

荣盛石化 (002493.SZ)

短期盈利承压，业绩有望修复

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报。2022 年公司实现营业收入 2890.95 亿元，同比增长 57.91%，实现归母净利润 33.40 亿元，同比下降 74.76%，实现扣非后归母净利润 20.12 亿元，同比下降 84.34%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 697.21 亿元，同比增长 1.63%，实现归母净利润 -14.68 亿元，同比降低 147.11%，实现扣非后归母净利润 -15.73 亿元，同比下降 152.75%，环比亏损缩窄。

库存损失影响较大，油价平稳后续有望逐步减小。炼化企业的主要成本是原油，布伦特原油 2023 年 Q1 均价为 82.23 美金/桶，环比下降约 6.4 美金/桶，下滑约 8%，炼化企业高位原油库存会有较大损失，同时炼厂主要产品烯烃等化工品受到需求疲软影响，价差持续收窄。公司 2022 年年报存货高达 606.90 亿元，2023 年 Q1 存货高达 545.2 亿元，环比小幅度消耗库存，2023 年 Q1 存货周转天数为 77.75 天，营业周期为 85.17 天，均环比有所增加，主要是因下游需求疲软，宏观经济波动导致。后续来看，截止 2023 年 4 月 26 日，布伦特原油 4 月均价 83.85 美金/桶，变动较小，油价波动下降，整体来看，库存损益影响公司短期利润，原油价格稳定后，影响会逐步减小。

2023 年 Q1 产品价差有所走扩，看好随着宏观经济向上修复。公司 2023 年 Q1 销售毛利率为 4.35%，环比上升 5.21pct，业绩环比改善较多，炼厂产品与宏观经济关系紧密，在国内经济数据复苏的背景下，炼厂利润有望持续改善走扩。截止 2023 年 4 月 26 日，据 Wind，PX 毛利约为 1394.25 元/吨，较 2023 年 Q1 均值提升 939.13 元/吨，公司拥有 1060 万吨 PX 产能，有望迎来盈利的修复；PP 毛利约为 65.63 元/吨，较 2023 年 Q1 扭亏为盈，提升 313.42 元/吨。未来随着化工品价格回暖，公司利润有望持续改善。

千亿投资新材料领域，高端新材料助力成长。2022 年，公司公告总投资 1178 亿建设新材料项目，重点发展下游化工新材料，3#下游、高性能树脂项目、高端新材料项目有序推进，α 烯烃、POE 等装置也在建设过程中，将为公司下游高端新材料板块打下坚实的基础。公司依托炼化平台一体化优势不断延伸炼化产业链，提高产品附加值，进入新材料领域，打开成长空间。

盈利预测与投资建议：我们看好公司围绕世界前列炼厂构建新材料产品矩阵，在建项目投产后公司利润中枢有望逐步迈上新的台阶。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 57.6、101、152.8 亿元，分别对应 PE 为 22.6、12.9、8.5 倍，维持“买入”评级，继续推荐。

风险提示：国际油价大幅上涨、宏观经济下行、新材料项目建设不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	183,075	289,095	308,752	335,482	405,165
增长率 yoy (%)	70.7	57.9	6.8	8.7	20.8
归母净利润(百万元)	13,236	3,340	5,757	10,097	15,279
增长率 yoy (%)	81.1	-74.8	72.4	75.4	51.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.31	0.33	0.57	1.00	1.51
净资产收益率(%)	25.5	6.6	9.3	15.0	18.7
P/E(倍)	9.8	39.0	22.6	12.9	8.5
P/B(倍)	2.6	2.8	2.5	2.2	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	炼化及贸易
前次评级	买入
4月27日收盘价(元)	12.87
总市值(百万元)	130,315.51
总股本(百万股)	10,125.53
其中自由流通股(%)	93.81
30日日均成交量(百万股)	95.48

股价走势



作者

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

相关研究

- 《荣盛石化(002493.SZ)：底部已过，千亿新材料项目助力成长》2022-10-27
- 《荣盛石化(002493.SZ)：千亿投资打造新材料产业集群，产业布局向纵深发展》2022-08-18
- 《荣盛石化(002493.SZ)：浙石化二期释放业绩，产业链不断纵向延伸》2022-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	89541	95720	66463	86365	95094
现金	17682	18239	0	0	0
应收票据及应收账款	5411	7128	6264	8287	9286
其他应收款	3425	4262	3947	4973	5800
预付账款	3671	2558	4094	3134	5596
存货	47110	60690	49315	67127	71569
其他流动资产	12243	2843	2843	2843	2843
非流动资产	248689	266867	287034	315764	394866
长期投资	7591	8733	10513	12245	13887
固定资产	124274	222161	233661	252958	306945
无形资产	5704	5998	6457	6968	7464
其他非流动资产	111120	29975	36402	43593	66570
资产总计	338231	362587	353498	402129	489960
流动负债	127341	130059	132863	182990	247615
短期借款	37871	26370	31969	60818	108749
应付票据及应付账款	60475	72488	63195	80428	90644
其他流动负债	28995	31202	37699	41743	48222
非流动负债	114842	135362	115225	96830	93829
长期借款	111161	132997	112860	94465	91464
其他非流动负债	3681	2365	2365	2365	2365
负债合计	242184	265422	248088	279820	341444
少数股东权益	46796	49905	53911	62157	74584
股本	10126	10126	10126	10126	10126
资本公积	10820	10823	10823	10823	10823
留存收益	28318	30151	37134	48695	67335
归属母公司股东权益	49251	47260	51498	60152	73932
负债和股东权益	338231	362587	353498	402129	489960

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	33565	19058	15024	23310	37469
净利润	24452	6370	9763	18342	27707
折旧摊销	6897	11272	9897	10988	13037
财务费用	2898	6031	-4190	-4118	-3579
投资损失	-611	-693	-831	-735	-661
营运资金变动	2500	-2621	469	-1079	1048
其他经营现金流	-2571	-1299	-83	-88	-82
投资活动现金流	-56841	-28966	-29149	-38895	-91394
资本支出	58246	29458	18387	26998	77459
长期投资	128	-44	-1780	-1732	-1642
其他投资现金流	1533	448	-12542	-13628	-15577
筹资活动现金流	30837	11557	-9713	-13265	5995
短期借款	-7820	-11501	0	0	0
长期借款	45691	21836	-20137	-18394	-3002
普通股增加	3375	0	0	0	0
资本公积增加	-3369	2	0	0	0
其他筹资现金流	-7040	1220	10424	5130	8996
现金净增加额	7746	1120	-23838	-28849	-47931

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	183075	289095	308752	335482	405165
营业成本	135087	257841	263115	278512	331741
营业税金及附加	8833	17011	18167	19740	23841
营业费用	155	175	924	463	590
管理费用	683	815	964	1014	1238
研发费用	3915	4367	21613	22142	24310
财务费用	2898	6031	-4190	-4118	-3579
资产减值损失	-24	-282	-1636	-1778	-2147
其他收益	124	2363	40	50	50
公允价值变动收益	147	11	83	88	82
投资净收益	611	693	831	735	661
资产处置收益	12	4	0	0	0
营业利润	32300	5628	10749	20380	29965
营业外收入	9	5	8	7	7
营业外支出	5	14	6	7	8
利润总额	32304	5619	10751	20379	29964
所得税	7852	-751	988	2037	2257
净利润	24452	6370	9763	18342	27707
少数股东损益	11216	3030	4006	8245	12428
归属母公司净利润	13236	3340	5757	10097	15279
EBITDA	48302	26720	26198	37600	51207
EPS (元)	1.31	0.33	0.57	1.00	1.51

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	70.7	57.9	6.8	8.7	20.8
营业利润(%)	93.6	-82.6	91.0	89.6	47.0
归属于母公司净利润(%)	81.1	-74.8	72.4	75.4	51.3
获利能力					
毛利率(%)	26.2	10.8	14.8	17.0	18.1
净利率(%)	7.2	1.2	1.9	3.0	3.8
ROE(%)	25.5	6.6	9.3	15.0	18.7
ROIC(%)	14.8	7.7	6.6	9.7	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	71.6	73.2	70.2	69.6	69.7
净负债比率(%)	151.1	166.7	164.6	152.4	160.4
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	54.2	46.1	46.1	46.1	46.1
应付账款周转率	2.7	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	0.33	0.57	1.00	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	3.31	1.88	1.48	2.30	3.70
每股净资产(最新摊薄)	4.86	4.67	5.09	5.94	7.30
估值比率					
P/E	9.8	39.0	22.6	12.9	8.5
P/B	2.6	2.8	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	6.7	12.8	13.6	10.1	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

图表目录

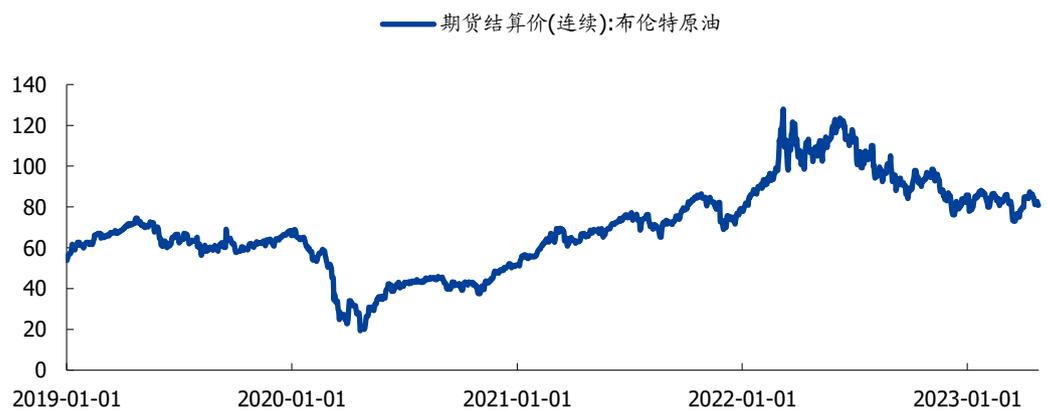
图表 1: 期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	4
图表 2: 国内汽油均价和行业毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 3: 国内柴油均价和行业毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 4: 国内煤油均价和毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 5: 国内乙烯均价和毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 6: 国内 PX 均价和毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 7: 国内 PTA 均价和毛利-右轴 (元/吨)	5
图表 8: 国内苯乙烯均价和毛利-右轴 (元/吨)	6
图表 9: 国内乙二醇均价和毛利-右轴 (元/吨)	6
图表 10: 国内 PC 均价和毛利-右轴 (元/吨)	6
图表 11: 国内聚丙烯粉料均价和毛利-右轴 (元/吨)	6
图表 12: 国内 EVA 均价和毛利-右轴 (元/吨)	6

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 2890.95 亿元，同比增长 57.91%，实现归母净利润 33.40 亿元，同比下降 74.76%，实现扣非后归母净利润 20.12 亿元，同比下降 84.34%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 697.21 亿元，同比增长 1.63%，实现归母净利润-14.68 亿元，同比降低 147.11%，实现扣非后归母净利润-15.73 亿元，同比下降 152.75%，环比亏损缩窄。

点评：

库存损失影响较大，后续有望逐步缩小。炼化企业的主要成本是原油，布伦特原油 2023 年 Q1 均价为 82.23 美金/桶，环比下降约 6.4 美金/桶，下滑约 8%，炼化企业高位原油库存会有较大损失，同时炼厂主要产品烯烃等化工品受到需求疲软影响，价差持续收窄。公司 2022 年年报存货高达 606.90 亿元，2023 年 Q1 存货高达 545.2 亿元，环比小幅度消耗库存，2023 年 Q1 存货周转天数为 77.75 天，营业周期为 85.17 天，均环比有所增加，主要是因下游需求疲软，宏观经济波动导致。后续来看，截止 2023 年 4 月 26 日，布伦特原油 4 月均价 83.85 美金/桶，变动较小，油价波动下降，整体来看，库存损益影响公司短期利润，原油价格稳定后，影响会逐步减小。

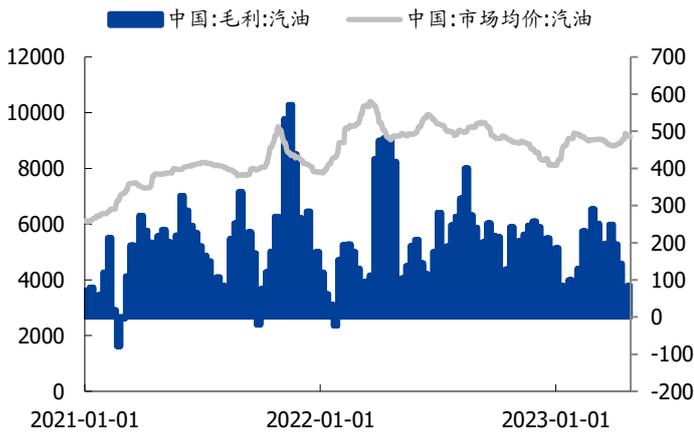
图表 1: 期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

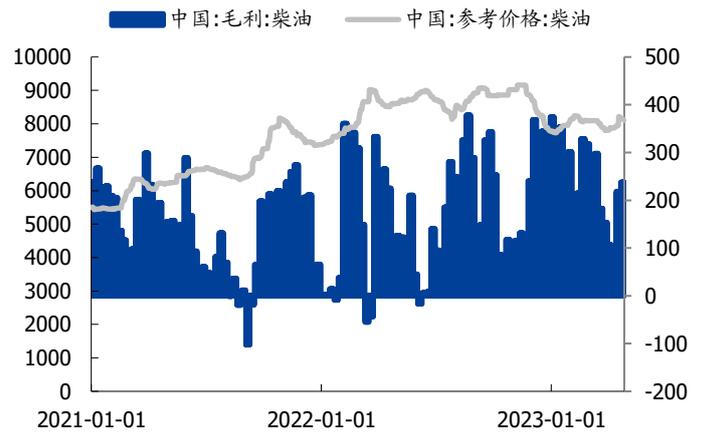
2023 年 Q1 产品价差有所走扩，看好跟随宏观经济修复。公司 2023 年 Q1 销售毛利率为 4.35%，环比上升 5.21pct，业绩环比改善较多，炼厂产品与宏观经济关系紧密，在国内经济数据复苏的背景下，炼厂利润有望持续改善走扩。截止 2023 年 4 月 26 日，据 Wind，PX 毛利约为 1394.25 元/吨，较 2023 年 Q1 均值提升 939.13 元/吨，公司拥有 1060 万吨 PX 产能，有望迎来盈利的修复；PP 毛利约为 65.63 元/吨，较 2023 年 Q1 扭亏为盈，提升 313.42 元/吨。未来随着化工品价格回暖，公司利润有望持续改善。

图表 2: 国内汽油均价和行业毛利-右轴 (元/吨)



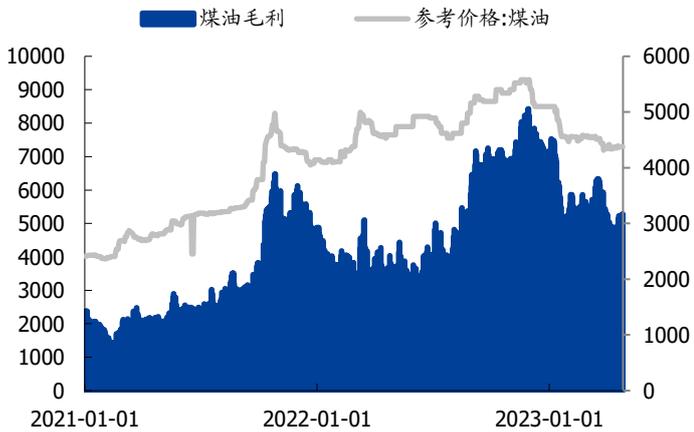
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 国内柴油均价和行业毛利-右轴 (元/吨)



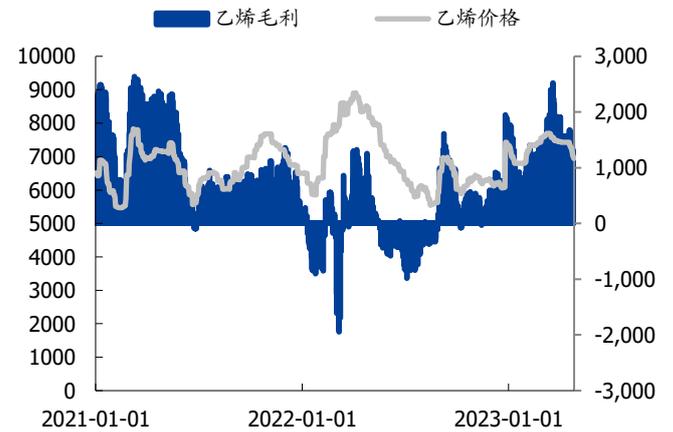
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 国内煤油均价和毛利-右轴 (元/吨)



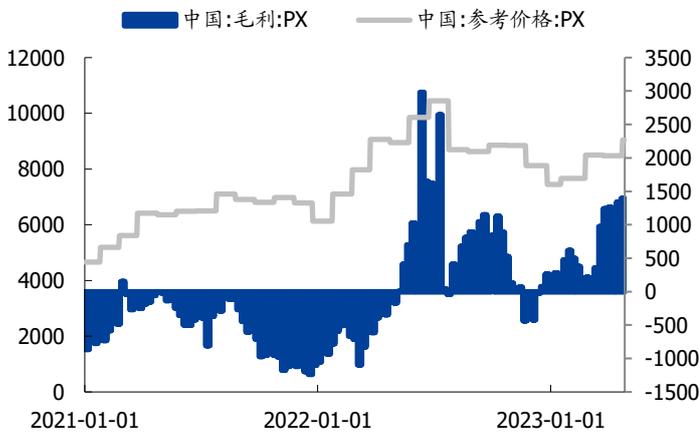
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 国内乙烯均价和毛利-右轴 (元/吨)



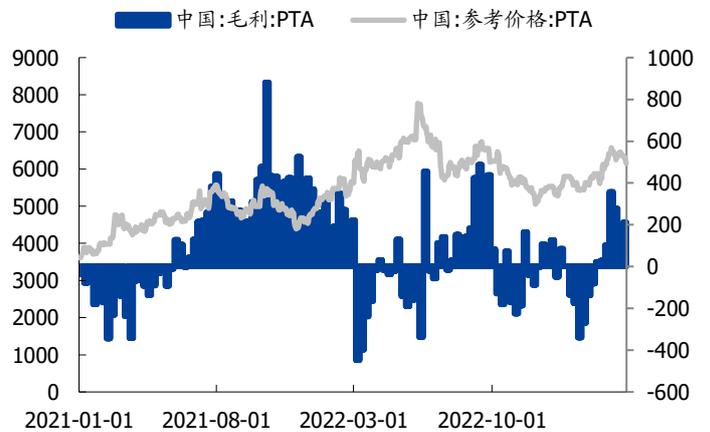
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 国内PX均价和毛利-右轴 (元/吨)



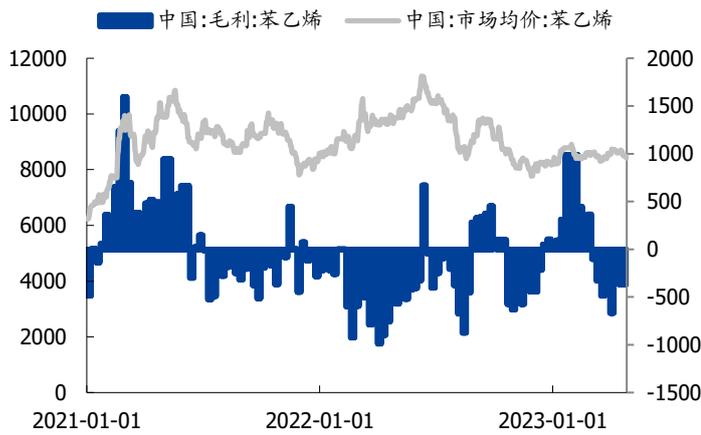
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国内PTA均价和毛利-右轴 (元/吨)



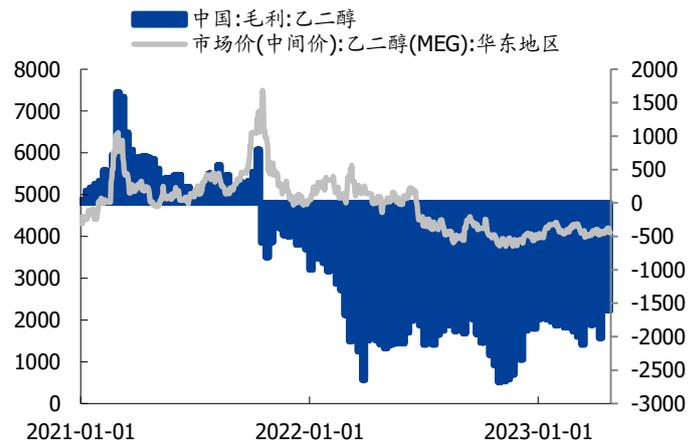
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 国内苯乙烯均价和毛利-右轴 (元/吨)



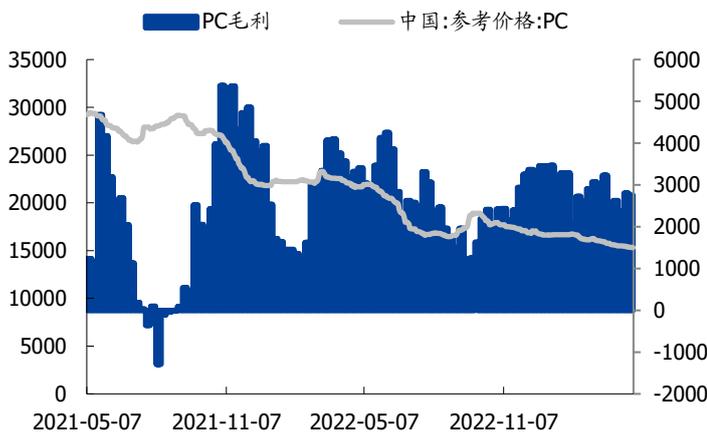
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 国内乙二醇均价和毛利-右轴 (元/吨)



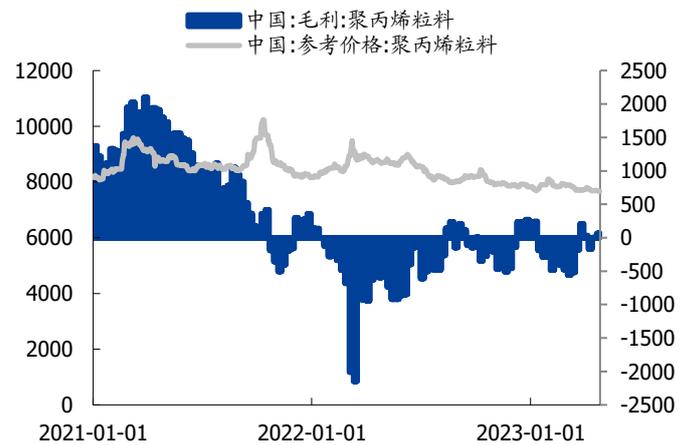
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 国内 PC 均价和毛利-右轴 (元/吨)



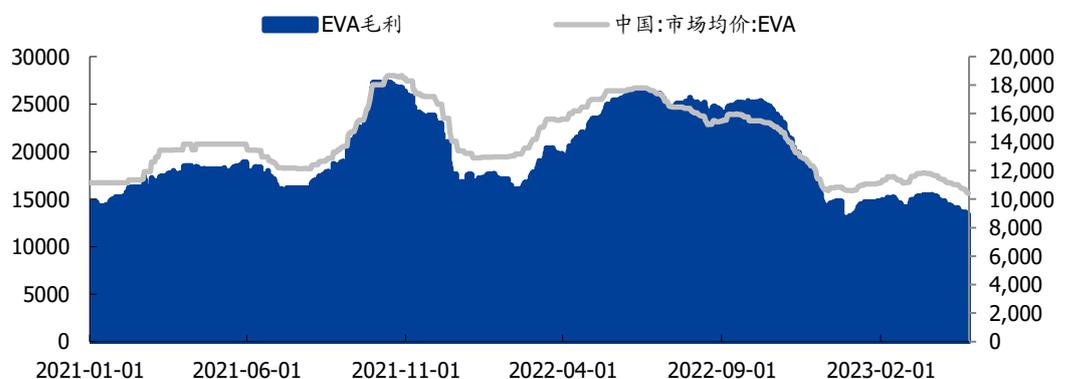
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 国内聚丙烯粉料均价和毛利-右轴 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 国内 EVA 均价和毛利-右轴 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

引入沙特阿美投资，战略合作创双赢。2023年3月27日，公司公告称与沙特阿美签订《战略合作协议》，并签署多项协议，包括沙特阿美拟以246亿元人民币收购荣盛石化10%股权的收购协议，以及原料、成品油、化工产品、原油储存及技术分享等多份业务合作框架协议。公司控股股东荣盛控股将公司总股本10%加一股股份以24.3元/股的价格、对价总额为246.05亿元人民币转让给沙特阿美全资子公司AOC。该对价相较于当日收盘价溢价率高达接近87.35%，展现沙特阿美国际市场对国内炼化资产的认可度，有助资产重估。公司与沙特阿美签署长达20年战略合作协议，意在沙特阿美提供公司稳定的原油供应、以及为公司产品提供海外销售渠道，同时，公司签订《技术分享框架协议》，合作内容包括利用其优势进行技术互补，共同开发满足未来市场需求的新技术、工艺和设备，共享研究和开发的必要资源。

千亿投资新材料领域，高端新材料助力成长。2022年，公司公告总投资1178亿建设新材料项目，拟新建140万吨乙烯、70万吨EVA、40万吨POE、35万吨 α 烯烃、60万吨醋酸乙烯、50万吨尼龙66等，重点发展下游化工新材料所需要的基础原料、合成单体和中间体。3#下游、高新能树脂项目、高端新材料项目有序推进， α 烯烃、POE等装置也在建设过程中，将为公司下游高端新材料板块打下坚实的基础，并且单品规划的产能规模均居行业前列。公司依托炼化平台一体化优势不断延伸炼化产业链，降油增化，提高产品附加值。

盈利预测与投资建议：我们看好公司围绕世界前列炼厂构建新材料产品矩阵，在建项目投产后公司利润中枢有望逐步迈上新的台阶。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为57.6、101、152.8亿元，分别对应PE为22.6、12.9、8.5倍，维持“买入”评级，继续推荐。

风险提示：国际油价大幅上涨、宏观经济下行、新材料项目建设不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com