

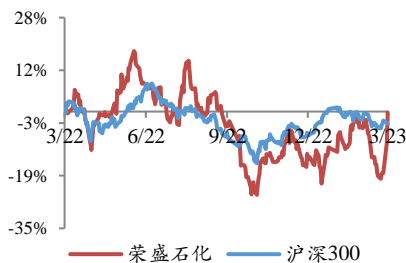
沙特阿美高溢价入股荣盛, 优秀民营炼化价值重估

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-03-28

收盘价 (元)	14.20
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)	1,438
流通市值 (亿元)	1,349

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

主要观点:

● 事件描述

3月27日晚公告, 荣盛石化控股股东荣盛控股与沙特阿美全资子公司AOC签署《股份买卖协议》, 拟将持有的公司10.13亿股转让AOC, 作价24.3元/股, 溢价率达88.23%。此次股权转让事项不会导致荣盛石化控股股东、实际控制人发生变化, 转让后荣盛控股持股从61.5%降至51.5%, AOC持股10%加一股。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:

- 1) 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;
- 2) 荣盛母公司担保协议;
- 3) 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;
- 4) 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;
- 5) 荣盛石化在符合适用的出口批准、许可证、配额和豁免的前提下, 向沙特阿美供应聚烯烃等化学品每年80万吨;
- 6) 荣盛石化在符合适用的出口批准、许可、配额和豁免的前提下, 向沙特阿美供应每年30万吨化工产品及1.5万桶/日精炼产品;
- 7) 荣盛石化提供300万立方米油品储罐及相关设施, 同时沙特阿美保证150万吨最低库存水平, 协议期5年;
- 8) 沙特阿美向公司提供特定技术和知识产权等, 包括但不限于炼油和石化行业的技术, 并联合开发推广新技术、定期进行技术交流等。

● 双方拟达成全方位合作, 各产业链环节强强联合

沙特阿美是世界最大的一体化能源和化工公司之一, 其主要从事石油勘探、开发、生产、炼制、运输和销售等业务。其目前是世界最大的石油生产公司和世界第六大石油炼制造商, 拥有世界最大的陆上油田和海上油田。2022年, 沙特阿美营业收入为3051亿美元、净利润1611亿美元, 净资产4443亿美元。

此次双方在原料、产品、库存管理、技术等各个方面进行全方位合作, 对公司有深远的影响。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。与沙特阿美关于聚乙烯、聚丙烯等化工品的协议进一步拓宽了荣盛石化海外销售渠道, 全球化销售保障公司供应链稳定。此外, 借此协议双方进行技术优势互补、资源共享等为后续在其他领域的深化合作打下基础。

● 高溢价收购股权, 炼化资产有望重估

沙特阿美以88%的高溢价收购公司非流通股, 表明了沙特阿美对国内炼化企业的认可, 国际地位进一步提升, 有望提振市场对炼化企业信心,

我们认为市场对荣盛石化以及其他民营炼化资产的价值有望重估。

● 投资建议

由于四季度需求不及预期，下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 41.18、80.73、117.03 亿元（原值 75.99、124.65、196.78 亿元），同比增速为-67.9%、96.1%、117.03%。对应 PE 分别为 31.75、16.19、11.17 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	177024	216722	234933	266901
收入同比 (%)	65.0%	22.4%	8.4%	13.6%
归属母公司净利润	12824	4118	8073	11703
净利润同比 (%)	75.5%	-67.9%	96.1%	45.0%
毛利率 (%)	26.5%	14.3%	19.6%	21.4%
ROE (%)	26.3%	7.8%	13.2%	16.1%
每股收益 (元)	1.27	0.41	0.80	1.16
P/E	14.30	31.75	16.19	11.17
P/B	3.77	2.47	2.14	1.80
EV/EBITDA	8.16	6.83	5.35	4.72

资料来源：wind，华安证券研究所

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	89541	116690	123152	134714	营业收入	177024	216722	234933	266901
现金	17682	26431	31195	28885	营业成本	130090	185724	188883	209840
应收账款	5411	4911	5154	6687	营业税金及附加	8833	7898	10142	10624
其他应收款	3425	3873	4458	4999	销售费用	155	212	218	254
预付账款	3671	7075	6774	7147	管理费用	683	896	938	1085
存货	47110	60755	60610	70657	财务费用	2898	10413	12289	14358
其他流动资产	12243	13645	14961	16339	资产减值损失	-24	0	0	0
非流动资产	247636	283048	324690	377556	公允价值变动收益	147	0	0	0
长期投资	7591	8309	8835	9112	投资净收益	611	2240	1620	2300
固定资产	123345	213979	226386	242702	营业利润	31246	9705	19345	27813
无形资产	5704	6926	8428	9791	营业外收入	9	7	8	8
其他非流动资产	110995	53834	81041	115951	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	337177	399738	447843	512270	利润总额	31251	9708	19349	27817
流动负债	127341	157406	164108	175055	所得税	7602	2144	4490	6300
短期借款	37871	41786	45700	45703	净利润	23648	7564	14858	21517
应付账款	57989	82604	82881	92982	少数股东损益	10825	3446	6785	9814
其他流动负债	31482	33016	35527	36369	归属母公司净利润	12824	4118	8073	11703
非流动负债	114592	139528	166088	198035	EBITDA	40285	43082	59861	74741
长期借款	109118	134476	159834	192303	EPS (元)	1.27	0.41	0.80	1.16
其他非流动负债	5474	5052	6255	5732					
负债合计	241934	296934	330196	373090					
少数股东权益	46405	49851	56636	66450					
股本	10126	10126	10126	10126					
资本公积	10820	10820	10820	10820					
留存收益	27893	32008	40065	51784					
归属母公司股东权益	48839	52954	61010	72730					
负债和股东权益	337177	399738	447843	512270					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	33565	50989	56539	68502
净利润	12824	4118	8073	11703
折旧摊销	6910	25468	30081	35165
财务费用	2979	10678	12686	14826
投资损失	-611	-2240	-1620	-2300
营运资金变动	414	10569	-45	-70
其他经营现金流	23458	-4056	15484	20951
投资活动现金流	-56841	-58780	-70253	-85889
资本支出	-58219	-60584	-71187	-88117
长期投资	144	-823	-623	-418
其他投资现金流	1234	2627	1557	2646
筹资活动现金流	30837	16540	18477	15077
短期借款	-7820	3915	3915	3
长期借款	46692	25358	25358	32469
普通股增加	3375	0	0	0
资本公积增加	-3369	0	0	0
其他筹资现金流	-8041	-12733	-10795	-17395
现金净增加额	7746	8749	4764	-2310

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	65.0%	22.4%	8.4%	13.6%
营业利润	87.3%	-68.9%	99.3%	43.8%
归属于母公司净利	75.5%	-67.9%	96.1%	45.0%
获利能力				
毛利率 (%)	26.5%	14.3%	19.6%	21.4%
净利率 (%)	7.2%	1.9%	3.4%	4.4%
ROE (%)	26.3%	7.8%	13.2%	16.1%
ROIC (%)	9.8%	4.7%	6.8%	7.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	71.8%	74.3%	73.7%	72.8%
净负债比率 (%)	254.0%	288.8%	280.7%	268.1%
流动比率	0.70	0.74	0.75	0.77
速动比率	0.30	0.31	0.34	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.54	0.52	0.52
应收账款周转率	32.71	44.13	45.58	39.91
应付账款周转率	2.24	2.25	2.28	2.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	0.41	0.80	1.16
每股经营现金流薄)	3.31	5.04	5.58	6.77
每股净资产	4.82	5.23	6.03	7.18
估值比率				
P/E	14.30	31.75	16.19	11.17
P/B	3.77	2.47	2.14	1.80
EV/EBITDA	8.16	6.83	5.35	4.72

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。