仅供内部参考，请勿外传！

恒逸石化（000703.SZ）

文莱炼化项目盈利提升，公司上半年业绩大幅增长

优于大市

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 石油石化·炼化及贸易 ◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn 执证编码：S0980524080004

事项：

公司公告：2026年6月25日，公司发布《2026年半年度业绩预告》，公告显示，2026年1月1日至6月30日，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为55.0亿元至60.0亿元，比上年同期增长2326.31%至2546.88%。公司业绩实现爆发式增长的核心驱动力在于，公司为在海外布局炼厂的龙头企业，其文莱炼厂充分享受了地缘政治冲突下东南亚成品油供需格局紧张带来的高价差红利；同时，国内“涤纶+锦纶”双轮驱动优势凸显，己内酰胺-聚酰胺一体化项目贡献显著增量，PTA及聚酯产业链亦稳步复苏，共同推动公司盈利能力大幅提升。

国信化工观点：1）文莱炼厂：独特区位优势凸显，成品油高景气贡献核心盈利，二期项目稳步推进；2）己内酰胺-锦纶板块：一体化成本优势显著，新项目成重要利润增长点；3）PTA-聚酯链：全线稳步复苏，盈利能力大幅改善；4）油煤双线布局，新项目稳步推进保障长期成长。投资建议：公司作为“炼化-化纤”一体化龙头，海外炼厂的独特布局使其充分享受到成品油高景气红利，盈利能力大幅提升。同时，国内PTA、聚酯、锦纶全产业链稳步复苏，己内酰胺一体化项目贡献显著增量。公司未来成长路径清晰，文莱二期、新疆煤化工、荆州再生聚酯等重大项目稳步推进，有望持续贡献利润增量。我们预计公司2026-2028年营收分别为1417.4/1435.2/1477.3亿元，归母净利润分别为79.1/78.0/85.6亿元，对应PE分别为6.9/7.0/6.3倍。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间在16.5-17.6元之间，相对于公司目前股价有9%-17%的溢价空间。考虑到公司业绩已迎来拐点，盈利中枢有望抬升，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：环保政策的风险、安全生产的风险、原材料价格大幅波动的风险、新建产能投产不及预期的风险、产品价格及盈利能力下滑的风险。

评论：

◆ 依托海外炼厂，深耕石化、化纤领域，迈入高质发展新阶段

公司是全球领先的“炼化—化工—化纤” 全产业链一体化龙头企业，以东南亚地区文莱炼化一期项目为上游战略支点，国内PTA-聚酯及己内酰胺-PA6工厂为产业基石，构建了从原油加工到化纤产品的一体化全产业链闭环，形成了国内独有的“涤纶+锦纶”双轮驱动、各业务板块均衡并进的柱状产业布局。公司已全面启动文莱炼化二期项目建设， 进一步提高海外市场占有率，强化产业链一体化和全球化竞争优势。

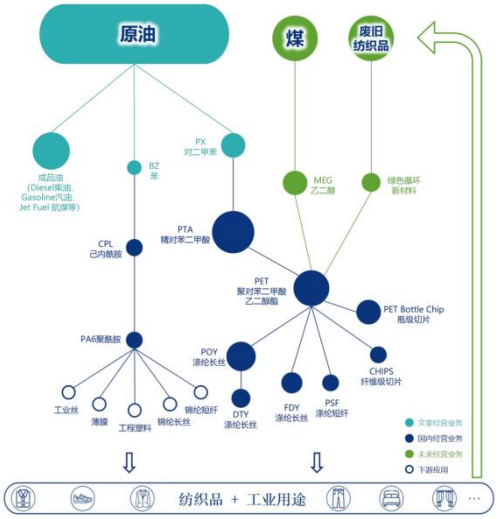
截至2026年4月15日，公司已具备800万吨/年炼化设计产能、2150万吨/年参控股PTA产能、1468万吨/年参控股聚合产能、100万吨/年参控股CPL产能、60万吨/年PA6产能及30万吨/年PIA产能，产业链纵向延伸已较为完整。

从历史沿革看，公司前身可追溯至1974年，并于1994年组建恒逸集团，通过持续向上游突破，于2019年全面投产文莱炼化一期，最终于2025年打通广西己锦项目一期全流程，完成从聚酯龙头向跨国产业集团的升级。

2026年来公司将启动1200万吨文莱炼厂二期项目、240万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目、30万吨循环新材料工业示范项目等，继续向原料自主可控和绿色循环延伸。

仅供内部参考，请勿外传！

图1：公司产业链布局情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司主要产品现有产能情况

表 1 公司主要产品现有产能情况

分类	产品	参控股产能（万吨/年）
成品油	Gasoline、Diesel、Jet Fuel 等	565
化工品	PX、BZ 等	265
	PTA	2,150
	PIA	30
	CPL	100
聚酯产品	PET Fiber (POY/FDY/DTY/PSF/CHIPS)	938
	PET Bottle Chip（含 RPET）	530
锦纶产品	PA6	60

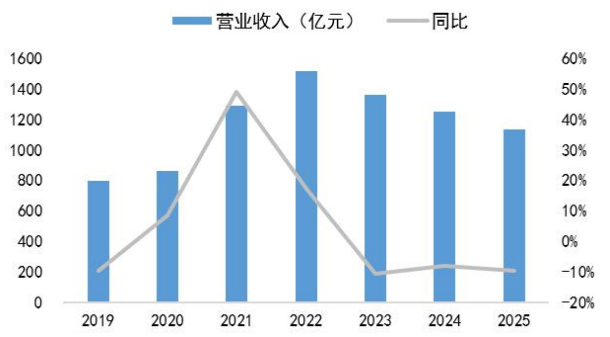
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 文莱炼厂：独特区位优势凸显，成品油高景气贡献核心盈利，二期项目稳步推进

2025 年，公司实现营业收入 1135.27 亿元，同比下降 9.51%，但实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 10.43%，在收入承压背景下利润仍实现正增长，反映公司在景气底部已具备较强的经营韧性。2025 年文莱炼化一期产量达到 822.91 万吨，其中主要产品柴油的产量为 342.87 万吨，PX 的产量为 151.50 万吨，苯的产量为 57.41 万吨。公司文莱炼厂兼具原油保供、税收优惠、市场化定价、低运保费、东南亚需求腹地等多重优势，在地缘扰动加剧、全球炼厂因原料紧张减产的环境下，公司能够维持满负荷运行，并充分享受成品油与芳烃价差走阔红利。2026 年一季度，公司炼化板块利润达到 19.13 亿元，构成利润的增量核心；公司预计 2026 年上半年归母净利润大幅跃升至 55 亿—60 亿元，主要原因之一即是文莱炼厂继续享受各项优势并实现满产满销。

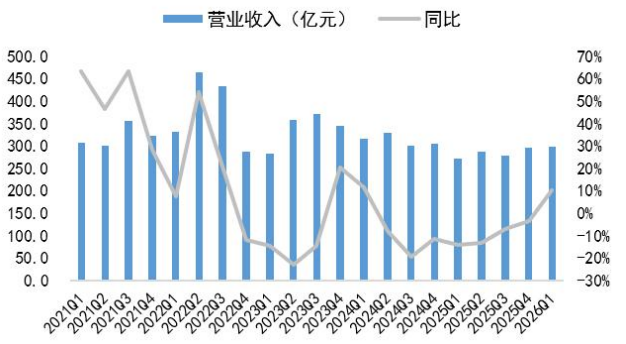
在此基础上，文莱二期启动建设，二期设计产能达 1200 万吨/年，力争于 2028 年年底建成，届时文莱炼厂总产能将达到 2000 万吨/年。文莱二期将围绕重油加工、产品结构优化和一二期协同展开，有望进一步提高文莱项目的一体化深度与规模经济，强化公司在东南亚市场的定价权和份额。

图3：公司年度营收情况（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

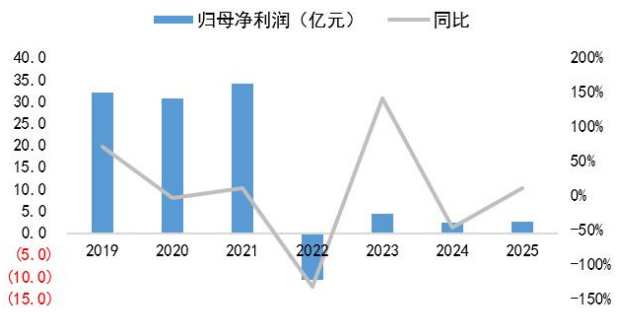
图4：公司季度营收情况（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

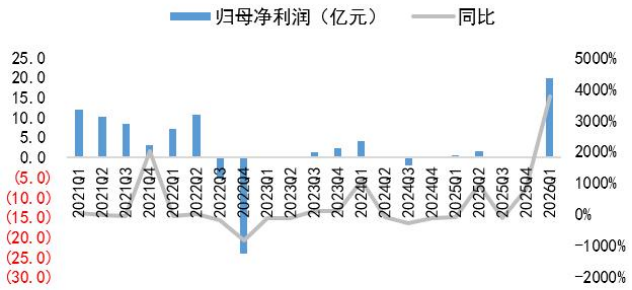
仅供内部参考，请勿外传！

图5：公司年度利润情况（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度营收情况（亿元）



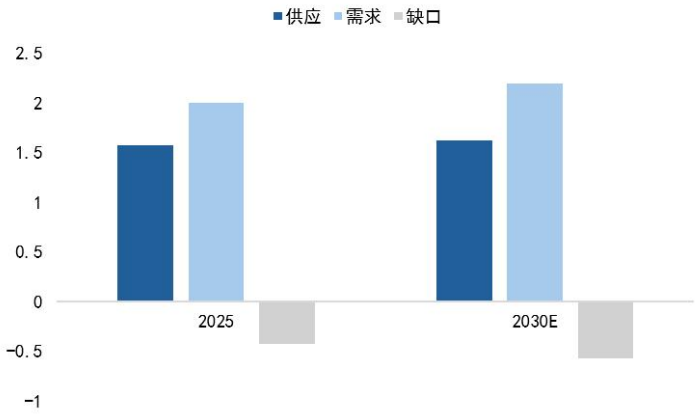
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

◆ 中东战争背景下，东南亚成品油裂差迅速走扩

根据 IEA，亚洲新兴市场是主导石油需求增长的重要区域，东南亚地区的石油产量正在下降，而石油需求预计将从 2025 年的每日 500 万桶增加到 2035 年的每日 640 万桶。Platts 指出，随着全球能源市场格局的不断演变，东南亚地区在石油需求增长方面展现出强劲潜力，尤其是在交通燃料领域，未来十年内，东南亚地区预计将占全球能源需求增长的 25%。

从供给端来看，相较国内成品油供需宽松状态，东南亚成品油市场存在较大缺口。根据 Platts 数据，2020-2023 年期间，受公共卫生事件和能源结构转型的影响，东南亚和澳洲地区已有超过 3000 万吨的炼能退出市场。根据 IEA，2025 年是炼油厂关闭的高峰年份，总计有 80 万桶/日的产能将停止运行，随着产能的持续出清，预计到 2026 年，东南亚成品油供需缺口将继续扩大至 6800 万吨。东南亚部分炼厂仍然存在装置建设较早、技术老旧、管理不善等不利影响；叠加全球环保政策趋严，炼化企业的扩产意愿低迷，现有产能升级改造成本亦大幅上升，海外炼化企业资本开支计划趋于谨慎，未来炼厂产能增长严重受限，这将为具备技术优势的炼化企业创造战略机遇，具备清洁生产技术、数字化管理能力的一体化炼厂，将在区域市场竞争中占据主导地位。

图7：东南亚成品油供需情况（亿吨）

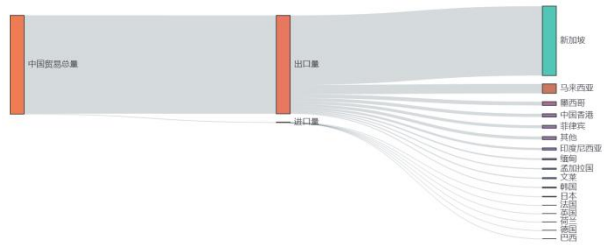


资料来源：中国石化经研院、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

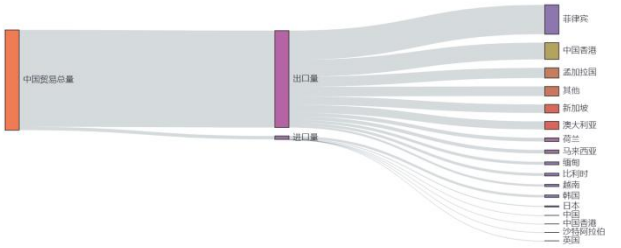
根据卓创资讯，2025 年我国出口汽油 802 万吨，其中出口至新加坡 566 万吨，出口至马来西亚 77 万吨，出口至东南亚区域合计约 738 万吨，占我国出口总量的 92%；2025 年我国出口柴油 666 万吨，其中出口至菲律宾 201 万吨，出口至新加坡 60 万吨，出口至东南亚区域合计约 315 万吨，占我国出口总量的 47%。

图8：2025 年我国汽油进出口流向



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图9：2025 年我国柴油进出口流向



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

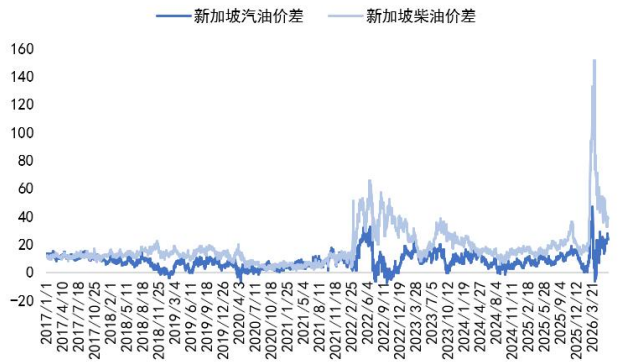
根据 ACE（东盟能源中心），中东占东南亚原油进口比例约 55%；受本次中东战争影响，东南亚约 28%的终端油品消费受到影响。除东南亚原油进口直接影响较大外，由于中东战争对我国、日本、韩国、印度炼厂均受战争影响而下降了开工负荷率，叠加各国均出台了成品油保供及出口限制，也进一步加剧了中东战争期间东南亚的成品油缺口。在此背景下，新加坡 2/3/4/5/6 月汽油价差分别为 3/24/7/21/21 美元/桶，柴油价差分别为 18/88/81/49/40 美元/桶。

图10：我国主营炼厂及山东地炼开工负荷率（%）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图11：新加坡汽柴油价差（美元/桶）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

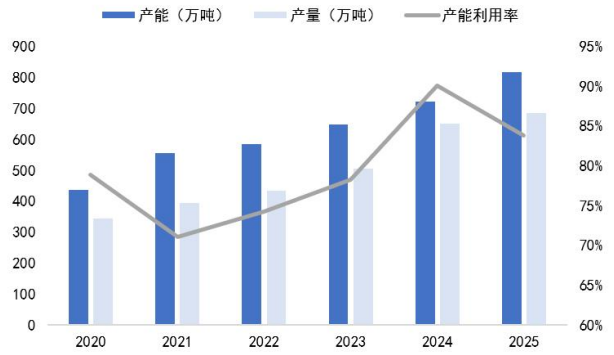
公司文莱项目由公司与文莱政府合资建设（公司持股 70%），是当前文莱当地最大的实业投资项目。文莱一期原油主要来自文莱本地、北非、马来西亚等国家，采购渠道多元，且文莱对公司负有战略保障义务，中东战争期间公司原油供应和运费并未受到太大影响，实现了装置满负荷运转。文莱二期项目在工艺提升、原料成本及产品转化率等方面均大幅优化。二期项目以加工重油为主，原料成本较一期有所下降。同时，通过引入先进的生产工艺与技术，原料与产成品的转化率将实现显著提升。东南亚地区炼化产能存在明显缺口的同时，受地缘政治因素影响，东南亚区域成品油供应紧张或将成为长期状态。文莱二期项目建成后，将更加充分地享受高价差带来的盈利红利，提升企业在全球炼化领域的市场份额与影响力。

仅供内部参考，请勿外传！

◆ 己内酰胺-锦纶板块：一体化成本优势显著，新项目成重要利润增长点

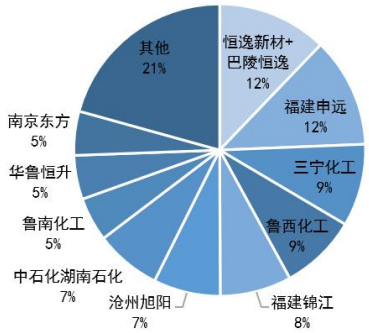
广西己内酰胺-锦纶项目已成为公司第二增长曲线。2025 年公司广西项目一期进入试生产阶段，可年产 60 万吨己内酰胺（CPL）和 60 万吨尼龙 6（PA6），项目采用先进的己内酰胺绿色生产技术与高度一体化的工艺设计，突破多项技术瓶颈，且该项目全流程集成配套生产要素与能源资源，能耗物耗指标显著优化，项目的技术优势、一体化优势与成本优势突出。截至 2026 年 4 月 15 日，公司合计参控股 CPL 产能达到 100 万吨，权益产能达 80 万吨，PA6 产能达到 60 万吨，已成为国内 CPL 和 PA6 重要龙头。2026 年上半年项目产销两旺，成为公司新的利润增长点，为业绩增长贡献重要增量。

图12：己内酰胺产能产量（万吨）及产能利用率



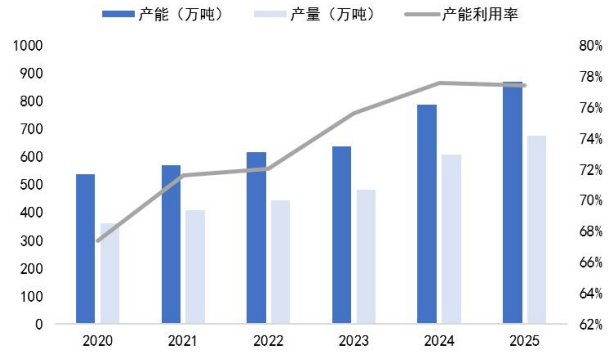
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图13：我国己内酰胺主要生产企业及占比



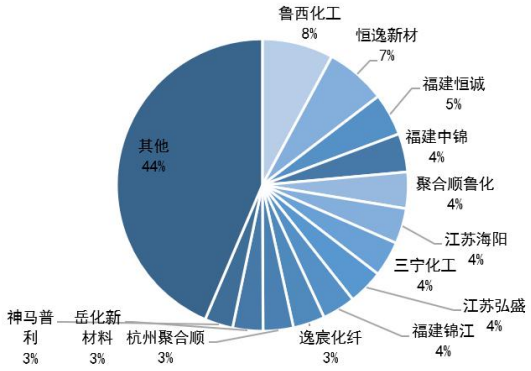
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图14：PA6 产能产量（万吨）及产能利用率



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图15：我国 PA6 主要生产企业及占比



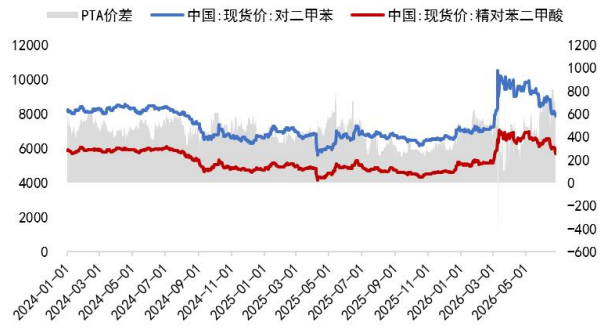
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

◆ PTA-聚酯链：全线稳步复苏，盈利能力大幅改善

公司 PTA 及下游聚酯产业链在报告期内稳步复苏，实现全面盈利。PTA 方面，2026 年行业新增产能几近为零，叠加行业“反内卷”主动减产以及由于原料 PX 紧缺的被动减产，供需格局持续改善。公司 PTA 板块在 2026 年 Q1 已实现扭亏为盈，2026 年 2/3/4/5/6 月 PTA 平均价差分别为 514/375/395/491/725 元/吨。聚酯纤维方面，虽然 2026 年 Q1 因公司看好后市、主动控制销售节奏而产生账面亏损，但实际盈利能力已大幅修复。聚酯瓶片方面，盈利改善同样显著，2026 年 2/3/4/5/6 月瓶片价差分别为 619/950/1316/1666/1010 元/吨。

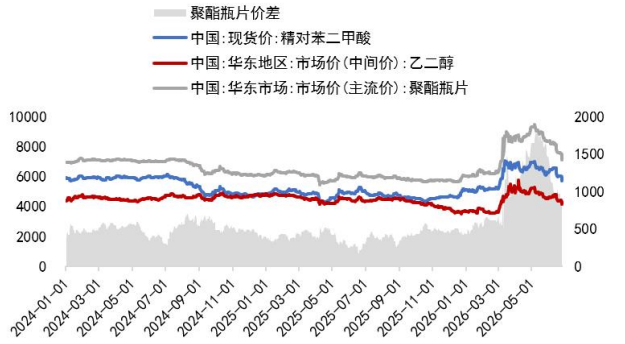
仅供内部参考，请勿外传！

图16：PTA 价格价差走势（元/吨）



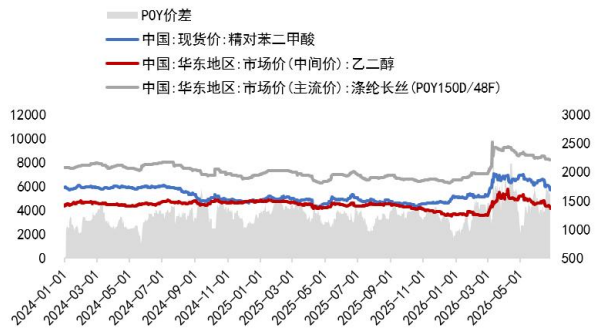
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图17：聚酯瓶片价格价差走势（元/吨）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图18：POY 价格价差走势（元/吨）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图19：FDY 价格价差走势（元/吨）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

◆ 油煤双线布局，新项目稳步推进保障长期成长

公司围绕“一滴油、一块煤到两根丝”的战略，积极推进多个重大项目，继续向原料自主可控和绿色循环延伸。2026 年 5 月，公司公告拟投资建设位于新疆的“年产 240 万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目”，旨在向聚酯产业链上游延伸，实现乙二醇原料自主可控，并通过煤基路线对冲原油波动。除煤化工外，公司还同步推进循环经济布局，拟投资建设位于湖北荆州的“年产 30 万吨循环新材料工业示范项目”，依托自建回收系统及专利技术，推动废旧纺织品再生利用，形成闭环雏形。随着新项目的稳步落地，公司长期成长空间广阔。

表1：公司新增产能规划

项目名称	规划内容	拟投资金额	建设周期	备注
文莱二期项目	具备 1200 万吨原油加工能力	50 亿美元		力争 2028 年底建成
年产 240 万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目	优等品乙二醇 240 万吨、工业级 DMC 产品 7.6 万吨、乙醇 1.56 万吨、硫磺 3.7 万吨	257 亿元	3 年	预计 2028 年上半年投产
年产 30 万吨循环新材料工业示范项目	分解回收的旧衣物等废旧纺织品，通过高效解聚提纯工艺技术，得到再生聚酯关键中间体，重新加工生产出高性能聚酯新材料和功能化特种纤维等高端产品，建成后具备每年 30 万吨的绿色循环新材料生产能力	10 亿元	18 个月	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

◆ 盈利预测及投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

成品油业务：公司炼油业务基于文莱项目中 800 万吨原油加工能力，主要产品为柴油、汽油，成品油价格主要与原油价格挂钩，价差则受供需变化、炼厂开工率等因素影响。由于 2026 年中东战争以来东南亚成品油市场供需紧张，柴油、汽油裂解价差走扩，公司成品油板块利润快速上涨。预计 2026-2028 年公司成品油板块收入分别为 356/349/345 亿元，预计毛利率分别为 17.8%/15.5%/16.0%。

PTA 业务：公司 PTA 产品主要产能在逸盛系列子公司，公司 PX 产能可实现部分自供，同时公司 PTA 作为原料也用于生产聚酯纤维等产品。PTA 价格主要与 PX 价格相关，价差受供需格局变化而波动。近年来 PTA 扩产周期进入尾声，下游聚酯需求持续上涨，叠加行业内部自律性“反内卷”，PTA 价差有望实现修复。预计 2026-2028 年公司 PTA 板块收入分别为 49/51/53 亿元，预计毛利率分别为 6.0%/8.0%/9.0%。

涤纶业务：公司涤纶业务主要包括涤纶长丝与切片等产品，公司可实现原料 PTA 的自供。当前涤纶长丝行业集中度不断提升，行业龙头的协同性逐步增强；聚酯瓶片未来新增产能增速放缓，行业格局逐步优化。聚酯产品价格主要与原料 PTA、MEG 相关，预计随着聚酯产业链的“反内卷”不断推进，产品价差有望稳步提升。预计 2026-2028 年公司涤纶板块收入为 717/738/775 亿元，预计毛利率分别为 8.5%/9.5%/10.0%。

化工品：公司化工业务主要基于文莱炼化项目等，生产包括 PX、纯苯等产品，产品价格波动主要与原料原油、石脑油、燃料油等价格波动相关，价差与产品阶段性供需格局相关，近年来炼化指标及产能增长显著放缓，随着下游需求的持续增长，产品利润率呈现逐步修复态势。预计 2026-2028 年公司化工板块收入分别为 128/125/130 亿元，预计毛利率分别为 20.0%/17.0%/18.0%。

锦纶及副产品：公司锦纶及副产品业务主要基于广西钦州新材料项目，公司拥有合计 100 万吨己内酰胺产能，60 万吨 PA6 产能，可实现 PA6 原料自供，由于公司技术优势、一体化优势与成本优势突出，预计 2026-2028 年锦纶及副产物板块收入分别为 78/82/83 亿元，毛利率为 12.5%/13.5%/14.0%。

表2：恒逸石化盈利拆分（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
					成品油				
收入（亿元）	144.6	240.8	415.3	318.4	315.1	284.8	356.0	348.9	345.4
成本（亿元）	138.9	232.1	390.7	307.6	315.3	271.0	292.6	294.8	290.1
毛利润（亿元）	5.66	8.70	24.60	10.85	-0.26	13.83	63.3	54.1	55.3
毛利率	3.92%	3.61%	5.92%	3.41%	-0.08%	4.86%	17.8%	15.5%	16.0%
					PTA				
收入（亿元）	47.6	63.9	86.0	115.7	72.0	44.2	48.6	51.0	52.5
成本（亿元）	42.4	60.9	83.8	116.7	71.4	44.0	45.7	46.9	47.8
毛利润（亿元）	5.2	2.9	2.2	-1.0	0.6	0.2	2.9	4.1	4.7
毛利率	11.00%	4.61%	2.59%	-0.85%	0.87%	0.37%	6.0%	8.0%	9.0%
					PIA				
收入（亿元）	2.8	10.7	1.7	9.2	17.6	14.1	15.5	15.2	15.7
成本（亿元）	2.1	8.0	2.1	8.7	16.0	13.5	14.6	14.0	14.3
毛利润（亿元）	0.7	2.7	-0.3	0.6	1.7	0.6	0.9	1.2	1.4
毛利率	26.04%	24.96%	-19.38%	6.39%	9.42%	4.55%	6.0%	8.0%	9.0%
					化工品				
收入（亿元）	42.9	45.5	86.0	121.5	121.2	110.9	127.5	125.0	130.0
成本（亿元）	33.7	35.3	83.8	107.3	104.7	102.4	102.0	103.7	106.6
毛利润（亿元）	9.1	10.3	2.2	14.2	16.5	8.5	25.5	21.2	23.4
毛利率	21.34%	22.58%	2.59%	11.67%	13.63%	7.63%	20.0%	17.0%	18.0%
					涤纶				
收入（亿元）	249.3	451.3	463.2	522.4	635.0	597.4	716.9	738.4	775.4

仅供内部参考，请勿外传！

成本（亿元）	218.3	409.7	456.3	500.4	610.3	573.1	656.0	668.3	697.8
毛利润（亿元）	31.1	48.5	6.9	22.0	24.7	24.3	60.9	70.2	77.5
毛利率	12.46%	10.58%	1.48%	4.22%	3.89%	4.07%	8.5%	9.5%	10.0%
锦纶及副产物									
收入（亿元）						18.2	77.8	81.7	83.3
成本（亿元）						17.0	68.1	70.7	71.7
毛利润（亿元）						1.2	9.7	11.0	11.7
毛利率						6.83%	12.5%	13.5%	14.0%
供应链服务									
收入（亿元）	377.1	477.6	464.6	274.2	93.7	65.7	75.0	75.0	75.0
成本（亿元）	369.1	470.1	461.4	269.7	91.0	63.1	72.4	72.0	71.6
毛利润（亿元）	7.9	7.5	3.2	4.5	2.7	2.6	2.6	3.0	3.4
毛利率	2.10%	1.57%	0.69%	1.64%	2.84%	3.91%	3.5%	4.0%	4.5%
合计									
收入（亿元）	864.3	1289.8	1516.8	1361.5	1254.6	1135.3	1417.4	1435.2	1477.3
成本（亿元）	804.5	1216.1	1478.0	1310.3	1208.7	1084.0	1251.3	1270.4	1299.9
毛利润（亿元）	59.8	73.7	38.8	51.2	45.9	51.2	166.0	164.8	177.4
毛利率	6.9%	5.7%	2.6%	3.8%	3.7%	4.5%	11.7%	11.5%	12.0%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：16.49-19.28 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表3：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-10.46%	-7.85%	-9.51%	24.85%	1.26%	2.93%	10.00%	-10.46%
营业成本/营业收入	96.24%	96.34%	95.49%	88.29%	88.52%	87.99%	91.00%	96.24%
管理费用/营业收入	0.99%	0.81%	0.90%	0.90%	0.89%	0.90%	0.90%	0.99%
研发费用/营业收入	0.53%	0.58%	0.72%	0.61%	0.63%	0.65%	0.63%	0.53%
销售费用/销售收入	0.17%	0.19%	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.17%
营业税及附加/营业收入	0.18%	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.18%
所得税税率	7.79%	322.88%	34.76%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	7.79%
股利分配比率	613.56%	1155.12%	784.66%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	613.56%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表4：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.13	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.85%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	2.12
公司股价（元）	15.07	Ke	16.25%
发行在外股数（百万）	3603	E/(D+E)	46.23%
股票市值(E，百万元)	54292	D/(D+E)	53.77%
债务总额(D，百万元)	63159	WACC	9.65%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司价值区间为 16.49-19.28 元。从估值方法特征来看，以 FCFE 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定、资本支出规划清晰的重资产公司，在成长股预测中存在失真现象。

仅供内部参考，请勿外传！

表5：恒逸石化 FCFE 估值表

		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
FCFF		-142.4	3328.3	4548.8	12695.3	16399.3
（利息费用－利息收入）*(1-t)		-1494.9	-1488.7	-1478.7	-1342.5	-1052.5
长期贷款的增加/(减少)		5090.0	3280.0	2167.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)		-7026.8	-3043.0	-2276.1	-10246.9	-12304.3
FCFE		-3574.0	2076.6	2961.0	1105.9	3042.5
PV(FCFE)		(3,074.3)	1,536.5	1,884.6	605.5	1,432.9
股票价值	64,108.2					
每股价值	17.79					

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		Ke 变化				
		15.3%	15.8%	**16.25%**	16.8%	17.3%
永续增长率变化	2.0%	20.98	19.73	18.58	17.53	16.55
	1.5%	20.47	19.28	18.18	17.16	16.22
	1.0%	20.00	18.85	**17.79**	16.82	15.91
	0.5%	19.56	18.46	17.44	16.49	15.62
	0.0%	19.15	18.09	17.10	16.19	15.34

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：15.4-17.6 元

我们选择了恒力石化、荣盛石化、东方盛虹作为恒逸石化的可比公司。

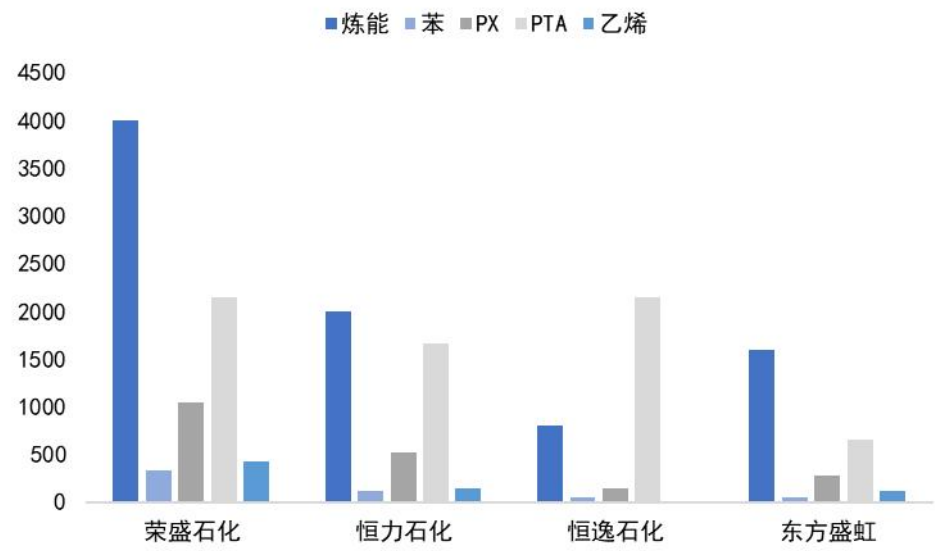
从所属赛道来看，恒力石化、东方盛虹、恒逸石化与荣盛石化同属民营大炼化龙头，反映了其一致的产业逻辑：炼化一体化、向高端材料延伸、受“反内卷”与落后产能治理影响，适合作为横向对比标的。

从炼化装置规模与产品结构来看，公司在文莱的炼厂具备炼油能力 800 万吨/年，并将扩产至 2000 万吨/年，PTA-聚酯环节拥有合资 PTA 产能 2150 万吨、聚酯纤维 938 万吨、聚酯瓶片 530 万吨；恒力石化具备炼油能力 2000 万吨/年、PX 约 520 万吨/年、乙烯约 150 万吨/年；东方盛虹炼油 1600 万吨/年、PX 约 280 万吨/年、乙烯约 110 万吨/年，单系列装置规模与主要产品结构相近，适用相对估值比较；荣盛石化控股浙石化拥有炼油产能 4000 万吨/年，但考虑到权益产能约 2000 万吨/年，PTA-聚酯能力与恒逸石化接近，适合作为可比公司。

三家可比公司 2026/2027 年的平均 PE 为 18.0/14.6 倍，均高于公司 PE，考虑到公司炼化项目的地域区别，我们认为可给予公司 2026 年 7-8 倍 PE，对应约 15.4-17.6 元。

仅供内部参考，请勿外传！

图20：公司及可比公司炼化能力对比



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

表7：恒逸石化及可比公司盈利预测

公司	公司	昨收盘	总市值	EPS		PE		PB
代码	名称	（元）	（亿元）	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E
	荣盛石化	11.11	1110	0.7	0.8	19.56	15.58	2.6
	恒力石化	17.70	1246	1.6	1.8	10.9	9.5	1.8
	东方盛虹	12.12	801	0.5	0.7	23.7	18.6	2.4
	恒逸石化	15.07	542	2.2	2.2	6.9	7.0	2.1
	可比公司平均					18.0	14.6	2.3

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

公司作为“炼化-化纤”一体化龙头，海外炼厂的独特布局使其充分享受到成品油高景气红利，盈利能力大幅提升。同时，国内 PTA、聚酯、锦纶全产业链稳步复苏，己内酰胺一体化项目贡献显著增量。公司未来成长路径清晰，文莱二期、新疆煤化工、荆州再生聚酯等重大项目稳步推进，有望持续贡献利润增量。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 1417.4/1435.2/1477.3 亿元，归母净利润分别为 79.1/78.0/85.6 亿元，对应 PE 分别为 6.9/7.0/6.3 倍。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间在 16.5-17.6 元之间，相对于公司目前股价有 9%-17%的溢价空间。考虑到公司业绩已迎来拐点，盈利中枢有望抬升，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 16.5-17.6 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（Ke）的计

仅供内部参考，请勿外传！

算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国内民营炼化领先企业，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司炼厂的地域区别，最终给予公司 26 年 7-8 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长-6.7%/5.8%/2.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
我们预计公司未来 3 年毛利分别为 11.7%/12.5%/12.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
公司盈利受成品油、PX、PTA 等产品价格价差影响较大，若由于形势变化，系列产品的实际价格价差大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。
经营风险
产品价格下行及毛利率下降的风险：公司产品价格受原材料原油影响较大，同时价差受各个环节供需结构影响，若明年原油价格持续下行，则公司产品价格或将同步下行，此外若聚酯板块“反内卷”进度不及预期，则价差修复难度较大，或存在毛利率继续下行的风险。
新材料项目进展不及预期的风险：公司在建文莱炼厂二期、新疆煤制乙二醇、荆州再生聚酯项目，资本开支较高，预计将在 2027-2028 年逐步投产，若宏观需求、工艺爬坡或合规审批出现扰动，将推迟产能释放节奏并延后盈利兑现时间窗。

财务风险

存货跌价风险：公司存货以原油、炼化产品为主，若未来原油价格下跌或市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。
资产负债率较高的风险：公司披露 2026 年 3 月末资产负债率约 71.46%；历史口径显示 2024A/2025A 为 71.42%/72.28%，主要与公司的重资产、建设期长属性相关，若公司利润修复不及预期，偿债与再融资成本或上行。

相关研究报告：

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	13093	10748	4513	3967	4053
应收款项	6214	7094	7471	7880	8376
存货净额	12407	13313	13368	13807	14412
其他流动资产	2717	1968	2835	3010	2953
流动资产合计	**34653**	**33489**	**28553**	**29031**	**30161**
固定资产	52399	56915	65554	72520	78999
无形资产及其他	2635	2528	2428	2328	2228
投资性房地产	3930	3066	3066	3066	3066
长期股权投资	13912	13631	13631	13631	13631
资产总计	**107529**	**109629**	**113233**	**120577**	**128085**
短期借款及交易性金融负债	44930	49269	42242	39199	36923
应付款项	7666	9940	8671	9324	9980
其他流动负债	2335	1736	1829	1839	1871
流动负债合计	**54931**	**60944**	**52742**	**50362**	**48774**
长期借款及应付债券	19999	15827	20917	24197	26364
其他长期负债	1866	2469	2978	3306	3522
长期负债合计	**21865**	**18296**	**23895**	**27503**	**29886**
负债合计	**76797**	**79240**	**76637**	**77865**	**78660**
少数股东权益	5990	6002	6671	7329	8052
股东权益	24742	24387	29925	35382	41373
负债和股东权益总计	**107529**	**109629**	**113233**	**120577**	**128085**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.06	0.07	2.20	2.16	2.38
每股红利	0.74	0.56	0.66	0.65	0.71
每股净资产	6.75	6.77	8.31	9.82	11.48
ROIC	1.40%	0.01%	11%	10%	10%
ROE	0.95%	1.06%	26%	22%	21%
毛利率	4%	5%	12%	11%	12%
EBIT Margin	2%	2%	10%	9%	10%
EBITDA Margin	4%	5%	13%	14%	15%
收入增长	-8%	-10%	25%	1%	3%
净利润增长率	-46%	10%	2963%	-1%	10%
资产负债率	77%	78%	74%	71%	68%
股息率	5.0%	3.7%	4.4%	4.3%	4.7%
P/E	236.2	210.2	6.9	7.0	6.3
P/B	2.2	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	24.4	22.9	6.9	6.6	6.0

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**125463**	**113527**	**141736**	**143521**	**147726**
营业成本	120872	108402	125134	127041	129989
营业税金及附加	237	231	283	287	295
销售费用	244	242	283	287	295
管理费用	1103	1097	1377	1378	1424
研发费用	723	817	861	911	966
财务费用	2884	2811	1993	1985	1972
投资收益	481	94	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(53)	(87)	15	15	0
其他收入	(471)	(305)	(861)	(911)	(966)
营业利润	81	446	11822	11649	12788
营业外净收支	(52)	5	0	0	0
利润总额	**30**	**452**	**11822**	**11649**	**12788**
所得税费用	95	157	2955	2912	3197
少数股东损益	(300)	36	955	941	1033
归属于母公司净利润	**234**	**258**	**7912**	**7796**	**8558**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	234	258	7912	7796	8558
资产减值准备	(37)	15	23	8	7
折旧摊销	3130	3105	5123	6377	7262
公允价值变动损失	53	87	(15)	(15)	0
财务费用	2884	2811	1993	1985	1972
营运资本变动	3837	2120	(1942)	(25)	(132)
其它	3199	(265)	645	651	716
经营活动现金流	**10415**	**5319**	**11746**	**14792**	**16411**
资本开支	0	(7468)	(13671)	(13236)	(13648)
其它投资现金流	145	(145)	0	0	0
投资活动现金流	**(97)**	**(7332)**	**(13671)**	**(13236)**	**(13648)**
权益性融资	77	0	0	0	0
负债净变化	765	(2421)	5090	3280	2167
支付股利、利息	(2702)	(2027)	(2373)	(2339)	(2567)
其它融资现金流	(7255)	8565	(7027)	(3043)	(2276)
融资活动现金流	**(11053)**	**(332)**	**(4310)**	**(2102)**	**(2677)**
现金净变动	**(735)**	**(2345)**	**(6235)**	**(546)**	**86**
货币资金的期初余额	13828	13093	10748	4513	3967
货币资金的期末余额	13093	10748	4513	3967	4053
企业自由现金流	0	(457)	(142)	3328	4549
权益自由现金流	0	5687	(3574)	2077	2961

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032