

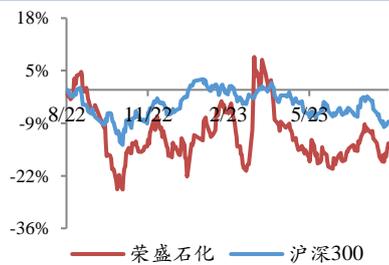
业绩大幅扭亏，景气触底回升

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2023-08-28

收盘价（元）	12.26
近12个月最高/最低（元）	15.43/10.57
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）	1,241
流通市值（亿元）	1,164

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 盈利拐点来临，千亿投资驱动成长 2023-05-03
2. 沙特阿美高溢价入股荣盛，优秀民营炼化价值重估 2023-03-28
3. 三季度业绩承压待修复，新材料加速逐步放量 2022-10-25

主要观点：

● 事件描述

8月25日，荣盛石化发布2023年半年度报告，实现营业收入1545.25亿元，同比上升4.67%；实现归母净利润-11.27亿元，同比下降120.99%；实现扣非归母净利润13.88亿元，同比下降126.46%；实现基本每股收益-0.11元/股。其中，第二季度实现营业收入848.05亿元，同比上升7.31%，环比上升21.63%；实现归母净利润3.41亿元，同比下降84.84%，环比上升123.24%；实现扣非归母净利润1.84亿元，同比下降91.83%，环比上升111.75%。二季度综合毛利率为13.83%，同比/环比-0.89pct/+9.48pct。

● 炼油及芳烃盈利支撑盈利，烯烃盈利承压

2022年由于俄乌冲突导致原油价格整体处于高位，2023年以来，原油价格明显回落，尤其是二季度，在市场对经济衰退的担忧加剧以及美国部分银行业风波、美债上限协议等事件影响下，国际油价中枢下行。高价原料库存一定程度上影响了一季度公司利润。二季度随着旺季来临，芳烃和成品油景气度提升明显，毛利率环比提升9.48pct，大幅扭亏，但二季度财务费用及研发费用率较高，对二季度业绩产生一定影响。

上半年炼化板块盈利情况呈现分化，芳烃盈利形成支撑，烯烃盈利承压明显。根据我们的市场数据跟踪，二季度PX-石脑油价差同比上升17.08%，环比上升26.56%；PTA-PX价差同比上升17.34%，环比上升32.95%。长期看，2023年下半年起PX产能增速将显著减缓，盈利弹性有望开始逐渐体现。2023年上半年以来，烯烃及聚酯板块盈利承压。由于需求走弱及原料价格支撑不足，烯烃板块整体位于低位。目前，HDPE/乙二醇/聚丙烯/苯乙烯/丙烯腈价格分位分别为40%/12%/4%/24%/8%，已位于极低价格分位，随着美国加息节奏渐缓。

国内外旺季到来，长丝加速去库。二季度以来，随着下游织机开工提升，补库周期来临，长丝库存环比已有明显下降，随着国内外旺季陆续来临、出口大幅提升以及国内经济刺激政策陆续出台，长丝盈利有望持续提升。长周期来看，本轮产能密集投放接近尾声，格局持续优化，龙头盈利扩张。

● 积极推动项目建设，延链补链、降油增化

碳中和背景下尽管新炼化项目审批有所收紧，但公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。公司2022年8月公布140万吨乙烯以及一系列新

材料项目规划，特别是其中规划的 EVA、DMC、 α -烯烃及 POE、己二胺及己二腈项目均是目前国内亟需进口替代、下游增速较快的新能源化工品或高性能材料。对于炼化公司而言，我们认为在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。

图表 1 荣盛石化在建拟建项目

项目名称	建设内容	财务目标 (可研)
140 万吨/乙烯及下游化工装置	每年 10 万吨 HRG 胶乳、30 万吨醋酸乙烯、10+60 万吨 PO/SM、40/25 万吨苯酚丙酮、3 万吨乙苯、20 万吨丁二烯、60 万吨苯乙烯、35 万吨 HDPE、20 万吨碳酸乙烯酯、80 万吨乙二醇、75 万吨裂解汽油加氢	年均收入 355.44 亿元，年均净利润 26.22 亿元
高性能树脂项目	每年 30 万吨 LDPE/EVA、20 万吨 DMC、10 万吨 EVA (釜式)、18 万吨 PMMA、40 万吨 LDPE、120 万吨 ABS	年均收入 645.37 亿元，年均净利润 113.63 亿元
高性能树脂项目	每年 400 万吨催化裂解、35 万吨 α -烯烃、40 万吨 POE、100 万吨醋酸、30 万吨己二酸、60 万吨醋酸乙烯、25/28/50 万吨己二腈/己二胺/尼龙 66、27 万吨硝酸、60/66/50 万吨顺酐/丙烯腈/BDO、20 万吨 SAR、20 万吨 PBS、100 万吨甲醇、12 万吨 PTMEG、60 万吨合成氨、3 万吨 NMP、24 万吨双酚 A	年均收入 274.43 亿元，年均净利润 24.23 亿元

资料来源：公司公告、华安证券研究所

● 投资建议

由于烯烃及聚酯板块需求低于预期，费用端有所拖累，我们下调公司盈利预测，预计荣盛石化 2023-2025 年归母净利润 37.07、95.17、107.69 亿元 (2023-2025 年原值 80.73 亿元、121.37 亿元、146.92 亿元)，EPS 0.37/0.94/1.06 元，对应 PE 为 32.12X/12.51X/11.06X。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) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	289095	295118	337550	369760
收入同比 (%)	57.9%	2.1%	14.4%	9.5%
归属母公司净利润	3340	3707	9517	10769
净利润同比 (%)	-74.8%	11.0%	156.7%	13.2%
毛利率 (%)	10.8%	12.8%	15.2%	15.9%
ROE (%)	7.1%	7.3%	15.8%	15.1%
每股收益 (元)	0.33	0.37	0.94	1.06
P/E	37.27	32.12	12.51	11.06
P/B	2.64	2.34	1.97	1.67
EV/EBITDA	12.87	5.23	4.80	4.67

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	95720	180581	172173	160524	营业收入	289095	295118	337550	369760
现金	18239	88598	66811	52305	营业成本	257841	257414	286295	310820
应收账款	7128	6571	8605	8925	营业税金及附加	17011	15802	18968	20288
其他应收款	4262	5230	5758	6104	销售费用	175	214	225	258
预付账款	2558	2574	2863	3100	管理费用	815	966	1029	1169
存货	60690	73579	83021	84046	财务费用	6031	10138	11104	13331
其他流动资产	2843	4029	5115	6044	资产减值损失	-282	0	0	0
非流动资产	266867	246681	306319	359380	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	8733	9400	9866	10624	投资净收益	693	846	889	1017
固定资产	222161	225719	230424	234272	营业利润	5628	7363	17326	20452
无形资产	5998	6838	7207	7811	营业外收入	5	7	6	6
其他非流动资产	29975	4723	58823	106673	营业外支出	14	9	12	11
资产总计	362587	427262	478492	519905	利润总额	5619	7361	17320	20448
流动负债	130059	153387	152708	144837	所得税	-751	403	-683	156
短期借款	26370	16709	7048	2048	净利润	6370	6958	18003	20291
应付账款	69079	96362	102258	103548	少数股东损益	3030	3250	8487	9522
其他流动负债	34610	40316	43402	39240	归属母公司净利润	3340	3707	9517	10769
非流动负债	135362	169871	203747	232738	EBITDA	22250	43847	57558	66893
长期借款	130962	165230	199498	229625	EPS (元)	0.33	0.37	0.94	1.06
其他非流动负债	4400	4640	4249	3113					
负债合计	265422	323258	356456	377574	主要财务比率				
少数股东权益	49905	53156	61642	71164	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	10126	10126	10126	10126	成长能力				
资本公积	10823	10823	10823	10823	营业收入	57.9%	2.1%	14.4%	9.5%
留存收益	26312	29900	39446	50218	营业利润	-82.6%	30.8%	135.3%	18.0%
归属母公司股东权	47260	50848	60394	71166	归属于母公司净利	-74.8%	11.0%	156.7%	13.2%
负债和股东权益	362587	427262	478492	519905	获利能力				
					毛利率 (%)	10.8%	12.8%	15.2%	15.9%
					净利率 (%)	1.2%	1.3%	2.8%	2.9%
					ROE (%)	7.1%	7.3%	15.8%	15.1%
					ROIC (%)	4.5%	4.8%	7.6%	7.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	73.2%	75.7%	74.5%	72.6%
					净负债比率 (%)	273.2%	310.8%	292.1%	265.3%
					流动比率	0.74	1.18	1.13	1.11
					速动比率	0.25	0.68	0.57	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.69	0.71	0.71
					应收账款周转率	40.56	44.91	39.23	41.43
					应付账款周转率	3.73	2.67	2.80	3.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.37	0.94	1.06
					每股经营现金流(薄)	1.88	6.97	5.61	6.64
					每股净资产	4.67	5.02	5.96	7.03
					估值比率				
					P/E	37.27	32.12	12.51	11.06
					P/B	2.64	2.34	1.97	1.67
					EV/EBITDA	12.87	5.23	4.80	4.67

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	19058	70609	56772	67211
净利润	3340	3707	9517	10769
折旧摊销	11299	28510	32153	36123
财务费用	6112	11568	13449	15307
投资损失	-937	-846	-889	-1017
营运资金变动	-2621	23640	-5899	-2733
其他经营现金流	7826	-15904	23856	22264
投资活动现金流	-28966	-7664	-90876	-88183
资本支出	-29329	-8864	-91010	-88975
长期投资	-44	-673	-488	-716
其他投资现金流	407	1872	623	1507
筹资活动现金流	11557	7414	12317	6467
短期借款	-11501	-9661	-9661	-5000
长期借款	21844	34268	34268	30127
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	1212	-17193	-12291	-18660
现金净增加额	1120	70359	-21787	-14505

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。