

## 荣盛石化（002493.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月22日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	11.21
总市值	1119.82亿
PE-TTM	36.41
PB-MRQ	2.41

## 估值结果

价值	1385亿
DDM估值 上行空间	24%
状态	合理估值
价值	1363亿
动态估值 上行空间	22%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

公司是国内民营大炼化龙头之一，拥有浙石化51%的股权，是全球最大的PX、PTA生产商之一。

公司成长空间一般，主要系国内炼能达到上限，公司难以扩张炼能，只能向下游新材料领域拓展；盈利趋势向好，主要系在化工产能周期、反内卷的影响下，公司产品供需将持续向好，同时人民币持续升值，公司采购成本得以降低；产业格局尚可，主要系公司是民营大炼化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系公司深度绑定沙特阿美，享有资源优势，并且公司拥有规模、先进程度世界领先的炼厂。

基于1) 人民币升值带来成本改善，2) 2000万吨规模炼厂的盈利中枢为50-100亿元的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

## 我们区别于市场的观点

市场观点：产能周期以及反内卷会提升大炼化行业的盈利能力，是公司短期业绩增长的主要驱动力。

我们的观点：除市场观点外，我们认为大炼化行业是个汇率敏感型行业，人民币的升值也会带动公司业绩增长。在当前宏观环境下，汇率也是公司短期业绩的重要影响因素。

## 风险提示

原油价格大幅波动风险：公司作为炼化一体化企业，其成本端高度依赖原油。若油价短期内剧烈上涨或下跌，可能导致库存贬值、产品与原料价差（裂解价差）收窄，从而严重挤压利润空间，影响整体盈利稳定性。

汇率波动风险：公司大量采购进口原油，以外币（主要是美元）结算，而收入主要为人民币。若人民币兑美元汇率大幅贬值，将直接推高原材料采购成本。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	9

## 1. 基本信息

公司是中国民营炼化一体化企业龙头之一，核心资产为浙江石化4000万吨/年炼化项目，形成从原油炼制到PX、PTA、聚酯及纺丝的完整产业链。公司通过大规模一体化布局实现显著的成本优势，主要产品包括成品油、化工原料及化纤材料，广泛应用于交通、纺织、包装等领域。近年来，公司引入沙特阿美作为战略股东，强化了原油供应保障。

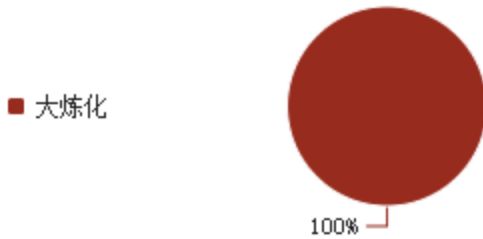
## 2. 业务介绍

对于荣盛石化公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

大炼化：

公司大炼化业务以浙石化4000万吨/年炼油能力为核心，依托舟山绿色石化基地的一体化装置，将进口原油经常减压蒸馏、催化裂化、加氢裂化等工艺转化为成品油及化工原料。其特点在于“油头化尾”深度整合：炼油环节产出的石脑油、轻烃等直接作为乙烯、PX等化工装置的原料，进而生产聚酯产业链所需的PTA和聚酯切片。公司通过自建码头、储罐及公用工程系统，实现原料高效接卸与能源梯级利用，并配套建设高端新材料项目，延伸至工程塑料、可降解材料等领域，形成从原油到终端化学品的完整运营闭环。公司产品主要在国内销售，因此我们将该业务的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司以大炼化一体化为核心，构建了从原油炼制到高端化工新材料的完整产业链。公司依赖重资产投入形成规模壁垒，通过装置协同与成本控制获取稳定加工利润，并向高附加值新材料延伸。虽营销偏渠道驱动、客户分散，但凭借技术升级与产业链纵深，在周期波动中维持较强盈利韧性。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

大炼化项目需巨额资本开支，涵盖炼油、乙烯、PX及聚酯等多套大型装置，配套码头、储罐和公用工程，形成高固定资产占比。这种重资产结构构筑了显著进入壁垒，但也带来高折旧压力和对产能利用率的高度依赖，是典型资本密集型生意。2025年公司固定资产2598亿元，占总资产比例为67%。

### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司聚焦高端聚烯烃、可降解材料、特种化学品等方向，依托研究院与产学研合作，推动催化剂优化、工艺集成和新产品开发。虽整体研发费用率不高，但在特定技术节点（如 $\alpha$ -烯烃、POE）实现突破，体现“精准高价值”研发策略，支撑产品差异化。2025年公司人均研发费用为25.13万元。

### 3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司下游面向聚酯、塑料加工等产业客户，较少依赖品牌或广告投入。产品标准化程度高，价格多挂钩大宗商品指数，营销职能侧重物流协调与客户服务，而非市场推广，故营销资源投入相对有限。2025年公司销售费用1.92亿元，销售费用率为0.06%。

### 3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司销售结构既非高度分散，也未过度依赖单一客户，符合大型炼化一体化企业的典型特征：一方面，PX、PTA、聚酯等大宗化工品面向广泛下游（如化纤、包装、纺织），天然具备客户多元基础；另一方面，公司与PTA、涤纶长丝行业龙头存在长期稳定供应关系，形成一定战略客户黏性。中等集中度在保障订单稳定性的同时，也保留了议价灵活性，避免因个别客户变动引发收入大幅波动，整体客户结构风险可控。2025年公司前五大客户集中度为34.6%。

## 4. 历史经营绩效

过去几年，公司的经营绩效受行业周期下行与自身重资产扩张双重影响。大炼化产能集中释放导致产品价差收窄，叠加公司高折旧压力，使收入、利润及盈利能力持续承压；股东回报随之走弱。但公司凭借一体化布局和强营运管理，在收现与占款能力上保持优势，体现出扎实的业务控制力。整体来看，其业绩下滑更多反映行业共性困境，而非个体经营失当。

### 4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



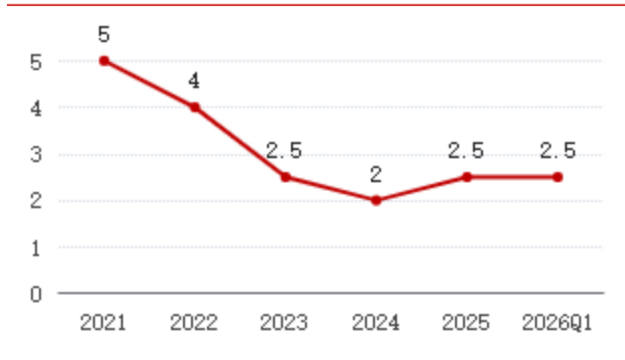
数据来源：公司财报，壹评级

大炼化项目资本开支巨大，固定资产快速扩张推高折旧成本，而产品同质化竞争使毛利承压。尽管公司通过一体化降低原料成本，但在化工品价格下行周期中，单位盈利空间被显著压缩。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



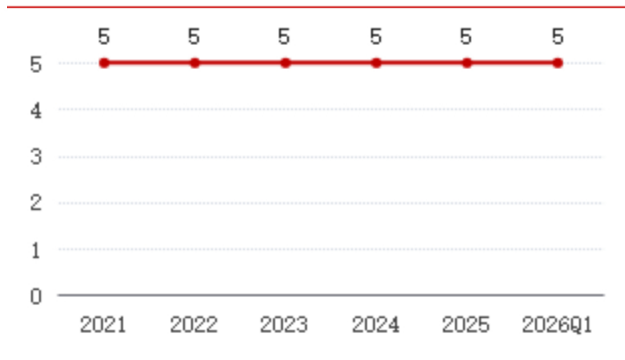
数据来源：公司财报，壹评级

2021年后全球炼化行业进入产能释放高峰期，尤其是中国民营大炼化集中投产，导致PX、乙烯、聚酯等环节供应过剩。叠加疫情后需求恢复不及预期，产品价差收窄，公司虽维持高负荷运行，但营收增长乏力。同时，原油价格剧烈波动压缩加工利润，叠加新项目折旧大幅增加，导致净利润连续下滑。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



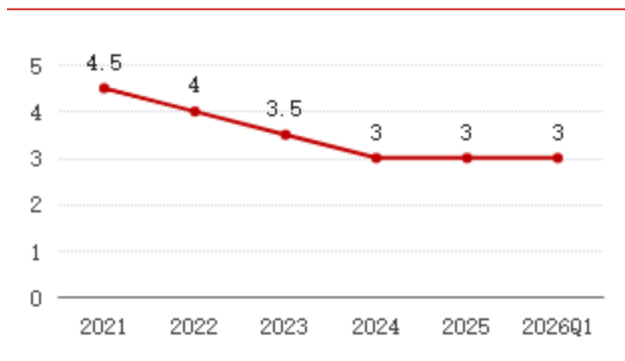
数据来源：公司财报，壹评级

作为大宗商品生产商，公司产品标准化程度高、交易频次高、市场流动性好，公司通常在发货前或货到即收付款，回款周期短；同时，面对上游供应商（如国际原油贸易商）可争取较优的信用条件。这种“快收慢付”的营运节奏，使其在收入尚未转化为利润的阶段，已能稳定产生经营性现金流，体现出对现金流和产业资金占用的较强掌控力。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

盈利下滑直接制约分红能力，公司近年分红比例虽稳定，但绝对金额减少。同时，市场对炼化行业周期见顶、新增产能消化压力及新能源替代预期形成悲观情绪，导致股价长期承压，投资者资本利得为负，整体股东回报显著弱于前期高景气阶段。

## 5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系国内炼能达到上限，公司难以扩张炼能，只能向下游新材料领域拓展；盈利趋势向好，主要系在化工产能周期、反内卷的影响下，公司产品供需将持续向好，同时人民币持续升值，公司采购成本得以降低；产业格局尚可，主要系公司是民营大炼化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系公司深度绑定沙特阿美，享有资源优势，并且公司拥有规模、先进程度世界领先的炼厂。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司在完成大炼化规模布局后，战略重心逐步从“扩产能”转向“提质量”，聚焦高端新材料和精细化工延伸，如布局POE、EVA、可降解材料等高附加值产品。但新业务尚处培育期，尚未形成规模化收入贡献；同时，公司资本开支高峰已过，未来增长更多依赖技术转化与产业链纵深，而非产能扩张，战略上呈现稳中求进、转型过渡的特征。

#### 大炼化(2.5星):

过去几年，中国民营大炼化集中投产，叠加全球化工需求增速放缓，导致PX、乙烯、聚酯等环节严重过剩，行业进入深度调整期。产能扩张红利消退，加工价差持续收窄，企业普遍面临“高营收、低利润”困境。在此背景下，整个炼化行业成长性显著放缓，荣盛石化作为头部企业亦难独善其身，成长能力受制于行业周期与结构性产能过剩。另外，国内存在10亿吨炼能上限（目前基本达到上限），公司难以在炼能规模上实现扩张。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

荣盛石化通过大炼化一体化布局已度过最重资本开支阶段，折旧压力边际缓解；同时，公司主动控制新增产能投放节奏，转向高毛利新材料领域，减少低端产品竞争，体现“反内卷”战略意图。叠加人民币汇率升值降低进口原油成本，直接改善炼油与化工环节的单位盈利，推动整体盈利趋势向好。

#### 大炼化(3.5星):

炼化行业经历2021 - 2024年产能集中释放后，新增项目审批趋严，供给扩张明显放缓，行业从“跑马圈地”进入存量优化阶段。产能周期触底叠加政策引导避免低效重复建设，有效缓解恶性竞争。同时，人民币升值利好以进口原油为主的民营炼厂，行业整体加工利润有望企稳回升。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司依托全球最大的单体炼厂——浙石化4000万吨炼化一体化项目，构建了从“原油—芳烃/烯烃—PTA/聚酯—新材料”的完整产业链，化工品收率超50%。其一体化布局显著降低中间环节成本，并提升对市场波动的抗风险能力。在波特五力模型下，公司通过规模效应和纵向整合削弱了供应商议价力与买方议价力，同时构筑了较高的进入壁垒；但面临恒力、盛虹等民营巨头的激烈竞争，替代品威胁较低。

### 大炼化(3星):

大炼化行业已形成以荣盛、恒力、盛虹为代表的民营巨头主导的新格局，普遍采用“油头化尾”模式，追求高化工品收率与下游高端材料延伸。在波特五力视角下，上游原油依赖进口，供应商议价力较强，但一体化可部分对冲；下游客户分散，买方议价力较低；新进入者因资本与技术门槛高而受限；替代品威胁较低；但现有企业间产能扩张激进，导致同质化竞争激烈，盈利高度依赖价差波动。

## 5.4 护城河



公司的护城河主要在于深度绑定沙特阿美带来的资源优势 and 浙石化4000万吨/年的规模优势，护城河持续性较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
大炼化	(3.5星) 公司是国内民营大炼化行业龙头之一，国内市占率约5%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为13%，具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要在于资源优势、规模优势，该优势持续性较强。公司护城河核心在于与沙特阿美深度绑定带来的资源优势，保障了长期、稳定且成本相对可控的原油供应，显著降低原料波动风险；同时依托浙石化4000万吨/年世界级炼化一体化装置，形成规模效应，摊薄单位成本、提升化工品收率。二者结合，使其在炼化领域具备明显优势。尽管沙特阿美与其他炼厂也有接触，但是大部分炼厂无法参与；另外国内炼能基本达到上限，业内企业规模基本稳定，因此公司护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为合理估值。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为大炼化，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

**收入假设：**公司产品价格随油价波动，且未来随行业供需修复存在小幅提价空间，我们预计2026年油价受美以伊战争影响中枢大幅上移，此后持续回落，远期为65美元/桶（页岩油成本支撑）。产品销量方面，我们预计公司持续推进下游新材料的业务拓展，预计产销量可以维持低个位数增长，因此我们预计公司2029年收入可以达3500亿元。远期而言，随着公司业务的持续发展，我们认为公司远期收入可以达到5000亿元。

**盈利能力假设：**2026年，受美以伊战争影响，公司库存增值将带来收益增厚，因此我们预计公司2026年毛利率可达15%。长期而言，在产能周期及反内卷的影响下行业供需将持续改善，公司盈利能力中枢将提升；同时，人民币升值将降低公司成本，因此我们预计公司远期毛利率可以维持在17%的水平。

表2：公司整体业绩预测

荣盛石化	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3251.1	3264.8	3086.2	3390.3	3418.1	3400.2	3498.7	3600.0
归母净利润(亿)	11.5	7.2	8.5	65.8	55.2	77.9	99.7	110.6
归母净利润增速(%)	-65.7	-37.0	17.6	672.6	-16.1	41.3	27.9	11.0
经营性净利润(亿)	6.3	14.1	26.4	122.7	101.8	146.5	189.1	210.5
经营性净利润增速(%)	-88.5	123.1	86.5	364.9	-17.0	43.9	29.0	11.3
经营性归母净利润(亿)	4.6	4.8	6.9	62.6	51.9	74.7	96.4	107.3
经营性归母净利润增速(%)	-84.1	5.3	42.9	808.1	-17.0	43.9	29.0	11.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

大炼化	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3251.1	3264.8	3086.2	3390.3	3418.1	3400.2	3498.7	3600.0
收入增速(%)	12.5	0.4	-5.5	9.9	0.8	-0.5	2.9	2.9
经营性净利润(亿)	6.3	14.1	26.4	122.7	101.8	146.5	189.1	210.5
经营性净利率(%)	0.2	0.4	0.9	3.6	3.0	4.3	5.4	5.8
经营性净利润增速(%)	-88.5	123.1	86.5	364.9	-17.0	43.9	29.0	11.3

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
大炼化	2.9%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	262.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
大炼化(亿)	504.4	1948.9	2453.3	-	1190.0	100.0	1363.3
公司整体测算(亿)	504.4	1948.9	2453.3	-	1190.0	100.0	1363.3

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
大炼化(亿)	867.3	1651.5	2518.8	-	1234.0	100.0	1384.8
公司整体测算(亿)	867.3	1651.5	2518.8	-	1234.0	100.0	1384.8

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处行业信息透明度一般，关键数据获取难度一般，跟踪难度一般；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率较高，交流充分度较高。业绩预测层面：公司业务周期性强，因此预测准确度较低。总体而言，公司估值确定性较低。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。