

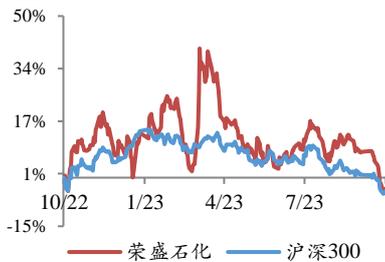
业绩环比改善，景气逐步修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-26

收盘价（元）	10.65
近12个月最高/最低（元）	15.43/10.52
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）	1,078
流通市值（亿元）	1,012

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. 业绩大幅扭亏，景气触底回升
2023-08-29

2. 盈利拐点来临，千亿投资驱动成长
2023-05-03

3. 沙特阿美高溢价入股荣盛，优秀民
营炼化价值重估 2023-03-28

主要观点：

● 事件描述

10月25日，荣盛石化发布2023年三季度报告，实现营业收入2390.47亿元，同比上升6.19%；实现归母净利润1.08亿元，同比下降98.03%；实现扣非归母净利润-1.30亿元，同比下降102.40%；实现基本每股收益0.01元/股。其中，第三季度实现营业收入845.22亿元，同比上升9.07%，环比下降0.33%；实现归母净利润12.34亿元，同比上涨1367%，环比上升261.76%；实现扣非归母净利润12.58亿元，同比上升694.43%，环比上升580.65%。

● 炼油炼化盈利修复，原油上涨或带来库存收益

三季度芳烃盈利稳定，烯烃盈利有所修复。2023年二季度，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。三季度以来，由于区域紧张事件频发、全球需求修复以及美联储加息担忧减轻，原油价格震荡上行，季度均价环比上涨9.66%。原油上涨一方面产生库存收益，另一方面为下游产品带来价格支撑，多数炼油炼化品种上行，同时叠加三季度传统旺季到来，芳烃油品盈利延续，烯烃盈利有所修复。公司三季度综合毛利率为15.88%，同比/环比+6.91pct/+2.05pct，盈利能力提升明显。

国内外旺季到来，长丝加速去库。三季度以来，随着下游织机开工提升，补库周期来临，长丝库存去化明显下降，随着国内外旺季陆续来临、出口提升以及国内经济刺激政策陆续出台，长丝盈利提升明显。根据我们对市场价格价差的跟踪，三季度POY-PTA-乙二醇/DTY-PTA-乙二醇/FDY-PTA-乙二醇价差环比+6.08%/+6.10%/+15.14%。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。

费用端，三季度研发费用率增加明显，同比/环比+1.69pct/+1.00pct，公司增大新材料研发投入，报告期内公司1000吨 α -烯烃装置顺利投产，在未来POE国产化道路上占得先机。

● 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。报告期内，公司公告140万吨/年乙烯及下游化工装置中60万吨苯乙烯、30万吨醋酸乙烯等装置已实现投产。

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/年 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	已部分投产，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，我们下调公司盈利预测，预计荣盛石化 2023-2025 年归母净利润 19.63、84.04、106.13 亿元 (2023-2025 年原值 37.07、95.17、135.29 亿元)，EPS 0.19/0.83/1.05 元，对应 PE 为 54.94X/12.83X/10.16X。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	299552	342581	369760
收入同比 (%)	57.9%	3.6%	14.4%	7.9%
归属母公司净利润	3340	1963	8404	10613

净利润同比 (%)	-74.8%	-41.2%	328.2%	26.3%
毛利率 (%)	10.8%	11.6%	14.5%	15.9%
ROE (%)	7.1%	4.0%	14.6%	15.6%
每股收益 (元)	0.33	0.19	0.83	1.05
P/E	37.27	54.94	12.83	10.16
P/B	2.64	2.20	1.87	1.58
EV/EBITDA	12.87	5.45	4.85	4.59

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				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	95720	180729	169657	154852
现金	18239	86339	62107	46633
应收账款	7128	6670	8733	8925
其他应收款	4262	5308	5843	6104
预付账款	2558	2649	2929	3100
存货	60690	75727	84923	84046
其他流动资产	2843	4035	5122	6044
非流动资产	26686	246681	306319	359380
长期投资	8733	9400	9866	10624
固定资产	22216	225719	230424	234272
无形资产	5998	6838	7207	7811
其他非流动资产	29975	4723	58823	106673
资产总计	36258	427409	475976	514232
流动负债	13005	156809	155570	144837
短期借款	26370	16709	7048	2048
应付账款	69079	99175	104600	103548
其他流动负债	34610	40925	43922	39240
非流动负债	13536	169871	203747	232738
长期借款	13096	165230	199498	229625
其他非流动负债	4400	4640	4249	3113
负债合计	26542	326679	359318	377574
少数股东权益	49905	51626	59121	68505
股本	10126	10126	10126	10126
资本公积	10823	10823	10823	10823
留存收益	26312	28155	36589	47205
归属母公司股东权益	47260	49104	57537	68153
负债和股东权益	36258	427409	475976	514232

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	68338	54313	66242
净利润	3340	1963	8404	10613
折旧摊销	11299	28510	32153	36123
财务费用	6112	11568	13449	15307
投资损失	-937	-859	-902	-1017
营运资金变动	-2621	24656	-6240	-3407
其他经营现金流	7826	-20194	22093	22643
投资活动现金流	-28966	-7651	-90863	-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	1885	636	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	68100	-24232	-15474

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	289095	299552	342581	369760
营业成本	257841	264928	292852	310820
营业税金及附加	17011	16039	19251	20288
销售费用	175	218	228	258
管理费用	815	981	1044	1169
财务费用	6031	10218	11260	13628
资产减值损失	-282	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	693	859	902	1017
营业利润	5628	3899	15302	20155
营业外收入	5	7	6	6
营业外支出	14	9	12	11
利润总额	5619	3897	15296	20151
所得税	-751	213	-603	154
净利润	6370	3684	15899	19996
少数股东损益	3030	1721	7495	9384
归属母公司净利润	3340	1963	8404	10613
EBITDA	22250	40430	55646	66893
EPS (元)	0.33	0.19	0.83	1.05

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	57.9%	3.6%	14.4%	7.9%
营业利润	-82.6%	-30.7%	292.4%	31.7%
归属于母公司净利润	-74.8%	-41.2%	328.2%	26.3%
获利能力				
毛利率 (%)	10.8%	11.6%	14.5%	15.9%
净利率 (%)	1.2%	0.7%	2.5%	2.9%
ROE (%)	7.1%	4.0%	14.6%	15.6%
ROIC (%)	4.5%	3.8%	7.2%	8.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	73.2%	76.4%	75.5%	73.4%
净负债比率 (%)	273.2%	324.3%	308.0%	276.3%
流动比率	0.74	1.15	1.09	1.07
速动比率	0.25	0.65	0.53	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.70	0.72	0.72
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	0.19	0.83	1.05
每股经营现金流	1.88	6.75	5.36	6.54
每股净资产	4.67	4.85	5.68	6.73
估值比率				
P/E	37.27	54.94	12.83	10.16
P/B	2.64	2.20	1.87	1.58
EV/EBITDA	12.87	5.45	4.85	4.59

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。