

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

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

引入沙特阿美战略投资, 合作共赢开创新篇

2023年3月28日

事件: 2023年3月27日晚, 荣盛石化发布关于引入战略投资者暨签订战略合作协议的公告。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》、《原料供应框架合同》、《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。

点评:

- **长周期原油采购协议落成, 充分保障原材料供应。** 沙特阿美、浙石化和荣盛石化签订了《原油采购协议》和《ATS 框架协议》, 协议约定沙特阿美向浙石化供应承诺数量为 48+8 万桶/日(约 2790 万吨/年)的阿拉伯原油供浙石化炼油厂加工, 该协议固定期限为 20 年, 后续以 5 年为期延长。当前浙石化拥有 4000 万吨/年的原油加工量, 在与沙特阿美签署协议后, 沙特阿美对浙石化的原油供应比率或将接近 70%。2022 年, 公司基于现有原油采购协议, 向沙特阿美及其关联方购买了约 603 亿元人民币的原油等原材料, 我们预计未来公司与沙特阿美的原材料采购金额或超过千亿元人民币。此外, 阿美新加坡贸易公司(ATS)还和公司签署了 20 万吨/年的特定《原料供应框架合同》, 旨在为公司提供石脑油、混合二甲苯、直馏燃油等生产原料。我们认为, 公司与沙特阿美长周期的原油采购协议落成, 能够有效增强原材料供应保障, 降低原料供应的不稳定性和价格的大幅波动风险, 进一步增强产业链抗风险能力。
- **化工品采购协议签署, 公司海外市场空间持续打开。** 公司与沙特阿美签署《化学品框架协议》, 协议约定沙特阿美将向公司采购 80 万吨/年的聚乙烯、聚丙烯等化工产品; 公司与 ATS 签署《精炼和化工产品框架协议》, 协议约定 ATS 将向公司采购 30 万吨/年的化工产品和 1.5 万桶/日(约 75 万吨/年)的精炼产品。根据我们测算, 80 万吨/年的化工品采购量将占浙石化聚烯烃产品产量的 25.5%, 明显支撑了公司的产品需求扩张。我们认为, 沙特阿美与公司签署的化工品采购协议能够有效推动公司化工品出海, 同时有望依托沙特阿美的海外销售渠道, 进一步开拓产品国际市场空间和深化海外客户战略合作。
- **技术共享有望推动成长突破, 产品丰富度未来可期。** 本次战略合作中, 公司与沙特阿美还签署了《技术分享框架协议》, 双方利用其优势进行技术互补, 共同开发满足未来市场需求的新技术、工艺和设备, 并向市场推广, 同时还将共享研究和开发的必要资源, 包括联合研究和开发项目中的人力、设备和原材料资源等。我们认为, 当前公司正处于产业深化发展进程, 布局了光伏材料、工程塑料、树脂材料等多产业链, 其中部分产品在国内尚未形成工业化产能, 市场空间广阔。公司与沙特阿美的技术共享, 一方面能够为当前在建项目提供技术支撑, 同时也能够为新产业链布局打造良好基础, 持续丰富下游产品, 推动公司产品布局带

来成长性突破。

- **原油储存协议强化供应稳定，油运潜在机遇乘势而起。**公司与沙特阿美签署了《原油储存框架协议》，协议约定浙石化或其关联方向沙特阿美提供指示性容量为 300 万立方米的原油储罐，沙特阿美将储罐中的原油库存维持在 150 万公吨的指示性最低水平，若低于 150 万公吨水平，沙特阿美需在 42 天内补足。此外，若储罐的库存低于 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。我们认为，该协议签署后，一方面沙特阿美对浙石化的储罐设施存有库存补足义务，保障了公司原油加工的稳定性；另一方面，沙特阿美意在建设面向中国其他客户乃至面向东亚地区的储存和贸易中转中心，对于进口及转运贸易中的油运企业或将带来长期机遇。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 39.39、104.53 和 123.43 亿元，归母净利润增速分别为-68.9%、162.0% 和 18.1%，EPS（摊薄）分别为 0.39、1.03 和 1.22 元/股，对应 2023 年 3 月 27 日的收盘价，PE 分别为 32.77、12.51 和 10.59 倍。本次与沙特阿美的多项战略合作，为公司后续原材料保障、市场空间开拓、技术突破等带来多重机遇，同时其控股子公司浙石化目前作为国内唯一一家拥有成品油出口资质的民营企业，荣盛石化将受益于海外成品油价差高位，公司业绩二次成长空间有望打开。我们维持对荣盛石化的“买入”评级。
- **风险因素：**协议违约赔偿风险；产品出口政策约束风险；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。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	107,265	177,024	392,118	430,079	456,809
增长率 YoY%	30.0%	65.0%	121.5%	9.7%	6.2%
归属母公司净利润 (百万元)	7,309	12,824	3,990	10,453	12,343
增长率 YoY%	231.2%	75.5%	-68.9%	162.0%	18.1%
毛利率%	19.7%	26.5%	10.1%	13.3%	13.8%
净资产收益率ROE%	19.8%	26.3%	7.7%	17.3%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.27	0.39	1.03	1.22
市盈率 P/E(倍)	36.81	14.30	32.77	12.51	10.59
市净率 P/B(倍)	7.56	3.77	2.03	1.75	1.51

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 27 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	52,050	89,541	115,078	114,466	118,357	营业总收入	107,265	177,024	392,118	430,079	456,809
货币资金	10,638	17,682	19,151	12,019	8,415	营业成本	86,122	130,090	352,439	373,043	393,906
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2,466	8,833	19,565	21,459	22,793
应收账款	1,350	5,411	8,886	9,435	11,445	销售费用	116	155	274	301	320
预付账款	3,555	3,671	8,106	8,580	9,060	管理费用	473	683	980	1,075	1,142
存货	23,546	47,110	57,935	61,322	64,752	研发费用	1,964	3,915	5,882	6,451	6,852
其他	12,962	15,668	21,000	23,110	24,685	财务费用	1,549	2,898	4,369	4,358	4,373
非流动资产	189,465	247,636	261,135	285,985	308,998	减值损失	-41	-24	-20	0	0
长期股权投资	8,004	7,591	8,309	8,835	9,112	合计					
固定资产	86,003	123,345	205,349	208,856	211,096	投资净收益	1,847	611	618	983	1,379
无形资产	5,807	5,704	6,484	7,304	7,803	其他	300	209	161	176	187
其他	89,651	110,995	40,992	60,989	80,986	营业利润	16,681	31,246	9,368	24,551	28,990
资产总计	241,515	337,177	376,212	400,451	427,355	营业外收	2	5	4	4	4
流动负债	103,415	127,341	159,913	167,053	174,752	利润总额	16,683	31,251	9,372	24,555	28,994
短期借款	45,691	37,871	37,871	37,871	37,871	所得税	3,311	7,602	2,015	5,279	6,234
应付票据	3,696	2,486	14,592	12,862	12,473	净利润	13,372	23,648	7,357	19,276	22,760
应付账款	36,676	57,989	67,591	71,542	75,544	少数股东损益	6,063	10,825	3,367	8,822	10,417
其他	17,351	28,995	39,860	44,778	48,865	归属母公司净利润	7,309	12,824	3,990	10,453	12,343
非流动负债	68,240	114,592	114,497	114,410	113,324	EBITDA	21,605	40,285	25,734	36,725	40,846
长期借款	62,426	109,118	109,118	109,118	109,118	EPS(当年)(元)	0.75	1.27	0.39	1.03	1.22
其他	5,814	5,474	5,378	5,292	4,205						
负债合计	171,655	241,934	274,410	281,463	288,076						
少数股东权益	32,894	46,405	49,772	58,594	69,012						
归属母公司股东权益	36,966	48,839	52,030	60,393	70,267						
负债和股东权益	241,515	337,177	376,212	400,451	427,355						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	17,507	33,565	35,108	40,047	43,761
净利润	13,372	23,648	7,357	19,276	22,760
折旧摊销	5,337	6,910	15,360	16,634	17,896
财务费用	1,320	2,979	4,457	4,454	4,433
投资损失	-275	-1,847	-1,847	-611	-618
营运资金变动	-3,140	414	8,539	674	59
其它	2,465	224	12	-8	-8
投资活动现金流	-56,284	-56,841	-28,383	-40,542	-39,482
资本支出	-55,842	-58,219	-28,153	-40,950	-40,624
长期投资	-806	144	-848	-574	-237
其他	363	1,234	618	983	1,379
筹资活动	35,577	30,837	-5,255	-6,637	-7,884
吸收投资	15,929	1,780	0	0	0
借款	102,457	141,014	0	0	0
支付利息或股息	-6,112	-7,846	-5,255	-6,544	-6,902
现金流净增加额	-2,982	7,746	1,469	-7,132	-3,604

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	107,265	177,024	392,118	430,079	456,809
同比 (%)	30.0%	65.0%	121.5%	9.7%	6.2%
归属母公司净利润	7,309	12,824	3,990	10,453	12,343
同比	231.2%	75.5%	-68.9%	162.0%	18.1%
毛利率 (%)	19.7%	26.5%	10.1%	13.3%	13.8%
ROE%	19.8%	26.3%	7.7%	17.3%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.27	0.39	1.03	1.22
P/E	36.81	14.30	32.77	12.51	10.59
P/B	7.56	3.77	2.51	2.16	1.86
EV/EBITDA	13.80	8.16	10.65	7.66	6.95

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	hanqiuyue@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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	wangyufei@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	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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。