

炼油业务是公司最主要的营收来源之一。2022年1月，浙石化4000万吨/年炼化一体化项目（二期）全面投产，新增2,000万吨/年炼油能力配备有4套常减压装置，可处理多种来源的原油，降低了单一来源原油风险。此外，该设备还包括全球最大规模的浆态床装置和最高的渣油转化率。公司持续发挥世界级炼化一体化项目加工规模大、工艺先进、原料适应性强、加工手段灵活的优势。

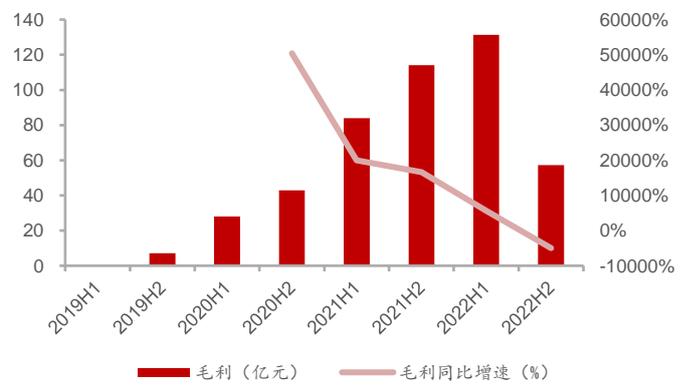
2022年，市场成品油需求衰减，全年国内汽油、柴油、航空煤油需求量同比下跌分别为11.6%、4.7%和28.6%，公司炼油板块却实现持续库扩张，炼油板块实现营收1038.42亿元，同比上升97.47%；实现毛利润188.6亿元，毛利同比下降4.79%。与去年同期相比，公司今年的炼油板块业务大幅上升。22Q4炼油板块四类产品，汽油、柴油、航空煤油、石脑油现货均价分别为8006元/吨、8438元/吨、7829元/吨和5394.719元/吨，分别同比上升0.04%、13.50%、53.45%和0.03%，分别环比变动-10.09%、1.25%、-9.56%和-2.22%。

成本方面，2022年炼油板块原材料占比最高，为91.53%，折旧、能源、人工工资分别占比3.90%、3.45%、0.89%。与去年同期相比，原材料、人工工资占比上升0.59pct，和0.16pct，折旧、能源占比下降0.4pct、0.07pct。

图表 19 公司炼油板块营收半年度变化情况



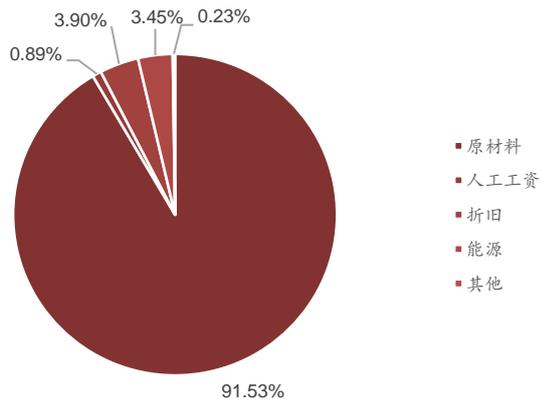
图表 20 公司炼油板块毛利半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

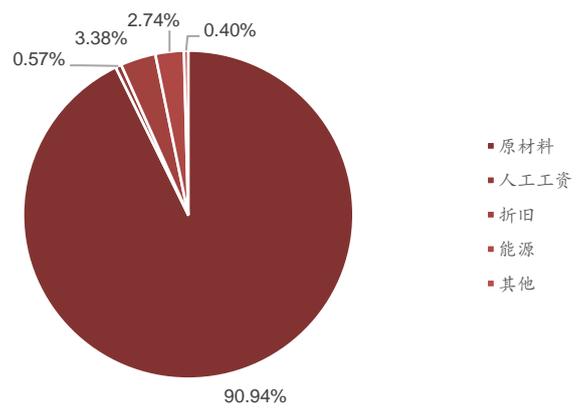
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 2022 年公司炼油行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 2021 年公司炼油行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 炼油板块经营数据

炼油板块											
	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利(亿元)	毛利同比增速(%)	营收同比增速(%)	毛利率(%)	营收占比(%)	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利率(%)	营收占比(%)
2019H1	--	--	--			--	--	26.21	19.11	27.07	3.18
2019H2	26.21	19.11	7.1			27.05	6.09				
2020H1	133.47	105.47	28			20.98	26.54	276.74	205.84	25.62	25.80
2020H2	143.27	100.37	42.9	504.23	446.62	29.94	25.14				
2021H1	274.05	190.04	84.01	200.04	105.33	30.65	32.46	525.87	327.78	37.67	29.71
2021H2	251.82	137.74	114.08	165.92	75.77	45.30	27.19				
2022H1	466.68	335.35	131.33	56.33	70.29	28.14	31.61	1038.42	849.82	18.16	35.92
2022H2	571.74	514.47	57.27	-49.80	127.04	10.02	38.90				

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 24 炼油板块产品半年度价格

元/吨		20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
炼油 板块	汽油	5490	5410	6940	7853	8872	8456	27.8%	13.0%	7.7%	-4.7%
	柴油	5474	4787	5606	6891	8002	8387	42.8%	16.1%	21.7%	4.8%
	航空煤油	3379	2695	3762	4780	6651	8243	76.8%	39.1%	72.4%	23.9%
	石脑油	2829	3079	4251	5160	6426	5456	51.2%	24.5%	5.7%	-15.1%

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 25 炼油板块产品季度价格

元/吨		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22Q1 同比	22Q1 环比	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比
炼油 板块	汽油	6339	7540	7703	8003	8890	8853	8905	8007	40.2%	11.1%	17.4%	-0.4%	15.6%	0.6%	0.0%	-10.1%
	柴油	5210	6001	6347	7435	7607	8397	8334	8439	46.0%	2.3%	39.9%	10.4%	31.3%	-0.7%	13.5%	1.2%
	航空煤油	3471	4053	4458	5102	5422	7880	8657	7829	56.2%	6.3%	94.4%	45.3%	94.2%	9.9%	53.4%	-9.6%
	石脑油	4082	4420	4941	5378	6315	6538	5517	5395	54.7%	17.4%	47.9%	3.5%	11.7%	-15.6%	0.3%	-2.2%

资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 化工板块: 需求偏弱拖累全年盈利, 产销量提升明显

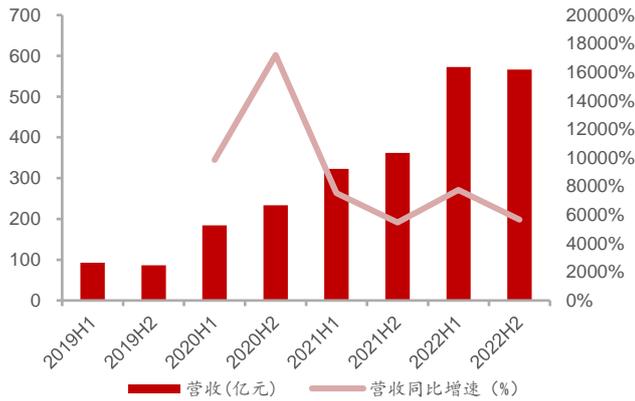
2022 年, 公司成立了两个子公司以实现炼化原料增值并打造化工新材料高地。公司正在推进新材料项目, 其中包括投资 192 亿元新建一系列装置, 如 LDPE/EVA、EVA、LDPE、DMC、PMMA 和 ABS 装置, 并计划投资 641 亿元建设催化裂解装置、烯烃装置、POE 聚烯烃弹性体装置、聚丁烯-1 装置、醋酸装置、醋酸乙烯装置、EVA/LDPE(管式)装置、己二酸装置、己二腈装置和己二胺装置等, 以扩大产能规模和增强企业综合竞争力。2022 年, 化工板块实现营收 1138.99 亿元, 同比增长 66.40%; 实现毛利润 118.21 亿元, 毛利同比减少 54.28%。公司控股子公司浙石化计划投资新增 140 万吨/年乙烯及下游化工装置项目, 旨在提高原料产量, 为公司发展下游高

附加值新材料及精细化工产业提供更多的原料保障和拓展空间,推动绿色低碳发展。

价格方面,2022Q4 化工板块产品与去年同期相比,除了PX 和丁二烯价格分别上涨 18.53%和 12.36%,其余产品价格均呈现下跌趋势;其中,下跌幅度最大的是醋酸乙烯和丙烯腈,分别达到了-50.38%和-32.82%。

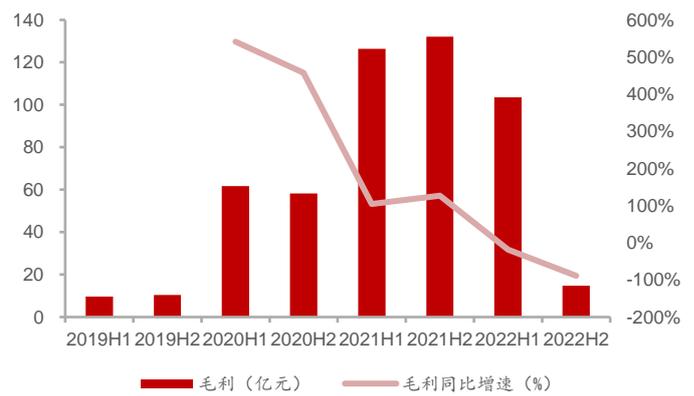
成本方面,2022 年化纤行业原材料占比最高,为 90.03%,折旧、能源、人工工资分别占比 3.90%、3.39%、0.89%。与去年同期相比,原材料占比上升 0.84 pct,折旧、能源、人工工资占比分别下降 0.40 pct、0.25 pct、0.16pct。

图表 26 公司化工板块营收半年度变化情况



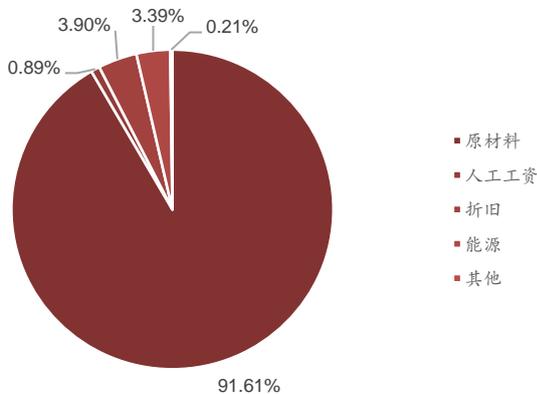
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 公司化工板块毛利半年度变化情况



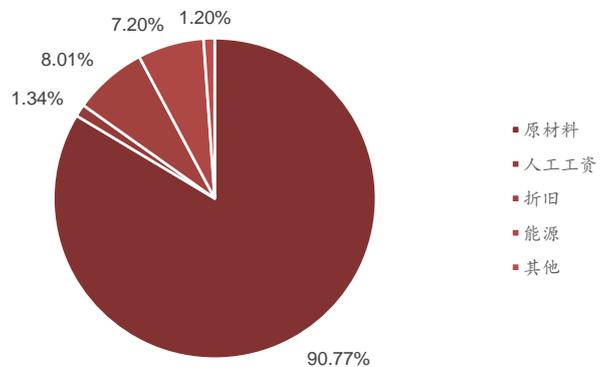
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 2022 年公司化工行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 2021 年公司化工行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 化工板块经营数据

化工板块											
	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利(亿元)	毛利同比增速(%)	营收同比增速(%)	毛利率(%)	营收占比(%)	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利率(%)	营收占比(%)
2019H1	92.82	83.19	9.63			10.37	23.50	178.77	158.70	11.22	21.67
2019H2	85.95	75.51	10.44			12.15	19.98				
2020H1	184.3	122.54	61.76	5.41	98.56	33.51	36.65	418.11	298.15	28.69	38.98
2020H2	233.81	175.61	58.2	4.57	172.03	24.89	41.03				
2021H1	322.9	196.47	126.43	1.05	75.20	39.16	38.25	684.50	425.93	37.78	38.67
2021H2	361.6	229.46	132.14	1.27	54.66	36.54	39.05				
2022H1	572.76	469.25	103.51	-0.18	77.38	18.07	38.80	1138.99	1020.78	10.38	39.40
2022H2	566.23	551.53	14.7	-0.89	56.59	2.60	38.53				

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 31 化工板块产品半年度价格

元/吨		20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
化工 板块	PX	5199	4520	6067	7116	8916	8783	47.0%	25.3%	23.4%	-1.5%
	乙二醇	4123	3802	5087	5530	5117	4223	0.6%	-7.5%	-23.6%	-17.5%
	聚丙烯	7424	8205	8700	8601	8701	8077	0.0%	1.2%	-6.1%	-7.2%
	苯乙烯	5941	6256	8677	9006	9572	8850	10.3%	6.3%	-1.7%	-7.5%
	丙烯	6473	7234	7913	7924	8230	7354	4.0%	3.9%	-7.2%	-10.6%
	纯苯	4255	3666	6575	7471	8476	7377	28.9%	13.4%	-1.3%	-13.0%
	HDPE	7400	8401	8841	8988	9630	8531	8.9%	7.1%	-5.1%	-11.4%
	丁二烯	5559	6972	7935	8588	9409	8338	18.6%	9.6%	-2.9%	-11.4%
	乙烯	5304	6568	7633	7914	8526	7074	11.7%	7.7%	-10.6%	-17.0%
	丙烯腈	8513	9369	14146	15140	11476	9927	-18.9%	-24.2%	-34.4%	-13.5%
	EVA	11410	13433	18594	21820	22590	19301	21.5%	3.5%	-11.5%	-14.6%
	醋酸乙烯	5529	6267	11671	13975	14495	9819	24.2%	3.7%	-29.7%	-32.3%
甲醇	1862	1866	2434	2915	2734	2662	12.3%	-6.2%	-8.7%	-2.6%	

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 32 化工板块产品季度价格

元/吨		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22Q1 同比	22Q1 环比	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比
化工 板块	PX	6252	4146	4670	4370	5694	6441	7166	7067	8031	9802	9189	8376	41.1%	13.6%	52.2%	22.0%
	乙二醇	4644	3602	3760	3843	5092	5082	5427	5632	5213	5022	4388	4058	2.4%	-7.4%	-1.2%	-3.7%
	聚丙烯	7221	7627	7985	8426	8758	8642	8563	8639	8625	8777	8199	7955	-1.5%	-0.2%	1.6%	1.8%
	苯乙烯	6595	5286	5340	7172	7839	9515	9126	8887	9027	10117	9477	8224	15.2%	1.6%	6.3%	12.1%
	丙烯	6502	6445	7025	7443	7711	8116	7800	8049	8210	8250	7309	7399	6.5%	2.0%	1.7%	0.5%
	纯苯	5180	3331	3351	3982	5627	7523	7714	7228	7910	9041	7904	6849	40.6%	9.4%	20.2%	14.3%
	HDPE	7512	7287	8333	8468	8614	9068	8952	9024	9259	10000	8682	8380	7.5%	2.6%	10.3%	8.0%

丁二烯	7037	4081	5250	8693	7777	8093	10701	6475	8051	10766	9400	7276	3.5%	24.3%	33.0%	33.7%
乙烯	5812	4796	6306	6831	7547	7719	7540	8289	8383	8668	7059	7089	11.1%	1.1%	12.3%	3.4%
丙烯腈	9634	7392	8042	10695	13742	14551	14965	15315	11541	11412	9566	10288	-16.0%	-24.6%	-21.6%	-1.1%
EVA	12609	10211	10929	15936	17500	19688	20579	23062	19745	25435	21726	16876	12.8%	-14.4%	29.2%	28.8%
醋酸乙烯	5912	5145	5518	7016	10318	13025	11730	16220	13442	15547	11591	8048	30.3%	-17.1%	19.4%	15.7%
甲醇	2065	1660	1679	2054	2317	2552	2726	3104	2716	2751	2566	2759	17.2%	-12.5%	7.8%	1.3%
PX	6252	4146	4670	4370	5694	6441	7166	7067	8031	9802	9189	8376	41.1%	13.6%	52.2%	22.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 PTA 板块: 下半年承压, 新项目持续推进

公司在 PTA 板块优势显著, 老装置技改提升, 新装置不断投产, 海南逸盛正在积极推进新项目, 并已成功投产 5 万吨食品级再生聚酯瓶片(rPET), 预计陆续投产 250 万吨/年 PTA 项目和 180 万吨/年聚酯瓶片装置, 未来有望将成为国内最大的食品级 rPET 供应商。

2022 年, PTA 板块实现营收 504.96 亿元, 同比下降 146.23%; 毛利-4.53 亿元, 毛利同比下降 305.9%。22Q4 PTA 板块现货均价为 5657 元/吨, 同比上升 14.2%, 环比下降 10.34%。PTA 与生产所需的 PX 原材料价差为 171.2 元/吨, 同比下降 47.42%, 环比下降 41.09%。价差下降带来 PTA 盈利空间压缩, 导致板块毛利骤降。

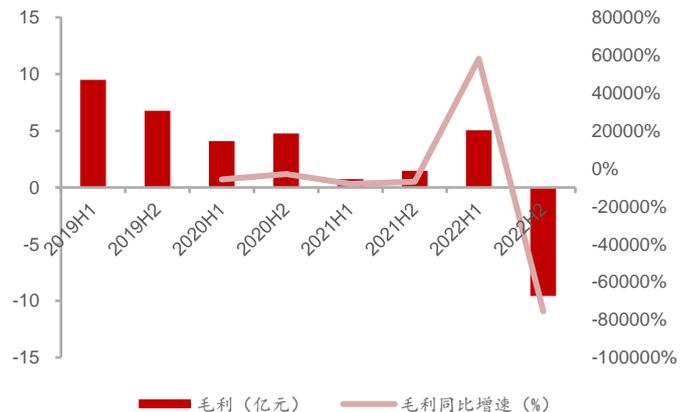
成本方面, 2022 年 PTA 板块原材料占比最高, 为 94.23%, 折旧、能源、人工工资分别占比 1.80%、2.63%、0.13%。与去年同期相比, 能源占比上升 0.95 pct, 原材料、折旧、人工工资占比下降 0.32pct、0.71 pct、0.02pct。

图表 33 公司 PTA 板块营收半年度变化情况



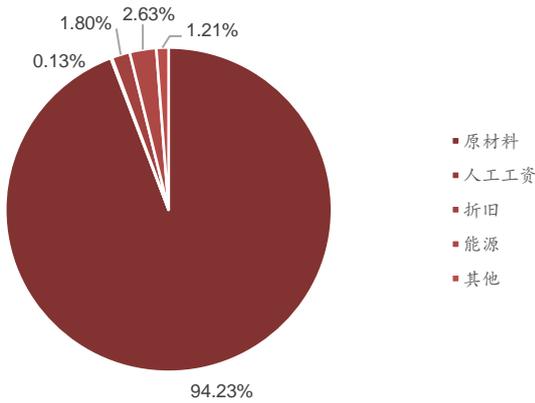
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 公司 PTA 板块毛利半年度变化情况



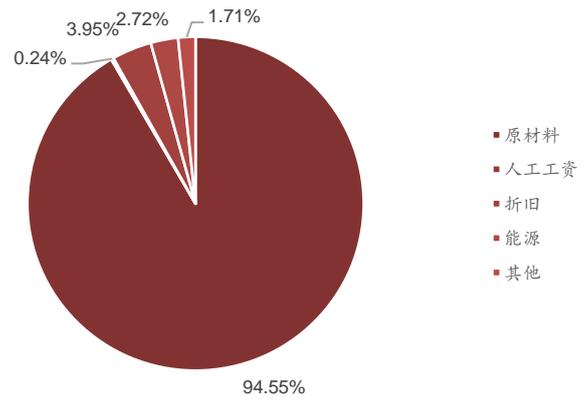
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 2022 年公司 PTA 板块成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 2021 年公司 PTA 板块成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 PTA 板块经营数据

PTA 板块											
	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利(亿元)	毛利同比增速 (%)	营收同比增速 (%)	毛利率 (%)	营收占比 (%)	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利率 (%)	营收占比 (%)
2019H1	96.54	87.06	9.48			9.83	24.45	200.19	183.95	8.11	24.27
2019H2	103.65	96.89	6.76			6.50	24.10				
2020H1	70.56	66.48	4.08	-56.96	-26.91	5.78	14.03	127.41	118.56	6.94	11.88
2020H2	56.85	52.08	4.77	-29.44	-45.15	8.37	9.98				
2021H1	79.28	78.54	0.74	-81.86	12.36	0.93	9.39	205.08	202.88	1.07	11.58
2021H2	125.8	124.34	1.46	-69.39	121.28	1.16	13.58				
2022H1	249.26	244.22	5.04	581.08	214.40	2.03	16.88	504.96	509.49	-0.90	44.33
2022H2	255.70	265.27	-9.57	-755.48	103.26	-3.74	17.40				

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

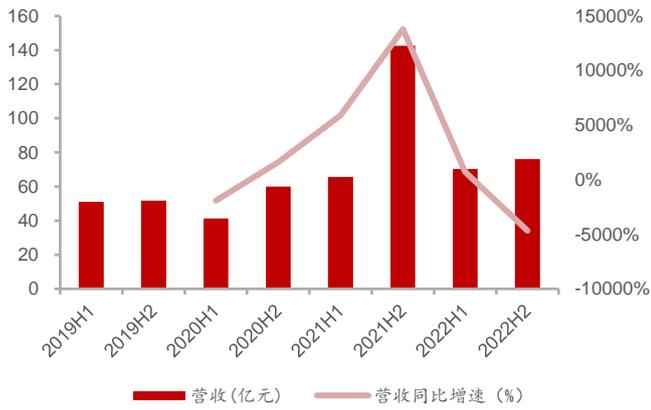
2.4 聚酯板块: 终端需求孱弱, 行业扩产加剧盈利压缩明显

公司在聚酯板块不断推进新项目, 永盛高端薄膜产能拓展, 今年将投放 15 万吨的生产线。盛元二期 50 万吨差别化纤维项目也在积极推进, 主要生产阻燃、功能性、免染纤维产品。

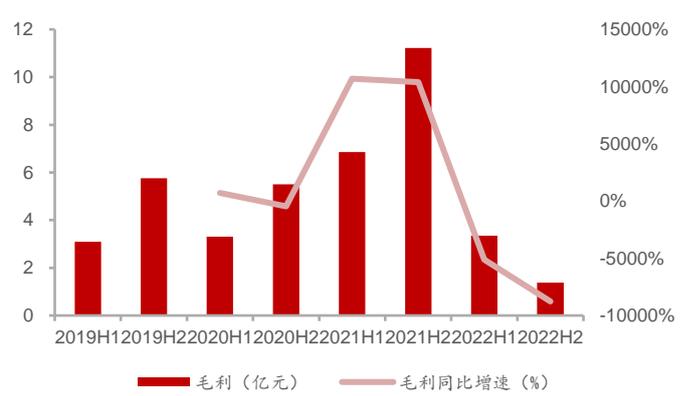
2022 年, 聚酯板块实现营收 146.41 亿元, 同比下降 2.67%; 实现毛利润 4.73 亿元, 毛利同比下降 57.84%。价格方面, 22Q4 聚酯板块现货均价为 7977.86 元/吨, 同比下降 6.22%, 环比下降 8.83%。

成本方面, 2022 年聚酯板块原材料占比最高, 为 90.03%, 折旧、能源、人工工资分别占比 1.41%、5.07%、1.91%。与去年同期相比, 人工工资、原材料占比分别上升 0.12 pct、2.05 pct, 能源、折旧占比下降 1.5 pct、0.28 pct。

图表 38 公司聚酯板块营收半年度变化情况



图表 39 公司聚酯板块毛利半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 40 聚酯板块经营数据

聚酯板块											
	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利(亿元)	毛利同比增速(%)	营收同比增速(%)	毛利率(%)	营收占比(%)	营收(亿元)	成本(亿元)	毛利率(%)	营收占比(%)
2019H1	51.05	47.96	3.09			6.05	12.93	102.74	93.89	8.61	12.45
2019H2	51.69	45.93	5.76			11.14	12.02				
2020H1	41.23	37.92	3.31	7.12	-19.24	8.03	8.20	101.18	92.37	8.71	9.43
2020H2	59.95	54.45	5.5	-4.51	15.98	9.17	10.52				
2021H1	65.54	58.69	6.85	106.95	58.96	10.48	7.76	142.60	131.38	7.87	8.06
2021H2	142.6	131.38	11.22	104.00	137.86	7.87	15.40				
2022H1	70.35	67	3.35	-51.09	7.34	4.76	4.77	146.41	141.68	3.23	12.85
2022H2	76.06	74.68	1.38	-87.70	-46.66	1.81	5.18				

资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 41 聚酯板块产品半年度价格

元/吨		20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
聚酯 板块	聚酯切片	5201.92	4539.20	5839.52	6490.15	7313.19	6885.79	25.24%	12.68%	6.10%	-5.84%
	POY	7887.52	6919.39	8784.23	9360.40	9643.20	9024.96	9.78%	3.02%	-3.58%	-6.41%
	DTY	6676.56	5663.08	7315.13	7992.94	8660.48	8351.93	18.39%	8.35%	4.49%	-3.56%
	FDY	6107.30	5314.90	7151.44	7703.62	8227.06	7714.98	15.04%	6.79%	0.15%	-6.22%

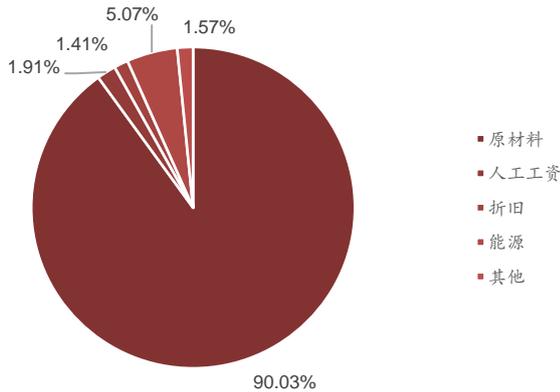
资料来源: Choice, iFind, 华安证券研究所

图表 42 聚酯板块产品季度价格

元/吨		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22Q1 同比	22Q1 环比	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比
聚酯 板块	聚酯切片	5683	5996	6444	6536	6940	7686	7174	6598	22.1%	6.2%	28.2%	10.8%	11.3%	-6.7%	0.9%	-8.0%
	POY	8646	8923	9143	9578	9534	9752	9443	8607	10.3%	-0.5%	9.3%	2.3%	3.3%	-3.2%	-10.1%	-8.9%
	DTY	7033	7598	7875	8111	8330	8991	8679	8024	18.4%	2.7%	18.3%	7.9%	10.2%	-3.5%	-1.1%	-7.5%
	FDY	6928	7375	7576	7831	7990	8464	8128	7302	15.3%	2.0%	14.8%	5.9%	7.3%	-4.0%	-6.8%	-10.2%

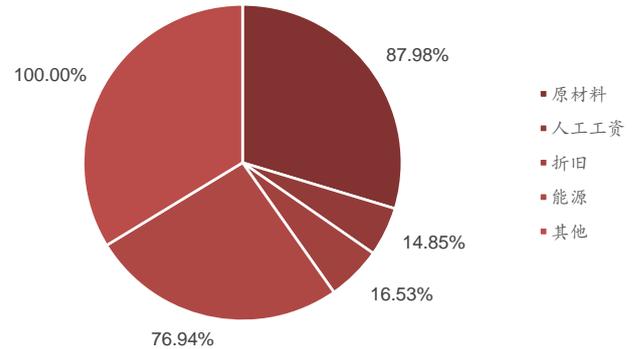
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 43 2022 年公司聚酯板块成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 2021 年公司聚酯板块成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 炼化景气底部反转，看好需求复苏

3.1 炼油板块：疫情政策优化，2023 年炼油板块率先回暖

2022 年炼油板块复盘：汽油航煤需求下跌，柴油需求提升，石脑油缓慢修复

2022 年俄乌背景下，俄罗斯原油产量下降令市场供应趋紧，加之原油市场库存持续下降，国际油价呈现大幅上涨走势，成品油及石脑油市场整体呈现原料强支撑，但需求受跟随下游影响有所分化。从全年来看，柴油整体需求受大型工矿、基建等户外行业开工情况提升而上行，汽油、航空煤油因疫情扰动同比大幅下滑。此外国内成品油税控监管力度不断加强，资源流通统计日益完善。石脑油方面，下半年需求显著好于上半年，主要受炼厂产能增加，一次装置产能增长以及二次装置产能扩张对于石脑油需求增长形成支撑。2022 年，中国炼厂产能继续攀升，全年净增长 1760 万吨/年或 1.88%，总产能升至 9.47 亿吨/年，石脑油蒸汽裂解制乙烯规模达到 3228 万吨。上半年总体产能稳定在 9.35 亿吨/年水平。6 月末，中石油广东石化 2000 万吨/年炼化一体化项目中交，产能增至 9.55 亿吨/年。9 月份，参与裕龙岛置换的三家山东地方炼厂合计 740 万吨/年产能相继停产，总产能降至 9.47 亿吨/年。

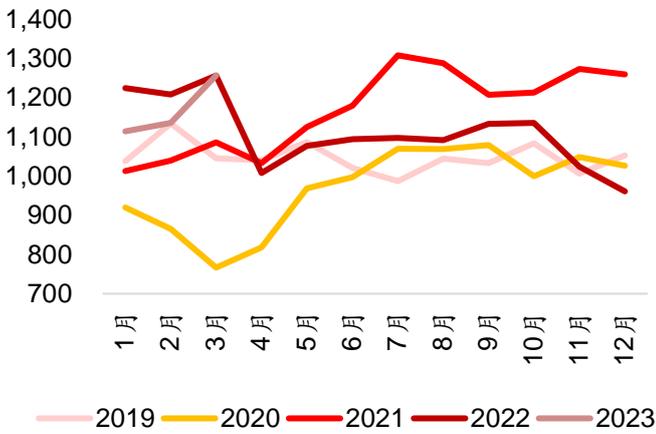
展望后市，预计 2023 年炼油板块呈现向好趋势。

成本端，地缘政治冲突持续，原油供给缺乏弹性，预计 2023 年原油易涨难跌，对炼油产品产生支撑。

需求端，随着疫情管控政策常态化，汽油、航空煤油需求同比将有所修复。从 2023 年一季度数据来看，汽油已达到往年同期水平，煤油虽还较往年同期较低，但也已处于快速修复通道中。基建投资和制造业投资将持续向好将对柴油终端消费起到支撑。石脑油需求方面，2023 年一季度乙烯装置对石脑油消耗量较 2022 年一季度走高明显，虽然 2023 年乙烯装置综合利润不容乐观，但考虑到广东石化及海南炼化等新建装置的投产，对石脑油消耗量将继续拉动，且化工项目对轻质石脑油的需求明显提升。重整市场来看，PX 产能增加也是近年以来的市场热点，也将拉动轻质石脑

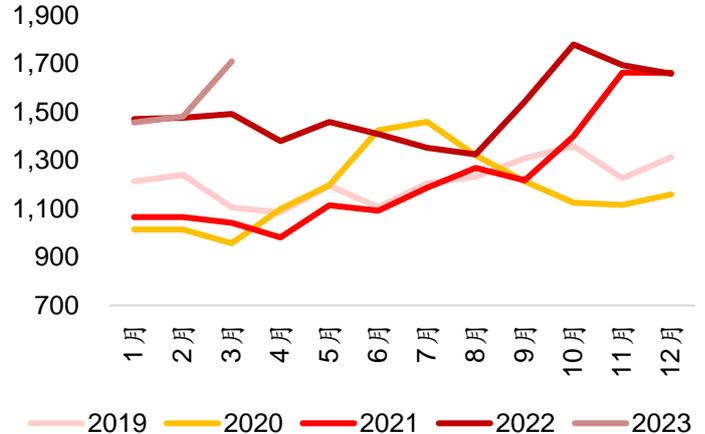
油需求。金联创预计，2023 年化工轻油占我国石油终端需求的比例将由 2018 年的 12%提升至 20%

图表 45 2019-2023 汽油月度消费量 (万吨)



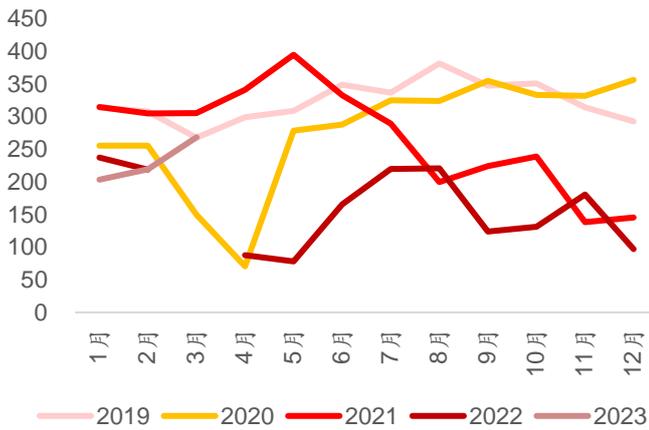
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 2019-2023 柴油月度消费量 (万吨)



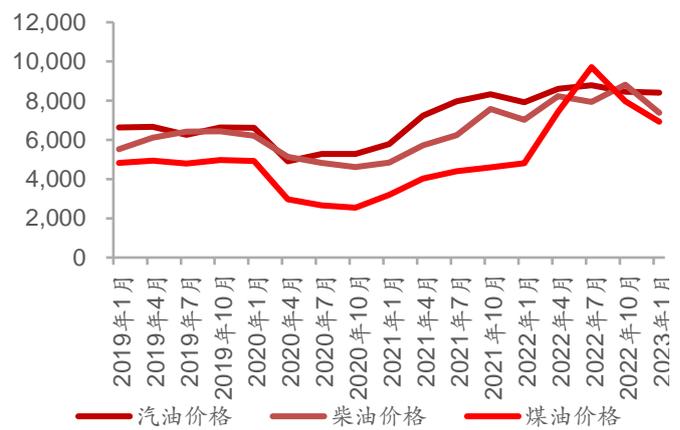
资料来源: 百川资讯, 华安证券研究所

图表 47 2019-2023 航空煤油月度消费量 (万吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 主要炼油产品价格 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

供给端，从短期看，2023 年一季度石脑油产量有所下降，与短期炼厂加工积极性下降降负荷有关，同时春季检修因素和节日因素都存在。一年维度来看，新增项目使得石脑油的产量增加，由于新增烯烃产能大多为一体化产能，基本能匹配需求增速，但随着 PX 项目的释放，重整用石脑油供应可能面临紧张。近几年的产能高峰仍然不改我国作为石脑油的净进口国的地位，我国石脑油实行进口配额制度，2020-2023 年商务部下发的进口配额连续呈现上涨。

图表 49 炼油行业新增产能情况 (常减压一次加工能力, 万吨/年)

2022 年新增产能 (万吨)	
盛虹炼化 (东方盛虹)	1600

2023 年预计新增产能 (万吨)	
广东石化 (中石油)	2000
裕龙石化 (一期)	2000
2024 年预计新增产能 (万吨)	
宁波大榭石化 (中海油)	600
镇海炼化 (中石化)	1100
2025-2030 年预计新增产能 (万吨)	
华锦石化	1500
裕龙石化 (二期)	2000
旭阳炼化	1500
古雷石化	1600

资料来源：隆众资讯，中国石油与化工网，公司公告，华安证券研究所整理

图表 50 炼油行业淘汰产能情况 (常减压, 万吨/年)

2022 年淘汰产能 (万吨)	
成达新能源	300
海科化工	220
科力达石化	220
2023-2025 年预计淘汰产能 (万吨)	
大庆中蓝 (中化能源)	220
辽宁缘泰	300
大连锦源	220

资料来源：隆众资讯，公司公告，华安证券研究所整理

与沙特阿美合作巩固原油采购供应链。3/27 晚，荣盛石化控股股东荣盛控股与沙特阿美全资子公司 AOC 《股份买卖协议》。同时，荣盛石化与沙特阿美签署了《战略合作协议》，签订某些最终协议，包括：沙特阿美向浙石化供应承诺数量为每天 48 万桶阿拉伯原油 (协议期 20 年，后续可选 5 年延长)，基于公开原油市场指标确定；沙特阿美通过 ATS 额外供应荣盛石化每年不超过 8 万桶原油；沙特阿美通过 ATS 供应荣盛石化石脑油、混合二甲苯、直馏燃油等化工原料总计每年 20 万吨。作为第一大石油公司以及荣盛石化长期稳定的原油采购合作方，沙特阿美的入股以及后续一揽子采购、库存管理等协议对浙石化的原油稳定供应以及降低采购成本有积极作用。

3.2 化工板块：持续推进项目建设，布局新材料高地

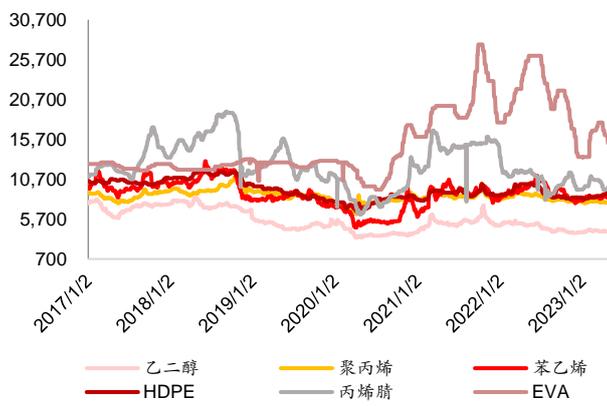
2022 年化工板块复盘：疫情扰动下化工品需求承压，观察需求复苏节奏。

由于原料成本波动较大，化工板块主要产品价格出现前高后低的态势，上半年由于原油快速上涨，短期涨幅过高，一度达到 130 美元/桶，同时各地疫情散发导致需求不振，上游成本无法传导，化工品价格走高但盈利收窄。下半年原油价格由于加息

衰退预期下行，化工品成本支撑不足，同时海外虽需求坚挺，但国内需求因疫情走弱，供给端新炼化产能投产进一步对价格产生压力，价格普遍跌至 20%-30% 历史分位，盈利承压明显。

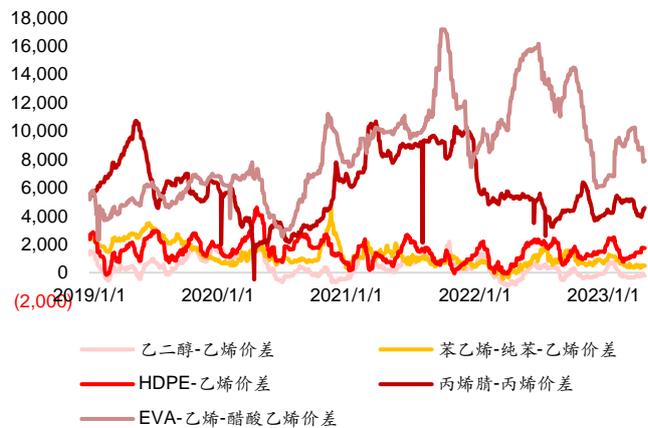
展望后市，预计 2023 年化工板块预期逐季修复。当前原料价格在高位震荡，原料波动趋缓，我们认为目前主要矛盾集中在需求恢复节奏，我们认为疫情对消费等需求存在一定惯性，修复过程是逐季度改善的，同时需观察国内是否有经济政策出台以及海外实际需求情况是否与预期的衰退相符，我们认为在当前节点价格已包含悲观预期，下行空间有限。供给侧今年有广东石化、海南炼化、裕龙石化的新烯烃产能投放，一定程度上可能会压制修复的弹性。

图表 51 主要炼化产品价格 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 主要炼化产品价差 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

浙江石化是国内最大规模的民营炼厂，生产效率领先。浙石化拥有国内最大的民营炼油炼化产能，在炼油、炼化、PTA、聚酯方面均有规模优势和一体化成本优势。公司的化工品占比达到 58.5%，油化比在炼化行业中保持领先地位，领先于传统炼厂。从政策导向来看，4 月 7 日六部委联合印发的《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》明确指出要引导炼化项目“降油增化”，这是由于成品油的需求在双碳目标下未来将有所减弱，而石化产品需求增加，因此从健康的产业发展角度，需求炼化项目尽可能降低油化比。从“降油增化”的角度，公司作为化纤企业有自身下游产业链需求，有足够的消化大规模 PX 装置产能，进入炼化行业后有降低油化比、最大程度得到 PX 等化工品的内生需求，有助于促进炼油炼化行业高质量发展。相比传统炼油企业，公司的优势还体现在可以针对不同的市场环境灵活调整产品结构。

3.3 PX 及 PTA 板块：2023 年回暖显著，预计全年表现坚挺

2022 年 PX 及 PTA 复盘：2022 年表现整体偏强，2023 年芳烃链回暖明显。

PX 板块：2022 年 PX 市场整体呈现前高后低，上半年延续上一年的价格，同时原

油强支撑情况及供需表现量化的支撑下,上半年盈利明显上行。尤其是5月中旬起,海外汽油利润良好,同时进入欧美成品油需求旺季,欧美需要进口芳烃满足调油需求以及补充当地化工需求,同时日韩处于检修期,芳烃产品开启上行通道,至6月来到最高点,一度超过1500美元/吨。下半年,国内PX新装置投产以及加工差的良好支撑下国内供应提升等偏空影响下,PX价格出现一定回落,但仍处于相对高位,全年表现相对坚挺。

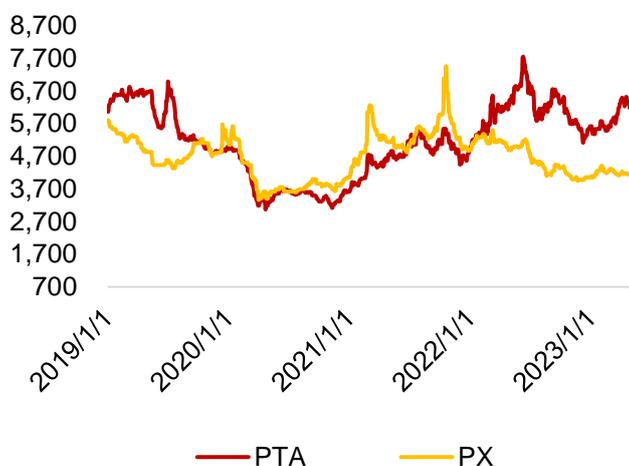
PTA 板块: 2022年PTA价格大幅上涨后又稍有下滑,较2021年市场明显走高。从年初开始PTA市场即步入上行通道,一直呈现震荡上行的态势,主要是由于国际原油价格全面上涨,带动下游PTA市场走势上行。成本端大幅挤压下游PTA行业利润,PTA行业加工费一度压缩至负值;由于行业利润不佳,且PTA市场期货难以同幅度跟进,工厂挺市意愿强烈,纷纷上调企业挂牌价格,PTA绝对价格大涨,但盈利端表现不佳。

2023年展望: PX及PTA盈利短期已有回暖,节后价格价差震荡上行。

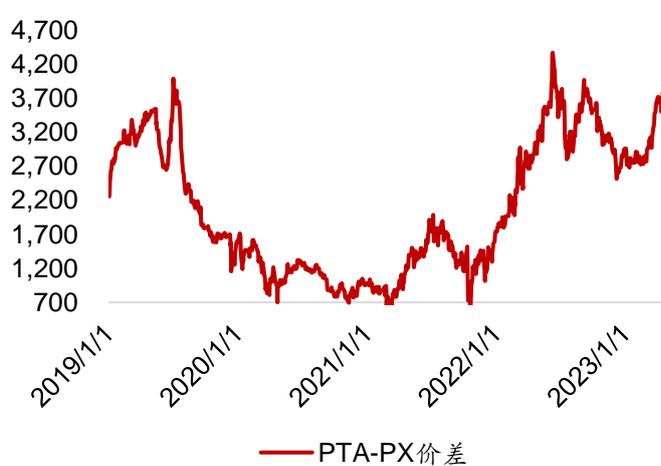
PX 板块: 从成本端来看,中国经济带动亚洲地区的经济回暖,原油需求增长预期支撑油价,原油高位震荡,成本端支撑偏好;供给侧来看,预期中的PX新装置投产并未如期到来,提振市场心态,需求端来看,下游PTA端行业开工明显提升,供需端整体呈偏好态势,二者共同推动下,季度前期PX市场强势上行。后市来看,我们认为全年能够延续偏强态势,成本端原油形成偏强支撑,需求侧PTA开工也在持续复苏通道,三四季度传统旺季有望向上。供给侧,二季度部分装置检修影响供给,一年维度上看,经历化工品低迷的半年之后,PX新装置投产或有不及预期的现象产生。

PTA 板块: 2023年PTA价格与加工费已有明显修复。一季度原油价格有一定支撑,需求虽目前较为弱势,但由于加工费已被压缩至极低水平,下行空间有限。近期由于PTA装置检修及降负较为集中,市场供应下滑明显,而下游聚酯负荷逐步提升到高位,供需维持去库状态,现货货源流通趋于紧张,加工费也得到一定修复,我们认为下游需求有望逐季修复,新增产能主要集中在下半年,需观察后续实际投产情况,整体基本面或好于2022年。

图表 53 PX 及 PTA 产品价格 (元/吨)



图表 54 PTA-PX 价差 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 百川资讯, 华安证券研究所

长期来看，PX-PTA 产业链环节，大炼化的成本、下游产业链优势仍然明显，景气回暖最为受益。据统计，到 2025 年，若考虑当前在建和拟建产能，国内 PTA 产能将达到 9643 万吨，较 2020 年增长 67%。新增产能中，约 48% 来自于新增的炼化一体化装置。假设产能均能如期投产，在短期将加剧行业竞争，促成行业的加速洗牌和落后产能出清。在这场洗牌中决定性因素就是成本优势，而成本优势建立在原料的自给程度、规模化以及技术的先进性。相较于非大炼化企业，大炼化企业具有原料完全自控的优势，能够以最低成本获取 PX，而 PX 占原料成本 85-90% 左右，可以说，拥有低成本的 PX 就掌握了绝对的竞争优势。其次是规模优势，当前 PTA 装置大型化趋势明显。2012 年以前普遍装置产能规模在 150 万吨以内，当前新增的装置规模均达到了 200 万吨左右，单吨能耗、原料单耗和单吨折旧成本显著下降。逸盛新材料二期投产后，公司控股参股总产能 1900 万吨，权益产能 897 万吨，与恒力石化一起成为行业前二。最后是技术先进性。PTA 装置技术 5 年左右进行一次迭代，每次迭代单耗、吨投资、吨可变成本均有明显降低，产能均有大幅的提升。因此，后上装置在技术上有明显后发优势，荣盛子公司新上装置属于英伟达最新一代技术。因而，其在三个竞争要素上均有显著的优势，且行业整体将呈现强者恒强的态势。公司凭借行业最低的成本优势以及大炼化提供的现金流能够在行业低谷逆势扩张，待本轮落后产能逐渐出清后将有巨大的业绩弹性。

我们认为能在景气度回升中充分受益的将是能够凭借低成本和现金流优势逆势扩张的企业。大炼化企业依托炼化一体化的原料平台优势，具有行业最左侧的成本曲线，加工费较低，能在行业景气度反转时享受较大弹性。荣盛石化子公司宁波中金现有 PX 产能 1060 万吨，PTA 产能 2200 万吨，公司拥有全球最大的 PTA、PX 等化工产品产能，后续 250 万吨/年 PTA 项目和 180 万吨/年聚酯瓶片装置预计于今年将陆续投产。

3.4 聚酯新材料板块：供应压力仍存，静待需求复苏

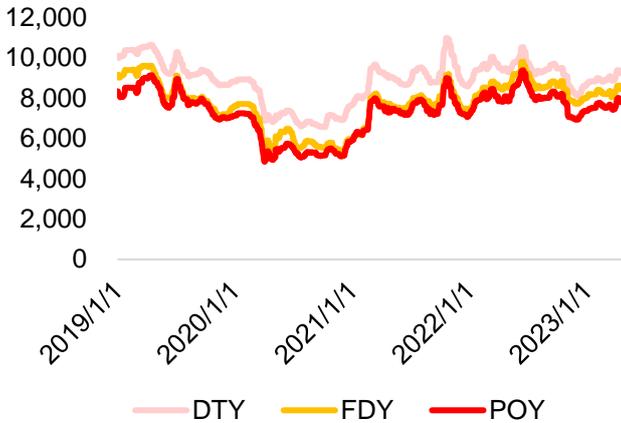
2022 年聚酯与长丝板块复盘：全年大幅波动，纺服需求偏弱，静待终端需求复苏。

聚酯板块：2022 全年来看，2022 年聚酯切片市场整体呈现先涨后跌趋势。上半年上游成本强支撑，同时切片处于库存低位，传导至三年最高点。三季度，虽然原油价格下跌，但由于 PX 货源出现紧缺同时 PTA 开工下滑的短期利好支撑下 PTA 价格走高，成本端支撑再次加强。但四季度随着原油市场下跌以及终端纺织行业需求持续低迷，高库存现象贯彻整个四季度，成本和需求低迷下聚酯切片一路下行。

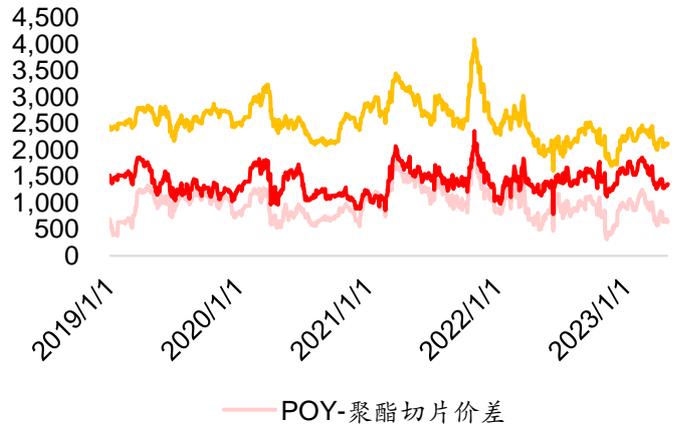
涤纶长丝板块：2022 年涤纶长丝市场走势较为波动，整体价格有所下跌，上涨因素主要来源于成本驱动。但作为产业链相对下游，盈利压缩较为明显。内困于疫情影响，国内经济下滑，居民对于服装等非必需品的消费能力也逐渐下降，市场旺季消失，春夏服装断档，下游织造企业维持低负荷运行，资金回笼甚为缓慢。同时，新增产能仍在投放，主要是围绕龙头企业展开，集中在一、二季度，市场供应压力只增不减，导致全年供需矛盾尤其明显，临近年末涤纶长丝下游需求端进一步萎缩，在库存以及效益亏损的双重打压下，多数企业开始降负运行提前进入假期模式，市场产出量大幅下滑，截至年末涤纶长丝市场开机率仅有 5 成附近，原计划第四季度涤纶长丝的投产项目，也因供需矛盾愈演愈烈，都已推迟延期释放。整年长丝市场

呈震荡下行走势。

图表 55 涤纶长丝产品价格 (元/吨)



图表 56 长丝-聚酯切片价差 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 百川资讯, 华安证券研究所

2023 年展望：终端需求恢复，供给端压力仍存，观察市场产能投放情况。

成本面对聚酯切片及涤纶长丝支撑较足。需求面，国内疫情防控优化，促进终端市场有向好发展，但需求回暖仍需多待一些时日。外贸方面，地缘政治、通货膨胀等多重问题制约纺服市场心态，叠加其他经济体生产能力和供给能力逐步恢复，因此海外对中国商品的需求不及以往强劲，出口压力仍存。供应端，2023 年涤纶长丝龙头仍有新增投产计划，包括前期延期项目投放，预计供应压力仍存。

长期来看，涤纶长丝集中度持续提高，差别化需求凸显。

随着产能的持续扩张，小型企业逐步退出市场，行业将加速洗牌，涤纶长丝的行业格局有望持续优化，市场集中度以及竞争力将会进一步提高。长丝从格局来看较稳定，且新增产能全部由头部企业投建，这表明了长丝格局趋稳，近几年进入规模效应体现、上下游产业链配套的发展阶段，中小涤纶长丝企业与龙头企业的差距被进一步拉大，整体呈现有序扩张态势。

另一个显著趋势是，生产涤纶长丝的过程通常需具备多元复合差别化、功能化、高附加化等条件，差别化涤纶长丝需求应运而生。根据差别化需求不同，涤纶长丝差别化可分为高仿真化（细旦、异界面、异收缩、易线密度）、新型功能化（阻燃丝、高强丝、导电丝）、高性能差别化（超仿毛、超纺棉、超纺麻等）。公司在差异化长丝方向多有布局。

荣盛石化基于炼化优势，拥有 46 万吨 POY 产能，54 万吨 FDY 产能，42 万吨 DTY 产能。同时，新项目也在不断推进，永盛高端薄膜的产能不断拓展，今年将有 15 万吨的生产线进行投放。盛元二期 50 万吨差别化纤维项目，主要生产阻燃、功能性、免染纤维产品，也在积极推进过程当中。

4 千亿投资延续成长，提升化工品附加值

2022 年 8 月，公司发布三份对外投资公告，计划由浙石化为主体建设三项中下游项目，合计投资总额将达到 1178 亿元，预计全部建成投产后可实现年净利润 164.1 亿

元，新增项目 ROE 14%，高于此前水平。

(1) 计划投资建设新增 140 万吨/乙烯及下游化工装置，投资总额为 345 亿元。项目建成投产后能为公司实现“降油增化”的目标，同时为公司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，预计可实现 26.22 亿元/年的净利润。

(2) 计划投资建设高性能树脂项目，投资总额为 192 亿元，预计建设 2 年，目的以浙石化一、二期化工品为原料，拓展布局下游高附加值的新材料产品，预计建成投产后可实现 24.23 亿元/年的净利润。

(3) 计划投资建设高性能树脂项目，投资总额为 641 亿元，预计建设 2 年，项目能进一步优化公司的产业结构，扩大新材料和精细化工产能，预计投产后可实现 113.63 亿元/年的净利润。

图表 57 公司在建拟建项目内容

项目名称	建设内容		建设期	财务目标 (可研)
	产品	产能 (万吨/年)		
140 万吨/乙烯及下游化工装置	HRG 胶乳	10	未披露	年均收入 355.44 亿元, 年均净利润 26.22 亿元
	醋酸乙烯	30		
	PO/SM	10+60		
	苯酚丙酮	40/25		
	乙苯	3		
	丁二烯	20		
	苯乙烯	60		
	HDPE	35		
	碳酸乙烯酯	20		
	乙二醇	80		
	裂解汽油加氢	75		
高性能树脂项目	LDPE/EVA	30	2 年	年均收入 645.37 亿元, 年均净利润 113.63 亿元
	DMC	20		
	EVA(釜式)	10		
	PMMA	18		
	LDPE	40		
	ABS	120		
高性能树脂项目	催化裂解	400	2 年	年均收入 274.43 亿元, 年均净利润 24.23 亿元
	α-烯烃	35		
	POE	40		
	醋酸	100		
	己二酸	30		
	醋酸乙烯	60		
	己二腈/己二胺/尼龙 66	25/28/50		
	硝酸	27		
	顺酐/丙烯腈/BDO	60/66/50		
	SAR	20		
	PBS	20		
	甲醇	100		

PTMEG	12		
合成氨	60		
NMP	3		
双酚 A	24		

数据来源：公司公告，华安证券研究所

公司一系列项目规划打破市场对公司未来远期成长性的担忧。碳中和背景下尽管新炼化项目审批有所收紧，但公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。特别是其中规划的 EVA、DMC、 α -烯烃及 POE、己二胺及己二腈项目均是目前国内亟需进口替代、下游增速较快的新能源化工品或高性能材料。对于炼化公司而言，我们认为在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。

由于一季度存在库存损失因素，我们下调公司 2023 年盈利预测，预计荣盛石化 2023-2025 年归母净利润 53.75、121.37、146.92 亿元 (2023 年原值 80.73 亿元)，EPS 0.53/1.20/1.45 元，对应 PE 为 24.90X/11.03X/9.11X。维持买入评级

风险提示：

- 项目建设不及预期；
- 产品及原料价格大幅波动；
- 炼油炼化行业竞争加剧；
- 宏观经济下行。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	95720	191859	180373	173133	营业收入	289095	317288	342581	369760
现金	18239	93830	74791	66969	营业成本	257841	274755	286295	303490
应收账款	7128	7064	8733	8925	营业税金及附加	17011	16989	19251	20288
其他应收款	4262	5623	5843	6104	销售费用	175	231	228	258
预付账款	2558	2748	2863	3027	管理费用	815	1039	1044	1169
存货	60690	78536	83021	82064	财务费用	6031	10138	11025	13211
其他流动资产	2843	4058	5122	6044	资产减值损失	-282	0	0	0
非流动资产	266867	246681	306319	359380	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	8733	9400	9866	10624	投资净收益	693	910	902	1017
固定资产	222161	225719	230424	234272	营业利润	5628	10675	22095	27901
无形资产	5998	6838	7207	7811	营业外收入	5	7	6	6
其他非流动资产	29975	4723	58823	106673	营业外支出	14	9	12	11
资产总计	362587	438540	486693	532513	利润总额	5619	10672	22089	27896
流动负债	130059	161535	152822	141966	所得税	-751	584	-871	213
短期借款	26370	16709	7048	2048	净利润	6370	10088	22960	27683
应付账款	69079	102854	102258	101107	少数股东损益	3030	4713	10823	12991
其他流动负债	34610	41972	43516	38811	归属母公司净利润	3340	5375	12137	14692
非流动负债	135362	169871	203747	232738	EBITDA	22250	46996	62204	74222
长期借款	130962	165230	199498	229625	EPS (元)	0.33	0.53	1.20	1.45
其他非流动负债	4400	4640	4249	3113					
负债合计	265422	331406	356569	374704	主要财务比率				
少数股东权益	49905	54618	65441	78432	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	10126	10126	10126	10126	成长能力				
资本公积	10823	10823	10823	10823	营业收入	57.9%	9.8%	8.0%	7.9%
留存收益	26312	31568	43734	58429	营业利润	-82.6%	89.7%	107.0%	26.3%
归属母公司股东权益	47260	52516	64682	79377	归属于母公司净利	-74.8%	60.9%	125.8%	21.1%
负债和股东权益	362587	438540	486693	532513	获利能力				
					毛利率 (%)	10.8%	13.4%	16.4%	17.9%
					净利率 (%)	1.2%	1.7%	3.5%	4.0%
					ROE (%)	7.1%	10.2%	18.8%	18.5%
					ROIC (%)	4.5%	5.7%	8.8%	9.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	73.2%	75.6%	73.3%	70.4%
					净负债比率 (%)	273.2%	309.3%	274.0%	237.4%
					流动比率	0.74	1.19	1.18	1.22
					速动比率	0.25	0.68	0.62	0.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.72	0.70	0.69
					应收账款周转率	40.56	44.91	39.23	41.43
					应付账款周转率	3.73	2.67	2.80	3.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.53	1.20	1.45
					每股经营现金流(薄)	1.88	7.48	5.88	7.30
					每股净资产	4.67	5.19	6.39	7.84
					估值比率				
					P/E	37.27	24.90	11.03	9.11
					P/B	2.64	2.55	2.07	1.69
					EV/EBITDA	12.87	5.08	4.56	4.21

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。