

荣盛石化 (002493)

证券研究报告

2019年04月17日

费用拖累 18 年业绩，浙石化转向生产准备阶段

营收录得增长，利润同比下滑

公司公布 2018 年年报，报告期内实现营业总收入 914.25 亿元，同比 +26.91%；实现归属于上市公司股东的净利润 16.08 亿元，同比 -20.29%，具体到各季度，Q1-Q4 分别实现归母净利润 6.36/4.78/6.55/-1.61 亿，Q4 原油价格呈现单边快速下行，全行业盈利被动式下滑，公司存货跌价损失计提 0.60 亿。

主营业务经营情况尚可，财务费用增加拖累业绩

中金石化方面，报告期内实现营业收入 191.5 亿，净利润 9.0 亿（2017 年净利润 10.2 亿），18H1/H2 净利润分别为 7.0/2.0 亿，18H2 盈利下滑是中石化利润不及预期的主要原因；PTA 方面，报告期内逸盛大化、浙江逸盛、海南逸盛分别实现营业收入 295/370/224 亿，净利润 4.6/6.5/4.6 亿，公司参控股 PTA 产能 1350 万吨，按 90%产能利用率估算 PTA 吨净利 129 元/吨，低于恒力 PTA 吨净利（339 元/吨），展望 2019 年，国内 PTA 供给端增量相当有限，需求增量仍在，PTA 市场供需有望进一步收紧，预计 PTA 利润水平有望高于 2018 年水平；长丝方面，报告期内盛元化纤实现营业收入 53.2 亿，净利润 1.3 亿，估算吨净利 102 元/吨。

费用方面，报告期内公司销售费用 7.4 亿，同比 +45.5%，主要原因系运输保险费用增加；管理费用 3.4 亿，略有增长；财务费用高达 13.3 亿，同比大幅增长 204%，主要原因系 18 年汇兑损失 2.55 亿，而 17 年实现汇兑正收益 4.65 亿，18 是公司投资大年，浙石化项目推进贷款增加，报告期内公司利息支出高达 10.8 亿（17 年利息支出 9.1 亿），较大程度上拖累业绩。

公司发布 2019 年 1 季度业绩指引，预计归属于上市公司股东的净利润 5.7-7.0 亿，同比增长 -10-10%。

浙石化项目安装工作基本完成，逐步转向试生产准备

据年报披露，公司在建工程金额 589 亿，18Q3 在建工程金额 419 亿，18Q4 在建工程单季新增 170 亿，主要系本期浙石化炼化项目在建增加，截至报告期末，一期工程建设安装等工作已基本完成，公司逐步转向试生产准备及预销售阶段。

公司盈利预测、估值及投资评级

浙石化项目涉及面广、建设复杂、配套项目多，公司克服种种困难取得较为理想的进度。假设 19/20/21 年浙石化项目一期产能利用率分别为 10%/80%/90%，19/20/21 年可分别实现净利润 42.2/78.6/89.1 亿，对应当前股价 PE 分别为 19.8/10.6/9.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：涤纶长丝及 PTA 盈利下滑；炼化项目盈利不及预期的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	70,531.35	91,424.66	105,605.19	205,305.34	216,993.49
增长率(%)	55.01	29.62	15.51	94.41	5.69
EBITDA(百万元)	3,738.66	6,012.08	9,216.32	16,437.90	21,006.48
净利润(百万元)	2,001.24	1,607.53	4,216.18	7,860.56	8,909.49
增长率(%)	4.19	(19.67)	162.28	86.44	13.34
EPS(元/股)	0.32	0.26	0.67	1.25	1.42
市盈率(P/E)	41.68	51.89	19.79	10.61	9.36
市净率(P/B)	5.85	3.99	3.39	2.65	2.10
市销率(P/S)	1.18	0.91	0.79	0.41	0.38
EV/EBITDA	22.05	20.24	16.44	6.63	5.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,291.11
流通 A 股股本(百万股)	5,305.82
A 股总市值(百万元)	83,420.09
流通 A 股市值(百万元)	70,355.21
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	70.53
一年内最高/最低(元)	15.54/8.27

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 联系人
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《荣盛石化-公司点评:下修 2018 年业绩指引，18Q4 单季度预亏》 2019-02-11
- 《荣盛石化-半年报点评:财务费用拖累二季度业绩，下半年盈利有望改善》 2018-08-19
- 《荣盛石化-季报点评:1 季报符合预期，浙石化全面建设》 2018-04-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,166.56	14,852.79	11,034.13	20,398.45	18,664.73
应收账款	2,135.25	3,285.54	4,397.68	969.60	1,080.00
预付账款	1,662.39	3,153.31	4,599.87	8,100.91	5,126.22
存货	4,307.72	6,502.04	4,419.37	16,788.37	5,251.06
其他	2,505.27	4,323.31	4,205.04	4,521.58	4,687.98
流动资产合计	18,777.18	32,117.00	28,656.09	50,778.91	34,809.99
长期股权投资	4,155.92	5,435.07	5,435.07	5,435.07	5,435.07
固定资产	20,714.18	20,880.56	42,426.75	53,868.99	59,239.98
在建工程	14,644.71	51,503.80	30,938.28	18,610.97	11,196.58
无形资产	2,913.36	3,364.04	3,304.44	3,244.85	3,185.26
其他	848.30	8,114.74	4,849.41	3,121.35	2,120.99
非流动资产合计	43,276.48	89,298.20	86,953.95	84,281.23	81,177.88
资产总计	62,053.66	121,415.20	115,610.04	135,060.14	115,987.87
短期借款	17,345.63	25,029.80	30,086.07	20,818.13	25,672.26
应付账款	7,931.04	19,582.43	1,397.26	42,229.64	7,638.40
其他	5,658.65	10,347.50	12,352.98	17,377.34	14,753.11
流动负债合计	30,935.32	54,959.73	43,836.31	80,425.11	48,063.77
长期借款	5,144.79	30,326.28	30,946.97	4,000.00	4,645.16
应付债券	0.00	0.00	282.26	94.09	125.45
其他	227.69	350.36	262.71	280.25	297.77
非流动负债合计	5,372.49	30,676.64	31,491.94	4,374.34	5,068.38
负债合计	36,307.81	85,636.37	75,328.25	84,799.45	53,132.15
少数股东权益	11,487.19	14,847.29	15,668.57	18,725.12	23,148.98
股本	3,816.00	6,291.11	6,291.11	6,291.11	6,291.11
资本公积	3,668.19	6,687.64	6,687.64	6,687.64	6,687.64
留存收益	10,503.84	14,650.87	18,322.11	25,244.46	33,415.63
其他	(3,729.38)	(6,698.09)	(6,687.64)	(6,687.64)	(6,687.64)
股东权益合计	25,745.85	35,778.83	40,281.79	50,260.69	62,855.72
负债和股东权益总	62,053.66	121,415.20	115,610.04	135,060.14	115,987.87

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,070.57	1,967.60	4,216.18	7,860.56	8,909.49
折旧摊销	1,413.52	1,633.54	2,283.82	3,003.11	3,440.72
财务费用	343.00	1,131.75	1,334.76	1,670.76	1,670.76
投资损失	(300.88)	(705.78)	(356.14)	(390.60)	(371.59)
营运资金变动	1,422.18	(2,225.87)	(15,163.69)	32,872.48	(23,285.16)
其它	(915.63)	3,033.45	786.55	3,139.32	4,529.74
经营活动现金流	4,032.76	4,834.69	(6,898.51)	48,155.62	(5,106.04)
资本支出	17,842.66	47,001.28	330.67	263.77	253.93
长期投资	1,121.76	1,279.14	0.00	0.00	0.00
其他	(37,637.27)	(88,058.34)	(354.29)	(155.72)	(107.38)
投资活动现金流	(18,672.85)	(39,777.92)	(23.62)	108.05	146.54
债权融资	24,807.42	59,066.13	64,082.09	27,843.50	33,578.90
股权融资	(528.09)	4,210.55	(1,324.31)	(1,670.76)	(1,670.76)
其他	(7,241.76)	(24,277.95)	(59,654.31)	(65,072.10)	(28,682.36)
筹资活动现金流	17,037.57	38,998.73	3,103.47	(38,899.36)	3,225.78
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,397.48	4,055.50	(3,818.66)	9,364.31	(1,733.72)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	70,531.35	91,424.66	105,605.19	205,305.34	216,993.49
营业成本	66,714.78	86,097.47	96,060.28	186,749.23	193,894.37
营业税金及附加	216.90	163.43	464.14	633.57	670.41
营业费用	502.58	740.26	855.39	1,948.07	2,085.04
管理费用	1,077.44	340.20	1,531.58	2,914.86	3,103.22
财务费用	420.00	1,334.76	1,334.76	1,670.76	1,670.76
资产减值损失	30.68	68.98	39.49	46.38	51.62
公允价值变动收益	36.27	(340.17)	(77.95)	30.97	5.34
投资净收益	300.88	705.78	356.14	390.60	371.59
其他	(1,091.55)	38.85	(556.37)	(843.14)	(753.85)
营业利润	2,323.36	2,275.11	5,597.74	11,764.03	15,895.00
营业外收入	0.97	22.35	32.06	18.46	24.29
营业外支出	1.18	3.53	6.50	3.74	4.59
利润总额	2,323.15	2,293.94	5,623.30	11,778.76	15,914.71
所得税	252.59	326.33	542.61	809.85	2,480.81
净利润	2,070.57	1,967.60	5,080.69	10,968.91	13,433.90
少数股东损益	69.33	360.07	864.51	3,108.35	4,524.41
归属于母公司净利润	2,001.24	1,607.53	4,216.18	7,860.56	8,909.49
每股收益(元)	0.32	0.26	0.67	1.25	1.42

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	55.01%	29.62%	15.51%	94.41%	5.69%
营业利润	6.90%	-2.08%	146.04%	110.16%	35.12%
归属于母公司净利润	4.19%	-19.67%	162.28%	86.44%	13.34%
获利能力					
毛利率	5.41%	5.83%	9.04%	9.04%	10.65%
净利率	2.84%	1.76%	3.99%	3.83%	4.11%
ROE	14.04%	7.68%	17.13%	24.93%	22.44%
ROIC	8.59%	7.38%	7.90%	13.37%	26.11%
偿债能力					
资产负债率	58.51%	70.53%	65.16%	62.79%	45.81%
净负债率	19.30%	9.32%	29.09%	0.42%	58.16%
流动比率	0.61	0.58	0.65	0.63	0.72
速动比率	0.47	0.47	0.55	0.42	0.61
营运能力					
应收账款周转率	31.77	33.73	27.49	76.50	211.74
存货周转率	20.84	16.92	19.34	19.36	19.69
总资产周转率	1.37	1.00	0.89	1.64	1.73
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.26	0.67	1.25	1.42
每股经营现金流	0.64	0.77	-1.10	7.65	-0.81
每股净资产	2.27	3.33	3.91	5.01	6.31
估值比率					
市盈率	41.68	51.89	19.79	10.61	9.36
市净率	5.85	3.99	3.39	2.65	2.10
EV/EBITDA	22.05	20.24	16.44	6.63	5.75
EV/EBIT	35.44	27.79	21.86	8.11	6.88

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com