

强烈推荐-A (维持)

荣盛石化 002493.SZ

目标估值: 17.00-19.00 元

当前股价: 15.58 元

2016 年 10 月 25 日

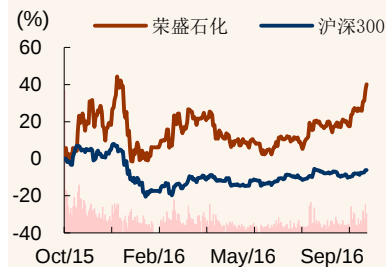
中金石化业绩符合预期, 关注下一步动向

基础数据

上证综指	3132
总股本(万股)	254400
已上市流通股(万股)	203815
总市值(亿元)	396
流通市值(亿元)	318
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	69.7%
主要股东	浙江荣盛控股集团有限公司
主要股东持股比例	70.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	21	66
相对表现	12	15	72



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《荣盛石化(002493)——中金石化表现略超预期, 存在持续扩张的可能》2016-08-12
- 2、《荣盛石化(002493)——中金石化表现符合预期, 存在持续扩张的可能》2016-08-10
- 3、《荣盛石化(002493)——中金石化盈利超预期是最大看点》2016-04-29

柴沁虎

010-57601859
chaiqh@cmschina.com.cn
S1090514070001

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

公司公告 Q3 单季营收 129.05 亿元, 同比增 78.53%, 归母净利 5 亿元, 同比增 552.89%。1-9 月营收 314.08 亿元, 同比增 61.22%, 归母净利 12.28 亿元, 同比增 2094.16%。全年盈利指引 17-18.5 亿元, 维持“强烈推荐”评级。

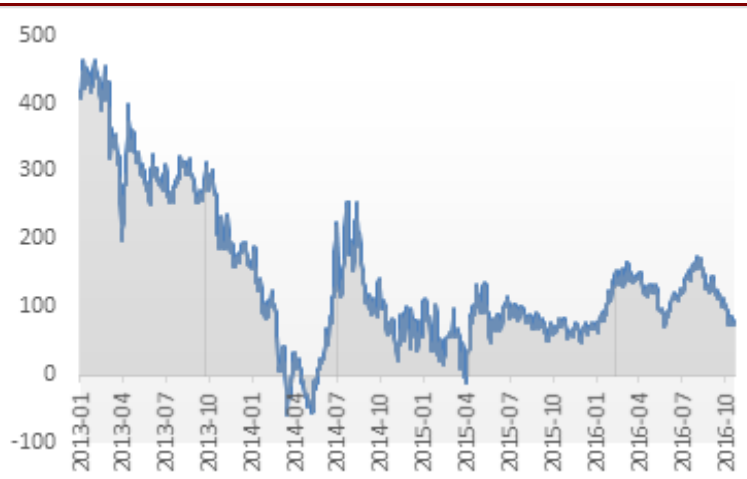
- **中金石化业绩持续稳定。**我们的模型表明三季度的盈利主要源自中金石化, 中金石化的年化净利润约在 20 亿元附近; 综合考虑期货等投资收益, PTA 及聚酯板块打平。由于中金石化仍存进一步优化的空间, 且暂执行 25% 的所得税率, 盈利水平仍可看高一线。
- **PX 短期有利多, 中期缺口大。**10 月金陵 60 万吨装置意外停车, 印度信实化学 220 万吨装置推迟至年底投产, 叠加下游旺季, 短期亚太地区货源较紧。中期看, 新增装置仍难覆盖需求, 且项目投产进度存在变数, 预期高对外依存度状况可以维持。
- **控价差、促出清是 PTA 的中期主基调。**当前 PTA 有效产能利用率保持 9 成, 新产能投放速度明显放缓, 但是控量保价符合行业龙头利益, 预计价差可能会长期维持在 350~400 元/吨的低位。PTA 格局存在变差风险, 翔鹭石化有望重启二期 450 万吨装置, 远东石化接盘方华彬集团正着手复产前的装置清扫, 复产时点预计均在明年一季度。
- **公司是油气改革背景下为数不多的业绩与空间并重的标的。**放开垄断性领域的竞争性业务是油气改革的核心思想。公司在对技术的理解, 政策的把握, 项目的节奏方面先人一等。后续要关注公司在炼化, 油品仓储, 能源金融领域进一步拓展的可能。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**预计 16-18 年净利为 18.4/20.4/22.5 亿元, 对应 EPS 为 0.72/0.80/0.88 元。现价 17 年 PE 不足 20 倍, 继续强烈推荐。
- **风险提示:**翔鹭与远东石化复产进度超预期; 国际油价大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	31811	28674	37537	38967	41240
同比增长	8%	-10%	31%	4%	6%
营业利润(百万元)		385	2208	2467	2717
同比增长	-365%	-153%	474%	12%	10%
净利润(百万元)	-347	352	1836	2043	2245
同比增长	-251%	-201%	421%	11%	10%
每股收益(元)	-0.31	0.14	0.72	0.80	0.88
PE	-49.9	112.6	21.6	19.4	17.7
PB	2.6	3.7	3.5	3.1	2.7

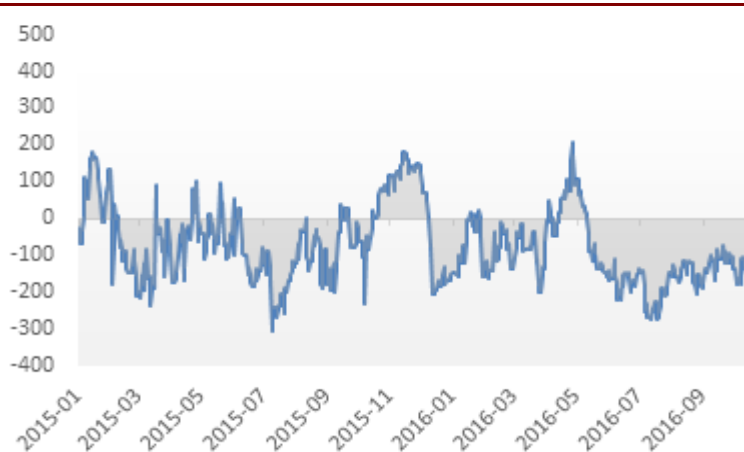
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: PX-石脑油价差 (美元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

图 2: PTA-PX 价差 (500 加工费, 元/吨)



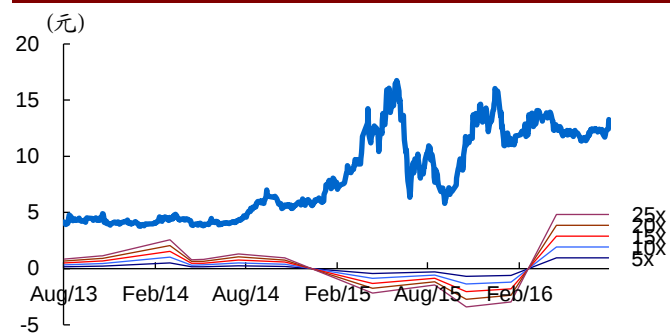
资料来源: 百川资讯, 招商证券

表 1: 2016-2020 年亚洲地区新建 PX 项目情况

公司名	产能 (万吨/年)	计划投产时间
印度信实化学	220	推迟至 16 年底
YASREF Yanbu	70	2017
Petro-Rabigh	135	2017
Saudi Aramco(Ras Tanuura)	120	2017
越南 NghiSon	70	2017
恒力石化一期	200	2018
恒逸石化文莱	150	2018
海南炼化二期	60	2018
宁夏宝塔	80	2018Q4
华电榆林煤制芳烃	60	2018Q3
Saudi Aramco(Jazan)	65	2018
Trans Pacific	60	2018
ADNOC	80	2018 年以后
合计	1370	

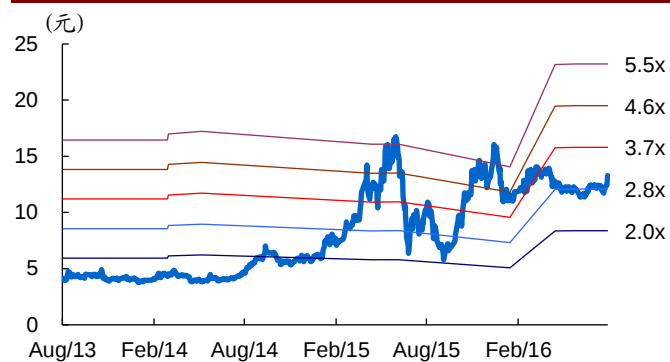
资料来源: 卓创资讯, 招商证券

图 3: 荣盛石化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 荣盛石化历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7698	11799	14233	12623	13366
现金	3014	3301	5000	3056	3224
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	510	434	569	590	625
应收款项	152	348	451	468	495
其它应收款	55	1716	1501	1559	1650
存货	1836	2194	2317	2397	2542
其他	2130	3805	4394	4553	4828
非流动资产	22971	25674	25579	24793	23964
长期股权投资	2734	2760	2760	2760	2760
固定资产	10167	14647	14613	13882	13103
无形资产	630	611	550	495	446
其他	9440	7656	7655	7655	7655
资产总计	30668	37474	39812	37416	37329
流动负债	19782	22439	24116	20121	18284
短期借款	9313	12037	12893	8539	6042
应付账款	3459	3409	4259	4408	4681
预收账款	172	347	433	448	476
其他	6838	6646	6530	6726	7085
长期负债	2186	2152	2152	2152	2152
长期借款	979	1110	1110	1110	1110
其他	1207	1042	1042	1042	1042
负债合计	21968	24591	26268	22273	20436
股本	1112	2544	2544	2544	2544
资本公积金	2465	4983	4983	4983	4983
留存收益	2986	3283	3847	5339	6971
少数股东权益	2137	2073	2170	2277	2395
归属于母公司所有者权益	6563	10810	11374	12866	14498
负债及权益合计	30668	37474	39812	37416	37329

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	3712	(1070)	5006	3797	3816
净利润	(347)	352	1836	2043	2245
折旧摊销	754	900	1095	1087	1030
财务费用	510	620	847	706	507
投资收益	181	(16)	(190)	(170)	(170)
营运资金变动	2939	(2853)	1322	22	83
其它	(325)	(73)	96	109	121
投资活动现金流	(3944)	(4557)	(1000)	(300)	(200)
资本支出	(3814)	(3920)	(1000)	(300)	(200)
其他投资	(130)	(637)	0	0	0
筹资活动现金流	(891)	6084	(2306)	(5441)	(3447)
借款变动	(656)	3508	(378)	(4354)	(2497)
普通股增加	0	1432	0	0	0
资本公积增加	23	2518	0	0	0
股利分配	(556)	(556)	(1272)	(551)	(613)
其他	298	(818)	(657)	(536)	(337)
现金净增加额	(1123)	456	1699	(1944)	169

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	31811	28674	37537	38967	41240
营业成本	31078	26584	33216	34374	36503
营业税金及附加	4	213	278	289	306
营业费用	477	421	601	662	701
管理费用	237	405	563	623	660
财务费用	512	669	847	706	507
资产减值损失	44	13	15	15	15
公允价值变动收益	(2)	(0)	40	40	40
投资收益	(181)	16	150	130	130
营业利润	(724)	385	2208	2467	2717
营业外收入	71	41	60	60	60
营业外支出	26	17	20	20	20
利润总额	(678)	409	2248	2507	2757
所得税	(79)	121	315	356	394
净利润	(600)	289	1933	2150	2363
少数股东损益	(253)	(64)	97	108	118
归属于母公司净利润	(347)	352	1836	2043	2245
EPS (元)	(0.31)	0.14	0.72	0.80	0.88

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	8%	-10%	31%	4%	6%
营业利润	-365%	-153%	474%	12%	10%
净利润	-251%	-201%	421%	11%	10%
获利能力					
毛利率	2.3%	7.3%	11.5%	11.8%	11.5%
净利率	-1.1%	1.2%	4.9%	5.2%	5.4%
ROE	-5.3%	3.3%	16.1%	15.9%	15.5%
ROIC	-0.9%	2.7%	9.4%	10.9%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	71.6%	65.6%	66.0%	59.5%	54.7%
净负债比率	36.3%	38.4%	35.2%	25.8%	19.2%
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	16.1	13.2	14.7	14.6	14.8
应收帐款周转率	83.4	114.6	94.0	84.8	85.6
应付帐款周转率	12.1	7.7	8.7	7.9	8.0
每股资料 (元)					
每股收益	-0.31	0.14	0.72	0.80	0.88
每股经营现金	3.34	-0.42	1.97	1.49	1.50
每股净资产	5.90	4.25	4.47	5.06	5.70
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.24	0.26
估值比率					
PE	-49.9	112.6	21.6	19.4	17.7
PB	2.6	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	87.4	23.8	11.1	10.8	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

柴沁虎，石化行业研究员，清华大学管理学博士，从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。曾经在扬子石化、石化协会、宏源证券等机构任职。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。