

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

环比向上，开启复苏!

业绩简评

荣盛石化于 2023 年 4 月 26 日发布公司 2023 年一季度报告，2023Q1 实现营业收入 697.21 亿元，同比增加 1.63%，环比增加 8.98%；实现归母净利润-14.68 亿元，同比减少 147.11%，环比增加 31.16%，2023Q1 业绩开启复苏。

经营分析

伴随终端需求复苏，公司未来业绩持续修复值得期待：公司 2023Q1 相较于 2022Q4 已出现明显改善趋势。伴随终端需求好转，2023Q1 浙江石化参考产品价差持续修复，环比走阔 11.49%，荣盛石化各产品加权价差均值环比走阔 9.64%。2023 年原油价格中枢中高位震荡，成本端库存损失影响减小，产品价差回归合理区间，未来业绩持续得到修复的概率大。

油价环比走低带来部分库存损失：2023Q1 原油价格继续走低或导致公司出现部分库存损失，2023Q1 原油平均价格为 82.10 美元/桶，环比 2022Q4 原油平均价格 88.63 美元/桶降低 7.37%，同时公司产品平均销售价格也出现一定下滑，或导致公司产品库存出现损失。

大体量新增高附加值产能赋予公司未来成长空间：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、绍兴永盛科技 25 万吨/年聚脂薄膜扩建项目二期、盛元化纤二期等项目均在顺利推进中，伴随公司未来产能逐步释放，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价差进一步走阔。

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，但目前仍处于需求回暖初期，我们下调了 2023-2024 年盈利预测，下调幅度为 34%/17%，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 40 亿元/100 亿元/160 亿元，对应 EPS 为 0.40 元/0.99 元/1.58 元，对应 PE 为 33.05X/13.27X/8.29X，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

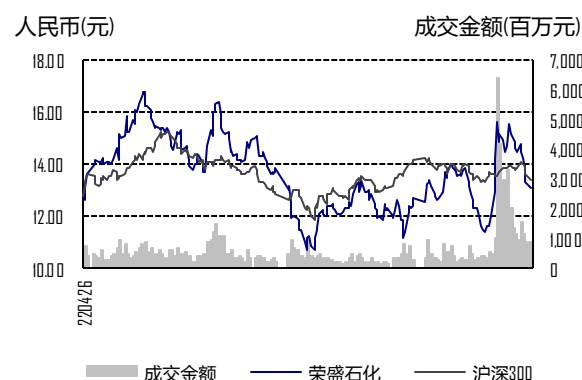
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.11 元

相关报告：

- 1.《荣盛石化公司点评：历史大底确认，向上拐点到来!》，2023.4.20
- 2.《荣盛石化公司点评：大炼化迎来世界第一的认可!》，2023.3.28
- 3.《荣盛石化公司点评：景气大底现，龙头复苏启!》，2023.1.31



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	4,017	10,002	16,022
归母净利润增长率	75.46%	-73.95%	20.26%	149.00%	60.19%
摊薄每股收益(元)	1.266	0.330	0.397	0.988	1.582
每股经营性现金流净额	3.31	1.88	4.01	5.64	7.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.26%	7.07%	8.07%	17.17%	20.88%
P/E	14.34	37.29	33.05	13.27	8.29
P/B	3.77	2.64	2.67	2.28	1.73

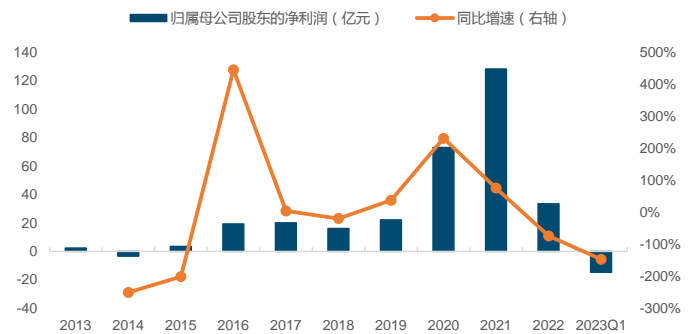
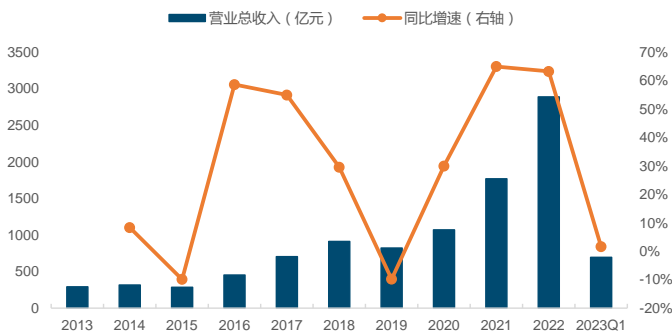
来源：公司年报、国金证券研究所

1、盈利短期承压+产品价差修复，业绩成长确定性强

荣盛石化于2023年4月26日发布公司2023年一季度报告,2023Q1实现营业收入697.21亿元,同比增加1.63%,环比增加8.98%;实现归母净利润-14.68亿元,同比减少147.11%,亏损归母净利润环比减少31.16%,2023Q1业绩开启复苏。

图表1: 公司营业收入同比增加1.63%

图表2: 公司归母净利润同比减少147.11%



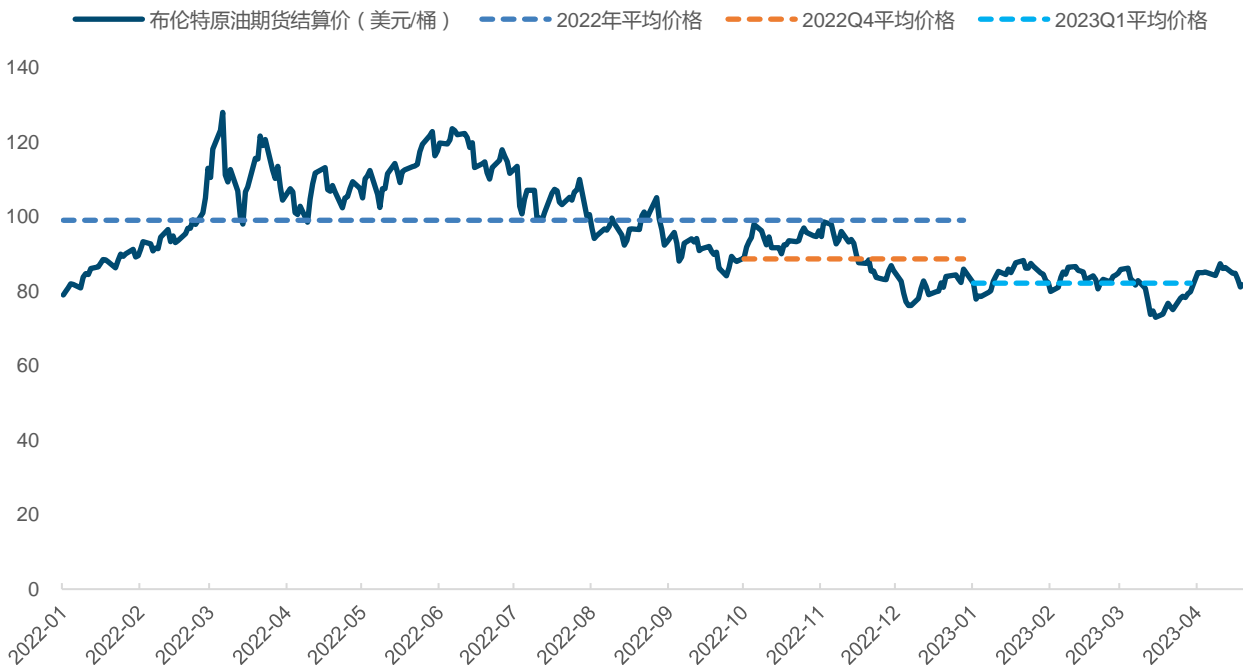
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023Q1 原油价格继续走低或导致公司原材料库存损失, 2023Q1 原油平均价格为 82.10 美元/桶, 环比降低 7.37%; 同时, 油价走低也导致公司产品平均销售价格出现一定下滑, 2023Q1 浙江石化参考产品平均销售价格为 6296 元/吨, 环比下降 4.14%, 或导致公司产品库存出现损失。

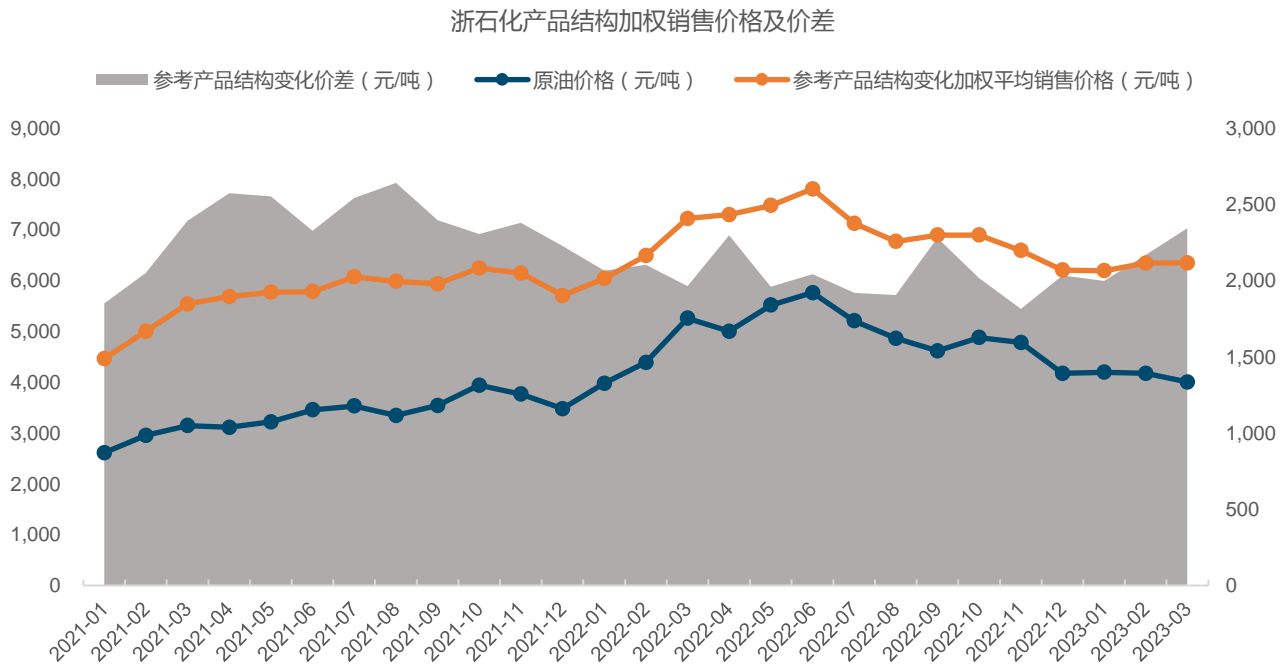
值得注意的是, 公司 2023Q1 业绩相较于 2022Q4 已出现明显改善趋势。伴随终端需求好转, 2023Q1 浙江石化参考产品价差持续修复, 环比走阔 11.49%, 荣盛石化各产品加权价差均值环比走阔 9.64%。2023 年原油价格中枢中高位震荡, 成本端库存损失影响减小, 产品价差回归合理区间, 未来业绩持续修复值得期待。

图表3: 2022-2023 年 4 月原油价格走势



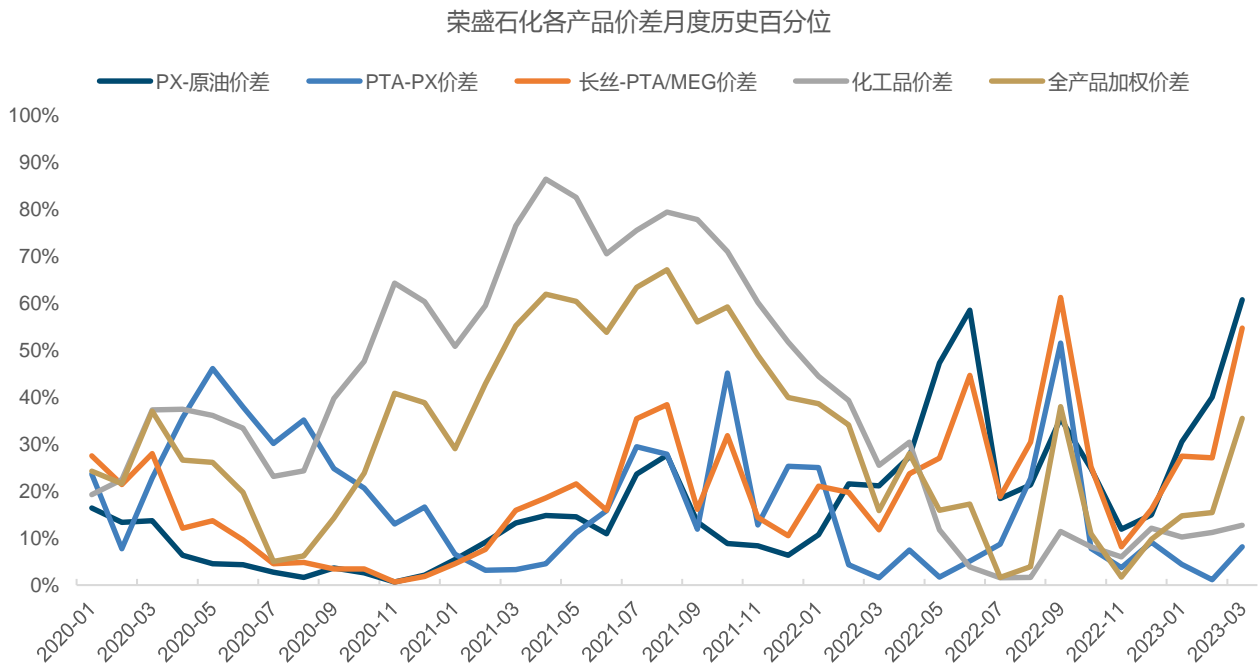
来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 浙江石化产品结构加权销售价格及价差



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

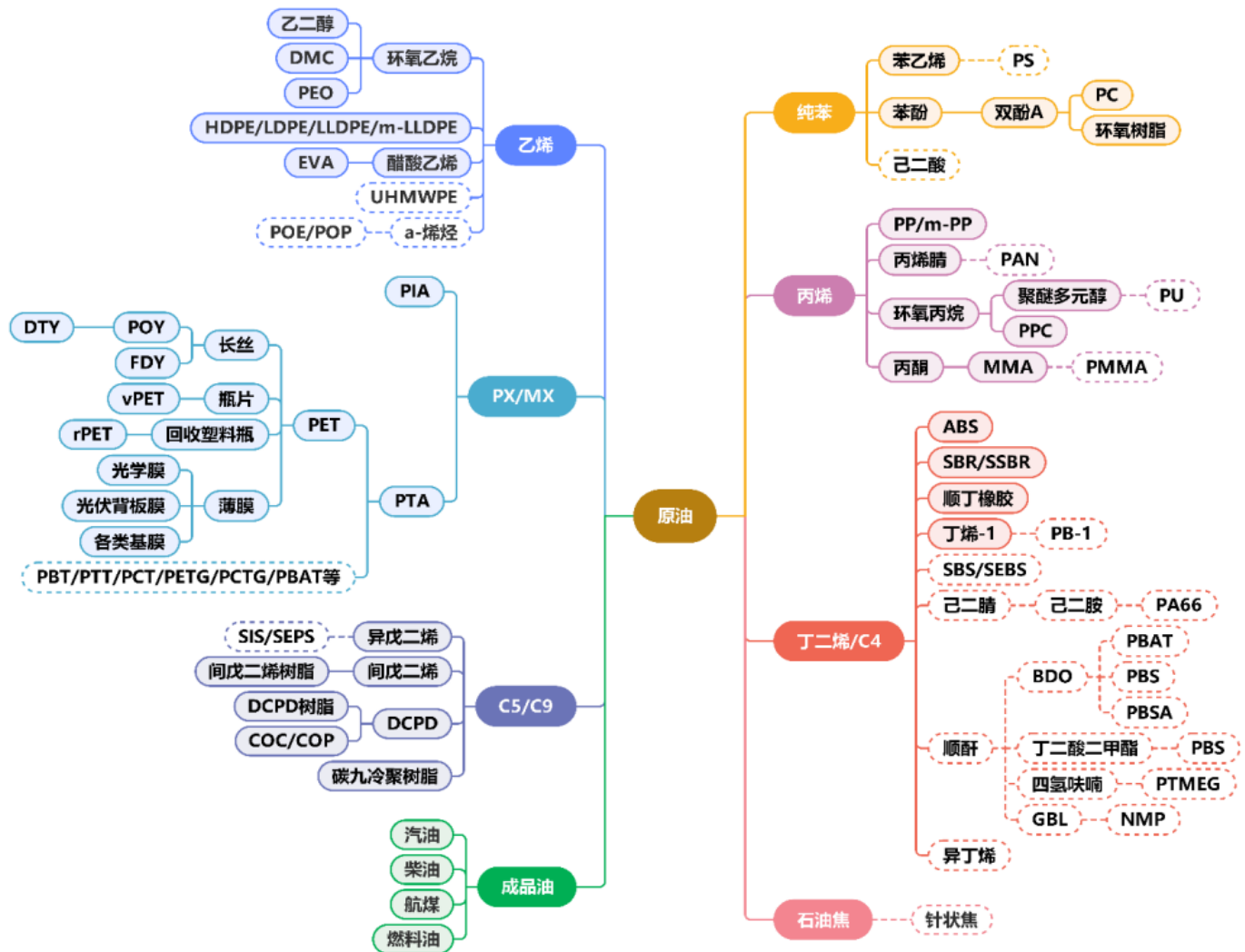
图表5: 荣盛石化各产品价差月度历史百分位



来源: 公司公告, Wind, iFinD, 国金证券研究所

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、绍兴永盛科技 25 万吨/年聚脂薄膜扩建项目二期、盛元化纤二期等项目均在顺利推进中, 伴随公司未来产能逐步释放, 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。

图表6：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，终端销售包含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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	107,265	177,024	289,095	305,788	326,326	353,187
增长率		65.0%	63.3%	5.8%	6.7%	8.2%
主营业务成本	-86,122	-130,090	-257,841	-257,660	-254,568	-257,804
%销售收入	80.3%	73.5%	89.2%	84.3%	78.0%	73.0%
毛利	21,143	46,935	31,254	48,128	71,757	95,383
%销售收入	19.7%	26.5%	10.8%	15.7%	22.0%	27.0%
营业税金及附加	-2,466	-8,833	-17,011	-18,042	-19,253	-20,838
%销售收入	2.3%	5.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
销售费用	-116	-155	-175	-214	-228	-247
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-473	-683	-815	-856	-914	-989
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-1,964	-3,915	-4,367	-4,587	-4,895	-5,298
%销售收入	1.8%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	16,125	33,349	8,885	24,430	46,467	68,011
%销售收入	15.0%	18.8%	3.1%	8.0%	14.2%	19.3%
财务费用	-1,549	-2,898	-6,031	-10,984	-11,646	-11,690
%销售收入	1.4%	1.6%	2.1%	3.6%	3.6%	3.3%
资产减值损失	-33	-99	-297	0	0	0
公允价值变动收益	113	147	11	0	0	0
投资收益	1,847	611	693	700	700	700
%税前利润	11.1%	2.0%	12.3%	4.9%	2.0%	1.2%
营业利润	16,681	31,246	5,628	14,346	35,721	57,221
营业利润率	15.6%	17.7%	1.9%	4.7%	10.9%	16.2%
营业外收支	2	5	-9	0	0	0
税前利润	16,683	31,251	5,619	14,346	35,721	57,221
利润率	15.6%	17.7%	1.9%	4.7%	10.9%	16.2%
所得税	-3,311	-7,602	751	-3,586	-8,930	-14,305
所得税率	19.8%	24.3%	-13.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	13,372	23,648	6,370	10,759	26,791	42,916
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	6,743	16,789	26,894
归属于母公司的净利润	7,309	12,824	3,340	4,017	10,002	16,022
净利率	6.8%	7.2%	1.2%	1.3%	3.1%	4.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13,372	23,648	6,370	10,759	26,791	42,916
少数股东损益	6,063	10,825	3,030	6,743	16,789	26,894
非现金支出	5,370	7,009	11,597	15,693	18,116	20,689
非经营收益	1,905	2,493	3,713	10,570	11,157	11,444
营运资金变动	-3,140	414	-2,621	3,614	1,001	1,277
经营活动现金净流	17,507	33,565	19,058	40,636	57,065	76,326
资本开支	-55,842	-58,219	-29,329	-40,894	-43,225	-45,968
投资	-806	144	-44	0	0	0
其他	363	1,234	407	700	700	700
投资活动现金净流	-56,284	-56,841	-28,966	-40,194	-42,525	-45,268
股权募资	15,929	1,780	2,499	0	0	3,978
债权募资	27,228	36,926	16,590	10,324	7,089	1,699
其他	-7,580	-7,868	-7,532	-12,789	-13,376	-13,663
筹资活动现金净流	35,577	30,837	11,557	-2,465	-6,287	-7,985
现金净流量	-2,982	7,746	1,120	-2,023	8,253	23,072

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,638	17,682	18,239	16,156	24,362	47,397
应收款项	3,603	9,193	11,578	10,778	11,502	12,449
存货	23,546	47,110	60,690	52,944	52,309	52,973
其他流动资产	14,263	15,556	5,214	5,748	5,711	5,750
流动资产	52,050	89,541	95,720	85,625	93,883	118,568
%总资产	21.6%	26.6%	26.4%	22.7%	22.8%	25.7%
长期投资	8,012	7,602	8,744	8,744	8,744	8,744
固定资产	174,195	231,893	248,296	273,375	298,463	323,721
%总资产	72.1%	68.8%	68.5%	72.4%	72.6%	70.2%
无形资产	5,809	5,704	5,998	6,132	6,164	6,197
非流动资产	189,465	247,636	266,867	292,080	317,201	342,492
%总资产	78.4%	73.4%	73.6%	77.3%	77.2%	74.3%
资产总计	241,515	337,177	362,587	377,706	411,084	461,061
短期借款	57,007	51,247	46,831	47,155	54,243	55,942
应付款项	41,069	62,578	75,961	70,804	69,958	70,852
其他流动负债	5,339	13,516	7,268	8,027	9,924	11,958
流动负债	103,415	127,341	130,059	125,985	134,126	138,753
长期贷款	62,426	109,118	130,962	140,962	140,962	140,962
其他长期负债	5,814	5,474	4,400	4,352	4,317	4,292
负债	171,655	241,934	265,422	271,299	279,406	284,007
普通股股东权益	36,966	48,839	47,260	49,758	58,242	76,723
其中：股本	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
未分配利润	15,562	27,193	29,265	31,763	40,246	54,749
少数股东权益	32,894	46,405	49,905	56,648	73,437	100,331
负债股东权益合计	241,515	337,177	362,587	377,706	411,084	461,061

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.083	1.266	0.330	0.397	0.988	1.582
每股净资产	5.476	4.823	4.667	4.914	5.752	7.577
每股经营现金净流	2.593	3.315	1.882	4.013	5.636	7.538
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	19.77%	26.26%	7.07%	8.07%	17.17%	20.88%
总资产收益率	3.03%	3.80%	0.92%	1.06%	2.43%	3.48%
投入资本收益率	6.63%	9.68%	3.61%	6.14%	10.53%	13.50%
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%	174.95%	90.21%	46.36%
净利润增长率	231.17%	75.46%	-73.95%	20.26%	149.00%	60.19%
总资产增长率	32.27%	39.61%	7.54%	4.17%	8.84%	12.16%
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%	163.34%	131.15%	85.49%
EBIT利息保障倍数	10.4	11.5	1.5	2.2	4.0	5.8
资产负债率	71.07%	71.75%	73.20%	71.83%	67.97%	61.60%

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	2021-10-15	买入	19.06	29.40~29.40
2	2022-01-30	买入	17.99	29.40~29.40
3	2022-04-28	买入	12.73	N/A
4	2022-08-18	买入	15.41	N/A
5	2022-10-26	买入	10.71	N/A
6	2023-01-31	买入	12.52	N/A
7	2023-03-28	买入	12.91	N/A
8	2023-04-20	买入	14.25	N/A

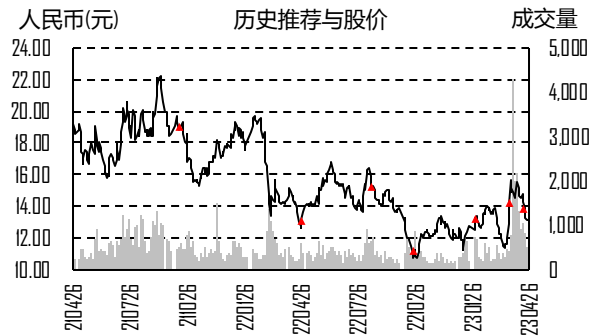
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402