

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

荣盛石化(002493.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

## 相关研究

《荣盛石化(002493.SZ): 450亿炼化盈利中枢, 8倍历史估值底部》2021.08.31

《荣盛石化(002493.SZ): 浙石化二期加快推进, 盈利和估值有望提升》2021.10.27

《荣盛石化(002493.SZ): 利润平稳增长, 浙石化二期投产贡献业绩》2022.05.09

《荣盛石化(002493.SZ): 基于大炼化平台, 布局高端新材料》2022.8.19

《2022Q3业绩承压, 未来发展高端新材料》2022.10.26

《引入沙特阿美战略投资, 合作共赢开创新篇》2023.3.28

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 2022年业绩承压, 2023年迎底部反转

2023年4月20日

事件: 2023年4月19日晚, 荣盛石化发布2022年度报告。2022年, 公司实现营业收入2890.95亿元, 同比+57.91%; 实现归母净利润33.40亿元, 同比-74.76%; 实现扣非后归母净利润20.12亿元, 同比-84.34%; 实现基本每股收益0.33元。

其中, 2022年第四季度, 公司实现营业收入639.77亿元, 同比+19.10%, 环比-17.44%; 实现归母净利润-21.10亿元, 同比-167.77%, 环比-2611.91%; 实现扣非后归母净利润-33.93亿元, 同比-208.55%, 环比-2247.47%。

## 点评:

- **成本高位叠加需求弱势, 公司2022年业绩承压。**2022年, 受俄乌冲突影响, 国际原油价格大幅抬升, 叠加国内疫情影响, 下游终端需求不及预期, 公司业绩承压。成本端, 布伦特全年平均油价为99.04美元/桶, 同比增长28.10美元/桶。需求端, 整体经济增速放缓, 基础设施投资偏弱, 化工品消费疲软; 叠加疫情防控影响下, 下游纺织服装需求下降, 长丝消费受限; 居民出行半径收窄, 成品油需求明显萎缩, 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%。**炼化方面:** 1) 2022年1月浙石化二期全面投产, 但在成本端和需求端双重夹击下盈利不及预期, 浙石化一期+二期全年实现净利润60.52亿元, 同比下滑72.86%。2) 中金石化全年实现净利润-4.76亿元, 同比下降138.26%。公司炼油产品毛利率为18.16%, 同比下滑19.51pct, 化工产品毛利率为10.38%, 同比下滑26.88pct。**聚酯方面:** 公司PTA业务毛利率-0.90%, 同比下降2.13pct; 聚酯业务毛利率为3.23%, 同比下滑4.72pct。
- **2023Q1价差好转, 公司迎上行拐点。**进入2023年以来, 伴随国内疫情管控措施持续优化, 内需开启持续复苏阶段, 聚酯产业或将迎来底部反转机会。2023Q1, POY/FDY/DTY/瓶级切片的市场加工价差分别为990.85、1698.96、2231.76、967.86元/吨, 较2022Q4分别+163.43、127.60、162.75、41.02元/吨, 聚酯板块价差环比有所改善。2023Q1, 我们测算的国内大炼化产品加权平均价差为2793.99元/吨, 较2022Q4上涨13.74%。2023年, 公司继续推进浙石化3#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/年聚酯薄膜扩建项目二期、盛元化纤二期等项目。随着国内需求持续修复, 叠加成本端原油价格波动性削弱, 公司业绩有望迎来上行拐点。
- **引入沙特阿美投资, 深化合作共赢。**2023年3月, 公司控股股东荣盛控股与沙特阿美全资子公司AOC签署股份转让协议, 拟将其所持有的公司10.13亿股通过协议转让的方式转让给AOC, 同时荣盛石化与沙特阿美签署了《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》等多项战略协议, 在保障公司原材料供应、客户资源拓

宽、产业布局、技术协同等方面进一步加深合作。我们认为，公司与沙特阿美长周期的原油采购和储存协议落成，能够有效增强原材料供应保障，降低原料供应的不稳定性；沙特阿美与公司签署的化工品采购协议，进一步开拓产品国际市场空间和深化海外客户战略合作；公司与沙特阿美的技术共享，有望推动公司产品布局带来成长性突破。

- **坚定第二成长曲线，持续布局高端新材料领域。**2022年，公司成立荣盛新材料（舟山）和荣盛新材料（台州）两个子公司，以实现炼化原料增值，打造化工新材料高地。目前公司正着力推进的新材料项目：1）2022年8月17日，公司发布公告称将以浙石化一期、二期工程所产化工品为主要原料，投资192亿元新建30万吨/年LDPE/EVA（管式）装置、10万吨/年EVA（釜式）装置、40万吨/年LDPE装置、20万吨/年DMC装置、3×6万吨/年PMMA装置和120万吨/年ABS装置，建设期为2年。2）公司还拟投资641亿元新建400万吨/年催化裂解装置、35万吨/年 $\alpha$ -烯烃装置、2×20万吨/年POE聚烯烃弹性体装置、8万吨/年聚丁烯-1装置、100万吨/年醋酸装置、2×30万吨/年醋酸乙烯装置、30万吨/年EVA/LDPE（管式）装置、2×15万吨/年己二酸装置、25万吨/年己二腈装置、28万吨/年己二胺装置等，进一步扩大高端化工材料和化学品产能规模，增强企业综合竞争力。此外，2022年8月18日，公司发布公告称控股子公司浙石化拟投资新增140万吨/年乙烯及下游化工装置（二期工程产品结构优化）项目。该项目总投资345亿元，资金来源为公司自有资金及银行借款。建设地点位于浙江省舟山市岱山县鱼山岛绿色石化园区。一方面有助于提高烯烃等原料产量，为公司发展下游高附加值新材料及精细化工产业提供充足的原料保障和拓展空间；另一方面进一步降低成品油的产出比例，实现炼油的提质增效，降低单位产品排放，助力绿色低碳发展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为82.71、131.62和176.60亿元，归母净利润增速分别为147.6%、59.1%和34.2%，EPS（摊薄）分别为0.82、1.30和1.74元/股，对应2023年4月20日的收盘价，PE分别为16.96、10.65和7.94倍。随着疫后国内需求修复，公司炼化和聚酯板块业绩有望迎来改善，同时高端新材料领域布局与EVA行业的较高景气度也为荣盛打开业绩二次成长空间。我们维持对荣盛石化的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；需求恢复不及预期的风险；炼化产能过剩的风险；公司在建项目建设进度不及预期的风险；下游产品利润修复缓慢的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	183,075	289,095	403,980	445,677	530,898
增长率 YoY%	70.7%	57.9%	39.7%	10.3%	19.1%
归属母公司净利润 (百万元)	13,236	3,340	8,271	13,162	17,660
增长率 YoY%	81.1%	-74.8%	147.6%	59.1%	34.2%
毛利率%	26.2%	10.8%	13.5%	15.5%	16.3%
净资产收益率ROE%	26.9%	7.1%	15.4%	20.4%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	1.31	0.33	0.82	1.30	1.74
市盈率 P/E(倍)	13.86	37.27	16.96	10.65	7.94
市净率 P/B(倍)	3.73	2.64	2.60	2.18	1.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	89,541	95,720	141,751	148,348	177,290	<b>营业总收入</b>	183,075	289,095	403,980	445,677	530,898
货币资金	17,682	18,239	31,045	27,782	36,315	营业成本	135,087	257,841	349,488	376,443	444,508
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	8,833	17,011	23,771	26,224	31,239
应收账款	5,411	7,128	8,995	11,362	12,815	销售费用	155	175	283	312	372
预付账款	3,671	2,558	9,130	9,834	11,612	管理费用	683	815	1,010	1,114	1,327
存货	47,110	60,690	82,211	88,581	104,602	研发费用	3,915	4,367	6,060	6,685	7,963
其他	15,668	7,105	10,370	10,789	11,946	财务费用	2,898	6,031	5,134	5,385	5,717
<b>非流动资产</b>	248,689	266,867	290,827	322,310	352,315	减值损失	-24	-282	-50	-25	-25
长期股权投资	7,591	8,733	9,400	9,866	10,624	合计					
固定资产	124,274	222,161	224,850	235,640	244,529	投资净收益	611	693	714	786	940
无形资产	5,704	5,998	6,656	6,939	7,350	其他	209	2,363	408	450	536
其他	111,120	29,975	49,920	69,866	89,811	<b>营业利润</b>	32,300	5,628	19,307	30,724	41,223
<b>资产总计</b>	338,231	362,587	432,578	470,658	529,604	营业外收	5	-9	-1	-1	-1
<b>流动负债</b>	127,341	130,059	176,452	184,894	204,807	<b>利润总额</b>	32,304	5,619	19,306	30,723	41,222
短期借款	37,871	26,370	26,370	26,370	26,370	所得税	7,852	-751	4,054	6,452	8,657
应付票据	2,486	3,409	8,684	7,087	8,430	<b>净利润</b>	24,452	6,370	15,252	24,271	32,565
应付账款	57,989	69,079	95,750	103,135	121,783	少数股东损益	11,216	3,030	6,981	11,109	14,905
其他	28,995	31,202	45,648	48,302	48,224	<b>归属母公司净利润</b>	13,236	3,340	8,271	13,162	17,660
<b>非流动负债</b>	114,842	135,362	145,362	153,362	163,362	EBITDA	41,362	22,250	34,973	44,411	53,349
长期借款	109,118	130,962	140,962	150,962	160,962	EPS(当年)(元)	1.31	0.33	0.82	1.30	1.74
其他	5,724	4,400	4,400	2,400	2,400						
<b>负债合计</b>	242,184	265,422	321,814	338,256	368,169						
少数股东权益	46,796	49,905	56,886	67,995	82,900						
归属母公司股东权益	49,251	47,260	53,877	64,407	78,535						
<b>负债和股东权益</b>	338,231	362,587	432,578	470,658	529,604						

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	33,565	19,058	50,185	46,750	58,296
净利润	24,452	6,370	15,252	24,271	32,565
折旧摊销	6,934	11,299	17,513	19,411	21,316
财务费用	2,979	6,112	5,225	5,540	5,855
投资损失	-275	-1,847	-611	-937	-714
营运资金变动	-663	-2,621	12,862	-1,708	-521
其它	474	-1,165	47	22	21
<b>投资活动现金流</b>	-56,841	-28,966	-40,786	-50,027	-50,377
资本支出	-58,219	-29,329	-40,803	-50,426	-50,558
长期投资	144	-44	-697	-387	-758
其他	1,234	407	714	786	940
<b>筹资活动</b>	30,837	11,557	3,407	14	613
吸收投资	1,780	2,499	0	0	0
借款	141,014	93,103	10,000	10,000	10,000
支付利息或股息	-7,846	-11,472	-6,880	-8,173	-9,387
<b>现金流净增加额</b>	7,746	1,120	12,806	-3,262	8,532

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	183,075	289,095	403,980	445,677	530,898
同比(%)	70.7%	57.9%	39.7%	10.3%	19.1%
归属母公司净利润	13,236	3,340	8,271	13,162	17,660
同比	81.1%	-74.8%	147.6%	59.1%	34.2%
毛利率(%)	26.2%	10.8%	13.5%	15.5%	16.3%
ROE%	26.9%	7.1%	15.4%	20.4%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	1.31	0.33	0.82	1.30	1.74
P/E	13.86	37.27	16.96	10.65	7.94
P/B	3.73	2.64	2.60	2.18	1.79
EV/EBITDA	7.95	12.87	8.56	6.99	5.85

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyu fei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。