

2023年03月29日
 荣盛石化(002493.SZ)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

其他石化

与沙特阿美签订战略合作协议,保障产业深化布局

事件: 荣盛石化公告与沙特阿美签署了《战略合作协议》,同时与沙特阿美的全资子公司 AOC 签署了《股份买卖协议》。公告称,根据《股份买卖协议》约定荣盛控股拟将其所持有的公司约 10.13 亿股流通股份(占公司总股本 10%+1 股),以每股 24.3 元转让给沙特阿美的全资子公司 AOC(溢价 88%),转让股份的对价总额约为 246 亿元。同时公司及子公司与沙特阿美和/或其关联方同时签署了《战略合作协议》项下一系列商业合作协议,有助于进一步保证公司未来原材料供应,实现双方各自战略目标的实现以及可持续发展。

点评: 稳定原材料供应以保障产业链深化布局。根据公告内容所述,一揽子协议中《原油采购协议》涉及权利及义务层面,其余协议为框架协议均为原则性协议,具体执行数量需由具体合同为准。一揽子协议部分重点内容如下:

1、沙特阿美向浙石化提供各类不同等级的原油合计 48 万桶/日(约 2400 万吨/年),价格根据公开原油市场指标确定,初始供应协议期限为 20 年,后以 5 年为期延长。在协议期限内沙特阿美子公司 ATS 可向荣盛新加坡供应至多 8 万桶/日原油(框架协议,约 400 万吨/年)。

2、据《原油存储框架协议》,自协议生效 5 年内,沙特阿美或其关联方将储罐中的原油库存维持在 150 万公吨,并承担相应的补足义务。如果储罐的原油库存低于 150 万公吨,沙特阿美或其关联方应在出现短缺之日起 42 天内将库存补充至少 150 万公吨,且如果储罐的库存低于 75 万公吨,储罐的原油不得供应给除浙石化以外的任何客户。

3、签订了原料供应、化学品、精炼和化工产品、技术分享等框架协议。

一揽子协议的签订,充分体现了未来双方有望在原油供应及保障、各类化工产品购销、技术研发等环节进行深度合作。特别是在地缘环境不断变化的背景下,稳定的原油供应有望为公司持续推进的产业链深化布局提供稳定保障。

浙石化后成长有力,高溢价收购彰显企业价值。据公告,协议拟以每股 24.3 元人民币作价对股权进行转让,相较 3 月 27 日收盘价溢价为 88%,体现了公司价值。自浙石化 1730 亿整体投资后,公司仍持续进行产业链深化布局。据不完全统计,当前公司重点项目投资总额约 2878 亿元,成长属性突出。据公告,当前公司控股公司浙石化在手项目有:1) 140 万吨/年乙烯及下游化工装置(资本开支接近尾声);2) 浙石化高端新材料项目;3) 浙石化高性能树脂项

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	15.49 元
股价(2023-03-28)	14.20 元

交易数据

总市值(百万元)	143,782.46
流通市值(百万元)	134,875.59
总股本(百万股)	10,125.52
流通股本(百万股)	9,498.28
12 个月价格区间	10.7/16.81 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.2	0.6	-5.8
绝对收益	-5.0	3.8	-9.7

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

相关报告

业绩承压,深化产业布局不变成长 2022-10-26

目。三大项目涉及总投资约 1178 亿元，达效后预计可实现净利润 115 亿元。同时，据项目所辖政府政务公开网站信息显示，公司通过荣盛新材料（舟山）有限公司规划布局了金塘新材料项目，通过荣盛新材料（台州）有限公司布局了台州新材料产业园项目，两大项目总投资额达 1700 亿元左右。突出的成长规划助力公司实现较高的转让溢价，利于公司价值重估。

投资建议：维持买入-A 投资评级。我们预计公司 2022 年-2024 年的净利润分别为 38.06、77.35 和 127.67 亿元。6 个月目标价为 15.49 元。

风险提示：协议不可抗力风险、框架协议推进风险、安环生产风险、项目投建不及预期风险、宏观环境极端变化风险等。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	107,265.0	177,024.3	271,693.3	330,078.3	407,990.1
净利润	7,308.6	12,823.5	3,805.7	7,735.3	12,766.5
每股收益(元)	0.72	1.27	0.38	0.76	1.26
每股净资产(元)	3.65	4.82	5.06	5.71	9.45

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	19.7	11.2	37.8	18.6	11.3
市净率(倍)	3.9	2.9	2.8	2.5	1.5
净利润率	6.8%	7.2%	1.4%	2.3%	3.1%
净资产收益率	19.8%	26.3%	7.4%	13.4%	13.3%
股息收益率	0.7%	1.0%	0.3%	0.8%	1.3%
ROIC	11.8%	14.3%	3.9%	5.4%	6.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	107,265.0	177,024.3	271,693.3	330,078.3	407,990.1	成长性					
减: 营业成本	86,122.4	130,089.8	240,603.1	288,008.1	352,247.8	营业收入增长率	30.0%	65.0%	53.5%	21.5%	23.6%
营业税费	2,465.6	8,832.7	13,557.5	14,853.5	18,359.6	营业利润增长率	431.5%	87.3%	-74.5%	84.6%	52.0%
销售费用	115.8	155.0	265.6	305.8	388.4	净利润增长率	231.2%	75.5%	-70.3%	103.3%	65.0%
管理费用	472.9	682.7	1,134.2	1,415.3	1,706.2	EBITDA 增长率	307.5%	74.6%	-38.7%	44.0%	37.6%
研发费用	1,963.7	3,915.3	4,890.5	6,428.2	8,104.3	EBIT 增长率	356.6%	88.0%	-65.2%	66.0%	41.2%
财务费用	1,549.4	2,898.4	3,886.9	4,971.8	5,418.1	NOPLAT 增长率	280.7%	76.8%	-64.2%	59.8%	43.0%
资产减值损失	-41.5	23.9	-18.2	-11.9	-2.1	投资资本增长率	46.0%	31.7%	15.9%	12.9%	13.3%
加: 公允价值变动收益	113.0	146.9	107.1	122.3	125.5	净资产增长率	68.1%	36.3%	5.1%	9.9%	38.2%
投资和汇兑收益	1,847.4	611.1	500.0	500.0	500.0	利润率					
营业利润	16,681.4	31,246.3	7,980.9	14,729.9	22,393.4	毛利率	19.7%	26.5%	11.4%	12.7%	13.7%
加: 营业外净收支	1.6	4.5	3.9	4.0	4.0	营业利润率	15.6%	17.7%	2.9%	4.5%	5.5%
利润总额	16,683.0	31,250.9	7,984.8	14,733.9	22,397.4	净利润率	6.8%	7.2%	1.4%	2.3%	3.1%
减: 所得税	3,311.2	7,602.5	1,763.7	3,683.5	5,375.4	EBITDA/营业收入	21.9%	23.1%	9.2%	10.9%	12.2%
净利润	7,308.6	12,823.5	3,805.7	7,735.3	12,766.5	EBIT/营业收入	16.9%	19.3%	4.4%	6.0%	6.8%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	264	213	232	266	258
货币资金	10,637.5	17,681.6	27,142.2	32,974.8	40,758.2	流动营业资本周转天数	-11	-10	-10	-15	-17
交易性金融资产	128.1	345.2	-	-	-	流动资产周转天数	181	144	122	126	124
应收帐款	3,098.1	8,401.2	2,164.7	15,602.6	5,840.8	应收帐款周转天数	10	12	7	10	9
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	84	72	58	57	56
预付帐款	3,554.8	3,670.7	14,182.2	6,073.8	17,418.1	总资产周转天数	712	588	476	463	435
存货	23,546.0	47,110.2	39,774.2	64,228.7	62,971.9	投资资本周转天数	509	424	339	319	292
其他流动资产	11,085.5	12,332.5	11,045.8	18,095.8	18,095.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	19.8%	26.3%	7.4%	13.4%	13.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	7.0%	1.6%	2.4%	3.3%
长期股权投资	8,003.8	7,590.9	7,590.9	7,590.9	7,590.9	ROIC	11.8%	14.3%	3.9%	5.4%	6.8%
投资性房地产	7.9	10.9	10.9	10.9	10.9	费用率					
固定资产	86,002.9	123,345.3	227,557.7	260,886.4	323,894.9	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	87,123.7	107,661.1	43,834.8	54,259.6	34,629.8	管理费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	5,807.3	5,704.2	5,576.5	5,448.7	5,321.0	研发费用率	1.8%	2.2%	1.8%	1.9%	2.0%
其他非流动资产	2,519.3	3,323.4	2,170.4	2,178.9	2,202.6	财务费用率	1.4%	1.6%	1.4%	1.5%	1.3%
资产总额	241,514.9	337,177.2	381,050.3	467,351.1	518,734.8	四费/营业收入	3.8%	4.3%	3.7%	4.0%	3.8%
短期债务	45,690.9	37,870.9	80,552.6	112,111.6	119,444.7	偿债能力					
应付帐款	37,308.6	59,903.9	60,959.0	106,067.0	107,456.2	资产负债率	71.1%	71.8%	73.7%	76.5%	70.7%
应付票据	3,696.4	2,486.4	9,543.7	9,267.2	9,852.9	负债权益比	245.7%	254.0%	280.7%	324.9%	241.2%
其他流动负债	16,718.8	27,080.2	17,698.3	17,718.4	17,748.3	流动比率	0.50	0.70	0.56	0.56	0.57
长期借款	62,426.3	109,118.4	109,118.4	109,118.4	109,118.4	速动比率	0.28	0.33	0.32	0.30	0.32
其他非流动负债	5,813.8	5,473.9	3,081.8	3,081.8	3,081.8	利息保障倍数	11.70	11.76	3.05	3.96	5.13
负债总额	171,654.9	241,933.8	280,953.8	357,364.5	366,702.3	分红指标					
少数股东权益	32,893.7	46,404.7	48,820.1	52,135.2	56,390.7	DPS(元)	0.10	0.15	0.04	0.11	0.19
股本	6,750.4	10,125.5	10,125.5	10,125.5	10,125.5	分红比率	13.9%	11.8%	10.0%	15.0%	15.0%
留存收益	30,283.5	38,725.7	41,150.9	47,725.9	85,516.3	股息收益率	0.7%	1.0%	0.3%	0.8%	1.3%
股东权益	69,860.0	95,243.5	100,096.5	109,986.6	152,032.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.72	1.27	0.38	0.76	1.26
净利润	13,371.8	23,648.4	3,805.7	7,735.3	12,766.5	BVPS(元)	3.65	4.82	5.06	5.71	9.45
加: 折旧和摊销	5,336.9	6,873.0	13,224.4	16,420.8	21,880.9	PE(X)	19.7	11.2	37.8	18.6	11.3
资产减值准备	32.9	98.8	-	-	-	PB(X)	3.9	2.9	2.8	2.5	1.5
公允价值变动损失	-113.0	-146.9	107.1	122.3	125.5	P/FCF	-6.1	-33.4	19.2	38.5	-6.7
财务费用	1,320.4	2,978.7	3,886.9	4,971.8	5,418.1	P/S	1.3	0.8	0.5	0.4	0.4
投资收益	-1,847.4	-611.1	-500.0	-500.0	-500.0	EV/EBITDA	14.0	9.1	14.6	11.0	8.0
少数股东损益	6,063.2	10,824.8	2,415.4	3,315.1	4,255.5	CAGR(%)	-6.2%	-10.4%	28.1%	-6.2%	-10.4%
营运资金的变动	7,902.1	8,904.1	2,804.9	7,942.5	1,493.7	PEG	-3.2	-1.1	1.3	-3.0	-1.1
经营活动产生现金流量	17,506.8	33,564.8	25,744.5	40,007.9	45,440.1	ROIC/WACC	2.0	2.5	0.7	0.9	1.2
投资活动产生现金流量	-56,283.9	-56,840.8	-52,298.5	-59,602.2	-64,595.6	REP	0.9	0.6	2.0	1.4	1.0
融资活动产生现金流量	35,577.3	30,837.5	36,014.6	25,426.9	26,938.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034