

荣盛石化 (002493.SZ) / 化工

证券研究报告/公司点评

2022年10月25日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 10.71

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xianan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	107,265	177,024	224,189	288,659	310,592
增长率 yoy%	30%	65%	27%	29%	8%
净利润 (百万元)	7,309	12,824	6,910	13,570	15,791
增长率 yoy%	231%	75%	-46%	96%	16%
每股收益 (元)	0.72	1.27	0.68	1.34	1.56
每股现金流量	1.73	3.31	3.74	3.93	4.47
净资产收益率	10%	13%	7%	11%	10%
P/E	14.8	8.5	15.7	8.0	6.9
P/B	2.9	2.2	2.0	1.7	1.4

备注: 股价取自 2022/10/25

基本状况

总股本(百万股)	10,126
流通股本(百万股)	9,498
市价(元)	10.71
市值(百万元)	108,444
流通市值(百万元)	101,727

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件: 10月25日, 公司发布2022三季报。**2022Q1-3 公司实现营业收入 2251.18 亿元, 同比增长 74.03%; 实现归属母公司净利润 54.51 亿元, 同比降低 46.15%; 实现扣非归母净利润 54.04 亿元, 同比降低 41.93%。其中 2022Q3, 公司单季度营业收入 774.91 亿元, 同比增加 72.43%, 环比降低 1.94%; 单季度归母净利润 0.84 亿元, 同比下降 97.64%, 环比下降 96.27%; 单季度扣非净利润 1.58 亿元, 同比下降 95.29%, 环比下降 93.02%。
- 点评:**
- 油价高企叠加需求不振, 公司盈利能力下滑。**2022Q1-3 实现营业收入 2251.18 亿元, 同比增长 74.03%。**盈利能力方面,**2022Q1-3 公司毛利率为 14.13%, 同比下降 13.16pct; 净利率为 4.45%, 同比下降 10.03pct; ROE 为 11.00%, 同比下降 10.95pct, 受疫情反复及油价上移影响, 公司盈利能力略有下滑。**期间费用方面,**2022Q1-3 公司期间费用率合计为 3.52%, 同比下降 1.33pct。其中, 销售费用率为 0.06%, 同比下降 0.04pct, 管理费用 (含研发费用, 可比口径) 率为 1.75%, 同比下降 0.56pct, 财务费用率为 1.72%, 同比下降 1.33pct。公司通过加强内部管理创新, 引入 ERP 系统优化业务流程, 降本增效明显。
- 成本催升需求承压, 产品利润短期承压。**2022Q1-3 原油均价为 102.53 美元/桶, 同比上涨 51.06%, 油价上涨推升主营产品价格上涨。**价格方面,**根据中纤网, 2022 年前三季度 PX 均价为 1144 美元/吨, 同比+297 美元/吨 (+35.13%); PTA 均价为 6173 元/吨, 同比+1556 元/吨 (+33.70%); 涤纶长丝 POY 均价为 8082 元/吨, 同比+814 元/吨 (+11.20%); 2022Q3 单季度 PX 均价为 1093 美元/吨, 环比-163 美元/吨 (-12.97%); PTA 均价为 6236 元/吨, 环比-424 元/吨 (-6.37%); 涤纶长丝 POY 均价为 7983 元/吨, 环比-302 元/吨 (-3.64%)。**价差方面,**2022 年前三季度, PX-石脑油均价差为 2179 元/吨, 同比上涨 39.69%, PTA-PX 均价差为 421 元/吨, 同比-1.47%, 双酚 A-苯酚-丙酮均价差为 4920 元/吨, 环比-65.94%; POY 与 PTA、乙二醇均价差为 1073 元/吨, 同比-24.31%; 2022Q3 单季度, PX-石脑油均价差为 2618 元/吨, 环比+2.08%, PTA-PX 均价差为 534 元/吨, 环比+53.77%, 双酚 A-苯酚-丙酮均价差为 3083.91 元/吨, 环比-39.41%, POY 与 PTA、乙二醇均价差为 1103 元/吨, 环比+30.60%。**产能方面:**目前公司拥有 PX 产能 1050 万吨/年, PTA 产能约 1900 万吨/年; 聚酯长丝、瓶片及薄膜产能合计 450 万吨/年, 居全国前列。

■ **浙石化二期全面投产，产业升级增强业绩韧性。**2022H1 浙石化为公司带来利润 85.39 亿元。浙石化一期项目自投产以来各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，盈利能力逐步增强；浙石化二期项目已于 2022 年 1 月全面投产，新增 2,000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，与一期相比，二期项目精细化工产品产出更为丰富，包含 LDPE、LLDPE、EVA、DMC、丁二烯等产品，产品利用率和附加值得到更进一步提高，其中 30 万吨 EVA 装置于 2021 年 12 月 28 日一次投料成功，目前已顺利产出光伏料产品。**新增产能方面**，公司近日公告将新增 140 万吨乙烯及下游化工装置、高性能树脂项目、高端新材料项目，其中：

(1) **140 万吨乙烯及下游项目包括：**新建 140 万吨/年乙烯、30 万吨/年醋酸乙烯、38 万吨/年聚醚多元醇、27/60 万吨/年 PO/SM、40/25 万吨/年苯酚丙酮、25 万吨/年丁二烯抽提、35 万吨/年高密度聚乙烯、40 万吨/年 ABS、10 万吨/年 HRG 胶乳、6 万吨/年融聚丁苯&10 万吨/年稀土顺丁橡胶、75 万吨/年裂解汽油加氢、10 万吨/年苯乙烯&3 万吨/年乙苯抽提、60 万吨/年苯乙烯、20 万吨/年碳酸乙烯酯（含 24 万吨/年乙二醇装置 CO2 回收）、80 万吨/年乙二醇、膜袋厂等装置。

(2) **高性能树脂项目：**以浙石化所产化工品为主要原料，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（可能存在部分装置类型或规模会根据市场情况进行调整）。

(3) **高端新材料项目：**本项目对 4000 万吨/年炼化一体化项目的相关装置进行挖潜增效，拟新建 400 万吨/年催化裂解装置、35 万吨/年 α-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、50 万吨/年尼龙 66 盐装置、60 万吨/年顺酐装置、50 万吨/年 1,4-丁二醇装置、20 万吨/年 PBS 装置、12 万吨/年聚四氢呋喃装置、3 万吨/年 NMP 装置、27 万吨/年硝酸装置、66 万吨/年丙烯腈装置、20 万吨/年 SAR 装置、30 万标立/时 CO2 重整装置、100 万吨/年甲醇装置、60 万吨/年合成氨装置、24 万吨/年双酚 A 装置等及相关公用工程装置（可能存在部分装置类型或规模会根据市场情况进行调整）。

公司不断扩大新材料产业链，持续推动产品附加值增长，巩固龙头地位的同时带来二次成长曲线。

■ **风险提示：**1) 疫情反复影响宏观经济下行风险；2) 国际原油价格大幅下跌风险；3) 项目投产不及预期风险；4) 地缘政治带来经济下行风险。

■ **盈利预测：**受地缘政治和疫情反复等影响，2022 年前三季度公司盈利能力下滑，我们下调 2022 年公司业绩预期。由于国际油价长期处于高位，前三季度均价为 102.53 美元/桶，同比上涨 51.06%，而产品终端需求走弱，化学品和长丝价差持续走弱，我们预计 2022 全年大炼化营收为 1874 亿元，传统长丝业务营收为 145 亿元。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 69.1 亿元（原值为 116 亿元）、135.7 亿元（原值为 152 亿元）和 157.9 亿元（原值为 175 亿元）。维持“买入”评级。

图表 1: 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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	17,682	67,257	86,598	93,177	营业收入	177,024	224,189	288,659	310,592
应收票据	0	0	0	0	营业成本	130,090	184,331	227,661	244,424
应收账款	5,411	4,984	6,417	6,905	税金及附加	8,833	11,186	14,403	13,408
预付账款	3,671	2,765	3,415	3,666	销售费用	155	196	253	288
存货	47,110	60,297	74,470	79,954	管理费用	683	865	1,113	1,241
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,915	4,958	6,384	6,869
其他流动资产	15,668	22,874	29,228	31,389	财务费用	2,898	7,143	7,118	7,226
流动资产合计	89,541	158,177	200,128	215,092	信用减值损失	-75	-15	-15	-15
其他长期投资	11	11	11	11	资产减值损失	-24	-24	-24	-24
长期股权投资	7,591	7,591	7,591	7,591	公允价值变动收益	147	107	122	125
固定资产	123,345	124,840	140,637	156,096	投资收益	611	1,120	1,120	1,120
在建工程	107,661	107,661	107,661	107,661	其他收益	124	124	124	124
无形资产	5,704	6,015	6,347	6,325	营业利润	31,246	16,834	33,066	38,479
其他非流动资产	3,323	3,324	3,324	3,324	营业外收入	10	10	9	10
非流动资产合计	247,636	249,441	265,571	281,009	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	337,177	407,618	465,699	496,101	利润总额	31,251	16,839	33,070	38,484
短期借款	37,871	67,789	80,105	74,513	所得税	7,603	4,096	8,045	9,362
应付票据	2,486	7,632	9,426	10,120	净利润	23,648	12,743	25,025	29,122
应付账款	57,989	81,985	101,257	108,712	少数股东损益	10,825	5,833	11,455	13,330
预收款项	0	813	1,046	1,126	归属母公司净利润	12,823	6,910	13,570	15,792
合同负债	4,241	3,565	4,590	4,939	NOPLAT	25,842	18,148	30,412	34,590
其他应付款	1,915	1,915	1,915	1,915	EPS (按最新股本摊薄)	1.27	0.68	1.34	1.56
一年内到期的非流动负债	13,376	13,376	13,376	13,376					
其他流动负债	9,463	9,928	10,438	10,677					
流动负债合计	127,341	187,003	222,153	225,378					
长期借款	109,118	109,168	109,098	109,178					
应付债券	2,043	2,043	2,043	2,043					
其他非流动负债	3,431	3,431	3,431	3,431					
非流动负债合计	114,592	114,642	114,572	114,652					
负债合计	241,934	301,645	336,725	340,031					
归属母公司所有者权益	48,839	53,736	65,281	79,047					
少数股东权益	46,405	52,237	63,693	77,023					
所有者权益合计	95,243	105,973	128,974	156,070					
负债和股东权益	337,177	407,618	465,699	496,101					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	33,565	37,870	39,770	45,231
现金收益	33,420	28,401	40,787	46,042
存货影响	-23,564	-13,186	-14,174	-5,483
经营性应收影响	-4,153	1,357	-2,059	-715
经营性应付影响	21,385	29,954	21,300	8,229
其他影响	6,477	-8,656	-6,083	-2,842
投资活动现金流	-56,841	-9,095	-23,532	-23,888
资本支出	-64,650	-10,321	-24,772	-25,132
股权投资	413	0	0	0
其他长期资产变化	7,396	1,226	1,240	1,244
融资活动现金流	30,837	20,800	3,103	-14,763
借款增加	39,932	29,968	12,246	-5,511
股利及利息支付	-7,846	-11,180	-13,955	-15,077
股东融资	1,780	0	0	0
其他影响	-3,029	2,012	4,812	5,825

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	65.0%	26.6%	28.8%	7.6%
EBIT增长率	87.3%	-29.8%	67.6%	13.7%
归母公司净利润增长率	75.5%	-46.1%	96.4%	16.4%
获利能力				
毛利率	26.5%	17.8%	21.1%	21.3%
净利率	13.4%	5.7%	8.7%	9.4%
ROE	13.5%	6.5%	10.5%	10.1%
ROIC	13.7%	8.3%	12.3%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	71.8%	74.0%	72.3%	68.5%
债务权益比	174.1%	184.8%	161.3%	129.8%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.5	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	7	8	7	8
应付账款周转天数	131	137	145	155
存货周转天数	98	105	107	114
每股指标(元)				
每股收益	1.27	0.68	1.34	1.56
每股经营现金流	3.31	3.74	3.93	4.47
每股净资产	4.82	5.31	6.45	7.81
估值比率				
P/E	8	16	8	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	34	44	29	26

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。