仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

石油石化

2026 年 09 月 30 日

恒逸石化 (000703)

——油煤布三路协同，科技恒逸启新程

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 29 日
收盘价（元）	15.69
一年内最高/最低（元）	20.95/6.32
市净率	2.2
股息率%（分红/股价）	6.05
流通 A 股市值（百万元）	64,186
上证指数/深证成指	3,830.45/12,901.95

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	7.80
资产负债率%	67.57
总股本/流通 A 股(百万)	4,112/4,091
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com

联系人

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国际领先的炼油-化工-化纤产业集团，打通从"一滴油、一块煤、一件衣"到"两根丝"的全产业链，油头、煤头、布头三路协同，涤纶、锦纶双纶驱动的一体化格局已经成型，业绩弹性进入释放期。**油头依托文莱炼化基地，打通"原油—PX—PTA—聚酯"主链，现有文莱炼化产能 800 万吨/年（权益 560 万吨），在建 1200 万吨/年；煤头依托新疆吐鲁番 240 万吨/年煤制乙二醇项目，补齐聚酯核心原料；布头以湖北及浙江两个废纺循环再生项目开辟绿色原料新来源。公司由此形成文莱炼化、逸盛 PTA、涤纶、己内酰胺-锦纶、煤化工及废纺循环再生六大板块均衡并进的柱状产业布局，现有参控股 PTA 产能 2,150 万吨/年、聚酯产能 1,468 万吨/年、CPL 产能 100 万吨/年、PA6 产能 60 万吨/年，实现从原油加工到化纤产品的全产业链闭环。业绩方面，2026 年上半年炼化价差改善叠加广西己内酰胺-聚酰胺一期放量，公司归母净利润达到 59 亿元，毛利率提升至 15.31%，盈利中枢显著抬升。成长方面，公司以研发创新打造“科技恒逸”战略，以创新驱动发展，研发投入稳步增长，差别化纤维、三剂一母粒国产化替代等项目研发成果得到产业化应用，引领公司全面迈入“科技恒逸”高质量发展新阶段。
- **全球油品供给扰动常态化与东南亚需求高增长形成中长期错配，海外炼油价差有望维持高位，公司文莱炼厂的区域稀缺性将持续兑现为盈利中枢上移。**供给端，中东、俄罗斯合计数百万桶/日炼能受袭停产，欧美日老旧炼能趋势性退出，而 IEA 预计 2024-2030 年全球炼能净增仅约 250 万桶/日，全球油品系统冗余明显下降；需求端，IEA 预计到 2030 年东南亚油品需求增量贡献全球的 39%，是增长最快的区域，而区域内多数国家炼能供不应求。公司文莱 PMB 项目是东南亚最新一代炼化一体化装置，兼具原料本地直采、企业所得税最长 20 年减免、物流成本仅为国内炼厂一半的三重优势；二期 1,200 万吨/年已全面启动建设，预计投产后公司控股炼厂产能将达 2,000 万吨/年。
- **涤纶长丝行业已从扩产竞争转入协同挺价阶段，供给有序叠加下游低库存，长丝价差中枢有望持续抬升。**供给端的核心变化在于格局：行业 CR6 产能占比已超 70%，产能增速从 2023 年的 7.8%回落至 4%左右，2025 年下半年以来头部企业协同限产挺价，产业链利润再分配持续向长丝环节倾斜。公司现有聚酯纤维产能 938 万吨/年，以差别化、功能性品种为主，且绝大部分装置投产或技改于 2018 年之后，叠加文莱 PX、逸盛 PTA 原料一体化，成本优势与产业链协同优势显著。
- **锦纶板块凭借全球最大单体基地，在建全球首创熔体直纺技术万吨级产线。**正在成长为继涤纶之后的第二根"丝"。规模上，广西钦州 120 万吨己内酰胺-聚酰胺一体化项目为全球最大单体基地，己内酰胺与 PA6 按 1:1 配套、液态直供聚合。技术上，公司拟再投资 48.7 亿元建设 40 万吨 PA6 直纺项目，若顺利投产，为熔体直纺技术实现全球首次万吨级产业化，较传统切片纺水耗降低约 80%、电耗下降约 30%，有望重塑 PA6 市场供给格局。
- **新疆吐鲁番 240 万吨煤制乙二醇项目为公司补齐聚酯核心原料短板。**项目单套规模超越陕煤榆林化学等存量装置居全球第一，单吨投资约 1.07 万元/吨，低于主要煤制同业；成本方面，乙二醇单耗煤炭较高，测算新疆煤制乙二醇在华东市场销售成本较华东煤制企业低约 917 元/吨，较华东乙烯法成本低 1707 元/吨，高油价周期中成本韧性更强。产业链协同方面，项目主产 240 万吨优等品纤维用乙二醇直接对接公司约 700 万吨聚酯产能，副产聚焦 DMC、乙醇等高值品种，公司全产业链盈利稳定性将进一步提升。
- **废旧纺织品化学法再生打通 T2T 闭环稀缺赛道，公司以自研工艺壁垒卡位先发优势，打开第二成长曲线。**行业层面，我国废旧纺织品回收率不足三成，处置去向中焚烧占比高达 73%，真正的闭环循环占比仅约 1%；国内再生纤维在建产能以物理法为主，化学法占比不足一成，其中以废纺而非瓶片为原料的产能更为稀缺。公司层面，自研连续萃取工艺可直接处理涤纶含量约 70%的混杂废纺，突破行业 90%以上含涤量的原料门槛，制得 BHET 收率与纯度均达原生级标准，已申请 30 项国家发明专利，工艺路线较海外同业流程更短、能耗与成本更低。湖北江陵及浙江海宁各 30 万吨 BHET 示范项目正在有序推进，首批两大基地合计 60 万吨产能，达产后营业收入有望达 37 亿元，叠加再生产品绿色溢价与低廉原料成本形成的盈利剪刀差，成长空间广阔。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2026-2028 年归母净利润 102/109/139 亿元，对应 PE 6.3/5.9/4.7 倍。参考可比公司荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份 2026-2028E 平均 PE 约 10.1/8.9/7.8 倍，考虑到公司文莱炼化价差修复带来的业绩弹性在板块内居前、涤纶长丝行业供给格局优化下公司头部地位稳固、广西锦纶一体化与煤制乙二醇投产打开成长空间，当前估值较可比公司存在明显折价，首次覆盖给予"买入"评级。
- **风险提示：**国际油价大幅波动；中东及俄罗斯停产炼能超预期复产；聚酯终端需求不及预期、长丝行业协同松动；文莱二期、新疆煤制乙二醇、湖北及浙江废纺回收等重大项目投产进度不及预期的风险；汇率波动；海外经营政策变化的风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	113,527	67,309	146,730	144,593	147,870
同比增长率（%）	-9.5	20.3	29.2	-1.5	2.3
归母净利润(百万元)	258	5,902	10,242	10,918	13,857
同比增长率（%）	10.4	2,500.7	3,864.6	6.6	26.9
每股收益（元/股）	0.08	1.75	2.49	2.74	3.50
毛利率（%）	4.5	15.3	12.4	13.2	15.6
ROE（%）	1.1	19.4	29.6	27.7	29.8
市盈率	250		6	6	5

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026/2027/2028 年实现归母净利润 102/109/139 亿元。选取荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份作为可比公司，四家公司与恒逸石化同属民营大炼化和聚酯化纤行业，在成品油、芳烃、PTA、涤纶长丝等主要产品上高度重叠，具备可比性。四家可比公司 2026-2028E 平均市盈率约 10.1/8.9/7.8 倍，平均市净率约 2.0 倍；恒逸石化 2026-2028E 市盈率为 6.3/5.9/4.7 倍，均低于可比公司均值，市净率 2.2 倍略高于行业平均的 2.0 倍。考虑到公司 2026-2027 年处于文莱炼化价差修复的上行周期、业绩增速在板块内居前，当前估值具备修复空间，首次覆盖，给予"买入"评级。

关键假设点

1. 油价假设：2026/2027/2028 年布伦特原油均价分别为 90/81/71 美元/桶，考虑地缘风险逐步缓和与 OPEC+潜在减产托底，全球原油供需逐步回归均衡。

2. 成品油价格假设：新加坡汽油均价分别为 126/116/102 美元/桶，柴油均价分别为 149/137/122 美元/桶，航煤均价分别为 147/135/122 美元/桶，主要考虑海外炼能修复进度。

3. 芳烃价格假设：PX 均价分别为 1050/980/931 美元/吨，纯苯均价分别为 980/900/900 美元/吨，芳烃受调油需求支撑维持高位后温和回归。

4. PTA 价格假设：PTA 均价分别为 5706/5415/5319 元/吨。

5. 聚酯产业链价格假设：涤纶长丝 POY 均价分别为 8800/8360/8193 元/吨，长丝行业供给格局优化、低库存下价格重心抬升；涤纶短纤均价分别为 7700/7500/7400 元/吨，聚酯瓶片均价分别为 7500/7200/7100 元/吨。

6. 锦纶产业链价格假设：己内酰胺均价分别为 11300/10800/10500 元/吨，锦纶切片均价分别为 12300/12100/12000 元/吨，原料纯苯推动叠加下游纺服需求回暖。

有别于大众的认识

市场认为本轮海外炼油价差上行是地缘扰动下的短期扰动，价差回落后炼厂盈利将回归常态。我们认为，欧美日老旧炼能趋势性退出、全球新增炼能投放放缓，与东南亚油品需求高增长形成中长期错配，海外出口型炼厂的盈利中枢已系统性上移，公司文莱炼厂作为区域最新一代炼化一体化装置，其稀缺性将长期享受溢价。

市场担忧涤纶长丝新增产能压制行业盈利、协同限产难以持续。我们认为，长丝行业 CR6 产能占比已超 70%，供给投放愈发有序，叠加终端需求偏刚性、下游低库存运行，长丝价差中枢抬升具备持续性，公司作为长丝龙头的业绩弹性仍被低估。

市场仍按传统炼化-聚酯周期股为公司定价。我们认为，随着广西己内酰胺-锦纶一体化项目放量、新疆煤制乙二醇与湖北、浙江废纺化学回收项目 2027 年起陆续投产，公司“油头、煤头、布头”三路协同的成长属性将逐步兑现，第二成长曲线尚未被充分定价。

股价表现的催化剂

海外炼油价差维持高位或进一步走扩；中东、俄罗斯受损炼能规模进一步扩大；涤纶长丝旺季补库带动产销与价差上行；重大项目文莱二期、新疆煤制乙二醇、湖北、浙江废纺回收等建设与投产进度超预期。

核心假设风险

国际油价大幅波动；中东及俄罗斯停产炼能超预期复产；聚酯终端需求不及预期、长丝行业协同松动；文莱二期、新疆煤制乙二醇、湖北、浙江废纺回收等重大项目投产进度不及预期的风险；汇率波动；海外经营政策变化的风险。

目录

1.恒逸石化：油、煤、布三路协同，"两根丝"双轮驱动 6

1.1 五十余载化纤起家，股权稳定战略清晰 6
1.2 四大板块柱状布局，三路协同不断完善 7
1.3 营收重回增长通道，盈利拐点已现弹性释放 9
1.4 研发投入持续加码，科技恒逸赋能产业升级 10

2.海外炼油：炼油价差抬升，东南亚成品油缺口加剧 12

2.1 全球油品供应链扰动加剧，海外炼油价差有望维持高位 12
2.2 东南亚成品油需求强劲，炼能相对短缺 16
2.3 恒逸文莱炼厂：面向东南亚成品油市场，二期扩能巩固区域地位 18

3.聚酯格局优化长丝价值抬升，下游补库可期 21

3.1 聚酯产业链格局优化，长丝环节价值抬升 21
3.2 终端需求偏刚性，下游低库存运行补库可期 23
3.3 行业底部并购扩张，产品结构持续升级 24

4.己内酰胺-尼龙 6：一体化规模优势，熔体直纺技术领航 25

5.煤制乙二醇：新疆煤头成本领先，补强聚酯产业链 28

6.废纺回收：化学法工艺技术卡位，开启布头第二成长曲线 31

7.盈利预测与估值 35

7.1 关键假设与盈利预测 35
7.2 可比公司估值 35

8.风险提示 36

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司股权结构 6
图 2：恒逸石化发展历程 7
图 3：公司产业链示意图 7
图 4：公司营业收入及归母净利润 9
图 5：公司销售毛利率与净利率 9
图 6：公司营收构成（单位：亿元） 10
图 7：公司毛利润构成（单位：亿元） 10
图 8：公司研发费用与研发费用率 10
图 9：新加坡炼油价差（美元/桶） 12
图 10：新加坡汽油、柴油与原油价差（美元/桶） 12
图 11：东南亚与全球实际 GDP 增速预测 17
图 12：东南亚各国油品需求变化（万桶/日） 17
图 13：东南亚油品分产品需求结构（2024 年） 17
图 14：东南亚各国炼油产能变化及预测（千桶/日） 18
图 15：东南亚各国炼油产能与油品需求对比 18
图 16：文莱原油及成品油出口数量（千桶/天） 19
图 17：全球主要石油海运航线示意图 20
图 18：钦州港区位示意图 20
图 19：我国聚酯产业链上下游产能结构 21
图 20：国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划 21
图 21：涤纶长丝产量及开工情况 21
图 22：聚酯产业链利润趋势（元/吨） 22
图 23：中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比(%) 23
图 24：中国:柯桥纺织指数:家纺景气指数 23
图 25：我国历年服装出口额（亿美元） 23
图 26：我国历年纺织品出口额（亿美元） 23
图 27：长丝及下游纺织开工率 24
图 28：长丝库存降至近 5 年偏低位置 24
图 ：己内酰胺产能及开工率 .....

仅供内部参考，请勿外传

图 30：己内酰胺表观消费量及增速 25
图 31：PA6 产能（万吨/年）及开工率 25
图 32：PA6 表观消费量（万吨/年）及增速 25
图 33：锦纶熔体直纺复合丝工艺流程 27
图 34：我国乙二醇行业集中度 28
图 35：我国乙二醇产能地区分布 28
图 36：煤制乙二醇工艺流程 29
图 37：新疆煤制乙二醇成本对比（单位：元/吨） 30
图 38：中国废旧纺织品回收量及增速 31
图 39：中国废旧纺织品回收价值及单价 31
图 40：中国废旧纺织品处理去向结构 31
图 41：中国再生涤纶产量与结构 31
图 42：废旧混合纺织品分离制备 BHET 工艺流程 33

表 1 公司产能情况（万吨/年） 8
表 2 中东炼厂受损情况统计（万桶/日） 12
表 3 俄罗斯炼厂受损情况统计（万桶/日） 13
表 4 2020 年至今日本炼厂退出明细（万桶/日） 15
表 5 2020 年至今欧洲炼厂退出明细（万桶/日） 15
表 6 韩国退出乙烯产能统计（万吨/年） 16
表 7 文莱原油资源储量（截至 2024 年） 18
表 8 涤纶长丝供需平衡表（单位：万吨） 22
表 9 公司己内酰胺项目与同行工艺及经济技术指标对比 26
表 10 乙二醇供需平衡表（单位：万吨） 28
表 11 乙二醇不同工艺路线经济技术指标对比 29
表 12 再生涤纶主要技术路线对比 32
表 13 国内再生纤维在建及拟建项目统计（万吨/年） 32
表 14 废纺化学再生项目盈利测算核心假设 34
表 15 废纺化学再生项目分阶段盈利空间测算 34
表 16 可比公司估值表 35

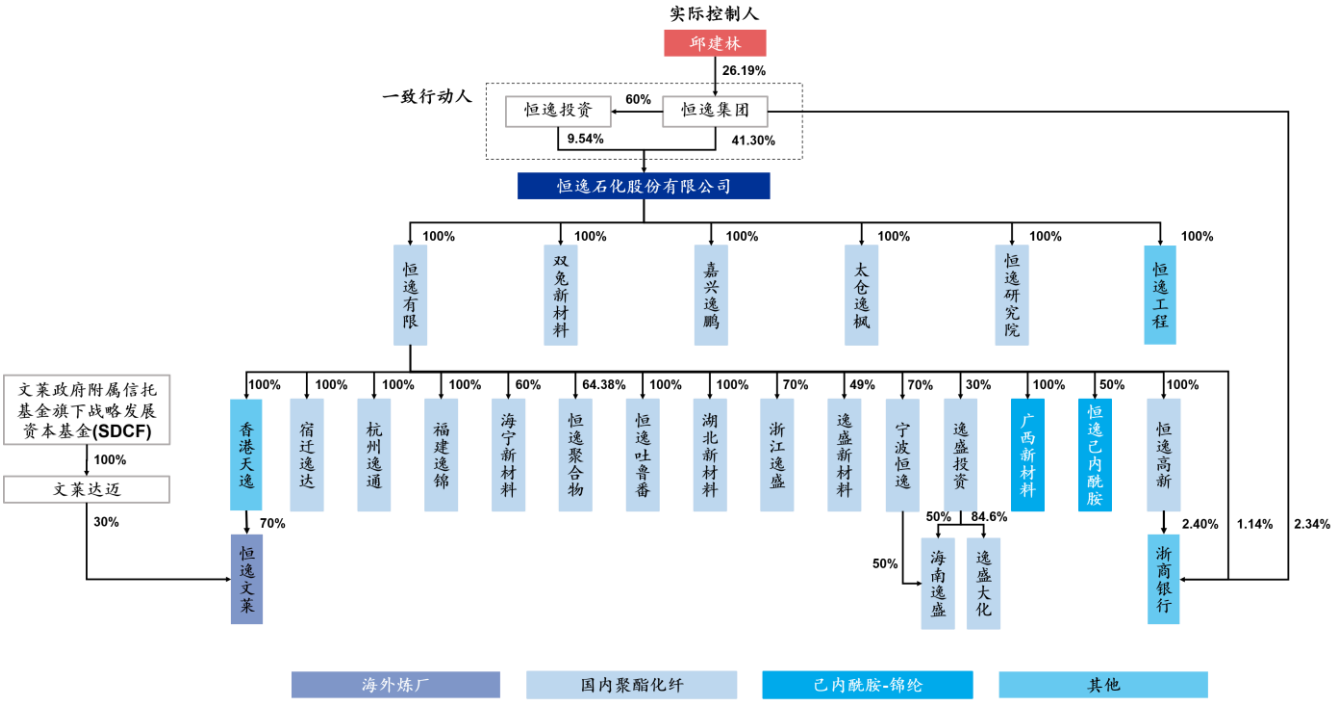
1.恒逸石化：油、煤、布三路协同，"两根丝"双纶驱动

1.1 五十余载化纤起家，股权稳定战略清晰

恒逸石化是国内领先、国际一流的炼油-化工-化纤产业集团。公司总部位于杭州市萧山区，前身为 1974 年创办的萧山县衙前公社针织厂，1994 年正式组建浙江恒逸集团有限公司，集团控股企业恒逸石化于 2011 年 6 月在深交所借壳上市。

邱建林为公司实控人，股权结构稳定。公司控股股东为浙江恒逸集团有限公司，恒逸集团直接持有恒逸石化 41.30%的股份，并通过控股子公司恒逸投资持有恒逸石化 9.54%的股份，合计控制恒逸石化 47.02%的股份；公司实控人为恒逸集团董事长邱建林，股权结构稳定。

图 1：公司股权结构

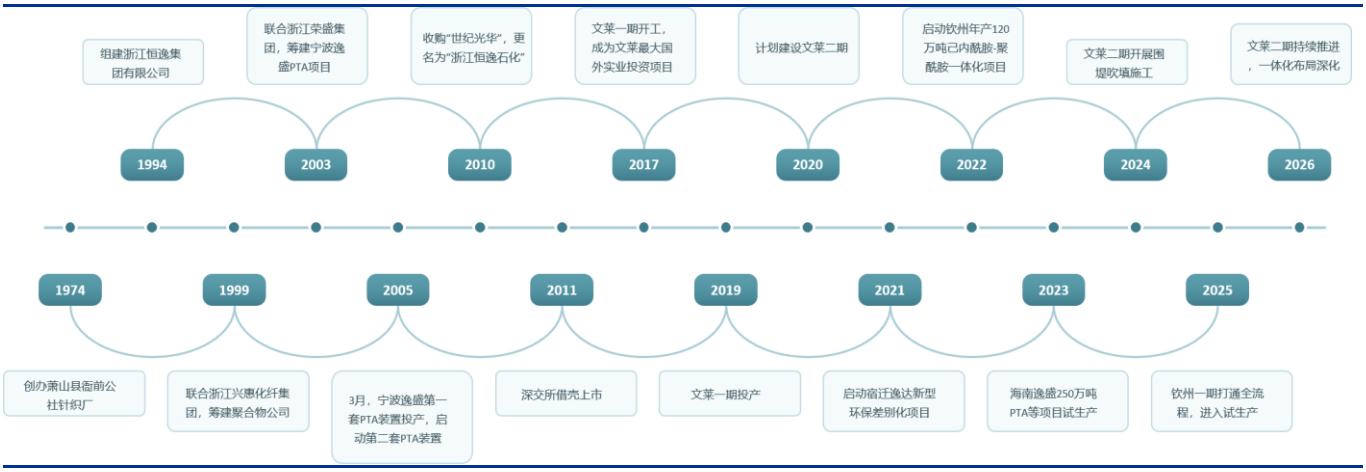


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司始终坚持“一滴油，两根丝”的双纶（涤纶+锦纶）驱动战略，并在此基础上加快构建油头、煤头、布头三路协同的产业新格局：油头依托文莱炼化基地，打通“原油—PX—PTA—聚酯”主链；煤头依托新疆吐鲁番 240 万吨/年煤制乙二醇项目，补齐聚酯核心原料自主可控短板；布头以废纺循环再生项目开辟绿色原料新来源。公司由此构建了从原油加工到化纤产品的一体化全产业链闭环，持续延链、补链、强链，实现了上下游板块均衡并进的柱状产业布局：炼化方面，2017 年，恒逸文莱 PMB 一期炼油项目开工，成为文莱最大的国外实业投资项目，并于 年正式投产；锦纶方面， 年启动广西钦州年产

万吨己内酰胺-聚酰胺一体化项目，一期（己内酰胺 60 万吨/年+PA6 60 万吨/年）已于 2025 年 10 月打通全流程、顺利进入试生产；涤纶方面，2023 年海南逸盛 250 万吨 PTA 等项目投产，公司 PTA 参控股产能达到 2150 万吨，聚酯产业链上下游结构更加均衡。

图 2：恒逸石化发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

近年来，公司成长动能加速释放：

1）2026 年 1 月，公司全面启动文莱炼化项目二期建设（设计炼油产能 1,200 万吨/年），力争 2028 年底建成，届时文莱炼厂合计产能将达 2,000 万吨/年，承接东南亚成品油旺盛需求；

2）启动新疆 240 万吨/年煤制乙二醇煤化工项目，发挥新疆煤化工低成本优势，补齐聚酯产业链核心原材料；

3）在湖北荆州及浙江海宁建设年产 30 万吨废旧纺织品循环利用项目。公司自主研发废纺回收核心工艺，向“科技引领”转型。

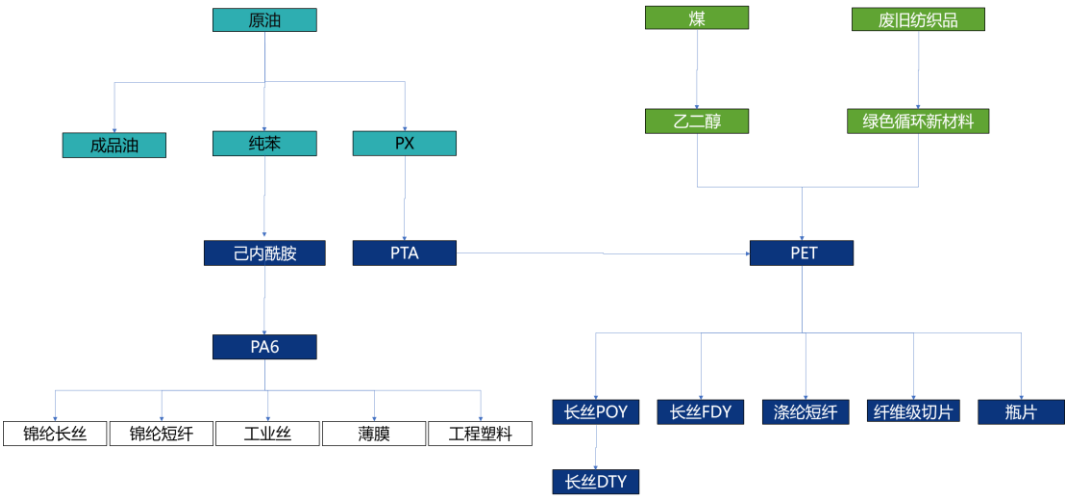
4）在广西及杭州建设年产 40 万吨 PA6 熔体直纺项目。公司应用自主研发全球独家 PA6 熔体直纺技术，推动化纤纺织行业绿色低碳发展。

1.2 四大板块柱状布局，三路协同不断完善

加速构建油头（文莱炼化）、煤头（新疆煤化工）、布头（废纺循环再生）三路协同的一体化新格局，打通从“一滴油、一块煤、一件衣“到“两根丝“的全产业链。公司在纺织产业链的纵向、横向扩展均走在行业前列：现有业务夯实石化产业基础，形成文莱炼化、逸盛 PTA、涤纶、己内酰胺-锦纶四大板块，实现“PX-PTA-聚酯-涤纶”与“苯-己内酰胺-锦纶”双纶深度融合的柱状产业布局；成长业务拓宽增强上游产业布局，以文莱炼化二期、新疆煤化工和湖北、浙江废纺循环再生项目为抓手，持续夯实油头、做强煤头、开拓布头；创新业务全面开启科技赋能产业，依托废纺回收、锦纶熔体直纺等全球首创技术与“新产品”、“新材料”、“新工艺”等“三新“业务，加快关键技术产业化落地，迈入“科技恒逸”的新发展阶段。

图 3：公司产业链示意图

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司现有核心产品产能包括文莱炼化产能 800 万吨/年（权益产能 560 万吨），参控股 PTA 产能 2,150 万吨/年 (权益产能约 1,021 万吨)，从北到南沿海岸线战略布局辽宁大连、浙江宁波和海南洋浦三地四大基地，参控股聚合产能 1,468 万吨/年，其中聚酯纤维产能 938 万吨、瓶片产能 530 万吨，己内酰胺权益产能 80 万吨/年、PA6 产能 60 万吨/年。

未来产能规划方面，公司进一步发挥“炼油—芳烃—化纤”油头垂直整合优势，并加快向煤头（煤制乙二醇）、布头（废纺循环再生）两端延伸，持续加码主业产能，巩固行业领先地位：文莱炼化二期在建产能 1,200 万吨/年，力争于 2028 年年底建成，建成后文莱炼厂合计产能将达 2,000 万吨/年；布局吐鲁番 240 万吨/年乙二醇项目及湖北、浙江共 60 万吨/年废纺回收利用项目；己内酰胺-锦纶板块，广西钦州年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺一体化项目一期 60 万吨 CPL 及 60 万吨 PA6 已进入试生产，剩余 60 万吨 CPL 及 60 万吨 PA6 产能预计 2026 年、2027 年分别投放，成长动能持续积蓄。

表 1 公司产能情况（万吨/年）

产品	产能（万吨）	持股比例	权益产能（万吨）	在建产能（万吨）	投产时间
炼化	**800**		**560**	**1200**	**2028 年底**
恒逸文莱	800	70%	560	恒逸文莱二期 1200 万吨	2028 年底
-成品油	565	70%	396		
-化工品	265	70%	186		
PTA	**2150**		**1021**		
大连逸盛	600	25%	152		
浙江逸盛	500	70%	350		
海南逸盛	450	50%	225		
逸盛新材料	600	49%	294		
PIA	**30**		**21**		
浙江逸盛	30	70%	21		
聚酯纤维	**938**				
乙二醇				**240**	**2028H1**
恒逸能源科技（吐鲁番）		100%		240	2028H1
废纺回收利用			**60**		**2027-2028**
湖北恒逸		100%	30		2027-2028
海宁恒逸		100%	30		2027-2028

仅供内部参考，请勿外传

己内酰胺	**100**		**80**	**60**	**2026 年、2027 年各 30 万吨**
巴陵恒逸己内酰胺	40	50%	20		
广西恒逸新材料	60	100%	60	60	2026 年、2027 年各 30 万吨
锦纶	**60**		**60**	**60**	**2026 年、2027 年各 30 万吨**
广西恒逸新材料	60	100%	60	60	2026 年、2027 年各 30 万吨
聚酯瓶片	**530**		**228**		
逸盛大化	150	25%	38		
海南逸盛	380	50%	190		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 营收重回增长通道，盈利拐点已现弹性释放

行业景气回暖，公司营收进入增长通道，盈利拐点已现，业绩弹性显著释放。2020-2022 年，公司文莱炼化一期全面投产及聚酯产能持续释放，叠加石化产品价格中枢抬升，公司营业收入自 864.30 亿元增至 1,520.50 亿元的历史高点；2023 年起，受石化产品价格中枢回落及公司主动压缩低毛利供应链服务业务影响，营收连续三年回落，2025 年公司实现营业收入 1,135.27 亿元，同比下滑 9.5%。2026 年以来，炼化板块价差改善、聚酯产品盈利回暖叠加广西己内酰胺-聚酰胺一期放量，上半年公司实现营业收入 673.09 亿元，同比增长 20.3%。

盈利能力明显修复。2022 年，高价原油库存损益拖累叠加聚酯价差收窄，公司归母净利润亏损 10.80 亿元；2023 年公司扭亏为盈，2024、2025 年分别实现归母净利润 2.34 亿元、2.58 亿元，2025 年归母净利润同比增长 10.4%；2026 年上半年，公司实现归母净利润 59.02 亿元，同比增长 2501%，扣非归母净利润 58.86 亿元，主要系文莱炼化盈利改善及聚酯产业链价差修复，公司业绩弹性进入释放期。2022-2025 年，公司销售毛利率分别为 2.32%、3.76%、3.66%、4.51%，2025 年销售毛利率同比提升 0.85 个百分点；同期销售净利率分别为-0.61%、0.27%、-0.05%、0.26%。2026 年上半年，公司毛利率提升至 15.31%，净利率 11.82%，主要系炼化板块价差走扩、聚酯产品盈利回暖叠加广西己内酰胺-聚酰胺一期放量，公司盈利中枢显著抬升。

图 4：公司营业收入及归母净利润

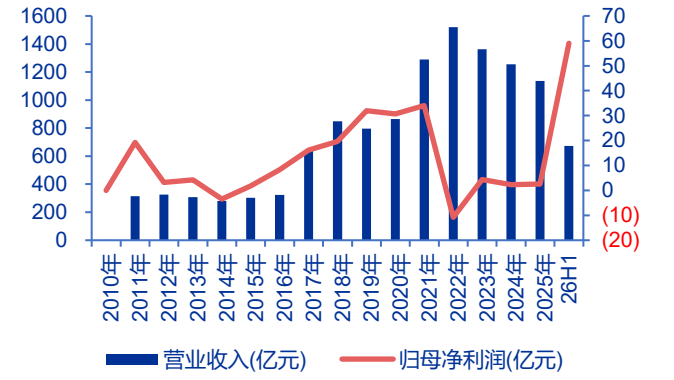
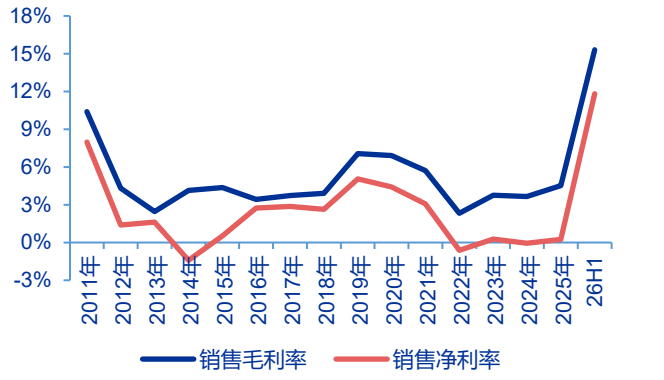


图 5：公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

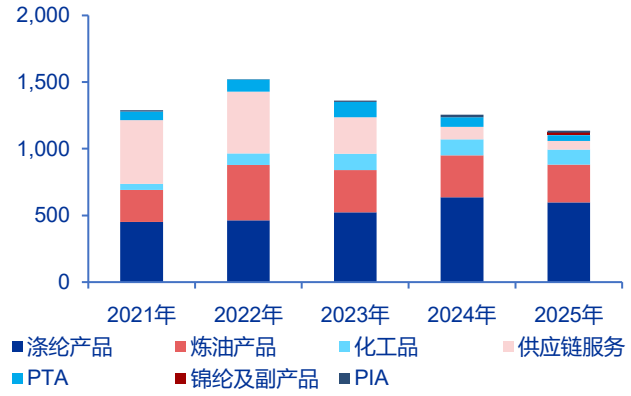
资料来源：Wind，申万宏源研究

涤纶产品稳住业绩基本盘，炼油及化工品业绩弹性大。

从营收结构看，聚酯纤维为公司第一大收入来源，2025 年实现收入 597.44 亿元，占总营收的 52.6%；炼油产品、化工产品分别实现收入 284.78 亿元、110.90 亿元，占比分别为 25.1%、9.8%；2025 年新增锦纶及副产品收入 18.20 亿元，占比 1.6%，广西项目于 2025 年 10 月转入试生产，开始贡献收入增量；其余 PTA、PIA 分别实现收入 44.16 亿元、14.12 亿元，供应链服务收入自 2021 年的 477.57 亿元大幅压缩至 2025 年的 65.67 亿元，占比降至 5.8%，收入结构持续向制造业主业聚焦。

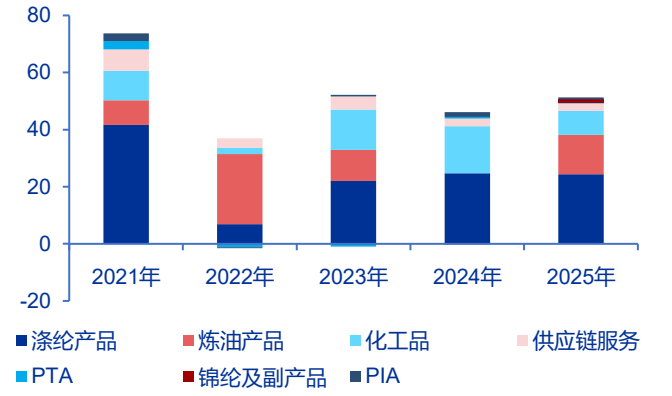
从毛利结构看，涤纶产品毛利率 4.07%，同比提升 0.18 个百分点；2025 年炼油产品毛利率 4.86%，同比提升 4.94 个百分点，扭转 2024 年-0.08%的亏损局面，成为毛利改善的核心驱动；化工产品毛利率 7.63%，虽同比下降 6.00 个百分点，仍为主要板块中最高水平；PTA 毛利率 0.37%，维持微利状态；新增的锦纶及副产品毛利率 6.83%，新业务盈利开局良好。

图 6：公司营收构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司毛利润构成（单位：亿元）

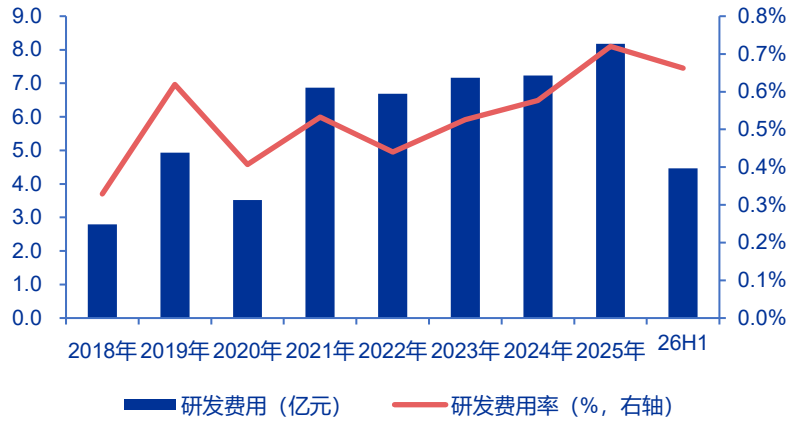


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 研发投入持续加码，科技恒逸赋能产业升级

公司以研发创新打造“科技恒逸”战略，以创新驱动发展，研发投入稳步增长。2018-2025 年，公司研发费用从 2.79 亿元增至 8.17 亿元，研发费用率由 0.33%提升至 0.72%，2026 年上半年研发费用 4.46 亿元，同比增加 5.5%，持续保持高强度投入，为"油头、煤头、布头"三路协同战略提供技术支撑。

图 8：公司研发费用与研发费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

长期高研发投入结出累累硕果，赋能公司未来发展。在锦纶板块，公司联合东华大学、浙江理工大学、浙江大学攻关的"聚酰胺6连续聚合熔体直纺关键技术及产业化"项目于2026年 7 月通过中国纺织工业联合会成果鉴定，整体技术达到国际领先水平，实现全球首次万吨级 PA6 熔体直纺产业化应用，较传统切片纺工艺水耗降低约 80%、电耗下降约 30%，公司拟依托该技术新建 40 万吨 PA6 直纺项目，有望重塑锦纶市场供给格局；在废纺回收板块，公司自研连续萃取工艺可直接处理涤纶含量约 70%的混杂废旧纺织品，突破行业 90%以上的原料门槛，制得 BHET 收率与纯度均达原生级标准，已申请 30 项国家发明专利，工艺路线较海外同业流程更短、能耗与成本更低，构成显著的先发技术壁垒；在“三新项目”板块，新产品方面，公司逸泰康、蓓特尔、阻燃聚酯、抗污尼龙等多项差别化纤维均已实现产业化；新材料方面，公司已实现钛系催化剂、二氧化钛消光剂、涤纶纺丝油剂及纺丝色母粒等三剂一母粒的自主研发国产化替代，有效降低企业生产成本；新工艺方面，公司自主研发的气相重排及双氧水工艺均已实现产业化应用，助力广西己内酰胺-聚酰胺项目盈利提升。

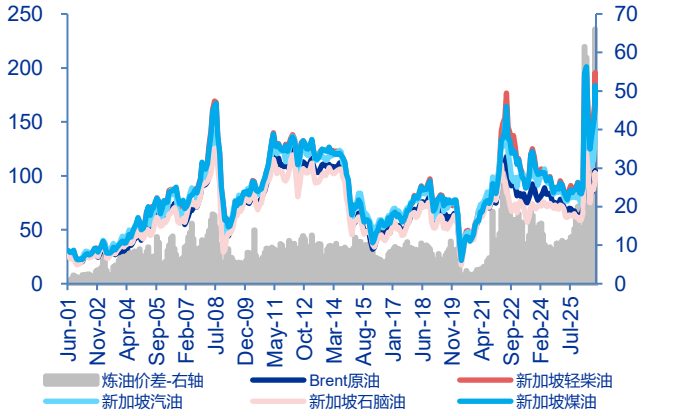
仅供内部参考，请勿外传

2.海外炼油：炼油价差抬升，东南亚成品油缺口加剧

2.1 全球油品供应链扰动加剧，海外炼油价差有望维持高位

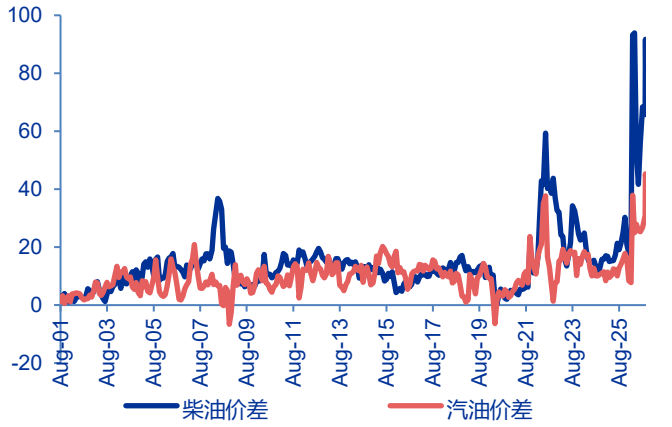
新加坡综合炼油价差自 2025 年下半年以来持续走扩，2026 年 3 月中东地缘冲突升级以来进一步抬升，目前已升至历史极值附近，海外炼油环节利润中枢明显上移，海外高炼油价差有望延续。

图 9：新加坡炼油价差（美元/桶）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：新加坡汽油、柴油与原油价差（美元/桶）



资料来源：Wind，申万宏源研究

短期来看，中东和俄罗斯炼能受损直接压缩全球成品油现货供应。中东方面，2026 年 2 月底地缘冲突以来，先后有 658 万桶/日以上炼能受袭、停产或降负，当前仍有约 66-90 万桶/日炼能处于完全停车状态，242.2 万桶/日炼能降负运行。俄罗斯方面，2025 年 8 月以来至少 25 座炼厂遭无人机袭击；2026 年 7 月受袭叠加检修产能约 430 万桶/日、约占其名义炼能的 58%，7 月原油加工量约 360 万桶/日，为 2002 年以来最低水平；截至 2026 年 9 月实质停产产能约 259.6 万桶/日，降负产能约 168 万桶/日，俄罗斯成品油出口禁令延长至 2027 年 1 月。与此同时，中国收紧成品油出口配额，美国炼厂开工率保持在 95%以上但成品油库存仍在下降，全球油品供给弹性和库存缓冲不足，炼油价差对供给扰动的敏感度显著抬升。

表 2 中东炼厂受损情况统计（万桶/日）

地区	国家	炼厂	总产能	受影响产能	当前状态	受损原因
尚未复产			**66-90**	**66-90**		
中东	伊朗	Abadan 阿巴丹	26-50	26-50	全停	2026 年 2 月 28 日美以开战首日遭毁灭性打击
中东	伊朗	Bandar Abbas	—	—	全停	2026 年 4 月遇袭
中东	沙特	Jazan 吉赞	40	40	全停	2026 年 7 月 25 日遭袭全停，IGCC 气化发电装置及罐区受损
降负运行			**242.2**			
中东	科威特	Al-Zour 祖尔	61.5	部分装置	提负恢复中	2025 年 10 月火灾（11 月底恢复）；2026 年 3 月战争降负；7-18 停电再关部分装置；IIR（8 月底）称供应增加

仅供内部参考，请勿外传

中东	巴林	Sitra 锡特拉	36	峰值 36→缺口约 30	重度受损（仅 10-12 万运行）	3 月两次袭击损毁 2 套 CDU 及罐区；Kpler（9 月初）：当前运行仅 10-12 万桶/日，Q4 升至约 15 万；The National 9-3 称“Bapco is gone”
中东	卡塔尔	Ras Laffan 凝析油炼厂	—	LR2 约 14.6+GTL 约 7	低负运行	2026Q2 预防性关停后未完全复运；Pearl GTL Train 2（约 7 万桶油当量/日）Shell 确认停至 2027Q1 末（前提：霍尔木兹通行）
中东	卡塔尔	Mesaieed	15.7	部分装置	低负运行	2026 年 3 月起降负
中东	伊朗	Shahid Tondgooyan 德黑兰南	25	部分装置	部分受损	2026 年 3 月 7 日遭袭储罐起火
中东	科威特	Mina Abdullah	46	峰值 46	恢复中	遭袭受损后长期停工，7 月中旬起提负；8 月中旬以来无新袭击报道
中东	沙特	SATORP 朱拜勒	46	14	约 70%负荷运行	2026 年 4 月遭袭，一条加工线受损；4-14 起恢复约 23 万桶/日；6-17 TotalEnergies 确认维持约 70%负荷（缺口约 14 万）
中东	伊朗	Lavan 拉万	12	峰值 12	部分关停	遭袭后约 10 天内部分复产（4 月中部分复产）
已完全恢复			**325.9**			
中东	沙特	Ras Tanura 拉斯塔努拉	55	峰值 55	已恢复	2026 年 3 月遇袭预防性全停；3 月 10 日起重启；6-10 新柴油加氢处理装置投产
中东	伊拉克	库区 Erbil(Kar)/Lanaz	—	—	已恢复	遭无人机袭击后恢复正常
中东	沙特	SAMREF 延布	33	—	已恢复	战时曾受扰动
中东	科威特	Mina Al-Ahmadi	34	峰值 34	已恢复	2026 年 3 月遭袭停工
中东	阿曼	Duqm 杜库姆	25	—	已恢复	2026 年 3 月降负，7 月已满负荷；位于霍尔木兹外、接近满负荷，已转用国产原油
中东	沙特	利雅得炼厂	12	—	已恢复	2026 年战时遭袭受扰
中东	阿曼	Sohar 苏哈尔	—	—	已恢复	战时降负后恢复
中东	沙特	YASREF 延布	40	—	已恢复	战时降负后恢复
中东	伊拉克	Karbala 卡尔巴拉	15	—	已恢复	新厂满负荷；FCC 装置正按 3 个月计划爬坡至 5.5 万桶/日
中东	阿联酋	Ruwais 鲁维斯	92.2	峰值 92.2	已恢复	2026 年 3 月遇袭预防性全停；7 月底恢复满负荷（Bloomberg 8-31）；ADNOC 成品油出口恢复至战前约 70%（约 42 万桶/日，Vortexa），主因霍尔木兹物流而非炼能
中东	以色列	Haifa 海法	19.7	—	已恢复	3-19/20 遭伊朗导弹袭击但损害有限；Q2 盈利 2.63 亿美元并获 2.45 亿保险赔付；9 月上旬炼厂本身无异常

资料来源：Bloomberg，Reuters，IIR，申万宏源研究整理

表 3 俄罗斯炼厂受损情况统计（万桶/日）

国家	炼厂	总产能	受影响产能	受影响原因	复产时间/预期
	尚未复产	**259.6**	**259.6**		
俄罗斯	Tuapse 图阿普谢（Rosneft）	24	全停	2025 年多次遇袭、12-31 停工；2026-04-16 再袭大火、04-20 二袭；港口 2 月恢复出口、炼厂未复产	未复产

仅供内部参考，请勿外传

俄罗斯	Slavyansk-on-Kuban（民营）	10	全停	2025-08-13 遇袭起火后全停	未明确
俄罗斯	Syzran（Rosneft）	17	全停	2025 年 8 月全停；2026 年 5 月再袭损 AVT	未明确
俄罗斯	Novokuibyshevsk（Rosneft）	20	全停	2025 年 8 月停产；2026 年 5 月约 25%负荷→7 月底全停	未明确
俄罗斯	Kuibyshev/Samara（Rosneft）	16	全停	2026 年遇袭后停工	未明确
俄罗斯	Kirishi/KINEF（Surgut）	34	全停	2026-05-05 全停后曾约 50%负荷；8-30 再遭袭、9-2 全停；卫星确认 ELOU-AT-1(170 万吨)、ELOU-AT-6(760 万吨)被毁，>60%一次产能离线	复产时间未定
俄罗斯	NORSI/Kstovo（Lukoil）	34	全停	2026-05-20、07-02 两度遇袭后；8-26 再遭袭全停，多套装置受损；Lukoil 四大主力厂（Volgograd、Perm、Kstovo、乌赫塔方向）均处停产	修复期未知
俄罗斯	Perm 彼尔姆（Lukoil）	26	全停	2026-05-07 遇袭；07 月底再袭停一套 CDU；8-21 停工；9-6 夜再袭（Zelensky 确认打击 Perm 州炼厂）	未明确
俄罗斯	Ust-Luga（Novatek 凝析油综合体）	14.6	全停	2026-09-01 遭袭，乌总参称已“完全停产”	未明确
俄罗斯	Ryazan 梁赞（Rosneft）	34	全停	2026-05-15 全停→~60%；8-3 卫星显示 4 套常减压已损 2 套；9-6 再袭 Izomalk-2 异构化装置起火	未明确
俄罗斯	Volgograd 伏尔加格勒（Lukoil）	30	全停	2025-08 大规模袭击大火；2026-07-31 起停产（7 月末曾恢复约一半），之后无新公开信息	未明确
	降负运行	**225**	**168**		
俄罗斯	Tyumen 秋明（最大民营）	18	局部受损	2026-07-25 遇袭全停（260 万吨/年柴油加氢烧损）；8-25 无人机坠落再起火	汽油线无时间表
俄罗斯	YANOS/Yaroslavl 雅罗斯拉夫尔	30	部分装置停车	2026 年 5 月起低负荷；8-6、8-28 两度起火（8-28 卫星见 AVT-3 附近 2 处弹着点）	未明确
俄罗斯	Moscow 莫斯科（Gazprom Neft）	24	严重受限	2026-05-17 停工、06-18 Kapotnya 再袭；估仅恢复约 1/3	预计停至 2027 年初
俄罗斯	Omsk 鄂木斯克（Gazprom Neft，俄最大）	45	部分复产中	2026-07-06 遇袭：CDU-10（占 38%产能）烧损、CDU-11（37%）联动停机；S&P（Daniel Evans）：俄近期产能恢复“主要靠重启 Omsk”，CDU-11 有望近期恢复	CDU-11 近期可复产；封存 CDU-7/8 理论可启
俄罗斯	Saratov 萨拉托夫	14	装置停（再遭袭）	2026-07-08 遇袭全停、8-2 再袭后部分复产；9-8 再袭 ELOU-AVT-6 起火（10 伤）	未明确
俄罗斯	TANECO+TAIF-NK 下卡姆斯克	48	部分装置受损	2026-07-08 遇袭、08-10 再袭（12 死 39 伤）；9-6 夜再袭（鞑靼斯坦，具体厂未确认）	未明确

仅供内部参考，请勿外传

俄罗斯	Afipsky / Ilsky（克拉斯诺达尔）	16	局部受损	Ilsky 8-8 再袭（6 伤）；Afipsky 8-25 袭起火（2 死 2 伤）	未明确
俄罗斯	Astrakhan GPP（凝析油）	15	部分停车	2026-08-25 两套气体分离装置被袭	未明确
俄罗斯	Novoshakhtinsk 新沙赫京斯克	15	全停→修复中	2025 年 8 月、12-25 遇袭停产；8-25 凌晨再遭袭停产，卫星见 2 套 AVT 受损+维修吊车	或部分复产中

资料来源：Reuters，FT，申万宏源研究整理

中长期来看，亚太、欧洲炼能加速退出、全球新增炼能投放放缓，成品油市场趋向紧平衡。退出端，欧洲 2020 年以来已永久退出炼能约 102 万桶/日，包括德国 Wesseling（15 万桶/日）、英国 Grangemouth（15 万桶/日）、英国 Lindsey（约 11 万桶/日）等，IEA 预计欧洲已宣布的关闭计划仅为未来出清量的 10-20%；日本 2020 年以来永久关闭炼能约 48 万桶/日、约占全国炼能的 15%，日本石油消费已降至 1980 年以来最低。新增端，IEA 预计 2024-2030 年全球炼能净增仅约 250 万桶/日（毛增 420 万、关停 160 万），且新增集中于中国、印度和中东的炼化一体化项目，绿地项目基本停滞，西方油气巨头资本开支转向股东回报与低碳业务、持续退出炼油资产。欧美老旧炼能退出与新兴市场油品消费增长形成错配，全球油品系统冗余下降，一旦遭遇地缘扰动或计划外停工，供给缺口更容易以价差放大的形式反映。

表 4 2020 年至今日本炼厂退出明细（万桶/日）

国家	炼厂	所有者	退出产能	退出时间	现状
日本	大阪炼厂 CDU	ENEOS	11.5	2020 年 9 月	永久关闭；与中石油合资装置转移至千叶炼厂
日本	根岸炼厂 1 号 CDU	ENEOS	12	2022 年 10 月	永久关闭
日本	和歌山炼厂（1941 年投产，最老）	ENEOS	12.75	2023 年 10 月	永久关闭，改造为 SAF 工厂（40 万千升/年，约 7000 桶/日，2026 年投产目标）
日本	山口炼厂（西部石油）	出光兴产	12	2024 年 3 月	永久关闭；EIA 测算两座炼厂合计占全国炼能 7%
合计			**48.25**		

资料来源：EIA，Argus，申万宏源研究整理

表 5 2020 年至今欧洲炼厂退出明细（万桶/日）

国家	炼厂	所有者	退出产能	退出时间	现状
比利时	安特卫普 Antwerp	Gunvor	11	2020 年 5 月	停止原油加工、无限期封存，保留码头功能
法国	Grandpuits	TotalEnergies	10	2021 年初	停止原油加工，转型生物燃料+塑料回收综合体
芬兰	Naantali	Neste	5	2021 年宣布	永久关闭
挪威	Slagen	ExxonMobil	11.6	2021 年 6 月	永久关闭，转型油品进口码头
意大利	利沃诺 Livorno	Eni	8.4	2022 年底宣布、2024 年执行	停止原油加工，评估转型生物炼厂，保留润滑油业务
荷兰	鹿特丹 Rotterdam	Gunvor	8	2020 年停止原油加工；2024/12 封存升级装置	转向氢能/植物油共处理

德国	Wesseling（莱茵兰厂区一半）	Shell	15	2025 年 4 月	加氢裂化装置改造为 III 类基础油（30 万吨/年，占欧盟需求 9%）；相邻 Godorf 19 万桶/日保留
英国	格兰杰莫斯 Grangemouth	Petroineos (INEOS/中石油)	15	2025 年 4 月	全厂关闭，转型进口码头；加氢裂化炼厂
英国	Lindsey	Prax Group	11.3	2025/6 进入破产管理、2025/10 全停	无人接盘、彻底关闭；英国仅剩 4 座大型炼厂
德国	盖尔森基兴 Gelsenkirchen-Scholven	BP	7	原定 2025Q3，已两度推迟	2025/2 宣布全厂出售，全厂炼能 25.7 万桶/日；因欧洲柴油紧张延期，2025 年底前找买家
合计			**102.3**		

资料来源：S&P Global，Argus，申万宏源研究整理

除炼能收缩外，全球石化产能也在经历一轮出清。以韩国为例，2025 年以来，韩国已批准或启动退出的乙烯产能合计约 390 万吨/年。东北亚乙烯主流工艺为石脑油裂解，乙烯产品难以储运，主要在当地生产成下游产品再进行贸易，乙烯产能退出是石脑油裂解及下游碳二衍生产品产能的下降，意味着韩国乃至东北亚地区石化加工能力同步收缩，进一步加剧全球油品—化工品系统的供给紧平衡格局。

表 6 韩国退出乙烯产能统计（万吨/年）

国家/地区	所有者	退出产能（万吨/年）	退出时间	状态
韩国 大山	乐天化学	110	2026 年 2 月获批停运，计划停运三年	已批准，临时退出，装置临时停运三年，下游重复亏损衍生品装置同步停运。政府配套 2.1 万亿韩元支持包
韩国 丽水	韩华解决方案、DL 化学各 50%	50	2025 年 8 月 8 日因亏损停运；2026 年 3 月决定永久关闭	已批准永久关闭
韩国 丽水	韩华解决方案、DL 化学各 50%	140	2026 年 3 月 6 日提交重组计划（2026 年 7 月 22 日获批准）	已批准永久关闭
韩国 丽水	LG 化学	90	2026 年 3 月起停产	临时关停，受霍尔木兹海峡封锁导致石脑油断供，原料恢复后计划复产

资料来源：S&P Global，Argus，申万宏源研究

展望未来，预计海外炼油价差有望较长时间维持高位运行。中东和俄罗斯停产炼能恢复尚需时日、俄罗斯成品油出口受限趋于常态化、北半球出行旺季需求仍有支撑，海外出口型炼厂将直接受益于炼油价差上行。

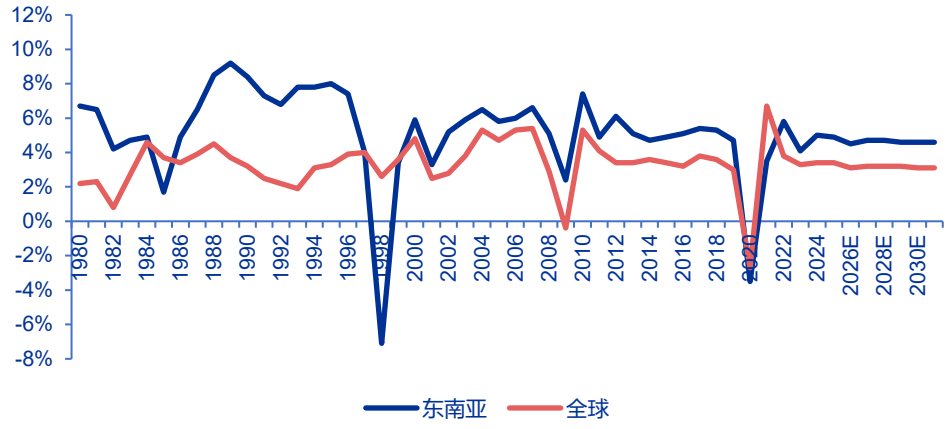
2.2 东南亚成品油需求强劲，炼能相对短缺

IEA 预计到 2030 年东南亚油品需求增量达 4900 万吨/年，贡献全球油品需求增量的 39%，是全球需求增长最快的区域之一。油品消费增速与 GDP 增速基本呈正相关，根据国际货币基金组织（IMF）预测，东南亚 GDP 增速长期高于全球，东南亚油品需求增速领先全球。2024 年东南亚区域油品总需求达 713 万桶/日，其中印尼以 209 万桶/日居于首位，新加坡需求 151 万桶/日，主体为船加油而非道路消费（2025 年船加油量 5,677 万吨，全球第一、约占全球 %）；文莱由于当地人口数量少，国土面积小，油品需求仅约 . 万

仅供内部参考，请勿外传

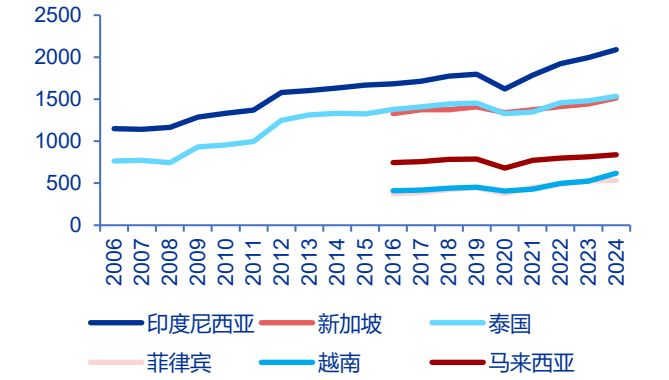
桶/日。分产品需求看，东南亚油品消费中柴油/中间馏分占 25.9%、汽油占 22.2%、燃料油占 12.8%（主要为船加油）、煤油/航煤占 8.5%，其余为 LPG、石脑油等。

图 11：东南亚与全球实际 GDP 增速预测



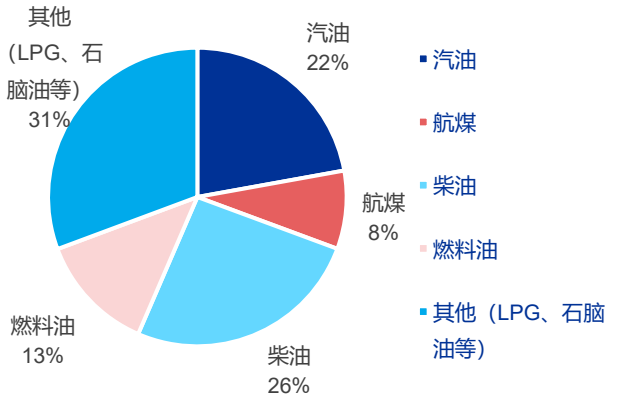
资料来源：IMF 国际货币基金组织，申万宏源研究

图 12：东南亚各国油品需求变化（万桶/日）



资料来源：OPEC 欧佩克，申万宏源研究

图 13：东南亚油品分产品需求结构（2024 年）



资料来源：OPEC 欧佩克，申万宏源研究

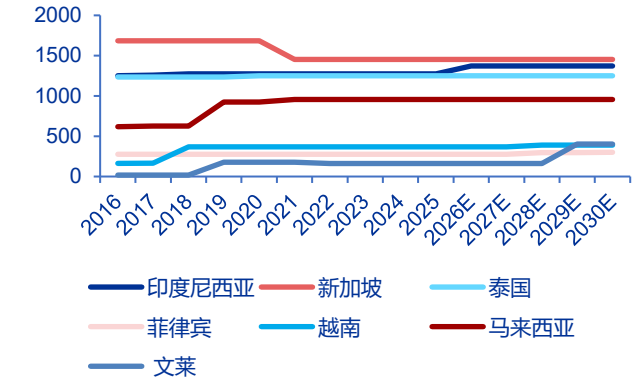
东南亚多数国家炼能供不应求，为区域内富余炼能提供稳定的外销市场。东南亚区域炼油产能约 573 万桶/日（约 2.85 亿吨/年），按照炼油产能规模可分为两大梯队：第一梯队是日加工量超过百万桶的新加坡、印尼和泰国，截至 2025 年炼能分别为 145 万桶/日、137 万桶/日、125 万桶/日，其中新加坡主要承担贸易、定价、仓储与船加油枢纽职能，印尼、泰国则以服务本国市场为主；第二梯队是马来西亚、越南和菲律宾，这些国家的炼厂单体规模偏小，合计产能约 160 万桶/日。截至 2024 年，东南亚仅有马来西亚和文莱炼能在满足当地需求外还有富余，其他国家印度尼西亚、新加坡、泰国、越南、菲律宾油品需求缺口分别为 81.8、6.1、28.4、25.2、25.7 万桶/日。

PMB 一期助力文莱跃居炼油第二梯队，二期投产跻身东南亚前五。恒逸文莱 PMB 一期项目投产以前，文莱仅有 Seria 炼厂一座燃料型炼厂在产，该炼厂由壳牌与文莱政府合资设立，于 1983 年投产、2021 年关停拆除，拆除前原油加工量 1.8 万桶/日。恒逸文莱 PMB

仅供内部参考，请勿外传

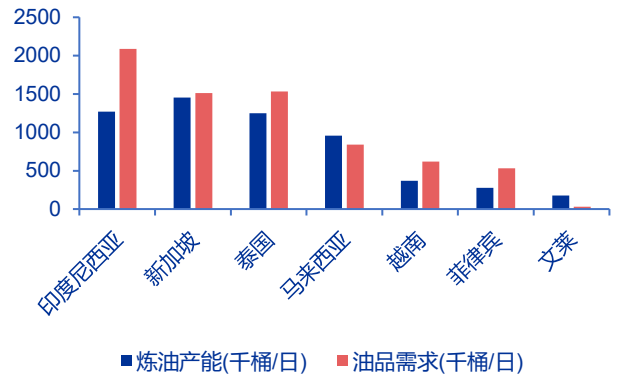
一期 16.1 万桶/日为东南亚最新一代炼化一体化装置，该项目投产助力文莱跃居东南亚炼油第二梯队；预计 PMB 二期项目投产后，文莱炼能将达到 40.3 万桶/日，超越菲律宾和越南成为东南亚第五大炼油国。

图 14：东南亚各国炼油产能变化及预测（千桶/日）



资料来源：OPEC 欧佩克，申万宏源研究

图 15：东南亚各国炼油产能与油品需求对比



资料来源：OPEC，EIA，Energy Institute，申万宏源研究

东南亚本地新增炼能有限，区域供需缺口将长期存在。根据 IEA《Oil 2025》，2024-2030 年东南亚区域明确的新增炼能仅为印尼 Balikpapan 扩建（新增炼能 10 万桶/日，预计 2026 年投产）、泰国 Thai Oil Sriracha 清洁燃料项目（净新增炼能 10.5 万桶/日，预计 2028 年投产）和文莱恒逸 PMB 二期（新增炼能约 24 万桶/日，预计 2028 年底建成）等少数项目，合计净增 44.5 万桶/日（约 2225 万吨/年），远不及区域需求增量 4900 万吨。

同期全球新增炼能集中于印度的炼化一体化项目，主要服务本土市场，西方油气巨头则持续收缩炼油资产——壳牌已出售新加坡 Pulau Bukom 炼厂、BP 拟出售德国 Gelsenkirchen 炼厂、雪佛龙拟将亚洲下游资产售予 ENEOS。叠加日韩欧洲炼能退出趋势，东南亚成品油缺口将长期依赖区域内富余炼能承接，恒逸文莱 PMB 项目作为东南亚最新一代化工型炼化一体化装置，区位优势与稀缺性将进一步凸显。

2.3 恒逸文莱炼厂：面向东南亚成品油市场，二期扩能巩固区域地位

文莱油气资源丰富，优化恒逸文莱 PMB 项目原料供应和成本。根据 OPEC 统计，2024 年东南亚区域探明原油储量合计约 109 亿桶，其中文莱原油储量 11 亿桶、位居区域第四，天然气储量 217 十亿立方米、位居区域第三；油气部门 2024 年贡献了文莱 GDP 的 46.7%。受益于文莱当地丰富的油气资源和地理位置优势，恒逸文莱 PMB 项目从东南亚当地直采原油，部分原油可由文莱当地油田直接船运进厂；PMB 二期原材料改用重油，有望实现原料价格贴水。

表 7 文莱原油资源储量（截至 2024 年）

	原油储量(亿桶)
全球	15,669
东南亚合计	

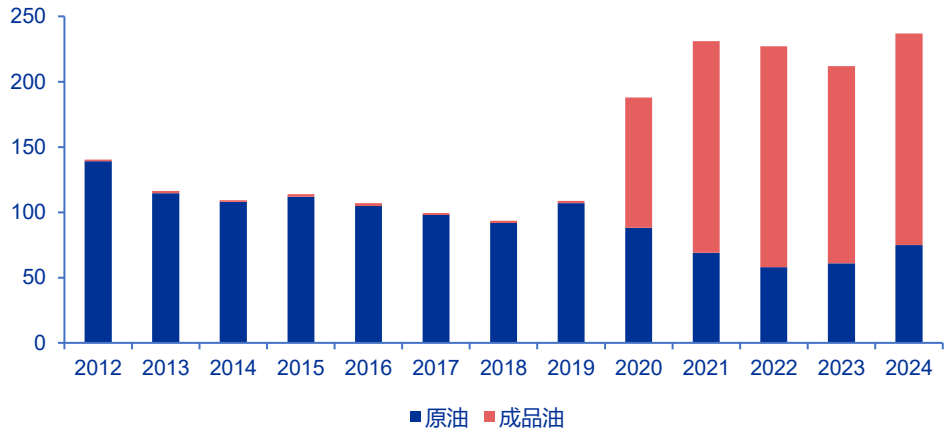
东南亚占比（%）	0.7%
其中： 文莱	11
马来西亚	27
印度尼西亚	24.1
越南	44
泰国	2.5

资料来源：OPEC 欧佩克，申万宏源研究

恒逸文莱 PMB 一期项目在东南亚区域油品贸易格局中占据重要地位。炼化是文莱政府重点支持产业，文莱政府将下游炼化列为“2035 宏愿”经济多元化五大优先产业之首，恒逸文莱 PMB 项目正是当地炼化产业的核心载体。恒逸文莱 PMB 一期项目使得文莱由原油出口国升级为原油+成品油出口国，2024 年文莱原油+成品油出口合计 23.7 万桶/日、其中成品油出口 16.2 万桶/日，原油出口 7.5 万桶/日，成品油出口量已明显超过原油，出口产品结构实现从“卖资源”到“卖产品”的升级转变。2024 年文莱成品油出口额 33.5 亿美元，前三大目的地为澳大利亚（14.9 亿美元、占 44%）、新加坡（9.45 亿美元）和马来西亚（4.52 亿美元）；原油出口 21.1 亿美元。公司年报显示，2025 年文莱 PMB 炼厂炼油产品外销 607 万吨，主要销往东南亚及澳洲；化工品外销 218 万吨，主要产品是 PX，销往逸盛 PTA 生产基地。

恒逸文莱 PMB 二期项目进一步巩固其在东南亚油品和化工品供应链中的地位。恒逸文莱 PMB 二期项目规划新增炼能 1,200 万吨/年，产品结构以高附加值产品为主，主要生产柴油、PX、苯等成品油及化工产品。恒逸文莱 PMB 二期项目通过原料调整、产品收率提升与产品结构优化，有望显著提升项目盈利能力。

图 16：文莱原油及成品油出口数量（千桶/天）



资料来源：IEA 国际能源署，申万宏源研究

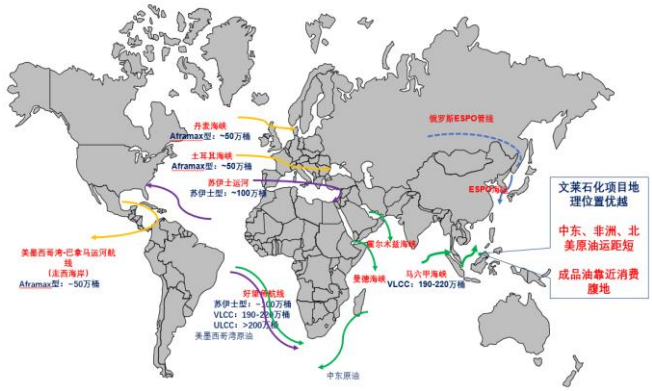
恒逸文莱 PMB 项目同时享有显著的税费与物流优势。

1) 税费方面，文莱不征收个人所得税、营业税、工资税、生产税及出口税，项目持有本地先锋企业证书和出口企业证书，可享受企业所得税减免（税率 18.5%），符合条件最长可达 20 年，总体税负节省明显；

仅供内部参考，请勿外传

2) 物流方面，项目地处全球第二大石油贸易咽喉马六甲海峡东侧、临近新加坡贸易枢纽，文莱当地物流成本低于国内炼厂，所产 PX、苯等重要聚酯原料直供公司国内聚酯及广西己内酰胺-锦纶基地，实现全产业链原料自给。

图 17：全球主要石油海运航线示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：钦州港区位示意图



资料来源：中化新网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

3.聚酯格局优化长丝价值抬升，下游补库可期

3.1 聚酯产业链格局优化，长丝环节价值抬升

行业协同格局稳固，长丝环节在聚酯产业链中的话语权抬升。由于上下游产能并非同步扩张，我国聚酯产业链利润在不同环节之间的分配发生过多次转移：2010 年左右，我国 PX 产能投放远远落后于下游 PTA 和长丝产能投放，我国 PX 主要依赖进口，利润主要留存于韩国和日本 PX 生产企业；自 2015 年以来，上游 PX 产能扩张加速，产业链话语权开始下移，而 PTA 环节产能集中度增强，PTA 行业话语权增强，产业链利润从 PX 转移至 PTA；2021-2024 年民营大炼化投产，PTA 产能进入新一轮投放期，产业链利润进一步下移至长丝；2025 年至今，长丝行业产能靠前的长丝企业之间协同良好，长丝价差缓慢上涨，价差明显走扩。

图 19：我国聚酯产业链上下游产能结构



资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

新增产能有限，看好涤纶长丝景气复苏。根据钢联数据，2025 年涤纶长丝行业新增产能为 281 万吨，扣除长停 60 万吨后，净增产能 221 万吨，产能增速约 4.3%，较 2023 年的 7.8%明显回落。2026-2027 年长丝产能增速预计分别为 4.1%和 4.3%，且头部企业 CR6 产能占比已达 80%以上，非头部企业扩产规划愈发谨慎，仅有桐昆等头部企业产能保持增长，行业供给增长愈发有序。尽管 2023-2025 年集中释放的新增产能导致开工率承压，但随着在建产能减少，供需格局有望边际改善，为行业景气度复苏奠定基础。

图 20：国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划

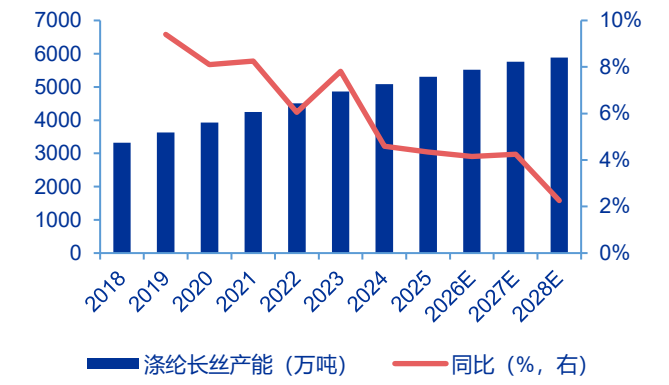
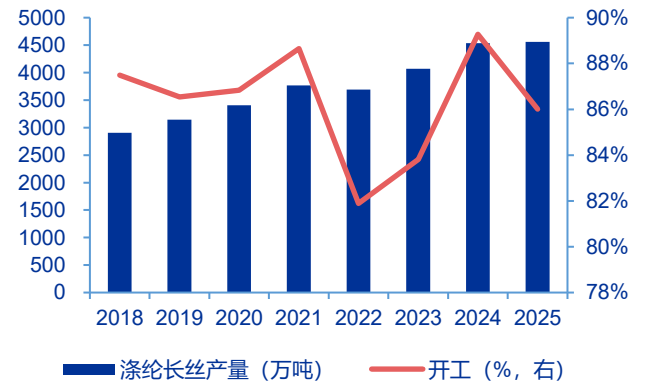


图 21：涤纶长丝产量及开工情况



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：中国化纤信息网，钢联资讯，申万宏源研究

资料来源：中国化纤信息网，钢联资讯，申万宏源研究

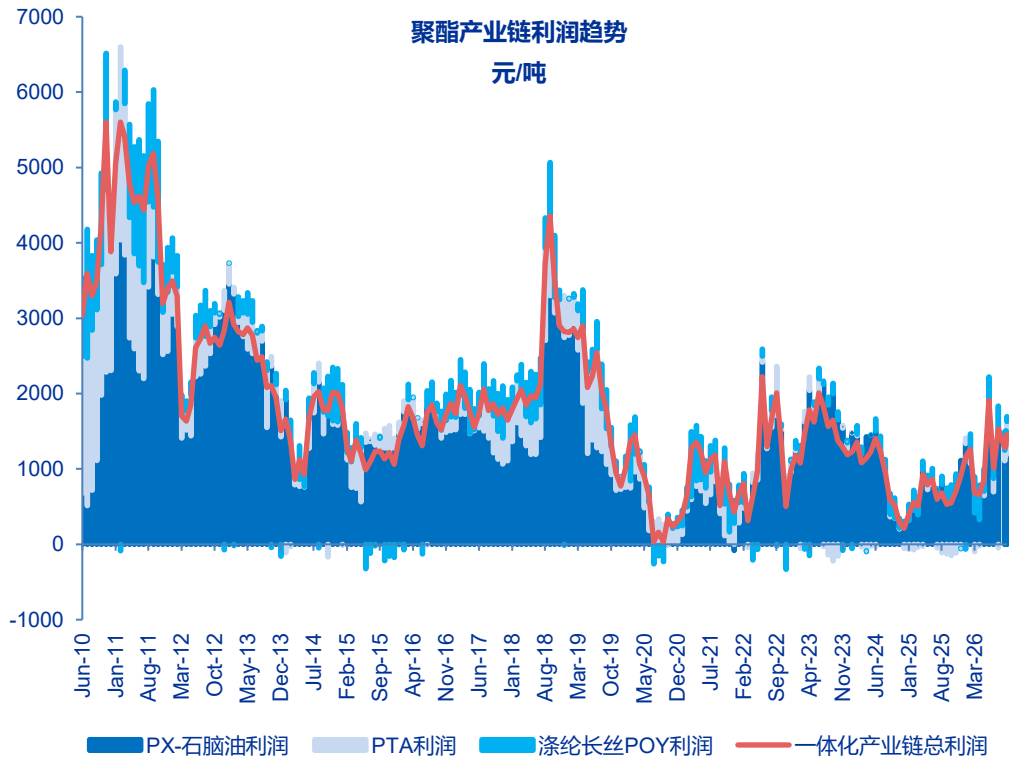
表 8 涤纶长丝供需平衡表（单位：万吨）

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	3319	3631	3925	4249	4506	4858	5081	5302	5522	5757	5887
同比		9.4%	8.1%	8.3%	6.0%	7.8%	5%	4.3%	4.1%	4.3%	2.3%
产量	2904	3142	3408	3767	3690	4072	4536	4560	4718	4964	5219
同比		8.2%	8.5%	10.5%	-2.0%	10.4%	11%	1%	3%	5%	5%
开工	87%	87%	87%	89%	82%	84%	89%	86%	85%	86%	89%
进口	13	11	9	12	9	7	7	7	7	6	7
同比		-15%	-18%	33%	-25%	-22%	3%	0%	-10%	-8%	17%
出口	230	272	274	305	335	403	393	388	420	450	480
同比		18%	1%	11%	10%	20%	-3%	-1%	8%	7%	7%
下游消费	2687	2881	3143	3474	3364	3676	4,150	4,179	4305	4520	4746
同比		7%	9%	11%	-3%	9%	13%	0.7%	3%	5%	5%

资料来源：中国化纤信息网，钢联资讯，申万宏源研究

全产业链利润再平衡，长丝环节价值抬升。上游 PX 十五五再迎新一轮扩产周期，PTA 年内暂无新增产能，而下游长丝供给投放有序，产业链利润再分配已向长丝环节倾斜。长丝行业经过 2023-2025 年深度调整后，老旧产能加速出清，头部企业凭借规模化、差异化优势稳固市场份额。2025 年下半年以来，长丝行业产能靠前的企业达成协议，一致同意限产保价，推动长丝价差走扩。

图 22：聚酯产业链利润趋势（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

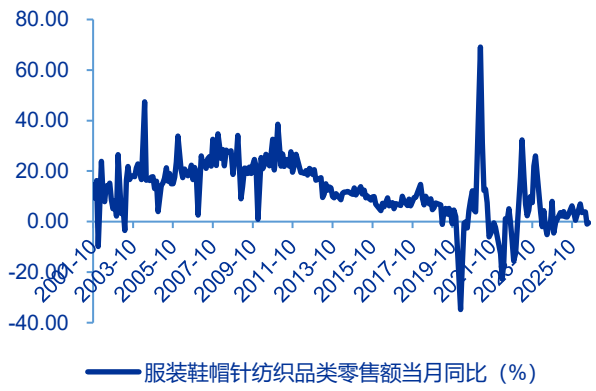
仅供内部参考，请勿外传

3.2 终端需求偏刚性，下游低库存运行补库可期

涤纶渗透率持续提升，应用领域不断拓宽。多年来，聚酯纤维通过不断降低成本、性能改进，应用范围也在不断增长。2010 年以前，涤纶在全球各类纤维用量中的份额不到 50%；2024 年，全球各类纤维（包括棉花、涤纶、粘胶、尼龙、丝绸、羊毛等）的需求量约为 1.3 亿吨，其中，涤纶用量 7700 万吨，在全球各类纤维用量中的份额提升至 59%。

下游服装家纺景气度向好，纺织品出口需求稳定。国内服装方面，2025 年至今，国内需求逐步复苏，服装鞋帽针织纺织品单月零售额多数月份同比正增长；国内家纺生产端景气度持续高位运行，2026 年 8 月柯桥纺织指数家纺类生产景气指数同比增长 9.8%，景气度位于近 5 年偏高位置，显示生产端信心。出口方面，2025 年纺织品出口额达到 1426.1 亿美元，同比增长 0.4%，虽然出口增速较 2024 年有所放缓，但出口额仍保持相对较高的水平；2026 年 1-8 月服装累计出口额达到 1053 亿美元，同比增长 2.5%，纺织品出口额达到 980 亿美元，同比增长 3.7%。

图 23：中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比(%)



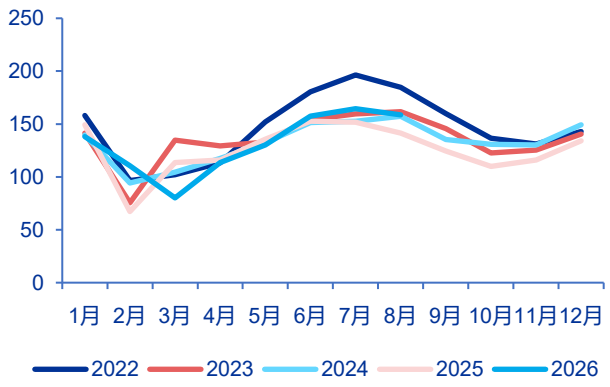
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：中国:柯桥纺织指数:家纺景气指数



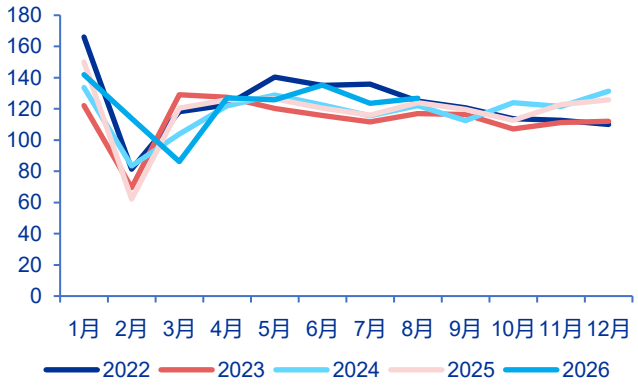
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：我国历年服装出口额（亿美元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：我国历年纺织品出口额（亿美元）

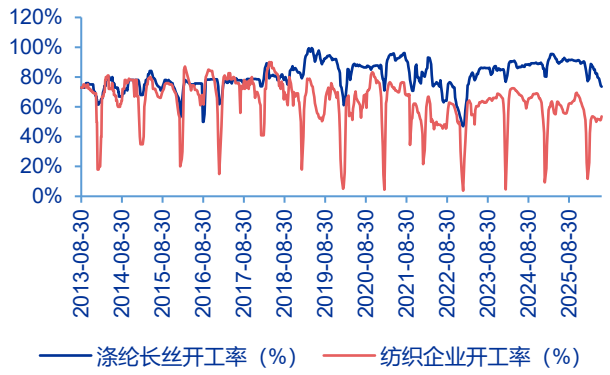


资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

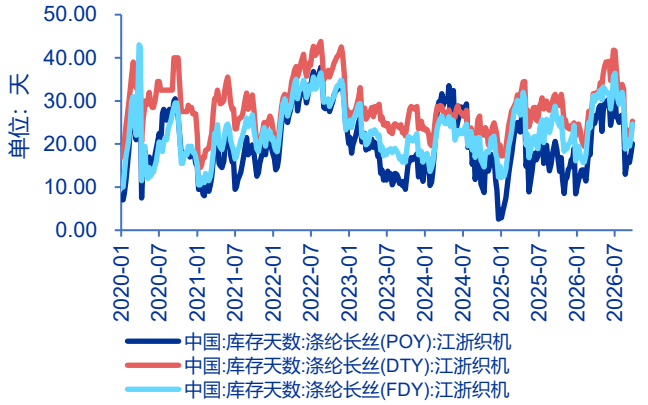
涤纶长丝开工库存略承压，但产销已出现好转趋势。2025 年国内涤纶长丝平均开工率达到 86%，全年开工维持高位；下游需求方面，2025 年全年织机开工同比基本持稳；2025 年 POY/DTY/FDY 平均库存天数分别为 16.6/27.2/22.5 天，均低于近 5 年中位数。2026 年以来由于原材料 PX、PTA 价格大幅波动，长丝开工及库存自 3 月以来出现一定承压，行至 9-10 月，下游纺织企业开工因旺季而回升，带动涤纶长丝产销放量，长丝库存从 5 月的 30 天以上明显回落，长丝产销有良好表现。

图 27：长丝及下游纺织开工率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：长丝库存降至近 5 年偏低位置



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 行业底部并购扩张，产品结构持续升级

并购与自建并行，聚酯产能规模持续扩张。

并购产能方面，2017-2018 年化纤行业周期底部，公司连续收购双兔新材料、嘉兴逸鹏（原龙腾科技）、太仓逸枫（竞拍明辉科技破产资产）、福建逸锦（原翔盛）等存量资产，并通过管理输出与技改升级：嘉兴逸鹏收购后实施 50 万吨差别化 FDY 提升改造（2020 年投产），福建逸锦按 56.6 万吨新型功能性纤维方案重建（2019 年获批），双兔装置 2021 年实际熔体产量已超设计产能。

自建产能方面，公司 2019 年起自建海宁新材料（批复 150 万吨，2021-2022 年分步验收）和杭州逸通（规划 140 万吨，一期 40 万吨已投产）两大新基地。

综上，公司现有长丝产能中，绝大部分装置投产或完成技改于 2018 年之后，聚酯单套规模达 25-50 万吨级，新装置在物耗、能耗、自动化程度上的优势转化为加工成本优势。

产品结构差异化、区域布局集群化，产业链协同效应显现。公司持续进行产品结构升级，现有产能以差别化功能性品种为主，FDY 集中于细旦、阳离子、全消光等高附加值方向（嘉兴逸鹏 FDY 全部为差别化功能品种），POY 以外售和高新、双兔的差别化直纺为主，DTY 加弹产能实现“自纺+加弹“配套，海宁基地还在向防护性纤维等定制化品种延伸。区域布局上，产能主要聚集在浙江杭州、嘉兴、海宁等化纤产业带，江苏太仓、福建晋江亦紧邻苏州、闽南等下游核心织造市场，物流半径短、客户响应快。叠加文莱炼化 PX、逸盛 PTA 的原料一体化，聚酯全产业链优势显现。

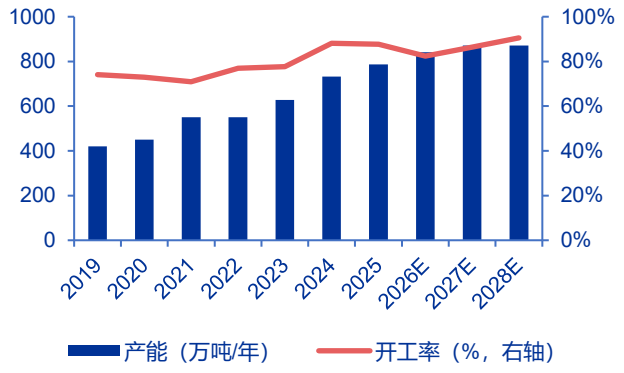
仅供内部参考，请勿外传

4.己内酰胺-尼龙 6：一体化规模优势，熔体直纺技术领航

锦纶是公司“一滴油，两根丝”双纶驱动战略中的第二根丝，公司已构建“纯苯—CPL（己内酰胺）—PA6（尼龙 6）”全产业链一体化布局。公司现有参控股己内酰胺产能 100 万吨/年、权益产能 80 万吨/年，其中巴陵恒逸 40 万吨/年装置为国内首个己内酰胺合资项目（中石化与恒逸石化各持股 50%），十余年氨肟化运营经验成熟；广西钦州年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套工程项目一期 60 万吨己内酰胺已于 2025 年 10 月转入试生产，二期 60 万吨在建，全部建成后将成为全球规模最大的单体己内酰胺-聚酰胺基地。PA6 方面，广西基地 60 万吨 PA6 产能按 2026 年 30 万吨、2027 年 30 万吨的节奏分批投放，2026 年以来装置维持高负荷运行，产品覆盖民用纤维、工程塑料及薄膜等领域，2025 年锦纶及副产品已实现收入 18.20 亿元、毛利率 6.83%，新业务盈利开局良好。

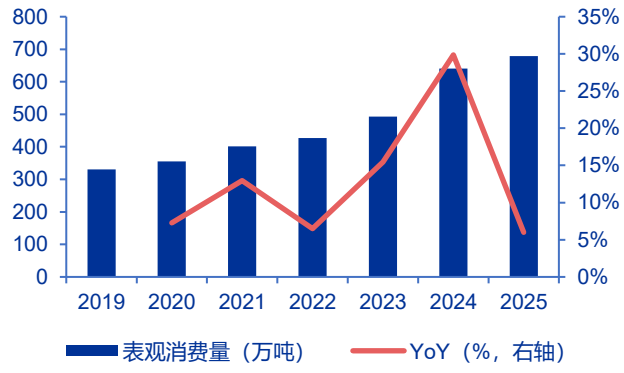
己内酰胺行业产能增速明显放缓；PA6 下游锦纶长丝及工程塑料需求维持较高增速，出口增速强劲。我国己内酰胺产能规模从 2019 年的 420 万吨/年快速扩张至 2025 年的 787 万吨/年，2026-2028 年扩产节奏趋缓，预计 2028 年产能达 871 万吨/年。从开工率看，2024-2025 年维持在 88%的高位，2026 年受到高油价影响，需求增速略有承压，但行业整体运行效率仍处于较好水平。PA6 作为己内酰胺最主要的下游应用领域，表观消费量从 2020 年的 372 万吨增长至 2025 年的 633 万吨，CAGR 为 11%，同期 PA6 出口量从 2020 年的 12 万吨快速攀升至 2025 年的 74 万吨，CAGR 为 44%，2026 年以来单月出口量均维持同比 35%以上的高增速，出口强劲增长。

图 29：己内酰胺产能及开工率



资料来源：卓创资讯，隆众资讯，申万宏源研究

图 30：己内酰胺表观消费量及增速

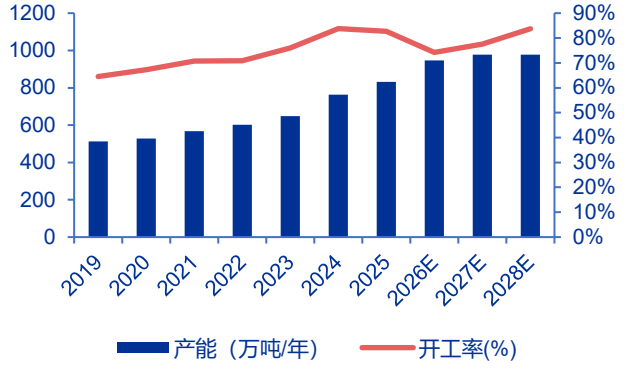


资料来源：卓创资讯，隆众资讯，申万宏源研究

图 31：PA6 产能（万吨/年）及开工率

图 32：PA6 表观消费量（万吨/年）及增速

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，申万宏源研究



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，申万宏源研究

从同行对比看，公司广西钦州 CPL-PA6 项目具备规模、工艺与一体化三重优势。规模上，项目 120 万吨己内酰胺为全球最大单厂产能，接近巴陵石化岳阳（60 万吨，总投资 164.64 亿元）、福建永荣（58 万吨，实际投资 80 亿元）的两倍，而单位产能投资强度约 1.64 亿元/万吨，明显低于巴陵石化（约 2.74 亿元/万吨）和福建申远二期（约 2.66 亿元/万吨）。工艺上，恒逸广西项目重排环节拟采用“气相重排+溶剂重排”组合路线，区别于巴陵恒逸、福建永荣等传统发烟硫酸液相重排路线——传统路线每吨己内酰胺副产硫酸铵约 1.4-1.6 吨，在硫铵价格低迷周期拖累盈利，而气相重排不消耗发烟硫酸、基本不副产硫铵，硫铵负担显著低于同业。一体化上，项目己内酰胺与 120 万吨 PA6 聚合装置按 1:1 配套，液态己内酰胺管道直供聚合，叠加巴陵恒逸十余年氨肟化运营经验，技术成熟度和开工率有保障；钦州港区位还可辐射西南、华南市场及东南亚出口，与文莱炼化形成海内外协同。

表 9 公司己内酰胺项目与同行工艺及经济技术指标对比

指标	广西恒逸新材料（钦州）	巴陵恒逸（杭州）	巴陵石化（岳阳）	福建永荣（莆田）	鲁西化工（聊城）	福建申远二期（连江）
己内酰胺产能（万吨/年）	120（一期 60 已投产，二期 60 在建）	40	60	58	60 万吨项目一期 30 万吨	40
工艺路线	气相重排+溶剂重排组合	发烟硫酸液相重排	发烟硫酸液相重排	发烟硫酸液相重排	环己酮氨肟化	帝斯曼 HPO plus 体系
PA6 配套（万吨/年）	120（一期 60 已投产，二期 60 在建，与 CPL 按 1:1 配套）	无（集团内管道直供消纳）	15	无	30（液态 CPL 直供聚合）	40
副产硫铵	气相重排基本不副产，负担显著低于同业	58 万吨/年（约 1.45 吨/吨 CPL）	现有工程 43 万吨/年	96 万吨/年（约 1.6 吨/吨 CPL）	45 万吨/年（一期）	56 万吨/年（约 1.4 吨/吨 CPL）
项目总投资（亿元）	197.23	未披露	164.64	80（变更工程实际口径）	42.51（CPL 一期 29.76+尼龙 6 装置 12.75）	106.3

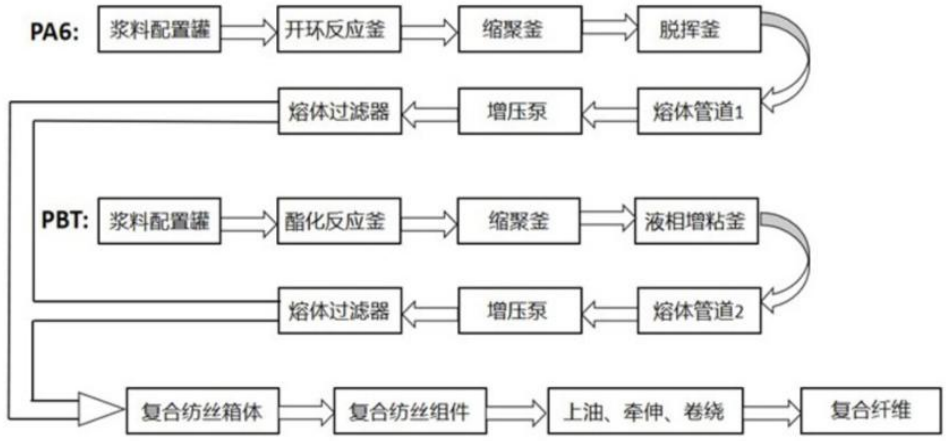
单位投资（亿元/万吨CPL）	1.64	未披露	约 2.74	约 1.38	约 1.42（依托园区公辅）	约 2.66

资料来源：各项目环评报告书及公开资料，申万宏源研究

注：单位投资=总投资/己内酰胺产能，各项目配套范围不同

尼龙 6 熔体直纺技术是公司锦纶板块的差异化核心竞争力。传统锦纶“切片纺”工艺需将聚合产物切粒、干燥后再熔融纺丝，流程长、能耗高，而 PA6 水解开环聚合体系熔体中小分子含量高、难以直接纺丝，是行业长期存在的技术瓶颈。公司恒逸研究院联合东华大学、浙江理工大学、浙江大学攻关的“聚酰胺 6 连续聚合熔体直纺关键技术及产业化”项目于 2026 年 7 月通过中国纺织工业联合会成果鉴定，整体技术达到国际领先水平，实现全球首次万吨级聚酰胺 6 连续聚合熔体直纺产业化应用；示范装置已连续稳定运行，可规模化生产半消光、全消光 POY、FDY 及易去污、弹性、阻燃等功能差别化纤维，产品各项指标均达到优等品标准。对比传统间歇切片纺工艺，该技术省去切粒、萃取、再熔融等环节，水耗降低约 80%、电耗下降约 30%，并省去切片包装、仓储、运输全链条成本，三废排放大幅削减。2026 年 8 月，公司公告拟在广西新材料及杭州逸之锦新材料合计投资建设年产 40 万吨 PA6 熔体直纺项目（FDY 22 万吨+DTY 18 万吨），总投资 48.70 亿元、建设周期 18 个月，有望凭借效率与成本的双重优势重塑 PA6 市场供给格局，进一步巩固公司在锦纶行业的竞争地位。

图 33：锦纶熔体直纺复合丝工艺流程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

5.煤制乙二醇：新疆煤头成本领先，补强聚酯产业链

国内乙二醇产能快速扩张，进口依存度持续下降。2020-2025 年国内乙二醇产能由 1578 万吨迅速扩张至 3154 万吨，产能年均复合增长率达 14.9%；截至 2025 年底，煤基合成气法工艺产能占比约 40%。随着国内产能扩张，2020-2025 年乙二醇进口量从 1054.8 万吨下降至 772 万吨，自给率由 46.1%提升至 72.5%；2026 年海外装置受原材料供应限制开工不足，预计全年进口量将进一步下滑。2020-2025 年乙二醇表观消费量持续增长，从 1929 万吨增长至 2756 万吨，年均复合增长率为 7.4%；2026 年受到高油价影响下游去库存，预计表观消费量略有承压。

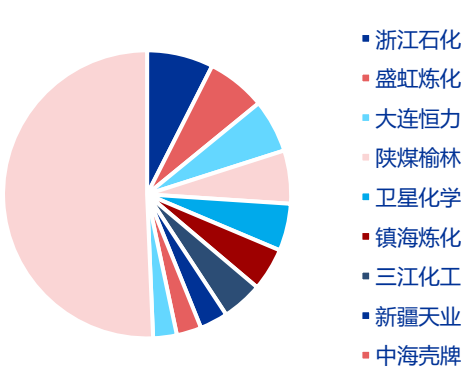
表 10 乙二醇供需平衡表（单位：万吨）

乙二醇	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	1578	2013	2504	2884	3014	3154	3407	3472	3812
yoy（%）	46%	28%	24%	15%	5%	5%	8%	2%	10%
产量	889	1190	1340	1651	1867	1999	2099	2305	2479
开工率（%）	56%	59%	54%	57%	62%	63%	62%	66%	65%
进口量	1055	843	751	715	655	772	618	600	600
出口量	6	12	4	10	17	15	15	15	15
表观消费量	1929	2052	2093	2332	2531	2756	2701	2890	3064
Yoy（%）	11%	6%	2%	11%	9%	9%	-2%	7%	6%

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

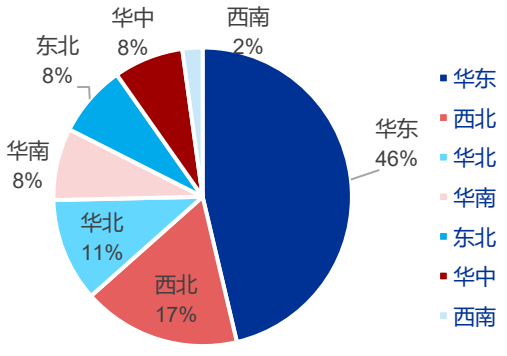
乙二醇行业格局相对分散，产能集聚华东、西北。从竞争格局来看，乙二醇行业整体比较分散，但头部企业产能接近，产能在 100 万吨以上的企业共有 7 家：浙江石化、盛虹炼化、大连恒力、陕煤榆林、卫星化学、镇海炼化、三江化工；从地域分布看，乙二醇产能主要分布在华东、西北和华北地区。

图 34：我国乙二醇行业集中度



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 35：我国乙二醇产能地区分布



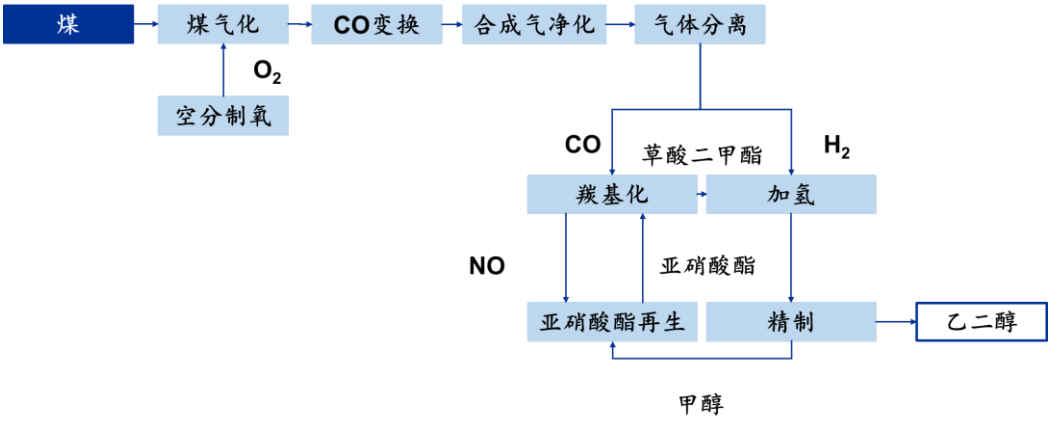
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

草酸酯加氢为主流路线，物料循环提升原料利用率。煤基乙二醇制备工艺采用草酸酯加氢技术路线，其核心流程可分为四个关键环节：煤气化工段，首先通过煤气化及变换转化为合成气（主要成分为 CO 和 H_2），经分离提纯后获得高纯度 CO 原料；羰基合成工段，CO 与亚硝酸甲酯催化反应生成草酸二甲酯，同时产生副产物 NO；草酸二甲酯加氢工段，草酸二甲酯在加氢装置中经催化氢解反应转化为乙二醇粗品和甲醇，最终通过精馏工艺制得高

仅供内部参考，请勿外传

纯度乙二醇产品；甲醇作为草酸酯再生的原料，与羰基化工段产生的 NO 在氧化反应器中重新合成亚硝酸甲酯，形成完整的物料循环体系。该工艺通过酯化中间体的再生利用，显著提升了原料利用率并减少废弃物排放。

图 36：煤制乙二醇工艺流程



资料来源：《我国现代煤化工产业发展现状及对石油化工产业的影响》（黄格省等），申万宏源研究

从全行业看，乙二醇工艺路线呈油头、煤头、气头多元并存格局，煤制路线原料自主可控、成本优势突出。油头路线以石脑油裂解制乙烯、乙烯氧化水合制乙二醇为主（恒力石化大连），依托炼化一体化配套，但盈利受油价波动影响较大；气头路线包括进口乙烷裂解（卫星化学连云港）和天然气制乙二醇（中昆化工库尔勒），单吨投资较低，但原料依赖进口乙烷或天然气资源；煤头路线以草酸酯（DMO）加氢为主流工艺（陕煤榆林化学、新疆天业、内蒙古久泰等），依托国内丰富煤炭资源，原料供应自主可控。公司新疆吐鲁番 240 万吨项目采用成熟的草酸酯加氢路线，与陕煤、天业同源，配套建设气化、净化、合成氨、硝酸等全流程装置，单套规模与单位投资强度均优于存量煤制项目。

表 11 乙二醇不同工艺路线经济技术指标对比

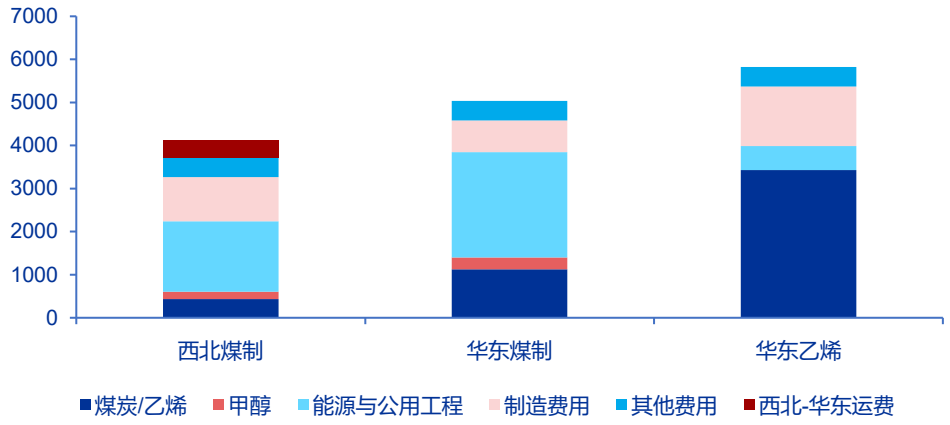
指标	恒逸吐鲁番（煤制，拟建）	陕煤榆林化学（煤制）	新疆天业汇合（煤制）	恒力石化大连（油头）	卫星化学（乙烷裂解）	中昆化工（天然气）
工艺路线	草酸酯（DMO）加氢	草酸酯（DMO）加氢（高化学）	草酸酯（DMO）加氢（高化学）	石脑油-乙烯-EO/EG	进口乙烷裂解-EO/EG	天然气转化-DMO 加氢
乙二醇产能（万吨/年）	240	180	60（一期）	约 90	约 211.8	120
项目总投资（亿元）	257	269.29	74.43	未单列	未单列	88.70
单吨投资（万元/吨）	1.07	1.50	1.24			0.74
原料来源	新疆坑口煤炭	陕西榆林煤炭	新疆煤炭	原油（自产石脑油）	进口乙烷 163.73 万吨/年	塔里木天然气

产品方案	优等品 EG 240 万吨，副产 DMC 7.6 万吨、乙醇 1.56 万吨	EG 优等品 171 万吨+合格品 9 万吨，副产 DMC、杂醇油等	EG 60 万吨，副产馏份油、DMO 等	EO/EG 炼化一体化配套	MEG/DEG/TEG 多联产	聚酯级 EG 120 万吨，副产 DMC、乙醇等
项目状态	拟建，预计 2028H1 投产	已建成投产	已建成投产	已建成投产	已建成投产	在建/部分建成

资料来源：各项目环评报告书、公司公告，申万宏源研究

乙二醇单耗煤炭较高，充分发挥新疆煤炭资源优势。以新疆与华东乙二醇企业为例，乙二醇作为新型煤化工产品单耗煤炭较多，新疆低价煤炭优势充分体现。综合考虑新疆煤炭成本优势及运费成本，预计新疆煤制乙二醇在华东市场销售的成本将较华东煤制乙二醇企业低 917 元/吨，较华东乙烯法乙二醇成本低 1707 元/吨。

图 37：新疆煤制乙二醇成本对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究测算

注：假设西北-华东运费 400 元/吨，产品及原材料价格采用历史中位数

公司拟在新疆吐鲁番建设年产 240 万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目，总投资 257 亿元，预计 2028 年上半年投产。该项目具备三重优势：

1）规模全球第一。项目单套规模超越陕煤榆林化学 180 万吨/年（目前全球已投产最大单体煤制乙二醇装置）等存量项目，规模效应带来的单位折旧、公辅摊薄优势显著。

2）投资强度低于同业。按总投资/产能测算，项目单吨投资约 1.07 万元/吨，低于陕煤榆林化学 1.50 万元/吨、新疆天业 1.24 万元/吨；与天然气制路线中昆化工 0.74 万元/吨相比，煤制路线虽单吨投资偏高，但胜在新疆坑口煤炭资源丰富、原料价格中枢低且供应自主可控，不受天然气资源约束。

3）产业链协同与产品结构优势。项目采用成熟的草酸酯加氢路线，配套建设气化、净化、合成氨、硝酸等全流程装置，主产 240 万吨优等品纤维用乙二醇直接对接公司约 700 万吨聚酯产能，副产结构聚焦 DMC、乙醇等高值品种（对比陕煤副产杂醇油、甲酸甲酯等组分更分散）。煤头路线在油价高企周期中成本韧性更强，公司全产业链盈利的稳定性将得到提升。

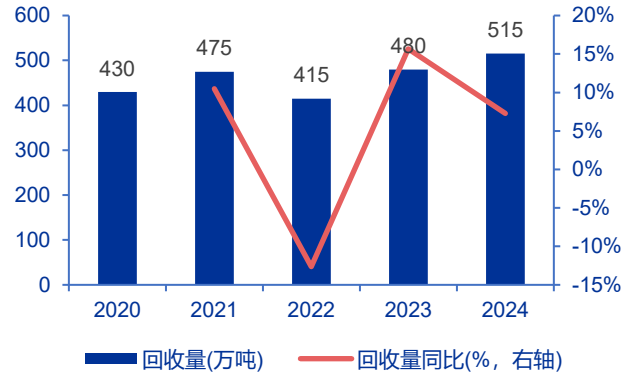
仅供内部参考，请勿外传

6.废纺回收：化学法工艺技术卡位，开启布头第二成长曲线

废旧纺织品循环利用是缓解资源环境约束的重要措施。国家发展改革委、商务部、工业和信息化部联合印发的《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》(发改环资〔2022〕526 号）明确提出，到 2025 年，废旧纺织品循环利用体系初步建立，循环利用能力大幅提升，废旧纺织品循环利用率达到 25%，废旧纺织品再生纤维产量达到 200 万吨。到 2030 年，建成较为完善的废旧纺织品循环利用体系，废旧纺织品循环利用率达到 30%，废旧纺织品再生纤维产量达到 300 万吨。

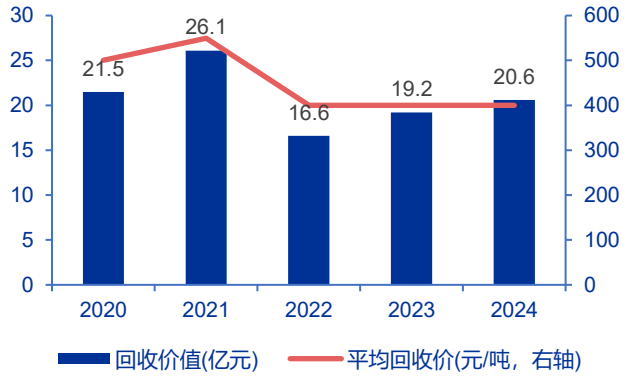
当前我国废旧纺织品回收规模稳步增长但回收率仍然偏低，原料充裕、提升空间巨大。据中国物资再生协会统计，2020-2024 年我国废旧纺织品回收量由 430 万吨增长至 515 万吨，复合增长率约 4.6%；2024 年回收价值约 20.6 亿元，对应平均回收价格约 400 元/吨。从供给潜力看，全国每年废旧纺织品产生量超过 2000 万吨，累计存量近 4 亿吨，而当前回收率不足三成，意味着每年仍有接近 1500 万吨废旧纺织品未进入回收体系。全国存量废纺原料和现有年回收量均足够满足当前再生涤纶的需要，后续原料供给仍有提升空间。

图 38：中国废旧纺织品回收量及增速



资料来源：中国再生资源协会，申万宏源研究

图 39：中国废旧纺织品回收价值及单价



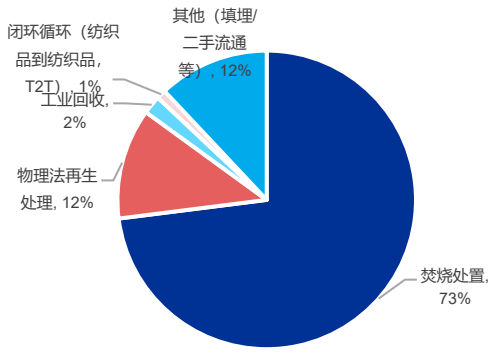
资料来源：中国再生资源协会，申万宏源研究

我国废旧纺织品处理以焚烧和低值化利用为主，纺织品到纺织品的闭环循环占比仅约 1%，高值化再生空间广阔。目前我国废旧纺织品处置去向中焚烧占比高达 73%，物理法再生处理约占 12%，工业回收约占 2%，而真正意义的闭环循环（纺织品到纺织品，T2T）占比仅约 1%。2024 年我国再生涤纶产能达 1150 万吨，其中短纤 490 万吨、长丝 105 万吨。据中国化学纤维工业协会统计，2025 年我国循环再利用化学纤维产能已接近 1200 万吨、产量约 645 万吨，其中再生涤纶约 630 万吨。

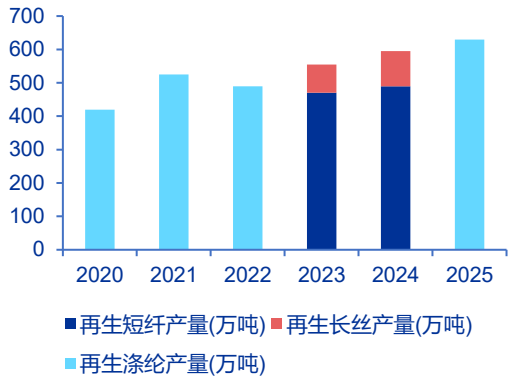
图 40：中国废旧纺织品处理去向结构

图 41：中国再生涤纶产量与结构

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：中国质量报，申万宏源研究



资料来源：Textile Exchange，中国化学纤维工业协会，中国纺织建设规划院，申万宏源研究

当前我国再生涤纶产品以短纤为主，主要受限于物理法的技术工艺，而化学法再生才是打通 T2T 闭环的关键技术路径。物理法再生工艺简单、成本低，但仅能处理瓶片等洁净单一原料，产品性能劣化且长期低值化；化学法通过醇解、水解等反应将废旧聚酯解聚为 BHET、DMT 等单体或中间体，经提纯后重新聚合，产品纯度可达 99.99%、断裂强度等关键指标与原生涤纶一致，真正适用于混杂、印染废纺的封闭式循环再生。

表 12 再生涤纶主要技术路线对比

工艺路线	原理	原料	产品	优势	代表企业/项目
物理法	废旧聚酯材料清理后直接熔融纺丝	瓶片、废丝等洁净单一原料	再生短纤、普纤	工艺简单、成本低	天富龙、优彩资源、宁波大发等
物理化学法	熔融后液相/固相增粘再纺丝	瓶片为主	增粘再生切片、纤维	品质较物理法提升	部分瓶片再生企业
化学法（醇解/水解/氨解）	解聚为单体或中间体（BHET/DMT/TPA），提纯后重新聚合	混杂、印染、含涤量较低的废纺	再生切片、高品质长丝（性能等同原生）	实现封闭式循环再生（T2T），产品高值化	恒逸石化、浙江佳人、建信佳人
生物酶解法	酶催化解聚为单体	废旧涤纶	再生 PTA/单体	条件温和、选择性高	处于中试/产业化初期

资料来源：中国化学纤维工业协会，中国纺织建设规划院，申万宏源研究

国内再生纤维在建产能以物理法为主，化学法产能稀缺，恒逸湖北 30 万吨、浙江 30 万吨两个项目在化学法路线中单体规模较大。目前国内再生纤维在建及拟建项目合计约 128 万吨/年，其中再生涤纶项目物理法约 55 万吨，化学法约 72.7 万吨。相较于 2024 年全国 1150 万吨的再生涤纶存量产能，化学法在建产能占存量产能不足一成，且其中以废旧纺织品而非瓶片为原料的产能更为稀缺，恒逸湖北江陵及浙江海宁各 30 万吨 BHET 项目在原料路线和单体规模上均具备明显的先发卡位优势。

表 13 国内再生纤维在建及拟建项目统计（万吨/年）

	技术路线	产品	新增产能(万吨/年)	进展
河南加佰加化纤	物理法	差别化涤纶短纤	30	2025 年开工
福建常松新材料	物理法	再生涤纶短纤、棉型短纤	8	2025 年开工
福建佳利仑纤维科技	物理法	再生切片、有色短纤	17	预计 2026 年投产
	物理法	**合计**		

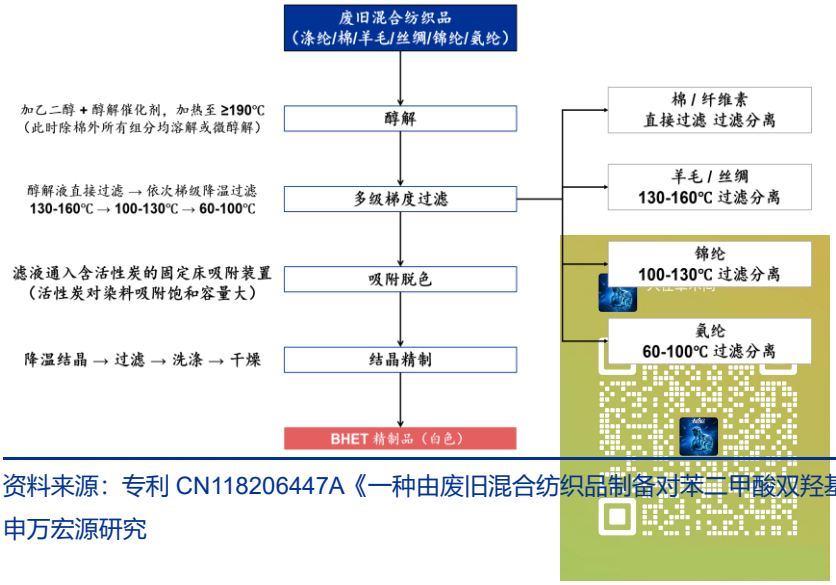
仅供内部参考，请勿外传

江苏绿丝可莱新材料	化学法	再生聚酯长丝（POY/DTY）	10	2025 年开工
安徽新登利环保科技	化学法	化学法再生涤纶纤维	1	2026 年建成
潍坊元源低碳科技	化学法	醇解再生原料	0.5	2026 年建成
湖北恒逸绿色新材料	化学法	再生涤纶（BHET 中间体，年处理 40 万吨废旧纺织品）	30	2026 年开工
海宁恒逸新材料	化学法	再生涤纶（BHET 中间体，年处理 40 万吨废旧纺织品）	30	2026 年开工
江苏阿胨诺新材料	化学法	混纺面料全纤维再生（涤纶/锦纶）	1.2	2026 年开工
	化学法	**合计**	**72.7**	
源天生物科技（天津）	生物酶法	再生精对苯二甲酸	0.5	2026 年建成

资料来源：中国纺织建设规划院《循环再利用化学纤维行业现状和发展前景分析》，申万宏源研究

公司独创化学法工艺显著扩大可用原料并降低分拣成本，工艺路线流程更短、能耗与加工成本更低。行业惯例要求化学法原料的废布涤纶含量达 90%以上且需预先精细分类，公司自研连续萃取工艺可直接处理涤纶含量约 70%的混杂废旧纺织品，已申请 30 项国家发明专利并入选 2025 年度高价值专利培育名单，构成显著的工艺先进性壁垒。公司独创工艺将混杂废纺与乙二醇一锅法醇解（190-240℃），通过梯级降温过滤在醇解过程中依次分离棉、羊毛/丝、锦纶、氨纶等组分，省去了前端精细分拣；2026 年 4 月集中申请的工程化专利族进一步打通提纯全链条——N 级逆流混合溶剂连续萃取高效脱除多组分染料、三级萃取预处理、复合管式过滤、改性活性炭固定床脱色、离子交换树脂脱除金属离子、水解抑制剂与阶梯降温结晶精制，并迭代出离子液体高效醇解催化剂。最终制得的再生聚酯关键中间体 BHET 收率≥95%、纯度>99%、色度 L>95，可直接回用于再聚合纺丝；相比帝人、佳人等“BHET 酯交换制 DMT 再精馏提纯”的长流程路线，公司 BHET 结晶精制路线流程更短、能耗与加工成本更低。

图 42：废旧混合纺织品分离制备 BHET 工艺流程



资料来源：专利 CN118206447A《一种由废旧混合纺织品制备对苯二甲酸双羟基乙酯的方法》，申万宏源研究

废纺循环再生是公司“布头”战略的核心抓手，打开第二成长曲线。公司首批规划两大生产基地、合计 60 万吨循环新材料产能，并依托覆盖全国的“线上数字化+线下实体”的自建双轨回收系统，实现从废旧纺织品分类回收至再生 PET 切片及再生 POY/FDY/DTY 纱

线的永续循环。其中一期湖北荆州江陵 30 万吨循环新材料工业示范项目总投资约 10 亿元，年处理废旧纺织品约 40 万吨、年产 30 万吨 BHET，已取得项目用地并完成立项备案、环评等前置审批；海宁 30 万吨以自研化学解聚工艺把旧衣物等废纺制成再生聚酯中间体，并联产 10 万吨/年葡萄糖，总投资 6.87 亿元，扩产路径清晰。产品端，再生聚酯材料契合全球纺织服装品牌低碳采购与 ESG 合规需求，售价远高于原生聚酯、单位附加值高，而成本端低于原生，形成可观的盈利剪刀差；公司废纺化学回收项目成长空间广阔，后期盈利弹性可观。

表 14 废纺化学再生项目盈利测算核心假设

	假设值
废纺原料价格（元/吨）	400
再生 PET 售价（元/吨，含税）	8000
BHET 废纺单耗（吨废纺/吨 BHET）	1.33
再生 PET 对 BHET 单耗（吨 BHET/吨 rPET）	0.87
制造费用（元/吨产品）	2500

资料来源：公司公告，项目环评公示，中国物资再生协会，申万宏源研究

表 15 废纺化学再生项目分阶段盈利空间测算

项目	湖北江陵 30 万吨 BHET 示范项目投产	湖北江陵 30 万吨 BHET 示范项目达产	首批两大基地
年份	2027 年投产负荷 60%	2028 年满产负荷 100%	2030 年满产负荷 100%
BHET 产能(万吨/年)	30	30	60
废纺需求(万吨/年)	39.9	39.9	79.8
再生 PET 产量(万吨)	15.7	26.1	52.2
原料成本(亿元)	1.6	1.6	3.2
营业收入(亿元)	11.1	18.5	37.0
加工及其他成本(亿元)	3.9	6.5	13.1
毛利空间(亿元)	5.6	10.4	20.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

7.盈利预测与估值

7.1 关键假设与盈利预测

假设 2026/2027/2028 年：布伦特原油均价分别为 90/81/71 美元/桶，主要考虑地缘风险逐步缓和与 OPEC+潜在减产托底，全球原油供需逐步回归均衡；新加坡汽油均价分别为 126/116/102 美元/桶，柴油均价分别为 149/137/122 美元/桶，航煤均价分别为 147/135/122 美元/桶，主要考虑海外炼能修复进度；PX 均价分别为 1050/980/931 美元/吨，纯苯均价分别为 980/900/900 美元/吨，芳烃受调油需求支撑维持高位后温和回归；PTA 均价分别为 5706/5415/5319 元/吨；涤纶长丝 POY 均价分别为 8800/8360/8193 元/吨，长丝行业供给格局优化、低库存下价格重心抬升；涤纶短纤均价分别为 7700/7500/7400 元/吨，聚酯瓶片均价分别为 7500/7200/7100 元/吨；己内酰胺均价分别为 11300/10800/10500 元/吨，锦纶切片均价分别为 12300/12100/12000 元/吨，原料纯苯推动叠加下游纺服需求回暖。

综合以上，预计公司 2026/2027/2028 年分别实现营业收入 1467、1446、1479 亿元，综合毛利率分别为 12.4%/13.2%/15.6%，其中 2026 年文莱炼化价差修复贡献主要弹性，2027 年起广西锦纶一体化放量与煤制乙二醇投产接力增长。

7.2 可比公司估值

我们选取荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份作为可比公司，依据在于四家公司与恒逸石化同属民营大炼化和聚酯化纤行业，在成品油、芳烃、PTA、涤纶长丝等主要产品上高度重叠：荣盛石化持有浙石化 50%股权，浙石化具备 4000 万吨/年炼化一体化产能；恒力石化具备 2000 万吨/年炼化产能及全球最大规模 PTA 产能；东方盛虹拥有 1600 万吨/年炼化产能和差别化涤纶长丝纤维；桐昆股份主业为聚酯长丝，并参股浙石化。

四家可比公司 2026-2028E 平均市盈率约 10.1/8.9/7.8 倍，平均市净率约 2.0 倍；恒逸石化 2026-2028E 市盈率为 6.3/5.9/4.7 倍，均低于可比公司均值；市净率 2.2 倍略高于行业平均的 2.0 倍。考虑到 2026-2028 年是公司文莱炼化板块价差修复的上行周期、业绩增速在板块内居前，当前估值具备修复空间。

表 16 可比公司估值表

	代码	2026/9/29	总市值	净利润（亿元）				PE				PB
		收盘价(元)	(亿元)	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
荣盛石化	002493.SZ	13.25	1,324	8.5	110.5	139.6	169.7	156.0	12.0	9.5	7.8	2.8
恒力石化	600346.SH	15.91	1,120	70.7	128.7	150.1	168.1	15.8	8.7	7.5	6.7	1.6
东方盛虹	000301.SZ	12.80	846	1.3	64.9	69.2	79.7	632.7	13.0	12.2	10.6	2.2
桐昆股份	601233.SH	22.49	535	20.3	78.4	83.3	89.7	26.3	6.8	6.4	6.0	1.3
行业平均								**207.7**	**10.1**	**8.9**	**7.8**	**2.0**
恒逸石化	000703.SZ	15.7	645.1	2.6	102.4	109.2	138.6	249.7	6.3	5.9	4.7	2.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

8.风险提示

1.国际油价大幅波动的风险。公司盈利与油价高度相关，虽然文莱炼化一期 800 万吨/年原油加工量部分原油在文莱当地采购，但采购价格仍于全球原油市场挂钩。若油价因地缘冲突升级、OPEC+政策转向或全球需求衰退等因素出现超预期的上涨或下跌，炼化价差与库存损益均会剧烈波动，可能侵蚀公司毛利。

2.中东及俄罗斯停产炼能超预期复产的风险。海外成品油裂解价差维持高位的重要前提是海外炼能出清后供给偏紧。若中东、俄罗斯前期停产的炼能超预期复产，或中东、东南亚新增炼化产能集中投放，全球成品油供需格局或将提前转向宽松，新加坡市场裂解价差可能收窄，影响公司文莱炼化板块成品油销售毛利，该板块是公司 2026 年毛利增量的主体，海外裂解价差走弱将拖累全年业绩。

3.聚酯终端需求不及预期、长丝行业协同松动的风险。预测 2026-2028 年涤纶长丝价差维持高位，隐含供给格局优化与行业协同挺价的延续。长丝下游以纺织服装为主，内需受消费景气度影响，出口受海外去库存节奏及贸易环境制约，若终端纺服需求恢复不及预期，长丝价格与价差将承压；同时若新增产能投放节奏加快，长丝供给协同格局松动，长丝价差可能回落至低位，影响公司涤纶产品的盈利。

4.重大项目投产进度不及预期的风险。公司的成长逻辑依赖在建项目投产接力：文莱炼化二期、新疆 240 万吨煤制乙二醇、湖北及浙江化学法废纺回收项目，以及广西恒逸己内酰胺-锦纶一体化装置。由于化工项目投资规模大、建设周期长，若因资金安排、设备交付、施工进度、能评环评审批或海外施工条件等因素推迟投产，不仅直接延后相应收入与利润贡献，还可能在需求下行期形成集中投放压力。

5.汇率波动的风险。公司海外收入占比高且外币负债规模较大：文莱炼化项目以美元计价结算，目前人民币兑美元持续升值，文莱板块美元收入折人民币将减少，同时公司存量美元债务的汇兑折算损益和财务费用也会波动；反之若人民币贬值，虽有利于出口竞争力，但会推高进口原料采购成本与美元债偿付压力。汇率大幅波动将影响公司收入折算、毛利率与财务费用，进而影响归母净利润。

6.海外经营政策变化的风险。文莱炼化项目是公司核心利润来源之一，其运营高度依赖文莱当地的政策环境，包括税收优惠、土地使用权、外籍劳工政策、环保标准及资源配套等。若文莱政府财政压力上升导致税收优惠退坡、用工或环保政策收紧，或当地政局、外交关系出现变化，项目运营成本将上升；此外公司产品出口面向东南亚及全球市场，若主要出口国调整关税、反倾销或贸易准入政策，也可能影响文莱炼化的产品销路与销售结构，对公司海外板块盈利构成不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

财务摘要

合并损益表

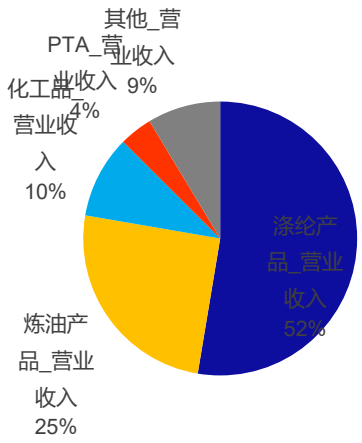
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	125,463	113,527	146,730	144,593	147,870
营业收入	125,463	113,527	146,730	144,593	147,870
涤纶产品_营业收入	63,504	59,744	68,675	67,411	67,046
炼油产品_营业收入	31,508	28,478	43,585	39,999	37,862
化工品_营业收入	12,122	11,090	15,164	14,062	14,207
PTA_营业收入	7,198	4,416	5,112	4,852	4,766
其他_营业收入	11,131	9,798	14,195	18,269	23,989
营业总成本	126,063	113,600	133,803	130,782	130,081
营业成本	120,872	108,402	128,555	125,477	124,743
涤纶产品_营业成本	61,034	57,310	64,615	63,209	61,316
炼油产品_营业成本	31,534	27,095	34,240	30,866	27,828
化工品_营业成本	10,470	10,244	11,913	10,851	10,442
PTA_营业成本	7,135	4,400	5,258	4,962	4,846
其他_营业成本	10,699	9,353	12,529	15,589	20,310
税金及附加	237	231	298	294	301
销售费用	244	242	281	289	298
管理费用	1,103	1,097	1,417	1,397	1,428
研发费用	723	817	892	918	967
财务费用	2,884	2,811	2,360	2,408	2,344
其他收益	311	503	503	503	503
投资收益	481	94	94	94	94
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-19	-37	0	0	0
信用减值损失	-6	8	0	0	0
资产减值损失	-34	-49	0	0	0
资产处置收益	-52	1	-20	-24	-14
营业利润	81	446	13,503	14,384	18,371
营业外收支	-52	5	-25	-24	-15
利润总额	30	452	13,478	14,360	18,356
所得税	95	157	3,346	3,567	4,566
净利润	-66	295	10,132	10,793	13,791
少数股东损益	-300	36	-110	-124	-66
归母净利润	234	258	10,242	10,918	13,857

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

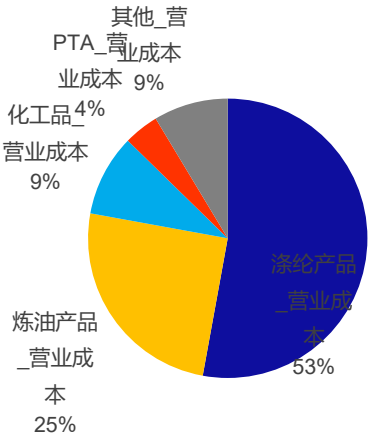
合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-66	295	10,132	10,793	13,791
加：折旧摊销减值	3,282	3,234	4,996	6,006	7,139
财务费用	2,559	2,272	2,360	2,408	2,344
非经营损失	-388	-62	-74	-70	-79
营运资本变动	559	-1,158	-1,860	469	101
其它	57	37	0	0	0
经营活动现金流	5,997	4,625	15,554	19,606	23,295
资本开支	4,335	5,453	12,600	13,050	8,150
其它投资现金流	1,247	-193	-145	-233	-323
投资活动现金流	-3,088	-5,646	-12,745	-13,283	-8,473
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-447	321	1,164	1,513	-5,062
支付股利、利息	2,702	2,027	2,532	8,553	8,895
其它融资现金流	1,706	-590	112	0	0
融资活动现金流	-,	-,	-,	-,	-,

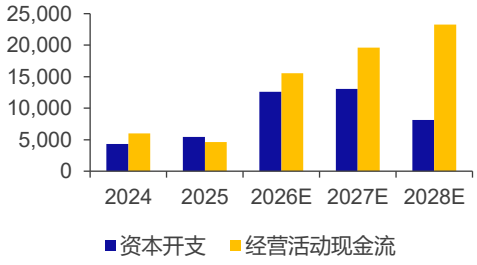
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流(百万元)



仅供内部参考，请勿外传

净现金流	1,543	-3,369	1,553	-717	865

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

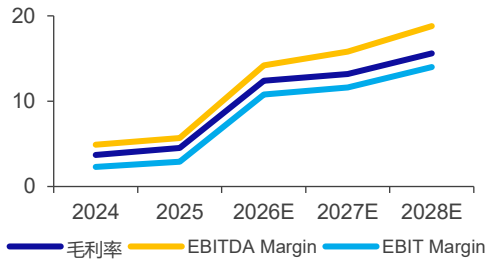
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	34,653	33,489	35,813	35,395	36,800
现金及等价物	13,251	11,175	12,998	12,550	13,684
应收款项	7,793	7,748	7,748	7,748	7,748
存货净额	12,407	13,313	13,815	13,844	14,116
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,201	1,253	1,253	1,253	1,253
长期投资	13,917	13,637	13,637	13,637	13,637
固定资产	52,399	56,915	64,519	71,563	72,574
无形资产及其他资产	6,559	5,589	5,589	5,589	5,589
资产总计	107,529	109,629	119,558	126,184	128,600
流动负债	54,931	60,944	57,750	56,761	56,071
短期借款	44,930	49,269	47,433	45,946	44,884
应付款项	8,400	10,682	9,324	9,822	10,194
其它流动负债	1,601	993	993	993	993
非流动负债	21,865	18,296	21,296	24,296	20,296
负债合计	76,797	79,240	79,046	81,057	76,367
股本	3,666	3,603	4,112	3,989	3,960
其他权益工具	1,159	1,159	1,159	1,159	1,159
资本公积	6,077	6,117	5,720	5,842	5,872
其他综合收益	956	531	581	548	414
盈余公积	807	807	807	807	807
未分配利润	12,077	12,170	22,240	27,013	34,319
少数股东权益	5,990	6,002	5,892	5,768	5,702
股东权益	30,732	30,389	40,511	45,126	52,233
负债和股东权益合计	107,529	109,629	119,558	126,184	128,600

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

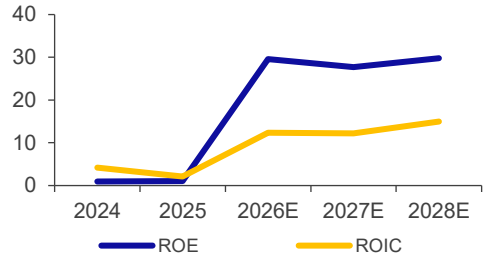
重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.06	2.49	2.74	3.50
每股经营现金流	1.46	1.12	3.78	4.91	5.88
每股红利	0.00	0.00	0.04	1.54	1.65
每股净资产	6.02	5.93	8.42	9.87	11.75
关键运营指标(%)					
ROIC	4.2	2.1	12.3	12.2	15.0
ROE	0.9	1.1	29.6	27.7	29.8
毛利率	3.7	4.5	12.4	13.2	15.6
EBITDA Margin	4.9	5.7	14.2	15.8	18.8
EBIT Margin	2.3	2.9	10.8	11.6	14.0
营业总收入同比增长	-7.8	-9.5	29.2	-1.5	2.3
归母净利润同比增长	-46.3	10.4	3,864.6	6.6	26.9
资产负债率	71.4	72.3	66.1	64.2	59.4
净资产周转率	5.07	4.66	4.24	3.67	3.18
总资产周转率	1.17	1.04	1.23	1.15	1.15
有效税率	-21.1	43.9	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	0.3	9.8	10.5
估值指标(倍)					
P/E	275.8	249.7	6.3	5.9	4.7
P/B	2.6	2.7	1.9	1.6	1.4
EV/Sale	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	22.3	21.4	6.7	6.2	4.9
股本	3,666	3,603	4,112	3,989	3,960

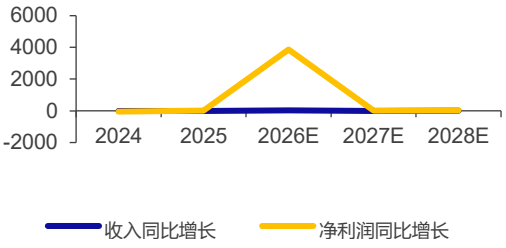
经营利润率(%)



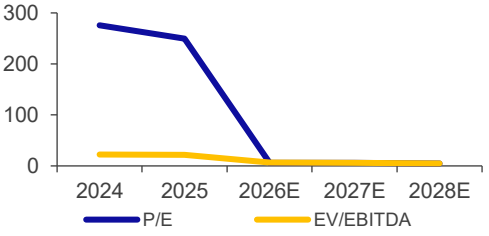
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。