

2022 年 08 月 18 日
荣盛石化 (002493.SZ)

千亿新材料项目助力未来业绩

■事件：公司发布 2022 年半年报，报告期内公司实现营业收入 1476.28 亿元，同比+74.88%；实现归母净利润 53.67 亿元，同比-18.27%。其中，二季度公司实现营业收入 790.26 亿元，同比+58.58%，环比+15.20%；实现归母净利润 22.51 亿元，同比-42.94%，环比-27.77%。

同时，公司发布三大投资建设项目公告，除 140 万吨/年乙烯及下游化工装置外，还有高端新材料和高性能树脂项目。据公告数据显示，三大项目总投资额可达 1178 亿元，投产达效后有望贡献年度业绩 164 亿元，为公司 2021 年业绩的 1.3 倍左右。

■点评：公司二季度业绩环比有所下行，主因油价高企以及下游需求较弱导致部分产品价差收缩甚至部分产品亏损所致。据隆众数据，二季度裂解法乙烯装置利润约为-800 元/吨；油制乙二醇装置利润约为-1170 元/吨；PDH 制 PP 装置利润约为-850 元/吨。同时从费用端观察，公司由于浙石化二期转固出现较多折旧、折耗费用，报告期内该费用为 47.20 亿元，同比增加约 64%；财务费用当中汇兑损失 6.3 亿元左右，进而影响公司利润。但从现金流角度观察，公司报告期内实现经营性现金流净额 310.79 亿元，去年同期为 221.10 亿元，同比增加 40.57%。短期看公司业绩承压，未来随着原油价格趋向稳定，需求在不可抗力逐渐出清背景下有望逐渐向好。

■三大项目投资过千亿，未来业绩有望高增：公司公告三大项目，分别为 140 万吨/年乙烯及下游化工装置、高端新材料以及高性能树脂项目。据公告总投资额约 1178 亿元，达效后有望带来业绩增厚 164 亿元。据披露，项目中包含 70 万吨/年 EVA、35 万吨/年 α -烯烃、40 万吨/年 POE、100 万吨/年醋酸、30 万吨/年己二酸、25 万吨/年己二腈、50 万吨/年尼龙 66 盐、66 万吨/年丙烯腈、3 万吨/年 NMP、20 万吨/年 DMC、18 万吨/年 PMMA、120 万吨/年 ABS 等装置。其中 EVA 采用巴塞尔管式装置，根据公司已投产 30 万吨/年 EVA 光伏料装置满产预计剩余 70 万吨产能理论上也可满产光伏级材料。POE 为高端封装材料，具有较高生产壁垒，当前国内应用主要依赖海外进口。随着各高端新材料项目落地，公司有望在高端新材料市场中逐渐形成国产替代，同时较高的附加值有望为公司勾勒业绩增长新斜率。

■投资建议：维持买入-A 投资评级。考虑新增项目及装置，我们上调公司 2023 年至 2024 年利润水平，同时考虑 2022 年不可抗力对需求造成的影响，调低公司 2022 年利润预期。我们预计公司 2022 年-2024 年的净利润分别为 132.51、191.27 和 222.74 亿元。

公司快报

证券研究报告

其他石化

 投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**21.36 元**
 股价 (2022-08-17) **15.41 元**

交易数据

总市值 (百万元)	156,034.34
流通市值 (百万元)	146,368.51
总股本 (百万股)	10,125.53
流通股本 (百万股)	9,498.28
12 个月价格区间	12.73/22.40 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.18	1.85	-11.97
绝对收益	9.64	12.74	-19.86

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
 zhangwq1@essence.com.cn
 010-83321072

相关报告

荣盛石化：浙石化新增 140 万吨/年乙烯项目投产/张汪强	2022-08-15
荣盛石化：浙石化二期释放增量带动业绩上行/张汪强	2022-04-29
荣盛石化：浙石化稳定贡献业绩，未来需着眼公司成长性/张汪强	2022-04-26
荣盛石化：炼化业绩稳定放量，浙石化二期新版图拓宽空间/张汪强	2021-10-18
荣盛石化：浙石化二期投产+产业链延伸有望带动业绩环比递增/张汪强	2021-08-14

■风险提示：疫情反复经济下行，原材料价格波动风险，原料配额风险，产品价格波动风险，项目建设不及预期风险等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	107,265.0	177,024.3	274,332.1	319,978.3	365,990.1
净利润	7,308.6	12,823.5	13,250.5	19,127.0	22,273.9
每股收益(元)	0.72	1.27	1.31	1.89	2.20
每股净资产(元)	3.65	4.82	12.44	13.77	15.31

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	21.3	12.2	11.8	8.2	7.0
市净率(倍)	4.2	3.2	1.2	1.1	1.0
净利率	6.8%	7.2%	4.8%	6.0%	6.1%
净资产收益率	19.8%	26.3%	10.5%	13.7%	14.4%
股息收益率	0.6%	1.0%	2.5%	3.7%	4.3%
ROIC	11.8%	14.3%	12.5%	14.7%	15.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	107,265.0	177,024.3	274,332.1	319,978.3	365,990.1	成长性					
减:营业成本	86,122.4	130,089.8	218,983.1	240,068.1	272,247.8	营业收入增长率	30.0%	65.0%	55.0%	16.6%	14.4%
营业税费	2,465.6	8,832.7	12,344.9	14,399.0	16,469.6	营业利润增长率	431.5%	87.3%	-0.4%	50.0%	14.9%
销售费用	115.8	155.0	268.2	296.5	348.4	净利润增长率	231.2%	75.5%	3.3%	44.3%	16.5%
管理费用	472.9	682.7	1,145.2	1,372.0	1,530.5	EBITDA 增长率	307.5%	74.6%	21.0%	48.4%	20.3%
研发费用	1,963.7	3,915.3	4,938.0	6,231.5	7,270.0	EBIT 增长率	356.6%	88.0%	11.9%	54.8%	17.5%
财务费用	1,549.4	2,898.4	7,017.0	12,353.9	15,717.1	NOPLAT 增长率	280.7%	76.8%	15.0%	49.0%	19.1%
资产减值损失	-41.5	23.9	-	-	-	投资资本增长率	46.0%	31.7%	26.8%	16.6%	1.5%
加:公允价值变动收益	113.0	146.9	356.4	205.4	236.3	净资产增长率	68.1%	36.3%	92.6%	16.0%	16.0%
投资和汇兑收益	1,847.4	611.1	1,119.8	1,192.8	974.5						
营业利润	16,681.4	31,246.3	31,112.0	46,655.6	53,617.5	利润率					
加:营业外净收支	1.6	4.5	3.9	4.0	4.0	毛利率	19.7%	26.5%	20.2%	25.0%	25.6%
利润总额	16,683.0	31,250.9	31,115.8	46,659.5	53,621.5	营业利润率	15.6%	17.7%	11.3%	14.6%	14.6%
减:所得税	3,311.2	7,602.5	6,872.7	11,664.9	12,869.2	净利润率	6.8%	7.2%	4.8%	6.0%	6.1%
净利润	7,308.6	12,823.5	13,250.5	19,127.0	22,273.9	EBITDA/营业收入	21.9%	23.1%	18.1%	23.0%	24.2%
						EBIT/营业收入	16.9%	19.3%	13.9%	18.4%	18.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	264	213	213	246	258
						流动营业资本周转天数	-11	-10	-25	-12	-9
						流动资产周转天数	181	144	143	171	241
						应收帐款周转天数	10	12	12	11	12
						存货周转天数	84	72	75	74	72
						总资产周转天数	712	588	551	589	612
						投资资本周转天数	509	424	353	366	347
						投资回报率					
						ROE	19.8%	26.3%	10.5%	13.7%	14.4%
						ROA	5.5%	7.0%	4.8%	6.4%	5.8%
						ROIC	11.8%	14.3%	12.5%	14.7%	15.0%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
						研发费用率	1.8%	2.2%	1.8%	1.9%	2.0%
						财务费用率	1.4%	1.6%	2.6%	3.9%	4.3%
						四费/营业收入	3.8%	4.3%	4.9%	6.3%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	71.1%	71.8%	63.5%	61.0%	64.7%
						负债权益比	245.7%	254.0%	173.7%	156.5%	183.3%
						流动比率	0.50	0.70	0.62	1.02	1.20
						速动比率	0.28	0.33	0.30	0.64	0.89
						利息保障倍数	11.70	11.76	5.43	4.78	4.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.15	0.39	0.57	0.66
						分红比率	13.9%	11.8%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.6%	1.0%	2.5%	3.7%	4.3%
资产负债表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
货币资金	10,637.5	17,681.6	27,405.8	78,225.4	187,384.5						
交易性金融资产	128.1	345.2	614.9	-	-						
应收帐款	3,098.1	8,401.2	9,869.2	10,310.0	13,433.4						
应收票据	-	-	-	-	-						
预付帐款	3,554.8	3,670.7	12,578.0	4,306.3	13,850.3						
存货	23,546.0	47,110.2	66,443.6	65,095.5	80,975.3						
其他流动资产	11,085.5	12,332.5	11,045.8	18,095.8	18,095.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	8,003.8	7,590.9	8,090.9	8,590.9	9,090.9						
投资性房地产	7.9	10.9	-25.3	-41.9	-68.3						
固定资产	86,002.9	123,345.3	201,668.0	235,891.8	287,957.6						
在建工程	87,123.7	107,661.1	118,245.9	89,772.1	83,863.3						
无形资产	5,807.3	5,704.2	5,674.2	5,642.0	5,607.6						
其他非流动资产	2,519.3	3,323.4	40,297.6	29,598.2	-1,120.9						
资产总额	241,514.9	337,177.2	501,908.5	545,485.9	699,069.3						
短期债务	45,690.9	37,870.9	62,180.0	75,000.0	93,750.0						
应付帐款	37,308.6	59,903.9	110,421.0	81,066.0	129,718.1						
应付票据	3,696.4	2,486.4	21,934.2	4,837.8	25,522.8						
其他流动负债	16,718.8	27,080.2	11,718.5	11,718.5	11,718.5						
长期借款	62,426.3	109,118.4	109,178.3	157,130.5	188,556.6						
其他非流动负债	5,813.8	5,473.9	3,081.8	3,081.8	3,081.8						
负债总额	171,654.9	241,933.8	318,513.8	332,834.6	452,347.8						
少数股东权益	32,893.7	46,404.7	57,397.3	73,265.0	91,743.4						
股本	6,750.4	10,125.5	10,125.5	10,125.5	10,125.5						
留存收益	30,283.5	38,725.7	115,872.0	129,260.8	144,852.6						
股东权益	69,860.0	95,243.5	183,394.8	212,651.3	246,721.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	13,371.8	23,648.4	13,250.5	19,127.0	22,273.9	EPS(元)	0.72	1.27	1.31	1.89	2.20
加:折旧和摊销	5,336.9	6,873.0	11,444.1	14,581.7	19,163.6	BVPS(元)	3.65	4.82	12.44	13.77	15.31
资产减值准备	32.9	98.8	-	-	-	PE(X)	21.3	12.2	11.8	8.2	7.0
公允价值变动损失	-113.0	-146.9	356.4	205.4	236.3	PB(X)	4.2	3.2	1.2	1.1	1.0
财务费用	1,320.4	2,978.7	7,017.0	12,353.9	15,717.1	P/FCF	-6.6	-36.2	-5.7	5.2	2.3
投资损失	-1,847.4	-611.1	-1,119.8	-1,192.8	-974.5	P/S	1.5	0.9	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	6,063.2	10,824.8	10,992.6	15,867.7	18,478.4	EV/EBITDA	14.0	9.1	6.7	5.0	4.0
营运资金的变动	7,902.1	8,904.1	-12,542.7	-34,322.3	70,822.8	CAGR(%)	37.8%	19.9%	101.6%	37.8%	19.9%
经营活动产生现金流量	17,506.8	33,564.8	29,398.1	26,620.6	145,717.6	PEG	0.6	0.6	0.1	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	-56,283.9	-56,840.8	-99,522.1	-18,481.2	-64,335.3	ROIC/WACC	2.0	2.5	2.1	2.5	2.6
融资活动产生现金流量	35,577.3	30,837.5	79,848.1	42,680.2	27,776.8	REP	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034