

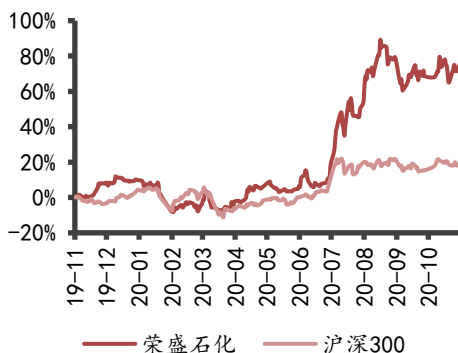


## 浙石化二期投产，打开盈利空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-3
收盘价（元）	19.49
近 12 个月最高/最低（元）	21.56/9.30
总股本（百万股）	6750.35
流通股本（百万股）	5816.23
流通股比例（%）	86.16
总市值（亿元）	1315.64
流通市值（亿元）	1133.55

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：[liuwp@hazq.com](mailto:liuwp@hazq.com)

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：[zengxz@hazq.com](mailto:zengxz@hazq.com)

相关报告：

《荣盛石化：三季度业绩大幅增长，浙石化二期即将试运行》2020.10.28

《荣盛石化：炼化一期顺利投产，二期快速推进，步入成长路》2020.8.12

事件描述：

11月3日，公司发布关于4,000万吨/年炼化一体化项目（二期）投产的公告。据公告，公司控股子公司浙江石油化工有限公司在舟山绿色石化基地投资建设的炼化一体化项目二期工程已完成工程建设、设备安装调试等前期工作，相关装置已具备投运条件。二期工程第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）已于11月01日投入运行。

► 浙石化二期第一批装置投产，开始贡献利润

浙石化二期项目总投资829亿元，位于舟山市岱山县鱼山岛，总用地面积9825亩，总建筑面积50万平方米，主体工程主要包括2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯及下游装置，配套工程包括储运工程、公辅工程和环保工程。根据浙石化一期从投产到全面投产用了6个月时间进行估算，预计2021Q2二期项目将全面投产。根据桐昆股份投资净收益及持股比例估算，20年前三季度浙石化一期对公司的净利润贡献达到38.8亿元，全年有望贡献净利润56.6亿元。随着一期的稳定运行和二期的全面投产，预计2021年浙石化对公司的净利润贡献有望超过100亿元。

浙石化炼化一体化项目总投资173.1亿元，是公司“原油-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链布局的重要一环。该项目打通了化工产品上游的石油炼化，产业链进一步的完善使得公司整体规模效应更加显著，降低了成本并提升了效益。公司增量业务丰富，支撑公司未来业绩持续增长。

► 价格回暖叠加产能扩张，打开盈利空间

随着浙石化一期（2000万吨）的全面投产与二期（2000万吨）的投产，主要产品价格回暖，炼油板块的盈利能力将逐步提高。价格方面，对二甲苯均价从2020Q2的4037元/吨上升到2020Q3的4347元/吨；苯乙烯华东均价从Q2的5259元/吨上升到Q3的5350元/吨，最新价继续反弹到7390元/吨；丙烯腈华东均价从Q2的7391元/吨上升到Q3的8030元/吨，最新价继续反弹到9400元/吨。PTA 20Q2华东均价为3399元/吨，2020Q3均价为3500元/吨。

► 浙石化三期建成后，炼化规模将跃居全球第二

浙石化三期稳步推进，建成后其规模将达到6000万吨/年，将仅次于印度信诚公司贾姆纳加尔联合炼油厂的6200万吨/年，跃居全球第二。2019年9月，沙特阿美与浙江自贸区签订了谅解备忘录，进一步推进沙特阿美收购浙石化炼化一体化项目9%股份的计划，还包括一份长期原油供应协议和对浙江石化大型油库的使用权。沙特阿美也将参与浙石化三期项目建设中。产能的不断扩张给公司带来了业绩增长空间的同时，也有望通过规模效应进一步降低成本。

► 计划组建VLCC船队，保障原油进口

随着浙石化一期、二期、三期的逐步推进以及油轮费率的飙升，公司

计划与中船租赁合作，组建 VLCC 船队。项目全部投产以后，公司炼油能力将大幅提高到 6000 万吨/年，将需要大约 30 艘 VLCC 运输中东原油至舟山。预计公司将首先启动 2 至 10 艘新造船订单，其余订单将在后续推进。通过组建船队，公司可以降低油轮运输成本，保障原油进口，有利于浙石化项目平稳高效运行。此外，公司 10 月至今已购买了至少 700 万桶中东原油，供浙石化二期进行试运行，分别于 12 月和 1 月交货。

### 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 74.96、119.81、163.86 亿元，同比增速为 239.7%、59.8%、36.8%。对应 PE 分别为 17.53、10.97 和 8.02 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险；季节性需求变化的风险；政策性影响风险。

#### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	82500	138975	204245	235395
(+/-) (%)	-9.8%	68.5%	47.0%	15.3%
归母净利润	2207	7496	11981	16386
(+/-) (%)	37.3%	239.7%	59.8%	36.8%
EPS(元)	0.33	1.11	1.77	2.43
P/E	37.90	17.53	10.97	8.02

资料来源：wind，华安证券研究所

**附录：公司财务预测表**

单位：百万元

**资产负债表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	55596	50664	69800	83943
现金	12878	12878	12878	12878
应收账款	2049	2518	4350	5041
其他应收款	1201	2345	3161	3680
预付账款	3443	4070	6573	7575
存货	26585	18676	32853	44703
其他流动资产	9441	10176	9984	10065
<b>非流动资产</b>	126991	166480	206119	244268
长期投资	6732	6732	6732	6732
固定资产	71267	95023	119793	152763
无形资产	4024	5365	6182	7122
其他非流动资产	44967	59359	73412	77651
<b>资产总计</b>	182587	217143	275918	328211
<b>流动负债</b>	81172	103235	142041	167024
短期借款	30042	55627	65758	74830
应付账款	35567	29153	51889	65098
其他流动负债	15563	18455	24394	27095
<b>非流动负债</b>	59848	59848	59848	59848
长期借款	58403	58403	58403	58403
其他非流动负债	1444	1444	1444	1444
<b>负债合计</b>	141019	163083	201889	226872
少数股东权益	19013	24010	31998	42922
股本	6291	6291	6291	6291
资本公积	6688	6688	6688	6688
留存收益	9576	17072	29053	45439
归属母公司股东权益	22555	30050	42032	58418
<b>负债和股东权益</b>	182587	217143	275918	328211

**现金流量表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-2052	22798	38023	38105
净利润	2207	7496	11981	16386
折旧摊销	1789	3286	2341	2530
财务费用	885	6300	7193	7673
投资损失	-901	-695	-1021	-1177
营运资金变动	-6623	1411	9539	1767
其他经营现金流	9421	11086	10431	25544
<b>投资活动现金流</b>	-35167	-42084	-40960	-39504
资本支出	-36861	-42779	-41982	-40681
长期投资	-251	0	0	0
其他投资现金流	1945	695	1021	1177
<b>筹资活动现金流</b>	35583	19286	2938	1399
短期借款	5012	25586	10131	9072
长期借款	28077	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	2494	-6300	-7193	-7673
<b>现金净增加额</b>	-1690	0	0	0

**利润表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	82500	138975	204245	235395
营业成本	76869	115209	168920	190920
营业税金及附加	513	1807	2655	3060
销售费用	778	695	1534	1722
管理费用	389	569	853	1018
财务费用	943	5914	6807	7287
资产减值损失	-37	-4	-1	-2
公允价值变动收益	-62	0	0	0
投资净收益	901	695	1021	1177
<b>营业利润</b>	3139	13931	22229	29950
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	3144	13931	22229	29950
所得税	187	1438	2260	2641
<b>净利润</b>	2957	12493	19969	27310
少数股东损益	750	4997	7988	10924
<b>归属母公司净利润</b>	2207	7496	11981	16386
EBITDA	4759	22314	30174	38380
EPS (元)	0.33	1.11	1.77	2.43

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.8%	68.5%	47.0%	15.3%
营业利润	38.0%	343.8%	59.6%	34.7%
归属于母公司净利润	37.3%	239.7%	59.8%	36.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	6.8%	17.1%	17.3%	18.9%
净利率 (%)	2.7%	5.4%	5.9%	7.0%
ROE (%)	9.8%	24.9%	28.5%	28.0%
ROIC (%)	2.0%	9.7%	12.1%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.2%	75.1%	73.2%	69.1%
净负债比率 (%)	339.3%	301.7%	272.7%	223.9%
流动比率	0.68	0.49	0.49	0.50
速动比率	0.31	0.27	0.21	0.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.64	0.74	0.72
应收账款周转率	40.26	55.20	46.95	46.69
应付账款周转率	2.16	3.95	3.26	2.93
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.33	1.11	1.77	2.43
每股经营现金流 (薄)	-0.30	3.38	5.63	5.64
每股净资产	3.34	4.45	6.23	8.65
<b>估值比率</b>				
P/E	37.90	17.53	10.97	8.02
P/B	3.71	4.37	3.13	2.25
EV/EBITDA	33.95	10.38	8.02	6.54

资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**刘万鹏**，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

**古武**，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

**曾祥钊**，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

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。市场基准指数为沪深300指数。