

# 打造全球首屈一指的炼化一体化基地

## ——荣盛石化(002493.SZ)动态跟踪报告

公司动态

### ◆历史性机遇下的民营大炼化龙头

“十三五”期间，国家在千吨级炼化环节对民营企业放开，这对民营企业来说是历史性机遇。沿海的炼化一体化基地极具稀缺性，浙石化项目受政策鼓励，战略定位高，中长期向上成长空间大。荣盛石化作为浙石化的控股方，是民营大炼化企业中的龙头。浙石化股权结构上将形成民企控股，国企和外企参股的模式，能够融合多方资源。

### ◆浙石化将是国内最具竞争力的一体化炼厂

作为整体规划设计，超大规模、芳烃烯烃比例高、化工品加工深的炼化一体化企业，浙石化将成为国内最具竞争力的炼厂。二期有望在2021年上半年全面投产，将建成4000万吨/年炼油、880万吨PX和420万吨乙烯国内第一大炼厂，且后期烯烃等化工品规模还有进一步提升空间。

受益于二季度以来原油价格的缓慢上升，以及化工品市场需求的恢复，预期浙石化2020Q2-Q3业绩趋势向好。

### ◆全球首屈一指的炼化一体化基地

浙石化还有望增加三期产能，成为全球前二的旗舰级炼厂，舟山绿色石化基地将是具有全球竞争力的大石化基地。从全球来看，只有印度信诚的炼化板块有浙石化的规模，但在化工品比例和加工深度上，浙石化更具优势。舟山基地将是中国炼化行业的标杆基地，发展空间广阔。

### ◆上调盈利预测，维持“买入”评级

由于低油价环境对炼化行业形成中长期利好，包括炼油和化工品两个板块的价差有望提升，我们上调2020-2022年EPS至0.89元、1.35元和1.61元(原为0.78/1.24/1.35元)，当前股价对应的2020-2022年PE为15/10/8倍，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

浙石化二期进度和盈利不及预期的风险；炼油和化工景气度继续下行的风险；下游PTA和聚酯产业链盈利下滑的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,425	82,500	115,733	151,837	178,818
营业收入增长率	29.62%	-9.76%	40.28%	31.20%	17.77%
净利润(百万元)	1,608	2,207	5,579	8,479	10,123
净利润增长率	-19.67%	37.28%	152.78%	51.99%	19.39%
EPS(元)	0.26	0.35	0.89	1.35	1.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.68%	9.78%	20.38%	25.56%	25.76%
P/E	52	38	15	10	8
P/B	4.0	3.7	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月3日

### 买入(维持)

当前价：13.22元

### 分析师

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)

021-52523823

[fukm@ebsec.com](mailto:fukm@ebsec.com)

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

[qiuxf@ebsec.com](mailto:qiuxf@ebsec.com)

### 市场数据

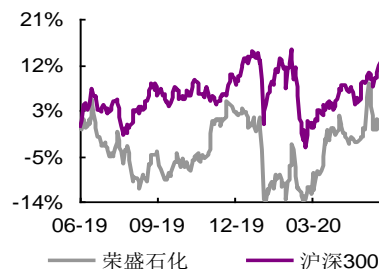
总股本(亿股)：62.91

总市值(亿元)：831.68

一年最低/最高(元)：9.30/13.43

近3月换手率：10.48%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.62	2.52	-4.73
绝对	11.56	21.54	8.78

资料来源：Wind

### 相关研报

浙石化一期贡献利润，二期加速建设，炼化一体化航母起航——荣盛石化(002493.SZ)2019年年报及2020年一季度业绩预告点评

.....2020-04-28

浙石化一期全面投产，炼化一体化航母起航——荣盛石化(002493.SZ)浙石化炼化项目一期全面投产公告点评

.....2019-12-31

业绩同比持平，浙石化项目达产在即——荣盛石化(002493.SZ)2019年三季度报点评

.....2019-10-28

# 1、历史性机遇下的民营大炼化龙头

## 1.1、民营大炼化的历史性机遇

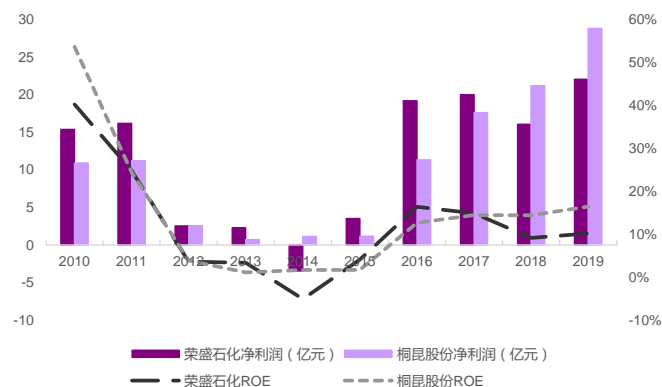
民营大炼化的起源来自“十三五”期间，国家在千吨级炼厂上对民营企业放开。2016-2018年，国内炼化化工行业迎来一波景气周期，民营企业对炼化行业投资热情高涨。恰逢2016年后民营聚酯龙头企业盈利趋势向上，积累了向上游做一体化延伸的资金，在这一波炼化投资高峰中，他们冲在了最前列。

图 1：2016-2018 为炼化行业景气周期



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：民营聚酯龙头盈利在 2016 年上了一个台阶

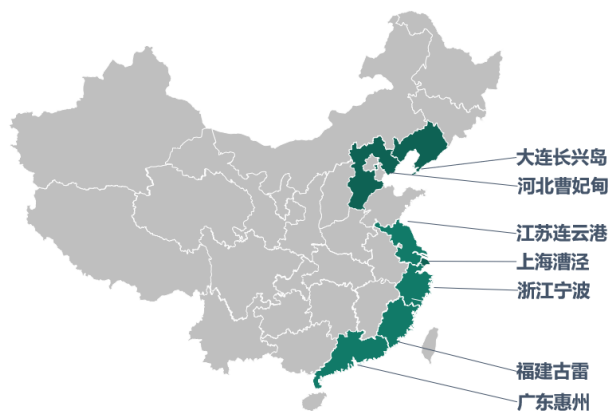


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

“十三五”期间，国家制定了《石化产业规划布局方案》，希望通过更为合理的规划，扭转国内石化项目分布分散、竞争力不强的格局。规划的七大石化基地均位于沿海经济发展水平高、港口条件优良的区域：包括长三角地区的上海漕泾、浙江宁波和江苏连云港基地；泛珠三角的广东惠州和福建古雷基地；环渤海的大连长兴岛和河北曹妃甸基地。

这一轮民营企业的典型代表项目，无一例外占据了七大石化基地最有利的区域，典型的项目包括恒力石化 2000 万吨大连长兴岛项目，浙石化 4000 万吨舟山项目和盛虹石化 1600 万吨连云港项目。

图 3：七大石化基地布局



资料来源：《石化产业规划布局方案》，光大证券研究所整理

2020年，恒力、浙石化和恒逸文莱项目一期均已经全面投产，开始为上市公司贡献利润。2020Q1，在油价下跌和疫情的双重影响下，国营炼厂普遍亏损，而民营大炼化仍有盈利，形成鲜明对比。民营大炼化证明了比存量炼化项目成本更低，分化在全年会体现得更为明显。

**表 1：民营大炼化项目已全面投产**

	2019年净利润	备注
恒力炼化	60.3 亿	2019年5月实现全面投产
恒逸文莱	7.7 亿	2019年11月实现全面投产
浙石化	6.7 亿	一期2019年5月试生产，2019年12月全面投产；二期预期2020年底进油，2021年上半年全面投产

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理

然而，国内的炼油行业仍处于深度过剩状态，2019年国内炼油能力8.60亿吨，加工原油6.49亿吨，开工率只有75.5%，按照90%开工率估算国内炼油能力过剩约20%。国内的炼化企业不得不面临有6000万吨以上的成品油需要出口的压力。而下游产品的过剩正在从成品油蔓延到烯烃、芳烃等化工品。

在这样的背景下，我们预计“十四五”期间，国家对新建炼化产能的审批将更为严格。此前抓住时机的民营大炼化企业，占据了沿海区位优势，项目采用了最新一代的炼化技术，是极具竞争力和稀缺性的。而浙石化，未来一年将从2000万吨增加至4000万吨规模，远期还有望增加三期项目到6000万吨，是这一轮民营炼厂扩张中占据资源最多的项目。

## 1.2、最具政策红利的民营大炼化企业

中国（浙江）自由贸易试验区，是2017年国务院在浙江舟山群岛新区设立的区域性自由贸易园区，将重点开展以油品为核心的大宗商品中转、加工贸易、保税燃料油供应、装备制造、航空制造、国际海事服务、国际贸易和保税加工等业务。

舟山绿色石化基地的定位是按照“国际一流、绿色环保”的发展要求，建成具有国际竞争力的特色鲜明、开放先进、安全高效的现代大型一体化石化产业基地。

舟山地处我国东部沿海的中间，对外与釜山、高雄、香港等主要港口形成等距离扇形辐射，拥有经过中国的六条主要国际航线；向内不仅可以连接沿海各主要港口，而且沟通长江、京杭大运河，覆盖整个华东地区及经济发达的长江流域，区位优势显著。

图 4：浙石化区位优势显著



资料来源：《浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目环境影响报告书》

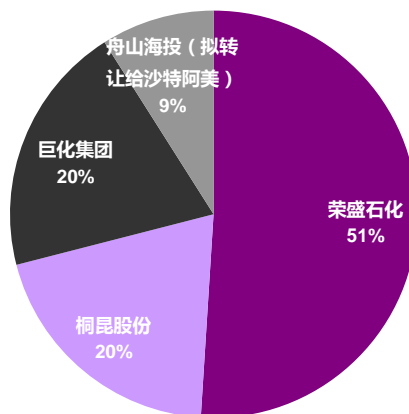
2020 年 3 月，国务院批复《关于支持中国（浙江）自由贸易试验区油气全产业链开放发展若干措施》（以下简称《若干措施》），指出支持浙江自贸试验区适度开展成品油出口业务，允许浙江自贸试验区内现有符合条件的炼化一体化企业开展副产的成品油非国营贸易出口先行先试，酌情按年度安排出口数量。

国内的成品油出口目前实行配额制，2019 年只有中石化、中石油、中海油和中化等国营企业获得配额。由于地方和民营炼厂在成品油分销网络的建设上大幅落后于中石化和中石油等国营企业，成品油出口环节的限制，给地方和民营炼厂造成了巨大的经营压力。此次《若干措施》的批复，为地处舟山的浙石化开展成品油出口业务铺平了道路。2020 年 4 月，浙石化已顺利取得 100 万吨低硫船用燃料油出口配额，预期后续在汽柴油的出口配额上也会有所放开。

### 1.3、浙石化将形成民企控股，国企和外企三方合资的股权结构

目前浙石化的股权结构为荣盛石化（民企）控股 51%，桐昆股份（民企）20%，巨化集团（国企）20%，舟山海投（国企）9%。舟山海投的股份拟转让给沙特阿美（外企），未来将构成民企控股，国企和外企三方合资的股权结构，有利于融合多方资源。

图 5：浙石化股权结构

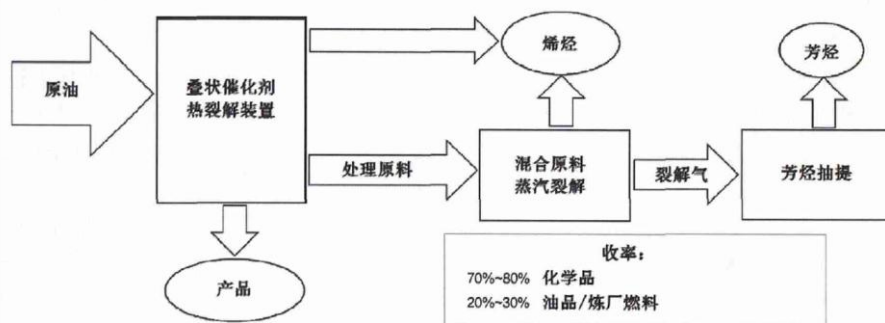


资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理，截止 2020.6

主要控股和参股方，荣盛石化和桐昆股份拥有庞大的 PTA 和聚酯产业链，可以和浙石化形成从油到丝的全产业链协同；巨化股份是浙江省内的大型化工国企，代表了浙江省国资的支持；沙特阿美是全球超级原油和炼化巨头，可以为公司带来原油进口、炼化技术、成品油和化工品销售贸易上的协同。

在对原油到化工品的技术发展上，沙特阿美和沙特基础工业的第三代原油制化学品技术，实现接近 50% 的从原油到化学品直接转化率。第四代技术是沙特阿美和 CB&I、CLG 联合开发的“热原油制化学品”技术，可通过研发加氢裂化技术将原油直接生产化工产品的转化率提高至 70%-80%。

图 6：沙特阿美公司热原油制化学品 (TC2C) 流程示意



资料来源：《全球原油制化学品项目发展现状及石化产品前景分析》徐海丰

2019 年 9 月，沙特阿美与浙江自贸区签订了谅解备忘录，推动沙特阿美收购浙石化炼化一体化项目 9% 股权的计划，此外还包括一份长期原油供应协议和对浙石化大型油库的使用权，双方还将评估价值链其他环节的潜在投资机会。

在成品油销售环节，浙能集团和浙石化共同成立浙江省石油股份有限公司，浙能控股 60%，浙石化 40%。浙能集团是浙江省大型国营电力、油气



和能源服务巨头。合资公司将在浙江建设几百个加油站，作为浙石化成品油的一条重要销售渠道。

## 2、浙石化将是国内最具竞争力的一体化炼厂

相比国内的存量炼厂，浙石化整体规划设计，装置规模大，技术领先；位于华东核心位置，区位优势显著。其主要股东可以就近消化 PX 和乙二醇产能。在政策支持方面，浙江省政府配套建设公用设施，给予 800 万吨规模煤指标，配套构建成品油零售网络。浙石化 4000 万吨建成后，将成为国内最具竞争力的炼厂。

### 2.1、整体设计规划，烯烃芳烃比例高，规模优势显著

浙石化 4000 万吨炼化一体化项目是整体规划设计的，一期围绕最大化芳烃产能为中心，并配套大型乙烯装置充分利用轻烃资源；二期方案最大限度生产乙烯及下游产品。4 套 1000 万吨常减压装置加工原油适应性强，其中一期设计可加工高硫中质和高硫高酸原油，可按照市场原油的供应情况加工低价的“机会原油”。

浙石化初期设计总规模为 4000 万吨/年炼油+1040 万吨/年芳烃（其中 800 万吨 PX）+280 万吨/乙烯。其中一期建成规模为 2000 万吨/炼油+520 万吨/芳烃（其中 400 万吨 PX）+140 万吨/乙烯，即成品油收率为 42%。一期重油加工选用固定床渣油加氢+重油催化裂化+焦化组合模式；二期将采用浆态床渣油加氢方案。一期化工部分乙烯下游产品主要为 EO/EG、聚乙烯和苯乙烯；丙烯下游主要为丙烯腈，聚丙烯和苯酚丙酮，并配套 60 万吨丙烷脱氢装置充分利用炼厂副产的 LPG 多产丙烯。公用工程方面采用海水淡化、粉煤锅炉和煤焦制气，制氢成本较低。

表 2：浙石化初期产品方案（万吨）

	一期	二期		一期	二期
<b>成品油</b>			<b>化工品</b>		
92#汽油	227.3	227.1	环氧乙烷		5.0
95#汽油	151.5	151.4	一乙二醇	80.5	71.6
煤油	284.4	290.5	二乙二醇	6.1	5.4
柴油	172.8	155.0	三乙二醇	0.4	0.4
<b>芳烃</b>			EVA		10.0
苯	58.3	84.5	LDPE		27.1
PX	401.2	399.1	LLDPE	23.0	21.0
硫磺	38.8	46.7	HDPE	42.6	21.0
			均聚聚丙烯	54.0	54.0
			无规聚丙烯	8.4	9.0
<b>主要原料</b>			抗冲聚丙烯	27.0	27.0
伊朗（轻）原油	500.0		丁二烯	22.3	23.2
沙中原油	500.0		丁烯-1	1.4	-1.1
伊朗重油	700.0		苯乙烯	120.0	70.6
巴西 Frade 原油	300.0		聚碳酸酯	26.0	26.0

沙轻原油		1000.0	C <sub>10+</sub>	1.0	1.0
沙重原油		1000.0	MMA	8.7	
煤	200.0	203.0	乙腈	0.8	
			丙烯腈	26.0	
			丙酮	13.6	
			苯酚	20.7	7.5
			丙烯	6.8	60.8
			己烯-1		4.2
			裂解碳五	14.9	17.5
			C <sub>9</sub> 及重组分	6.5	7.7
			C <sub>8</sub>	9.1	0.4
			燃料油	12.3	13.0

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

浙石化二期在总结一期经验的基础上，计划增加一套乙烯，并扩大芳烃的产量，计划将整体调整为 4000 万吨/年炼油+880 万吨/年 PX+420 万吨/年乙烯，化工品比例进一步提升。按照二期乙烯和芳烃产品的比例，预计浙石化一期也还有进一步优化增加化工品的空间。

## 2.2、下游一体化配套优势

浙石化的主要股东荣盛石化，其参控股的逸盛系，拥有 1350 万吨 PTA 产能，远期将达到 2000 万吨。荣盛石化还拥有 255 万吨聚酯产能，并在继续增加。另一股东桐昆股份拥有 400 万吨 PTA 产能，远期将达到 900 万吨；拥有 640 万吨聚酯产能，远期将达到 1000 万吨。两大股东完全可以消化其生产 PX 和 MEG 产能。其他聚烯烃等化工品方面，长三角地区是国内最活跃的化工品交易和应用市场。

此外荣盛石化在宁波中金还有 200 万吨芳烃装置（含 160 万吨 PX），采用燃料油和石脑油进料路线，如果上游炼油端可以放开，中金石化也可以扩展成一套炼化一体化装置。

下游方面，浙石化采用合作的模式，进一步深挖化工品深度加工，提升产品的附加值。

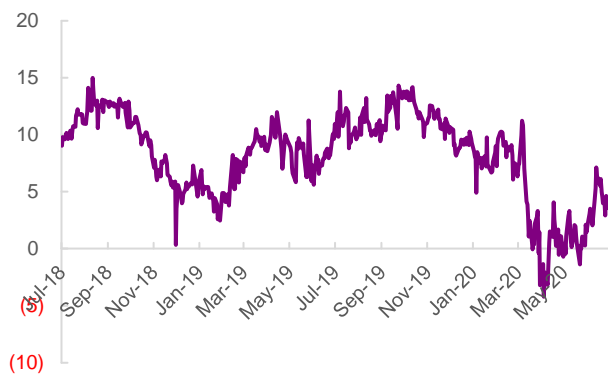
浙石化和德美化工成立德荣化工（50:50），对浙石化项目 50 万吨乙烯裂解 C<sub>5</sub> 和 48 万吨裂解 C<sub>9</sub> 进行深加工。将建设 50 万吨/年裂解碳五分离装置，20 万吨/年碳五加氢装置，48 万吨/年裂解碳九分离加氢装置，7 万吨/年间戊二烯树脂装置，10 万吨/年 DCPD 树脂加氢装置和 6 万吨/年碳九冷聚树脂装置。

浙石化和 BP 计划以 50:50 的比例建设年产 100 万吨的醋酸厂，将采用 BP 的 CATIVA XL 技术。

## 2.3、浙石化二三季度业绩趋势向好

受一季度油价暴跌和疫情的影响，浙石化在 2020Q1 取得了约 16 亿的净利润；2020Q2，项目满负荷运行，一期常减压负荷开到 130%，乙烯负荷开到 110%，随着低价原油进料的增加，以及公司低硫船用燃料油的出口，预期公司 2020Q2-Q3 业绩将环比大幅提升。

图 7：光大出口炼油盈利指数（美元/桶）



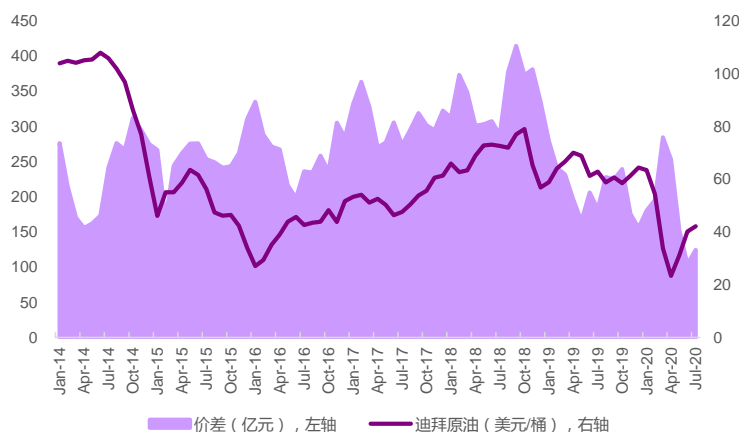
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.7.2

图 8：光大国内炼油盈利指数（美元/桶）



资料来源：Wind，百川资讯，光大证券研究所整理，截止 2020.7.2

图 9：浙石化一期价差波动模拟



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理；备注：由于原油库存周期的存在，在油价波动剧烈时，即月的价差跟现实情况差距较大

## 3、全球首屈一指的炼化一体化基地

### 3.1、世界超大型炼厂情况比较

4000 万吨规模的炼油产能，可以进入世界前五行列，到 6000 万吨可以名列全球前二。全球范围内，炼油产能聚集的区域主要是美国墨西哥湾、韩国蔚山、印度贾姆纳格尔、新加坡裕廊岛和沙特延布等。其特点是，既拥有优越的港口条件，又面向腹地广阔的消费市场。同样的，我国杭州湾也有望形成一个 1 亿吨以上的炼化产能聚集区，辐射长三角区域，该区域已包括浙石化、镇海炼化、上海石化、大榭石化和高桥石化。



表 3：2018 年世界 2300 万吨/年以上炼厂排名情况

排名	公司	炼厂所在地	炼油能力 (万吨/年)
1	印度信诚石油公司	印度贾姆纳格尔	6200
2	委内瑞拉帕拉瓜纳炼制中心	委内瑞拉胡迪瓦纳	4830
3	韩国 SK 公司	韩国蔚山	4200
4	阿联酋阿布扎比炼油公司	鲁维斯	4085
5	GS-加德士公司	韩国丽水	3925
6	S-Oil 公司	韩国昂山	3345
7	沙特阿美公司	美国得克萨斯州波特阿瑟	3015
8	埃克森美孚公司	新加坡亚逸查湾裕廊岛	2960
9	美国马拉松石油公司	美国得克萨斯州 Galveston 港	2855
10	埃克森美孚公司	美国得克萨斯州贝敦	2800
11	美国马拉松石油公司	美国路易斯安那州 Garville	2780
12	沙特阿美公司	沙特拉斯塔努拉角	2750
13	台塑石化股份有限公司	中国台湾麦寮	2700
14	埃克森美孚公司	美国路易斯安那州巴吞鲁日	2510
15	科威特国家石油公司	科威特艾哈迈迪港	2330
16	壳牌东方石油公司	新加坡武吉岛	2310
17	中国石化股份镇海炼化公司	中国宁波镇海	2300

资料来源：《2018 年世界炼油行业发展状况与趋势》徐海丰

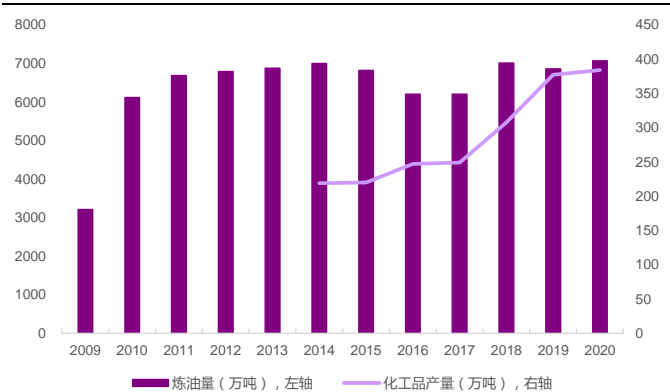
在这些规模名列前茅的项目中，委内瑞拉和阿联酋是因为原油产地区域而规划的炼厂，以生产燃料为主。委内瑞拉帕拉瓜纳炼制中心的大炼厂 Cardon 和 Amuay 最初都是由 1950 年左右的 300 万吨/年以内的炼厂发展而来，到现在的 4830 万吨/年规模，主要目的是将委内瑞拉的重质原油转化为燃料。但因为委内瑞拉的经济危机，使得投资和原料经常不足，炼厂负荷常年得不到保障。阿联酋鲁维斯炼油厂起步于 600 万吨/年的装置，2000 年扩建到 1500 万吨/年，2015 年扩至 4085 万吨/年，也以生产燃料为主。

韩国既不是中东那样的原料地，也不具备像中国、印度那样的消费市场，其炼厂以出口为导向。韩国大规模建炼厂是在 1990 年以后，以规模效应著称，其炼厂平均规模超过 2000 万吨/年。由于靠近中国市场，2008 年后中国经济的高速发展为韩国炼厂带来了巨大的市场红利，例如 08 年后中国每年从韩国进口大量的 PX。但是，随着国内这一批千吨级炼厂的落成，失去消费地和装置先进性优势的韩国炼厂正在逐步丧失竞争力。

### 3.2、印度信诚实业：高速发展的市场化民营炼厂

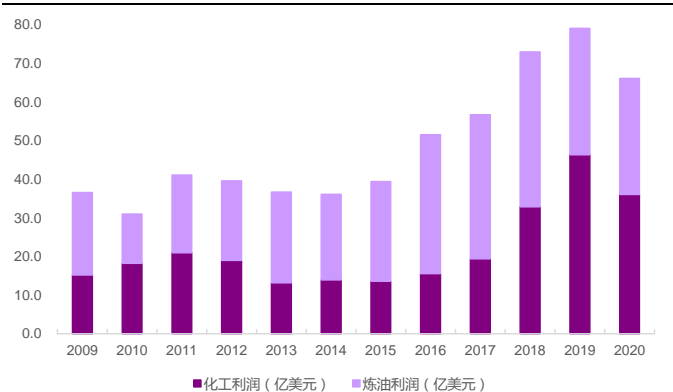
印度是全球第三大石油消费国，石油需求持续增长。由于印度炼油业对私人资本开放，私营炼厂得以蓬勃发展，目前以占印度炼油能力的 40%。印度信诚石油公司是印度最大的民营炼化巨头，在贾姆纳格尔的炼厂拥有 140 万桶/天的原油处理能力，对应 7000 万吨/年，是全球最大的炼厂，复杂系数为 21.1。同时，公司在 2018 年成功投产了 150 万吨美国乙烷进料的乙烷裂解装置，增加乙烯的产能。

图 10: 印度信诚炼油量



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

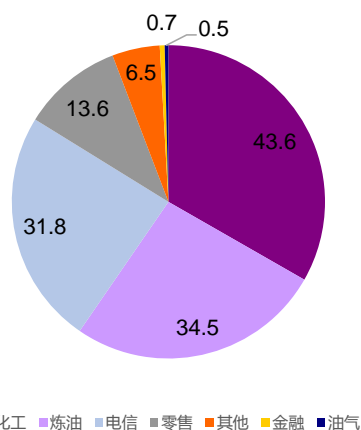
图 11: 印度信诚炼化板块净利润



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

印度信诚实业集团是一个横跨能源化工、零售和电信业的超级大集团，是印度市值最大的公司。炼化板块目前仍是其盈利最好的板块，是其发展的基石，帮助其培育了快速增长的电信业。

图 12: 印度信诚 2020 财年 EBITDA 构成 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理, 备注, 印度 2020 财年为 2019Q2-2020Q1

为解决其高企的负债和保持增长，印度信诚也展开了和国际巨头的合作。沙特阿美计划斥资 150 亿美元收购印度信诚炼化板块 20% 的股权，其对印度信诚炼化板块的估值达到 750 亿美元。作为合作，印度信诚将从沙特阿美采购 50 万桶/天的原油。下游分销方面，印度信诚和 BP 公司合资 (51:49) 的成品油零售公司，目前在印度有约 1400 座加油站，估值 20 亿美元，计划未来 5 年内将加油站增加到 5500 座。

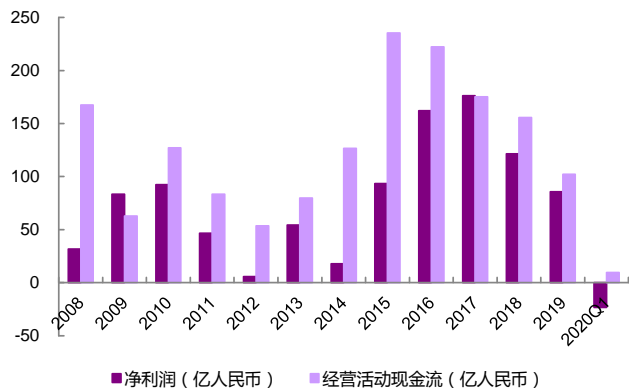
### 3.3、台塑石化：浙石化的“简配版本”

台塑石化拥有 2700 万吨炼化产能和 300 万吨乙烯产能，其主要装置在 1998 年、1999 年和 2007 年投产。台塑石化主要由 3 套 900 万吨常减压装置、2 套 400 万吨重油加氢装置、2 套 420 万吨渣油催化装置，和 3 套分别为 70 万吨、103.5 万吨和 120 万吨的乙烯装置组成。其芳烃组分交由台化

芳烃厂加工，烯烃组分也被交由台塑集团其他子公司加工，所以台塑石化相当于 70%比例浙石化产能的“简配版”。

台塑石化在原油价格较为稳定的情况下，净利润大致在 50-120 亿人民币之间波动，市值在 2009 年炼厂建设完成后基本在 1500-2000 亿人民币之间波动。

图 13: 台塑石化净利润和经营性现金流波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 汇率按历史当期财报时点计算

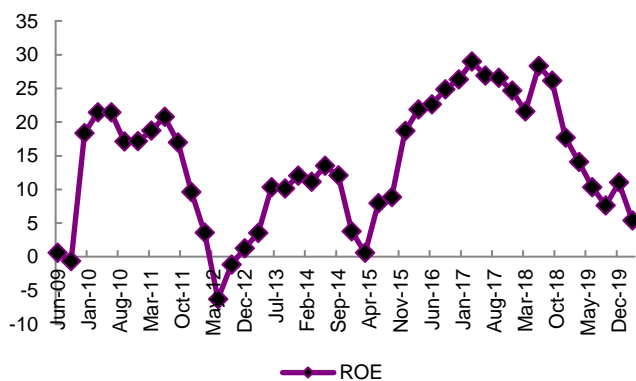
图 14: 台塑石化市值波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 汇率按历史当期财报时点计算

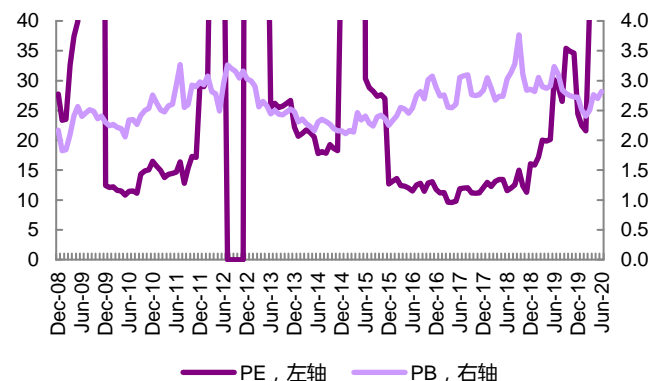
估值方面, 台塑石化近 10 年平均 ROE 水平在 11.5%, 而平均 PB 为 2.5 倍, PE 大致在 20 倍附近波动。

图 15: 台塑石化 ROE 波动 (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

图 16: 台塑石化 PE 和 PB 波动



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

### 3.4、浙石化的国际比较

从炼厂产能规划上来看, 浙石化二期建成后将远超台塑石化, 三期建成后将达到印度信诚炼化板块的规模, 并且在化工品方面产能更大, 向下游延伸更深。从产业链配套来看, 浙石化在下游聚酯产业链的配套和产业集群上也优于台塑石化和印度信诚。

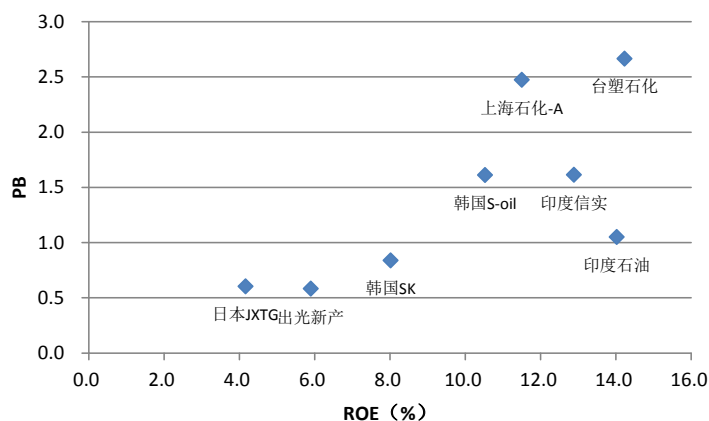
表 4：浙石化的国际比较

	产能	产业链配套	产业集群	政策限制
浙石化	4000 万吨炼油, 880 万吨 PX, 420 万吨乙烯	逸盛系 1350 万吨 PTA+255 万吨聚酯; 桐昆股份 400 万吨 PTA+640 万吨聚酯, 并在持续增加中; 加油站配套中	全球最大的聚酯产业集群; PX 和烯烃大量依赖进口	成品油出口配额制, 有望放开
台塑石化	2700 万吨, 300 万吨乙烯	台塑系有部分加油站和聚酯、烯烃下游配套	主要出口为主	无限制
印度信诚	6200 万吨, 420 万吨 PX, 400 万吨乙烯	500 万吨 PTA+300 万吨聚酯; 约 1400 个加油站	国内市场增长, 但是成品油净出口国	无限制

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理

从过去 10 年亚洲炼厂 PB-ROE 情况来看，日本炼厂的 ROE 水平最低，韩国炼厂次之，印度和中国的炼厂 ROE 水平较高。从我们对民营大炼化各个板块的理解来看，过去聚酯和 PTA 板块的 ROE 水平大致在 10% 左右，而民营大炼化项目的 ROE 水平有望提升至 20% 以上。民营大炼化公司的 PB 水平应该高于亚洲其他炼厂。

图 17：亚洲炼厂估值水平比较（2010-2019 平均）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

## 4、盈利预测和估值

我们假设 PTA 的景气度在 2020-2021 年下降，在 2022 年回升；聚酯的景气度在 2020 年下降，之后持平；PX 的景气度在 2020 年显著下降，在 2021-2022 年回升。炼化景气度在 2021-2022 年有所回落，之后回升。浙石化二期在 2021 年贡献约三个季度盈利。

表 5：荣盛石化盈利预测（亿元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
芳烃	142.27	190.77	178.77	136.84	142.92	149.00
收入	123.94	166.35	158.70	125.21	130.06	134.85
成本	18.32	24.42	20.07	11.63	12.86	14.16
毛利	12.9%	12.8%	11.2%	8.5%	9.0%	9.5%
毛利率	123.94	166.35	158.70	125.21	130.06	134.85
PTA						
收入	191.96	221.44	200.19	130.12	178.92	236.17
成本	184.80	204.90	183.95	121.01	169.97	223.18

毛利	7.16	16.53	16.24	9.11	8.95	12.99
毛利率	3.7%	7.5%	8.1%	7.0%	5.0%	5.5%
<b>聚酯</b>						
收入	81.11	110.29	102.74	123.29	129.45	135.93
成本	70.97	100.57	93.89	114.66	120.39	126.41
毛利	10.13	9.70	8.85	8.63	9.06	9.51
毛利率	12.5%	8.8%	8.6%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>其他</b>						
收入	289.98	391.76	317.10	317.10	317.10	317.10
成本	287.44	389.15	313.03	313.04	313.04	313.04
毛利	2.54	2.62	4.07	4.06	4.06	4.06
毛利率	0.9%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>炼油产品</b>						
收入			26.21	450.00	750.00	950.00
成本			19.11	330.75	558.75	712.50
毛利			7.10	119.25	191.25	237.50
毛利率			27.1%	26.5%	25.5%	25.0%
<b>合计</b>						
收入	705.31	914.25	825.01	1157.35	1518.39	1788.20
增速	55%	30%	-10%	40%	31%	18%
成本	667.15	860.97	768.68	1004.67	1292.21	1509.98
毛利	38.17	53.27	56.33	152.68	226.18	278.22
毛利率	5.4%	5.8%	6.8%	13.2%	14.9%	15.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

由于低油价对炼化行业形成中期利好，带动炼油和化工品的价差提升，我们上调荣盛石化 2020-2022 年 EPS 至 0.89 元、1.35 元和 1.61 元（原为 0.78/1.24/1.35 元），当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 15/10/8 倍。相比同类公司，公司在炼化板块的权益产能和成长性更高，维持“买入”评级。

表 6：民营大炼化板块估值

	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)				PB (LF)
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019	2020	2021	2022	
荣盛石化	13.22	0.35	0.89	1.35	1.61	38	15	10	8	3.6
恒力石化	14.88	1.44	1.68	1.92	2.12	10	9	8	7	2.9
恒逸石化	9.43	1.13	1.36	1.57	1.96	8	7	6	5	1.5
桐昆股份	14.00	1.57	1.32	1.87	2.45	9	11	7	6	1.4
东方盛虹	5.55	0.40	0.34	0.40	1.17	14	16	14	5	1.5
新凤鸣	10.51	1.13	1.08	1.42	1.72	9	10	7	6	1.3

资料来源：股价为 2020.7.3 收盘价，荣盛石化、恒力石化、恒逸石化和桐昆股份 EPS 为光大证券预测，东方盛虹和新凤鸣 EPS 为 Wind 一致预期

## 5、风险分析

### 1、浙石化二期进度和盈利不及预期的风险。

项目进度可能受疫情反复等多种因素的影响，由于涉及到几十套装置，以及装置间的联动，浙石化二期进度存在不及预期的可能。

炼化项目的盈利受原油价格绝对值和原油价格波动、成品油销售政策、烯烃等化工品景气度等多种因素的影响，浙石化项目盈利波动较难预测，存在不及预期的可能。

## 2、炼油和化工景气度继续下行的风险。

炼油和化工景气度对浙石化项目盈利冲击较大，而浙石化已经成为荣盛石化业绩和未来盈利预期最大的来源。虽然浙石化项目在全球都具有非常强的竞争力，但仍不能脱离炼油和化工景气下行的周期。我们对未来 1-2 年炼化行业的景气度持谨慎态度。

## 3、下游 PTA 和聚酯产业链盈利下滑的风险。

由于 PTA 行业正处于新一轮产能投放周期中，我们预计未来两年 PTA 盈利将持续处于低位，公司 PTA 板块预期难以在短期贡献较大利润。公司有 600 万吨的 PTA 权益产能，合资公司逸盛新材料正在建设 600 万吨的新一代 PTA 项目。

聚酯的盈利受全球宏观经济影响，需求预期将承受一定压力。公司聚酯板块可能存在盈利下滑的风险。



## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	91,425	82,500	115,733	151,837	178,818
营业成本	86,097	76,869	100,466	129,219	150,996
折旧和摊销	1,632	1,788	5,971	7,514	8,771
税金及附加	163	513	719	944	1,111
销售费用	740	778	1,092	1,433	1,687
管理费用	340	389	545	715	842
研发费用	956	981	1,376	1,805	2,126
财务费用	1,335	943	981	1,578	2,657
投资收益	706	901	642	522	656
营业利润	2,275	3,139	11,438	16,985	20,439
利润总额	2,294	3,144	11,443	16,990	20,444
所得税	326	187	682	1,013	1,219
净利润	1,968	2,957	10,761	15,977	19,225
少数股东损益	360	750	5,182	7,499	9,102
归属母公司净利润	1,608	2,207	5,579	8,479	10,123
EPS(按最新股本计)	0.26	0.35	0.89	1.35	1.61

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,835	-2,052	19,617	27,792	32,462
净利润	1,608	2,207	5,579	8,479	10,123
折旧摊销	1,632	1,788	5,971	7,514	8,771
净营运资金增加	-4,819	6,000	2,439	2,172	1,583
其他	6,414	-12,046	5,628	9,626	11,985
投资活动产生现金流	-39,778	-35,167	-36,883	-29,978	-4,844
净资本支出	-37,169	-36,861	-37,500	-30,500	-5,500
长期投资变化	5,435	6,732	0	0	0
其他资产变化	-8,044	-5,038	617	522	656
融资活动现金流	38,999	35,583	21,747	7,601	-23,571
股本变化	2,475	0	0	0	0
债务净变化	34,259	37,462	23,483	11,870	-16,920
无息负债变化	15,070	17,921	12,993	15,839	11,990
净现金流	4,349	-1,690	4,482	5,416	4,047

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	5.8%	6.8%	13.2%	14.9%	15.6%
EBITDA 率	5.3%	6.0%	15.3%	16.8%	17.5%
EBIT 率	3.5%	3.9%	10.2%	11.9%	12.6%
税前净利润率	2.5%	3.8%	9.9%	11.2%	11.4%
归母净利润率	1.8%	2.7%	4.8%	5.6%	5.7%
ROA	1.6%	1.6%	4.7%	5.9%	6.9%
ROE (摊薄)	7.7%	9.8%	20.4%	25.6%	25.8%
经营性 ROIC	3.1%	2.3%	6.7%	8.9%	11.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	71%	77%	77%	76%	71%
流动比率	0.58	0.68	0.76	0.82	0.86
速动比率	0.47	0.36	0.39	0.40	0.42
归母权益/有息债务	0.35	0.23	0.23	0.25	0.34
有形资产/有息债务	2.00	1.85	1.87	2.01	2.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	121,415	182,587	229,068	270,064	280,365
货币资金	14,853	12,878	17,360	22,776	26,823
交易性金融资产	127	86	86	86	86
应收账款	1,915	2,049	2,874	3,771	4,441
应收票据	246	0	0	0	0
其他应收款(合计)	1,371	1,201	1,618	2,071	2,409
存货	6,502	26,585	34,757	44,715	52,257
其他流动资产	3,951	9,355	9,355	9,355	9,355
流动资产合计	32,117	55,596	70,549	88,560	102,133
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	5,435	6,732	6,732	6,732	6,732
固定资产	20,881	71,267	89,819	106,426	113,153
在建工程	51,504	42,248	51,111	54,083	43,188
无形资产	3,364	4,024	4,438	4,844	5,243
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	527	1,379	1,379	1,379	1,379
非流动资产合计	89,298	126,991	158,519	181,504	178,232
总负债	85,636	141,019	177,495	205,203	200,273
短期借款	25,030	30,042	28,525	28,395	26,475
应付账款	17,719	35,567	46,485	59,789	69,865
应付票据	4,800	4,779	6,246	8,034	9,388
预收账款	675	897	1,259	1,651	1,945
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	54,960	81,172	92,647	108,356	118,426
长期借款	30,326	58,403	83,403	95,403	80,403
应付债券	0	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	196	200	200	200	200
非流动负债合计	30,677	59,848	84,848	96,848	81,848
股东权益	35,779	41,568	51,574	64,861	80,092
股本	6,291	6,291	6,291	6,291	6,291
公积金	7,037	7,111	7,668	8,516	9,529
未分配利润	7,614	9,118	13,384	18,324	23,441
归属母公司权益	20,932	22,555	27,378	33,167	39,295
少数股东权益	14,847	19,013	24,195	31,694	40,796

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.81%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
管理费用率	0.37%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
财务费用率	1.46%	1.14%	0.85%	1.04%	1.49%
研发费用率	1.05%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
所得税率	14%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.12	0.43	0.63	0.76
每股经营现金流	0.77	-0.33	3.12	4.42	5.16
每股净资产	3.33	3.59	4.35	5.27	6.25
每股销售收入	14.53	13.11	18.40	24.14	28.42

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	52	38	15	10	8
PB	4.0	3.7	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	33.9	42.2	13.8	10.6	8.7
股息率	0.8%	0.9%	3.2%	4.8%	5.8%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼