

荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

景气大底现，龙头复苏启！

业绩简评

2023年01月30日公司披露年度业绩预告，预计全年实现归母净利润33.00-42.00亿元，同比下降67.25%-74.27%；实现扣非净利润23.00-32.00亿元，同比下降74.26%-81.5%。

经营分析

原油、产品价格下跌导致库存损失，终端需求短期承压，价格波动传导不顺，产品价差收窄：2022年Q4，公司主要原材料原油价格环比下跌叠加终端产品销售价格环比下跌导致库存损失，受疫情以及整体经济形势影响，公司产品的终端需求存在一定的短期下行压力，下游产品受疫情反复、需求等因素影响，未能完全传导原料波动带来的不利因素，致公司产品价差缩窄，毛利率下降。利润率下降使整体业绩大幅承压。

炼化深加工项目稳步推进，产品附加值提高有望推动成长性趋势：浙石化在舟山绿色石化基地投建的年产40万吨ABS装置于近期投料成功，目前已顺利产出合格产品。公司的140万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目稳步推进，重点高端产品包括光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等，几个大体量项目的投建有望提高产品附加值，增加公司成长确定性。

2023年需求有望回暖，景气度上行或将伴随业绩弹性：2023年，伴随国内经济复苏进程，终端产品需求有望复苏，进而推动行业景气度逐步复苏。公司的长产业链深加工优势或将助力拉阔终端-原油价差，在复苏中提高业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖带来的业绩弹性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。考虑到当前仍为经济回暖初期，我们下调了公司2023年盈利预测，下调幅度为33%，预计公司2022-2024年净利为40亿元/80亿元/150亿元，对应EPS为0.40元/0.79元/1.48元，对应PE为30.95X/15.52X/8.32X，维持“买入”评级。

风险提示

1. 原油价格单向大幅波动风险；2. 终端需求严重需求恶化；3. 地缘政治风险；4. 项目建设进度不及预期；5. 美元汇率大幅波动风险；6. 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

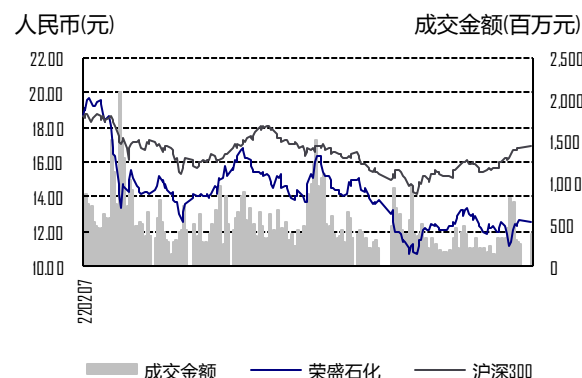
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.52 元

相关报告：

- 《短期业绩承压，长期成长性充足！-荣盛石化三季报点评》，2022.10.26
- 《大体量EVA和POE值得期待！-荣盛石化中报点评》，2022.8.18
- 《持续成长的一体化平台化龙头！-荣盛石化业绩点评》，2022.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	107,265	177,024	282,865	284,713	295,346
营业收入增长率	30.02%	65.03%	59.79%	0.65%	3.73%
归母净利润(百万元)	7,309	12,824	4,025	8,027	14,972
归母净利润增长率	231.17%	75.46%	-68.62%	99.45%	86.52%
摊薄每股收益(元)	1.083	1.266	0.397	0.793	1.479
每股经营性现金流净额	2.59	3.31	3.59	4.04	5.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.77%	26.26%	8.31%	13.96%	22.03%
P/E	25.50	14.34	30.95	15.52	8.32
P/B	5.04	3.77	2.57	2.17	1.83

来源：公司年报、国金证券研究所

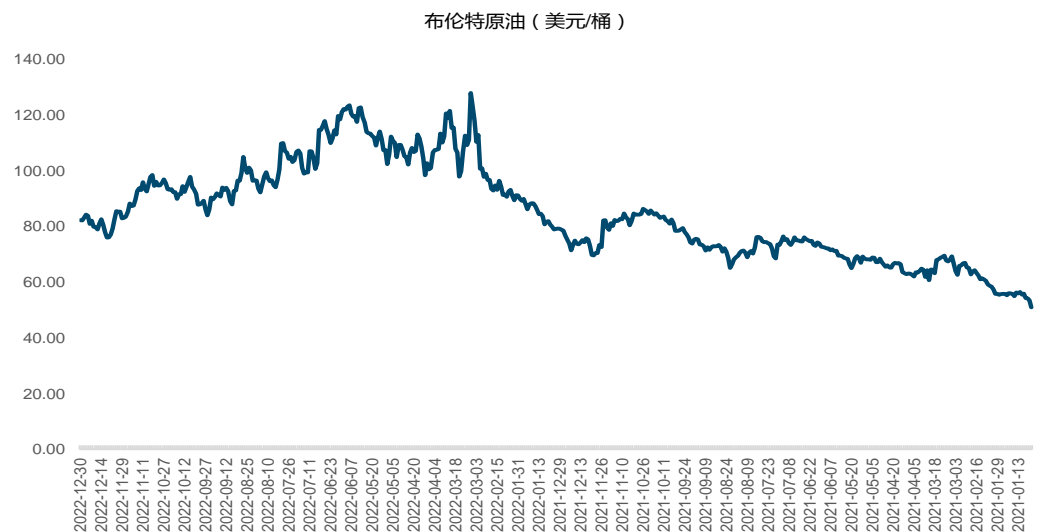
1、原油、产品价格下跌导致库存损失，终端需求短期承压，价格波动传导不顺，产品价差收窄

荣盛石化 2023 年 01 月 30 日公司披露年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 33.00-42.00 亿元，同比下降 67.25%-74.27%；实现扣非净利润 23.00-32.00 亿元，同比下降 74.26%-81.5%。

2022 年 Q4，公司主要原材料原油价格环比下跌 6.41%，同时公司终端产品销售价格环比下跌 11.87%，二者共同导致四季度库存损失。

2022 年全年，受疫情以及整体经济形势影响，公司产品的终端需求存在一定的短期下行压力，导致产品价差收窄至解决月度历史低位，毛利率下降，净利润承压。

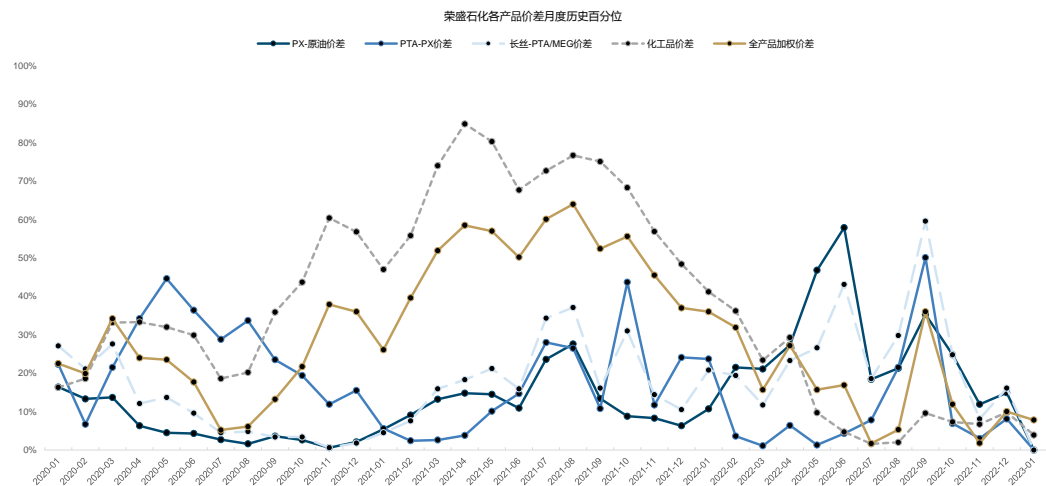
图表1：布伦特原油价格



来源：Wind，国金证券研究所

2022 年全年，由于价格波动传导不畅，荣盛石化各产品价差所处历史百分位相对于 2021 年均有明显下降，2022 年四季度，荣盛石化各产品加权价差环比收窄 13.56%，全年各产品加权价差均值同比收窄 22.04%。价差收窄导致公司利润空间减小，并对四季度及全年业绩产生一定的负面影响。

图表2：荣盛石化各产品价差月度历史百分位



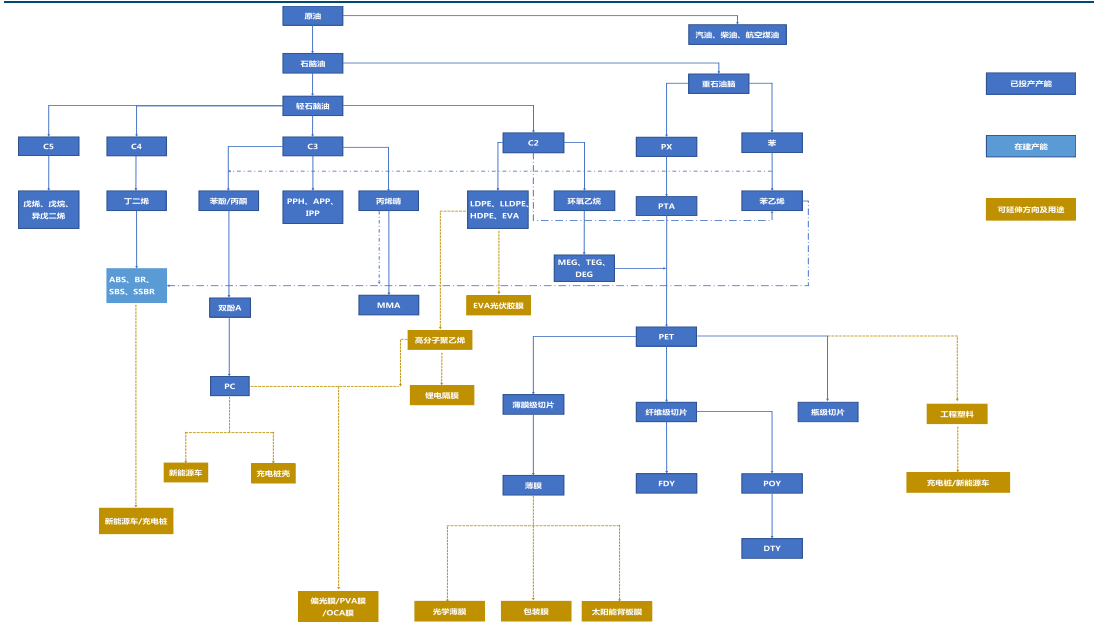
来源：公司公告，国金证券研究所

2、炼化深加工项目稳步推进，产品附加值提高有望推动成长性趋势

公司 2023 年 1 月 16 日公告浙石化在舟山绿色石化基地投资建设的年产 40 万吨 ABS 装置于近期投料成功，目前已顺利产出合格产品。公司目前规划投建的 140 万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目逐步稳健推进，重点高端产品包括光伏级 EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE 聚烯烃弹性体、NMP 等，在光伏、新能源汽车、家电等行业的相关产业链中有不可或缺的作用，几个大体量项目的投建有助于提高我国高端材料的国产自给率，维护国内相关产业链供给安全稳定，同时提高产品附加值，保持公司长期成长性。

与此同时，2023 年，伴随国内经济复苏进程，终端产品需求有望回暖，进而推动行业景气度回暖。公司的长产业链深加工优势或将助力拉阔终端-原油价差，公司业绩或存显著弹性。

图表3：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) 终端需求严重需求恶化：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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	82,500	107,265	177,024	282,865	284,713	295,346
增长率		30.0%	65.0%	59.8%	0.7%	3.7%
主营业务成本	-76,869	-86,122	-130,090	-241,109	-233,962	-228,979
%销售收入	93.2%	80.3%	73.5%	85.2%	82.2%	77.5%
毛利	5,631	21,143	46,935	41,756	50,751	66,367
%销售收入	6.8%	19.7%	26.5%	14.8%	17.8%	22.5%
营业税金及附加	-513	-2,466	-8,833	-8,486	-8,541	-8,860
%销售收入	0.6%	2.3%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-778	-116	-155	-283	-285	-295
%销售收入	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-389	-473	-683	-1,131	-1,139	-1,181
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	-981	-1,964	-3,915	-5,657	-5,694	-5,907
%销售收入	1.2%	1.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,970	16,125	33,349	26,198	35,092	50,123
%销售收入	3.6%	15.0%	18.8%	9.3%	12.3%	17.0%
财务费用	-943	-1,549	-2,898	-8,075	-9,502	-10,016
%销售收入	1.1%	1.4%	1.6%	2.9%	3.3%	3.4%
资产减值损失	-37	-33	-99	0	0	0
公允价值变动收益	62	113	147	-445	0	0
投资收益	901	1,847	611	502	502	502
%税前利润	28.7%	11.1%	2.0%	2.8%	1.9%	1.2%
营业利润	3,139	16,681	31,246	18,179	26,092	40,608
营业利润率	3.8%	15.6%	17.7%	6.4%	9.2%	13.7%
营业外收支	6	2	5	-7	0	0
税前利润	3,144	16,683	31,251	18,172	26,092	40,608
利润率	3.8%	15.6%	17.7%	6.4%	9.2%	13.7%
所得税	-187	-3,311	-7,602	-4,543	-6,523	-10,152
所得税率	6.0%	19.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,957	13,372	23,648	13,629	19,569	30,456
少数股东损益	750	6,063	10,825	9,605	11,542	15,485
归属于母公司的净利润	2,207	7,309	12,824	4,025	8,027	14,972
净利率	2.7%	6.8%	7.2%	1.4%	2.8%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,957	13,372	23,648	13,629	19,569	30,456
少数股东损益	750	6,063	10,825	9,605	11,542	15,485
非现金支出	1,827	5,370	7,009	9,261	11,714	14,099
非经营收益	-212	1,905	2,493	8,498	9,049	9,477
营运资金变动	-6,623	-3,140	414	4,975	564	1,001
经营活动现金净流	-2,052	17,507	33,565	36,364	40,896	55,032
资本开支	-36,861	-55,842	-58,219	-48,081	-40,843	-48,065
投资	-251	-806	144	-1,445	0	-1
其他	1,945	363	1,234	502	502	502
投资活动现金净流	-35,167	-56,284	-56,841	-49,025	-40,341	-47,564
股权募资	3,450	15,929	1,780	-3,457	3,457	0
债权募资	37,149	27,228	36,926	20,623	7,618	6,878
其他	-5,016	-7,580	-7,868	-9,526	-11,959	-14,470
筹资活动现金净流	35,583	35,577	30,837	7,641	-885	-7,592
现金净流量	-1,690	-2,982	7,746	-5,020	-330	-124

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,878	10,638	17,682	12,598	12,222	12,064
应收款项	3,466	3,603	9,193	10,148	10,215	10,596
存货	26,585	23,546	47,110	42,937	41,664	40,777
其他流动资产	12,667	14,263	15,556	21,359	21,173	21,044
流动资产	55,596	52,050	89,541	87,042	85,274	84,482
%总资产	30.4%	21.6%	26.6%	23.3%	21.3%	19.5%
长期投资	6,816	8,012	7,602	7,817	7,817	7,817
固定资产	114,452	174,195	231,893	272,584	301,633	335,521
%总资产	62.7%	72.1%	68.8%	73.0%	75.3%	77.3%
无形资产	4,027	5,809	5,704	5,797	5,888	5,978
非流动资产	126,991	189,465	247,636	286,438	315,567	349,533
%总资产	69.6%	78.4%	73.4%	76.7%	78.7%	80.5%
资产总计	182,587	241,515	337,177	373,480	400,840	434,015
短期借款	37,125	57,007	51,247	71,159	78,477	85,055
应付款项	42,249	41,069	62,578	70,059	67,984	66,540
其他流动负债	1,798	5,339	13,516	12,815	14,061	15,870
流动负债	81,172	103,415	127,341	154,033	160,523	167,466
长期贷款	58,403	62,426	109,118	109,618	109,918	110,218
其他长期负债	1,444	5,814	5,474	5,405	5,358	5,324
负债	141,019	171,655	241,934	269,056	275,799	283,009
普通股股东权益	22,555	36,966	48,839	48,414	57,490	67,970
其中：股本	6,291	6,750	10,126	10,126	10,126	10,126
未分配利润	9,118	15,562	27,193	30,010	35,629	46,109
少数股东权益	19,013	32,894	46,405	56,010	67,551	83,036
负债股东权益合计	182,587	241,515	337,177	373,480	400,840	434,015

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.351	1.083	1.266	0.397	0.793	1.479
每股净资产	3.585	5.476	4.823	4.781	5.678	6.713
每股经营现金净流	-0.326	2.593	3.315	3.591	4.039	5.435
每股股利	0.120	0.150	0.150	0.119	0.238	0.444
回报率						
净资产收益率	9.78%	19.77%	26.26%	8.31%	13.96%	22.03%
总资产收益率	1.21%	3.03%	3.80%	1.08%	2.00%	3.45%
投入资本收益率	2.02%	6.63%	9.68%	6.77%	8.26%	10.70%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.76%	30.02%	65.03%	59.79%	0.65%	3.73%
EBIT增长率	-5.02%	442.88%	106.82%	-21.44%	33.95%	42.83%
净利润增长率	37.28%	231.17%	75.46%	-68.62%	99.45%	86.52%
总资产增长率	50.38%	32.27%	39.61%	10.77%	7.33%	8.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.8	5.8	7.0	6.5	6.5	6.5
存货周转天数	78.6	106.2	99.1	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	126.5	153.1	132.8	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	315.3	292.6	254.3	199.6	229.7	251.5
偿债能力						
净负债/股东权益	201.03%	159.91%	151.59%	162.68%	142.25%	122.45%
EBIT利息保障倍数	3.2	10.4	11.5	3.2	3.7	5.0
资产负债率	77.23%	71.07%	71.75%	72.04%	68.81%	65.21%

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	2021-04-16	买入	27.02	43.52~43.52
2	2021-07-15	买入	18.84	30.60~30.60
3	2021-08-13	买入	18.56	29.40~29.40
4	2021-10-15	买入	19.06	29.40~29.40
5	2022-01-30	买入	17.99	29.40~29.40
6	2022-04-28	买入	12.73	N/A
7	2022-08-18	买入	15.41	N/A
8	2022-10-26	买入	10.71	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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