

2022年10月30日

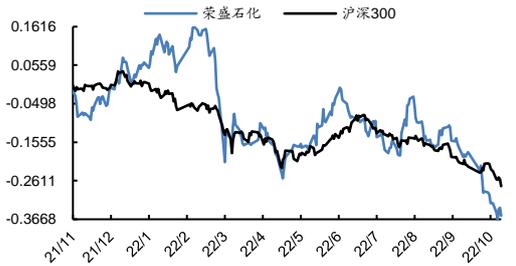
公司研究

评级: 买入(维持)

研究所  
证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn  
联系人: 汤永俊 S0350121080058  
tangyj03@ghzq.com.cn

## Q3 价差大幅收窄拖累业绩，千亿投资支撑成长 ——荣盛石化（002493）三季度报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
荣盛石化	-20.1%	-24.2%	-35.4%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

### 市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	10.88
52周价格区间(元)	10.00-20.25
总市值(百万)	110,165.71
流通市值(百万)	103,341.30
总股本(万股)	1,012,552.50
流通股本(万股)	949,828.12
日均成交额(百万)	400.22
近一月换手(%)	0.47

《荣盛石化（002493）2022年中报点评：营收高速增长，光伏级EVA满产（买入）\*炼化及贸易\*董伯骏，李永磊》——2022-08-18

《——荣盛石化（002493）一季报点评：Q1业绩稳步提升，新材料领域多点布局（买入）\*化学纤维\*李永磊，董伯骏》——2022-04-29

《荣盛石化（002493）2021年报点评：浙石化二期全面投产，业绩有望再上新台阶（买入）\*化学纤维\*董伯骏，李永磊》——2022-04-26

《——荣盛石化（002493）三季报点评：浙石化二期原油配额获批，EVA项目持续推进（买入）\*

### 事件：

10月25日，公司发布2022年三季报：2022年前三季度，公司实现营业收入2251.18亿元，同比+74.03%；实现归母净利润54.51亿元，同比-46.15%；加权平均净资产收益率为10.86%，同比减少13.47个百分点。销售毛利率14.13%，同比减少13.15个百分点；销售净利率4.45%，同比减少10.03个百分点。

其中，2022年Q3实现营收774.91亿元，同比+72.43%，环比-1.94%；实现归母净利润0.84亿元，同比-97.64%，环比-96.27%；加权平均净资产收益率为0.26%，同比减少7.69个百分点。销售毛利率8.97%，同比减少21.31个百分点，环比减少5.75个百分点；销售净利率0.45%，同比减少14.28个百分点，环比减少4.47个百分点。

### 投资要点：

#### ■ 高原油库存叠加化工品价格下滑，公司Q3业绩大幅收窄

2022Q3，公司实现营收774.91亿元，同比+72.43%，环比-1.94%，营收同比大幅增长主要受益于浙石化二期逐步转固，公司产销量同比大幅增加。盈利方面，公司2022Q3实现归母净利润0.84亿元，同比-97.64%，环比-96.27%。业绩出现大幅下滑，一方面受库存影响，二季度高油价更多在三季度成本端体现，同时弱需求背景下产品价格回落，导致主要产品价差大幅收窄。据Wind，在原油库存30天基础上，2022年Q3汽油-原油价差达732.70元/吨，同比-51.92%，环比-20.57%；PX-原油价差达2712.26元/吨，同比-4.90%，环比-19.15%；聚乙烯-原油价差达671.93元/吨，同比-54.45%，环比-78.91%，呈大幅下跌趋势，也带动公司盈利大幅收窄。

现金流方面，2022Q3公司经营活动现金流入净额为16.0亿元，同比减少86.11%，主要由于原料价格高涨，致三季度购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。期间费用方面，2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别0.05%/1.95%/1.80%，同比-0.05/-1.17/-1.00pct，环比-0.01/-0.22/-0.25pct，期间费用控制良好。

表 1: 公司分业务数据

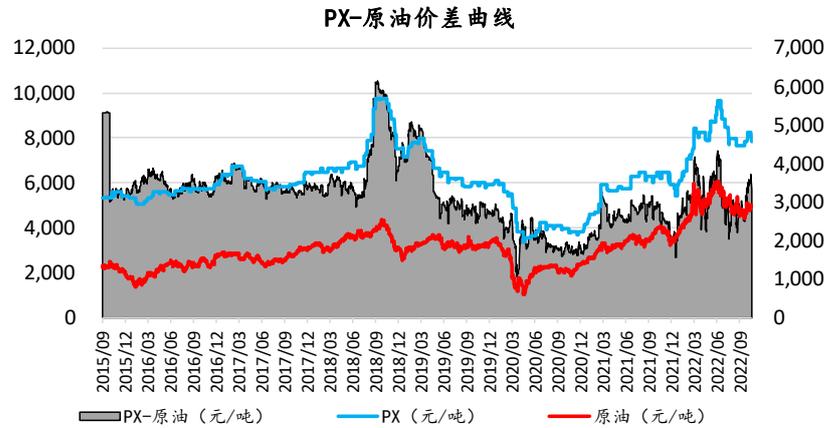
项目	2022Q3	2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	
化工	营收 (亿元)		572.76	361.60	322.90	233.81	184.30
	毛利润 (亿元)		103.50	132.13	126.44	58.20	61.76
	毛利率 (%)		18.07%	36.54%	39.16%	24.89%	33.51%
炼油产品	营收 (亿元)		466.68	251.82	274.05	143.27	133.47
	毛利润 (亿元)		131.33	114.08	84.01	42.90	28.00
	毛利率 (%)		28.14%	45.30%	30.65%	29.94%	20.98%
PTA	营收 (亿元)		249.26	125.80	79.28	56.85	70.56
	毛利润 (亿元)		5.05	1.46	0.74	4.76	4.08
	毛利率 (%)		2.02%	1.16%	0.93%	8.37%	5.78%
聚酯化纤	营收 (亿元)		70.35	77.06	65.54	59.95	41.23
	毛利润 (亿元)		3.35	4.35	6.87	5.50	3.31
	毛利率 (%)		4.77%	5.64%	10.48%	9.17%	8.03%
营业收入 (亿元)	774.91	1476.28	926.08	844.16	569.83	502.82	
营业成本 (亿元)	705.38	1227.76	673.60	627.30	464.42	396.80	
毛利率	8.97%	16.83%	27.26%	25.69%	18.50%	21.09%	
毛利润 (亿元)	69.53	248.52	252.48	216.86	105.41	106.02	
净利率	0.45%	6.55%	12.46%	14.34%	13.66%	11.11%	
净利润 (亿元)	3.45	96.69	115.40	121.08	77.85	55.87	
归母净利润 (亿元)	0.84	53.67	62.57	65.66	41.01	32.08	

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

#### ■ 主要产品价差逐步回升, 看好 Q4 公司盈利修复

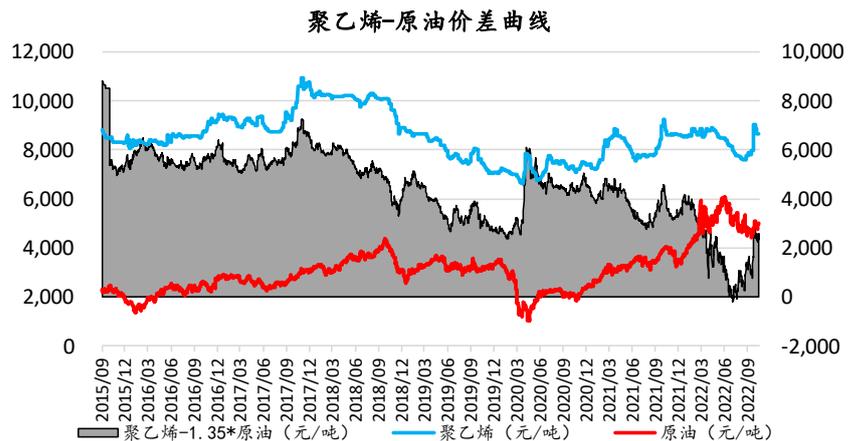
受前期原油价格高涨影响, 炼化企业 Q3 成本端承受较大压力, 其中 2022Q2 布伦特原油均价达 112.04 美元/桶, 环比+14.72%, 受库存等因素影响, 二季度的高油价也更多体现在三季度成本, 造成三季度产品盈利大幅下滑。而自三季度以来, 原油价格呈回落趋势, 其中 2022Q3 布伦特原油均价达 98.07 美元/桶, 环比-12.47%; 截至 10 月 25 日, 2022Q4 布伦特原油均价达 92.96 美元/桶, 环比-5.21%。随着原油价格回落, 主要产品价格开始回升, 产品价差也逐步修复, 在原油库存 30 天基础下, 2022Q4 汽油-原油价差达 1262.8 元/吨, 环比+72.35%; PX-原油价差达 3372.39 元/吨, 环比+24.34%; 聚乙烯-原油价差达 2443.09 元/吨, 环比+263.59%。随着主要产品价差回升, 我们看好公司 Q4 业绩迎来修复。

图 1: PX-原油价差回升 (30 天原油库存)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 聚乙烯-原油价差回升 (30 天原油库存)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## ■ 持续布局新材料，千亿投资支撑成长

9月26日，公司公告浙石化二期26万吨/年PC近期顺利产出合格产品，在浙石化二期陆续转固的同时，公司持续加码新材料领域，布局140万吨/年乙烯及下游化工装置、高端新材料及高性能树脂项目。其中，乙烯项目建设140万吨/年乙烯、25万吨/年丁二烯抽提、35万吨/年高密度聚乙烯、38万吨/年聚醚多元醇、40万吨/年ABS等产能。高性能树脂项目以浙石化一期、二期工程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装置等产能。高端新材料项目对4000万吨/年炼化项目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 $\alpha$ -烯烃、2×20万吨/年POE、30万吨/年EVA/LDPE(管式)、50

万吨/年尼龙 66 盐、20 万吨/年 PBS、12 万吨/年聚四氢呋喃、3 万吨/年 NMP、66 万吨/年丙烯腈等。三大项目的逐步落地将促使浙石化从世界级的炼化一体化基地向世界领先的化工新材料高地转型；同时，三大项目累计投资额达 1178 亿元，预计累计带来净利润 164 亿元，将在炼化项目之后，打造公司“二次成长曲线”。

- **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司前三季度业绩情况，及主要产品价格价差变化，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 72.02、134.92、195.62 亿元，EPS 为 0.71、1.33、1.93 元/股，对应 PE 为 15、8、6 倍，考虑公司盈利有望逐步修复，且未来呈高成长，仍维持“买入”评级。
- **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	177024	298498	454874	642261
增长率（%）	65	69	52	41
归母净利润（百万元）	12824	7202	13492	19562
增长率（%）	75	-44	87	45
摊薄每股收益（元）	1.27	0.71	1.33	1.93
ROE（%）	26	14	21	23
P/E	14.30	15.30	8.17	5.63
P/B	3.77	2.16	1.71	1.31
P/S	1.04	0.37	0.24	0.17
EV/EBITDA	8.16	7.99	3.38	1.83

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：荣盛石化盈利预测表

证券代码:	002493				股价:	10.88		投资评级:	买入		日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	26%	14%	21%	23%	EPS	1.27	0.71	1.33	1.93				
毛利率	27%	10%	11%	11%	BVPS	4.82	5.04	6.37	8.30				
期间费率	2%	1%	1%	1%	<b>估值</b>								
销售净利率	7%	2%	3%	3%	P/E	14.30	15.30	8.17	5.63				
<b>成长能力</b>					P/B	3.77	2.16	1.71	1.31				
收入增长率	65%	69%	52%	41%	P/S	1.04	0.37	0.24	0.17				
利润增长率	75%	-44%	87%	45%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.53	0.69	0.86	1.01	营业收入	177024	298498	454874	642261				
应收账款周转率	32.71	48.17	44.19	45.98	营业成本	130090	269057	406799	572668				
存货周转率	3.76	7.01	9.51	8.09	营业税金及附加	8833	8358	11372	16057				
<b>偿债能力</b>					销售费用	155	298	455	642				
资产负债率	72%	76%	76%	75%	管理费用	683	1194	1819	2569				
流动比	0.70	0.73	0.80	0.87	财务费用	2898	0	0	0				
速动比	0.21	0.44	0.55	0.56	其他费用/(-收入)	3915	5373	6823	9634				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	31246	15717	29444	42692				
现金及现金等价物	18027	84341	143442	177765	营业外净收支	5	1	1	1				
应收款项	5411	6197	10294	13969	利润总额	31251	15718	29445	42693				
存货净额	47110	42576	47824	79435	所得税费用	7602	3301	6183	8966				
其他流动资产	18993	25145	28211	44039	净利润	23648	12417	23262	33728				
<b>流动资产合计</b>	<b>89541</b>	<b>158259</b>	<b>229771</b>	<b>315209</b>	少数股东损益	10825	5215	9770	14166				
固定资产	123345	150057	173730	194546	归属于母公司净利润	12824	7202	13492	19562				
在建工程	108547	104070	99817	101905	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	8152	10142	11425	12567	经营活动现金流	33565	102604	88222	73203				
长期股权投资	7591	10121	11251	12333	净利润	12824	7202	13492	19562				
<b>资产总计</b>	<b>337177</b>	<b>432649</b>	<b>525994</b>	<b>636560</b>	少数股东权益	10825	5215	9770	14166				
短期借款	37871	41786	45700	45703	折旧摊销	6910	9010	12588	14750				
应付款项	60475	140182	193155	253603	公允价值变动	-147	0	0	0				
预收帐款	0	1082	550	1035	营运资金变动	414	81782	53757	25721				
其他流动负债	28995	32392	46119	62022	投资活动现金流	-56841	-35159	-33036	-38883				
<b>流动负债合计</b>	<b>127341</b>	<b>215441</b>	<b>285524</b>	<b>362363</b>	资本支出	-58219	-33217	-33291	-38766				
长期借款及应付债券	111161	111161	111161	111161	长期投资	144	-2539	-1110	-1081				
其他长期负债	3431	3431	3431	3431	其他	1234	597	1365	963				
<b>长期负债合计</b>	<b>114592</b>	<b>114592</b>	<b>114592</b>	<b>114592</b>	筹资活动现金流	30837	-1130	3915	3				
<b>负债合计</b>	<b>241934</b>	<b>330033</b>	<b>400116</b>	<b>476955</b>	债务融资	36926	3915	3915	3				
股本	10126	10126	10126	10126	权益融资	1780	0	0	0				
股东权益	95243	102616	125877	159605	其它	-7868	-5045	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>337177</b>	<b>432649</b>	<b>525994</b>	<b>636560</b>	现金净增加额	7746	66315	59100	34323				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。