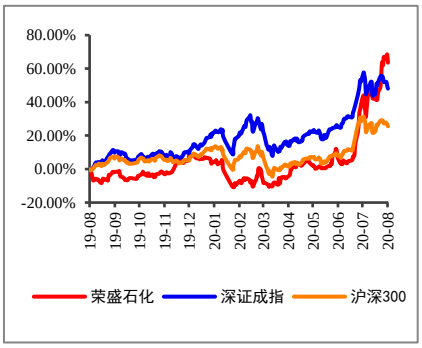
石油石化　荣盛石化（002493.SZ）　维持评级

报告原因：定期报告　**浙石化一期炼化一体化项目投产大幅提升公司业绩**　**买入**

2020 年 8 月 12 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 11 日

收盘价(元)：19.3

年内最高/最低（元）：19.75/9.40

流通 A 股/总股本（亿）：58.16/62.91

流通 A 股市值（亿）：1122.53

总市值（亿）:1214.18

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益：0.51

每股净资产(元)：3.98

净资产收益率（摊薄）：12.81%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司于 2020 年 8 月 12 日发布半年报，上半年实现营业收入为 502.82 亿，同比增长 27.32%；实现归母净利润 32.08 亿，同比增长 206.55%；扣非后归属母公司股东净利润为 31.65 亿，同比增长 225.81%；经营活动产生的现金流量净额为 16.42 亿，同比下降 50.06%。

事件点评

- **浙石化一期运行高效稳定，业绩效益持续增厚**。2020 年 H1 营业收入 502.82 亿元，同比增长 27.32%；归属母公司股东的净利润 32.08 亿元，同比增长 206.55%。其中 Q2 实现营业收入 292.30 亿，同比增长 26.92%；实现归母净利润 19.82 亿，同比增长 348.92%，单季度业绩实现超预期增长。公司业绩大幅增长主要系荣盛石化控股子公司浙石化“4000 万吨/年炼化体化项目”一期工程投产后各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，炼化板块盈利明显，贡献了大部分的业绩；PTA 板块环比有所改善，盈利水平有所提升，也进一步增厚了公司盈利。分产品来看，公司上半年化工品收入为 184.3 亿元；成品油收入为 133.47 亿元；PTA 收入为 70.56 亿元，较去年同期下滑 26.91%；涤纶牵伸丝收入为 12.75 亿元，较去年同期下滑 35.67%，涤纶丝业务受疫情及原油价格下降影响，涤纶丝整体单价下降；切片收入为 11.28 亿，较去年同期增长 80.77%，主要系子公司逸盛大化瓶片项目投产，相应营业收入增加。
- **销售毛利率大幅提高，销售期间费用率受借款利息支出影响有所增长。**1）2020 年 H1 公司销售毛利率为 21.09%，较去年同期增长 256.85pct。其中，化工产品毛利率为 33.51%；炼油产品毛利率为 20.98%；PTA 毛利率为 5.78%，较去年同期下滑 41.20pct。由于炼化一期项目生产进展顺利，效益释放明显，从而提升整体盈利水平。2）2020H1 公司期间费用率为 5.58%，较去年同期增长 65.58pct，其中，利息费用为 17.62 亿元，同比增长 264.80%，主要系浙石化借款利息支出。
- **浙石化二期 2000 万吨炼化一体化项目 2020 年四季度试运行，控股子公司浙江石化获得成品油非国营贸易出口资格。**浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”一期工程投产后各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，盈利能力逐步显现。目前二期工程已经进入现场实施阶段，长周期设备采购已完成，大宗材料的采购框架协议已基本完成，设备、材

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

料开始陆续到货，建设安装进入高峰时期，计划 2020 年四季度开始试运行。二期项目的顺利运行有望进一步增厚公司盈利能力。此外，公司于 7 月收到《商务部关于同意赋予浙江石油化工有限公司成品油非国营贸易出口资格的批复》（商贸函【2020】205 号），同意赋予浙江石油化工有限公司成品油非国营贸易出口资格。此次收到成品油非国营贸易出口资格批复使得公司能进一步开拓国际市场，充分调动国内国际两个市场积极性，加快提升品牌影响力和竞争力，追求利益最大化，对日常经营有积极影响。

投资建议

- 公司已形成“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，公司业绩随着炼化一体化项目的扩张，整体呈上行趋势。伴随着下半年复工复产以及需求端的回暖，预计全年业绩确定性较高。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 46.78 亿、69.33 亿、96.96 亿，EPS 分别为 0.74 元、1.10 元、1.54 元，对应公司 8 月 12 日收盘价 18.75 元，PE 分别为 25.22 倍、17.01 倍、12.17 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 原材料和产品价格大幅波动风险、下游需求不及预期、产能消化的风险、项目投产不及预期的风险

荣盛石化主要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	82500	153564	209197	274543
收入同比(%)	-10%	86%	36%	31%
归属母公司净利润	2207	4678	6933	9696
净利润同比(%)	37%	112%	48%	40%
毛利率(%)	6.8%	9.9%	10.0%	10.1%
ROE(%)	7.1%	13.5%	17.3%	20.3%
每股收益(元)	0.35	0.74	1.10	1.54
P/E	53.45	25.22	17.01	12.17
P/B	5.23	4.56	3.83	3.12
EV/EBITDA	27	15	12	10

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	55,596	84,645	110,832	140,596
现金	12,878	15,345	20,088	24,106
应收账款	3,084	5,740	7,549	10,144
其他应收款	1,035	1,927	2,625	3,444
预付账款	3,443	3,964	4,672	5,602
存货	26,622	47,925	65,206	85,496
其他流动资产	8,535	9,745	10,692	11,805
非流动资产	126,991	154,054	184,003	211,568
长期投资	6,732	5,441	5,870	6,014
固定资产	71,267	106,702	141,843	175,691
无形资产	4,024	3,755	3,505	3,271
其他非流动资产	44,967	38,156	32,785	26,590
资产总计	182,587	238,700	294,835	352,164
流动负债	81,172	132,464	181,313	228,431
短期借款	30,042	64,241	91,069	101,569
应付账款	35,567	46,253	62,932	93,084
其他流动负债	15,563	21,969	27,311	33,779
非流动负债	59,848	59,770	59,744	59,728
长期借款	58,403	58,403	58,403	58,403
其他非流动负债	1,444	1,366	1,340	1,325
负债合计	141,019	192,233	241,056	288,160
少数股东权益	19,013	20,602	22,958	26,252
股本	6,291	6,291	6,291	6,291
资本公积	6,688	6,688	6,688	6,688
留存收益	9,541	12,885	17,842	24,774
归属母公司股东	22,555	25,864	30,820	37,752
负债和股东权益	182,587	238,700	294,835	352,164

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(2,052)	12,166	26,605	43,561
净利润	2,957	4,678	6,933	9,696
折旧摊销	1,789	3,834	5,109	6,386
财务费用	885	5,650	7,121	7,989
投资损失	(901)	(803)	(852)	(852)
营运资金变动	(11,519)	(2,810)	5,915	17,020
其他经营现金流	4,736	1,619	2,379	3,323
投资活动现金流	(35,167)	(36,905)	(39,576)	(39,293)
资本支出	36,861	39,000	40,000	40,000
长期投资	(1,297)	1,291	(428)	(145)
其他投资现金流	(70,730)	(77,197)	(79,148)	(79,148)
筹资活动现金流	35,583	27,216	17,731	(253)
短期借款	5,012	34,199	26,828	10,500
长期借款	28,077	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	2,494	(6,983)	(9,097)	(10,753)
现金净增加额	(1,636)	2,477	4,760	4,015

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	82,500	153,564	209,197	274,543
营业成本	76,869	138,380	188,279	246,865
营业税金及附加	513	954	991	1,571
销售费用	778	1,262	1,796	2,401
管理费用	389	723	917	1,263
财务费用	943	5,650	7,121	7,989
资产减值损失	(37)	30	24	28
公允价值变动收益	62	0	0	0
投资净收益	901	803	852	852
营业利润	3,139	7,368	10,922	15,277
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	3,144	7,373	10,927	15,282
所得税	187	1,106	1,639	2,292
净利润	2,957	6,267	9,288	12,990
少数股东损益	750	1,589	2,355	3,294
归属母公司净利润	2,207	4,678	6,933	9,696
EBITDA	6,738	16,851	23,152	29,651
EPS（元）	0.35	0.74	1.10	1.54

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-9.76%	86.14%	36.23%	31.24%
营业利润	37.95%	134.74%	48.24%	39.88%
归属于母公司净利润	37.28%	111.96%	48.20%	39.86%
获利能力				
毛利率(%)	6.83%	9.89%	10.00%	10.08%
净利率(%)	4.04%	2.68%	3.05%	3.31%
ROE(%)	7.11%	13.49%	17.27%	20.30%
ROIC(%)	4.92%	8.95%	9.18%	9.80%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.23%	80.53%	81.76%	81.83%
净负债比率(%)	32.94%	62.73%	77.02%	92.80%
流动比率	0.68	0.64	0.61	0.62
速动比率	0.36	0.28	0.25	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.73	0.78	0.85
应收账款周转率	41.63	52.39	47.88	47.24
应付账款周转率	3.10	3.75	3.83	3.52
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.74	1.10	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.33)	1.93	4.23	6.92
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.11	4.90	6.00
估值比率				
P/E	53.5	25.2	17.0	12.2
P/B	5.2	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	26.57	15.38	12.48	10.28

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336