

荣盛石化 (002493.SZ)

炼化利润有望修复，硫磺提供业绩增量

优于大市

核心观点

荣盛石化为国内民营炼化龙头，核心浙石化项目具备4000万吨原油加工、880万吨PX及420万吨乙烯处理能力。公司合计拥有设计产能PX 1040万吨（权益609万吨）、PTA 2150万吨（权益1101万吨）、成品油1366万吨（权益697万吨）等全产业链产能，是全球最大PX、PTA生产商。2022年起推进“强链补链”，聚焦新能源与高端材料领域，投建浙石化高端新材料、高性能树脂、金塘新材料等项目，布局EVA、POE、DMC、PC等产品，项目将于2026-2027年陆续投产，产品链持续丰富。

PX供需关系持续改善，聚酯环节盈利有望修复。 PX供给端2024-2025年国内PX产能近乎零扩张，2026年仅下半年计划新增550万吨；需求端下游PTA、聚酯、长丝产能持续增长，叠加海外裂差扩大时PX原料调油需求影响实际产量，推动PX议价增强。截至2025年12月19日PX-石脑油价差达332美元/吨，较年初提升88%。PTA此前因产能过剩长期低利润，2026年无新增产能，下游聚酯长丝预计同比增长4-5%，供需将改善，当前PTA加工费为218元/吨，较年初仍有提升空间。公司作为全球聚酯链龙头，拥有1040万吨PX、2150万吨PTA产能，将直接受益于上游PX议价增强与下游聚酯链盈利修复的双重盈利驱动。

海外炼厂扰动推高汽柴油裂差，公司依托成品油出口配额受益。 2025年下半年，乌克兰无人机袭击致俄罗斯炼厂，俄原油加工量与柴油出口量持续回落；美国受电力紧张与秋季炼厂检修影响，10月炼厂关停133.7万桶/日（电力相关占比56.24%），开工率下滑。双重因素推动全球汽柴油裂差冲高，11月欧洲/新加坡/美国汽油价差最高达27/17/25美元/桶（较年初+286%/+125%/+92%），柴油价差最高41/33/48美元/桶（较年初+174%/+93%/+110%）。公司拥有1366万吨灵活调整成品油产能及350万吨/年出口配额，可通过规划出口窗口期实现成品油价差及退税套利。

海内外硫磺价格涨幅显著，为公司带来利润弹性。 硫磺供给端炼能缓慢增长制约，需求端磷肥新能源制酸需求持续增长，呈现供需紧平衡，2024年下半年起价格持续上行，12月11日国内固体/液体硫磺均价分别达3936元/吨、3993元/吨，同比涨幅均超160%，月初至今涨幅约5%。公司依托浙石化拥有121万吨硫磺产能，居行业第三，且硫磺为副产物，成本以固定费用为主，价格上涨将显著增厚公司利润。

盈利预测与估值： 公司所属行业当前处于景气度逐步改善的阶段，随着炼油端产能逐步稳定，需求端不断增长，公司PX-PTA-聚酯链盈利能力有望显著修复；此外在供需错配下，硫磺价格利润快速上行，公司具备121万吨副产硫磺产能，将显著增厚公司利润。预计公司2025-2027年归母净利润13.8/22.7/25.7亿元（+90.9%/64.2%/13.1%），EPS分别为0.14/0.23/0.26元。通过多角度估值，预计公司合理估值11.23-13.54元，相对目前股价有2%-23%溢价，维持“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。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	325,112	326,475	304,515	322,309	330,489

公司研究·深度报告

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林 010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：张歆钰 021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	11.23 - 13.54元
收盘价	11.01元
总市值/流通市值	109984/103078百万元
52周最高价/最低价	11.30/7.71元
近3个月日均成交额	369.50百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《荣盛石化 (002493.SZ) - 2023年盈利承压，静待新材料投产带动公司盈利上行》——2024-04-26
《荣盛石化 (002493.SZ) - 控股股东增持公司股份，彰显长期发展信心》——2024-01-19
《荣盛石化 (002493.SZ) - 深化与沙特阿美合作，投资675亿建设金塘新材料项目》——2024-01-03

(+/-%)	12.5%	0.4%	-6.7%	5.8%	2.5%
归母净利润(百万元)	1158	724	1383	2271	2568
(+/-%)	-65.3%	-37.4%	90.9%	64.2%	13.1%
每股收益(元)	0.11	0.07	0.14	0.23	0.26
EBIT Margin	2.1%	1.9%	3.4%	4.9%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	2.6%	1.7%	3.2%	5.1%	5.7%
市盈率 (PE)	92.3	147.6	76.3	46.4	41.1
EV/EBITDA	18.0	18.1	10.6	8.6	8.2
市净率 (PB)	2.41	2.44	2.41	2.38	2.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：我国民营炼化龙头企业	7
公司已迈入高质发展期	9
公司股权结构稳定，引进沙特阿美入股，子公司业务布局清晰	10
公司营业收入稳步增长，利润率自底部逐步回升	11
资产负债率处于相对高位，偿债能力仍有可提升空间	14
经营活动现金流逐年提升	14
PX 供需关系持续改善，聚酯环节盈利有望修复	16
政策+自律双轨“反内卷”，推动炼油炼化行业优化竞争格局	16
PX：聚酯链起点原料，阶段性供给偏紧下议价能力提升	16
PTA：“反内卷”行动正当时，或将逐步修复产品价差	18
聚酯瓶片：扩产周期已进入尾声，需求稳定增长	21
涤纶长丝：扩产节奏放缓，行业集中度与秩序不断提升	24
公司聚酯链产能情况与弹性测算	26
国内炼能向头部集中，海外炼厂扰动推高汽柴油裂差	27
全球炼能温和增长，亚太区域占据主导	27
国内炼能向千万吨级项目集中，近期汽柴油裂差修复性反弹	28
俄炼厂频繁遭袭，美炼厂电力短缺，海外成品油裂差中枢上行	30
依托 4000 万吨炼化一体项目，公司成品油盈利不断修复	31
海内外硫磺价格涨幅显著，为公司带来利润弹性	33
化石能源消费增速放缓，硫磺产量增产空间小	33
磷肥硫酸需求平稳增长，新能源需求较快增长	35
我国硫磺产能集中于大型油气炼化企业，有望带来利润弹性	37
盈利预测	39
假设前提	39
未来 3 年业绩预测	40
盈利预测的敏感性分析	40
盈利预测情景分析	40
估值与投资建议	42
投资建议	44
风险提示	45
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 荣盛石化主要产品链及规划产品	8
图 2: 荣盛石化近年来收入结构 (亿元)	9
图 3: 荣盛石化近年来毛利润结构 (亿元)	9
图 4: 荣盛石化历史沿革	10
图 5: 荣盛石化业务布局	10
图 6: 荣盛石化股权结构	11
图 7: 荣盛石化营业收入及同比 (右轴) 情况	12
图 8: 荣盛石化近年来产品产量变化 (万吨)	12
图 9: 荣盛石化销售毛利率及销售净利率情况	12
图 10: 荣盛石化归母净利润及同比 (右轴) 情况	12
图 11: 我国汽油柴油价差及布伦特原油价格走势 (元/吨)	13
图 12: 我国 PX-石脑油价差 (元/吨)	13
图 13: 我国 PTA-PX 价差 (元/吨)	13
图 14: 我国乙烯-石脑油价差 (元/吨)	13
图 15: 公司期间费用率情况	13
图 16: 荣盛石化资产负债率变化情况	14
图 17: 荣盛石化流动比率及速动比率变化情况	14
图 18: 荣盛石化经营活动、投资活动、融资活动产生的现金流净额情况	15
图 19: 荣盛石化经营现金流/净利润变化趋势	15
图 20: PX 生产工艺路线	16
图 21: 聚酯产业链	17
图 22: 2024 年 PX 下游主要应用及占比	17
图 23: 我国 PX 产能、产量、产能利用率情况	17
图 24: 当前我国 PX 主要生产企业及占比	17
图 25: 我国 PX 表观需求量变化情况	18
图 26: 我国 PX 进口量与进口依赖度	18
图 27: PX 及石脑油价格、价差情况 (元/吨)	18
图 28: 2024 年我国 PTA 下游需求及占比	19
图 29: 我国 PTA 产能产量变化情况	19
图 30: 我国当前各企业 PTA 产能分布情况	19
图 31: 我国 PTA 表观消费量变化情况	20
图 32: 我国 PTA 净出口情况	20
图 33: PTA 开工率情况	21
图 34: PTA 价格、原材料价差 (元/吨) 走势情况	21
图 35: 2024 年我国聚酯瓶片下游需求及占比	22
图 36: 全球聚酯瓶片需求及产能情况 (万吨)	22
图 37: 我国聚酯瓶片表观消费量变化 (万吨)	22

图 38: 我国聚酯瓶片产能变化 (万吨)	22
图 39: 聚酯瓶片价格、原材料价差 (元/吨) 走势情况	23
图 40: 我国聚酯瓶片主要产能分布	24
图 41: 我国聚酯瓶片开工负荷率情况	24
图 42: 我国涤纶长丝产能产量及产能利用率情况	24
图 43: 我国涤纶长丝主要生产企业及市占率	24
图 44: 我国涤纶长丝表观需求量 (万吨) 变化情况	25
图 45: 我国涤纶长丝净出口量 (万吨) 变化情况	25
图 46: 华东地区涤纶长丝市场价格 (元/吨)	25
图 47: 华东地区 POY 价格、价差走势 (右轴)	25
图 48: 2024 年全球炼能分布情况	27
图 49: 全球总炼能变化情况	27
图 50: 炼油产业链	28
图 51: 2020-2025 年国内炼能情况 (亿吨)	28
图 52: 2026-2030 年国内炼能趋势预测图 (万吨)	28
图 53: 我国主营炼厂周度开工率	29
图 54: 我国山东地炼周度开工率	29
图 55: 我国成品油表观消费量 (万吨)	29
图 56: 我国成品油月度实际消费量 (万吨)	29
图 57: 我国汽油-原油裂解价差 (元/吨)	30
图 58: 我国柴油-原油裂解价差 (元/吨)	30
图 59: 俄罗斯原油加工量 (千桶/日)	30
图 60: 美国炼厂开工率走势	30
图 61: 欧洲、新加坡、美国汽油裂解价差走势	31
图 62: 美国汽油裂解价差走势	31
图 63: 主流机构对原油需求预测 (百万桶/天)	33
图 64: 原油品质分类	33
图 65: 伊朗原油产量 (千桶/天)	33
图 66: 俄罗斯炼厂加工量 (千桶/天)	34
图 67: 我国从俄罗斯进口硫磺量 (万吨)	34
图 68: 天然气历史价格及预测 (美元/百万英热)	34
图 69: 全球天然气供需预测	34
图 70: 全球主要有色金属矿石产量 (万吨) 及同比增速	35
图 71: 金属铜价格走势 (美元/吨)	35
图 72: 2019 年全球硫酸下游需求	35
图 73: 2024 年我国硫酸下游需求占比	35
图 74: 全球磷肥 (折 P_2O_5) 消费量 (万吨)	36
图 75: 我国磷酸铁产量 (万吨)	36
图 76: 全球原生碳酸锂产量 (万吨)	36
图 77: 中国硫磺产能变化 (万吨)	37
图 78: 中国硫磺产能分布 (万吨)	37

图 79: 我国硫磺市场价格走势 (元/吨)	38
图 80: 公司及可比公司炼化能力对比	43
图 81: 荣盛石化近 5 年 PB Band	44
表 1: 荣盛石化主要产品及产能情况	7
表 2: 公司在建新材料项目情况	9
表 3: 公司董事及高管情况	11
表 4: 未来三年拟投建 PX 产能情况	17
表 5: 我国未来三年计划新增 PTA 产能	20
表 6: 2025 年来我国 PTA 检修停产情况	21
表 7: 未来三年我国拟投建聚酯瓶片产能	23
表 8: 未来三年我国涤纶长丝拟扩建产能情况	25
表 9: 聚酯链“反内卷”背景下公司利润弹性测算	26
表 10: 2025 年来俄罗斯炼厂遭袭规模影响 (不完全统计)	31
表 11: 今年 10 月来美国炼厂停车情况	31
表 12: 浙石化及我国近年来成品油出口配额情况 (万吨)	32
表 13: 印尼高压酸浸项目产能情况	37
表 14: 荣盛石化业务拆分 (亿元)	39
表 15: 未来 3 年盈利预测表	40
表 16: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	40
表 17: 公司盈利预测假设条件 (%)	42
表 18: 资本成本假设	42
表 19: 荣盛石化 FCFE 估值表	42
表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	43
表 21: 荣盛石化及可比公司盈利预测	44

公司概况：我国民营炼化龙头企业

依托浙石化 4000 万吨炼化项目，布局化工、成品油、聚酯等产品

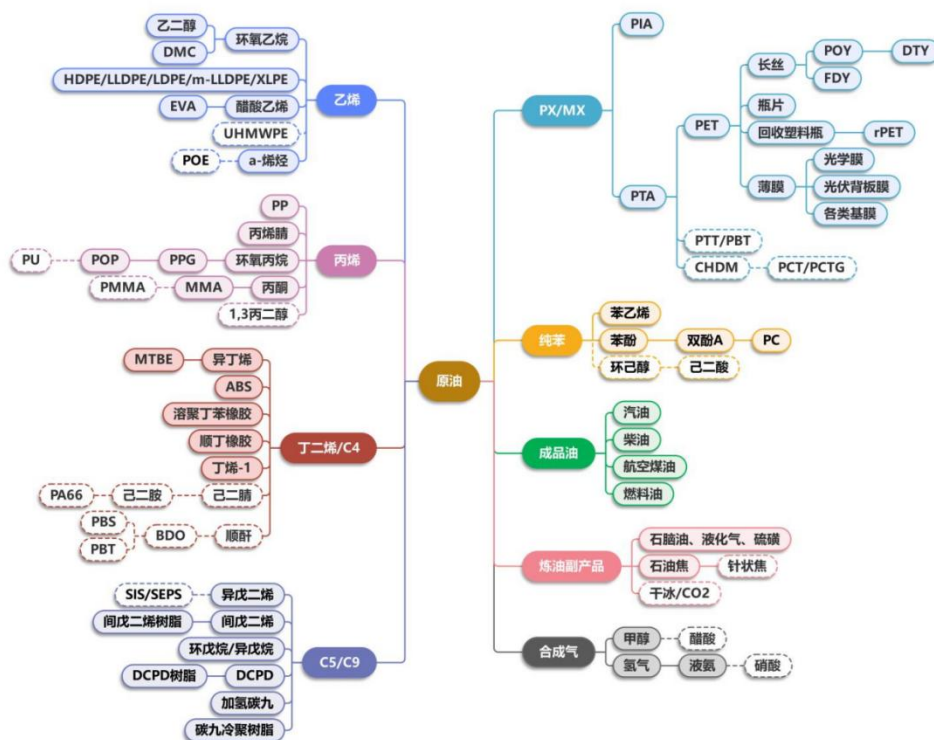
荣盛石化成立于 1995 年，是世界 500 强企业浙江荣盛控股集团旗下的重要支柱企业，是中国民营石油化工龙头企业之一。公司从事各类油品、化工品、聚酯产品的研发、生产和销售，于环渤海经济圈、长三角经济圈和海南一带一路经济圈等地设立了七大生产基地，打造形成了聚酯、工程塑料、新能源、高端聚烯烃、特种橡胶五大产业链，是亚洲重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商之一，拥有全球最大的对二甲苯（PX）、对苯二甲酸（PTA）等化工品产能。公司产品种类丰富，涵盖了新能源、新材料、有机化工、合成纤维、合成树脂、合成橡胶、油品等多个领域。公司主导的浙石化炼化一体化项目，具备年加工 4000 万吨原油、880 万吨 PX 及 420 万吨乙烯的处理能力。此外，公司还具有成品油 1366 万吨、PTA 2150 万吨、PET 530 万吨、BOPET 43 万吨、POY 46 万吨、FDY 54 万吨、DTY 42 万吨等产品产能。

表1：荣盛石化主要产品及产能情况

产品名称	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	产品名称	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
成品油（fuel）	1366		苯乙烯（SM）	240	
对二甲苯（PX）	1040		聚碳酸酯（PC）	52	
间二甲苯（MX）	20		苯酚（PH）	40	
混二甲苯	9.6		丙酮（ACT）	13	
苯（BZ）	330		甲基丙烯酸甲酯（MMA）	38	
重芳烃（HAH）	21		PMMA		18
乙二醇（MEG）	240		丙烯腈（AN）	48	66
二乙二醇（DEG）	19.8		乙腈（ACN）	3.36	1.8
三乙二醇（TEG）	11.4		丁二烯（BD）	7	
精对苯二甲酸（PTA）	2150		硫磺（S）	121	
间对苯二甲酸（PIA）	30		聚醚多元醇（PPG/POP）	97	59
聚酯薄膜（BOPET）	43		稀土顺丁橡胶（LCBR）	10	
涤纶预取向丝（POY）	46	25	溶聚丁苯橡胶（SSBR）	6	
涤纶全牵伸丝（FDY）	54	25	间戊二烯树脂	7	
涤纶加弹丝（DTY）	42	25	异戊二烯	7.4	
瓶级切片（PET）	530		双环戊二烯	4.72	
全密度聚乙烯（FDPE）	90		加氢碳九	12.51	
高密度聚乙烯（HDPE）	65		重组分	4.7	
高压聚乙烯（LDPE）	80	40	裂解萘馏分	3.2	
乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）	140	110	环戊烷	2.52	
聚丙烯（PP）	180		精碳五	16.6	
丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）	160	120	异戊烷	1	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

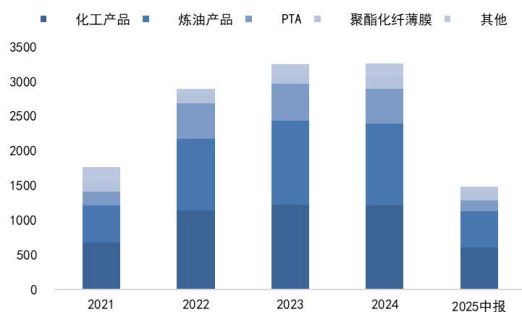
图1：荣盛石化主要产品链及规划产品



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

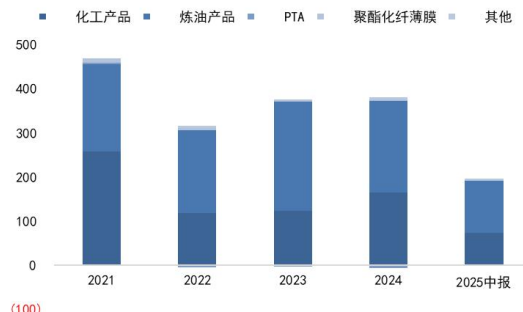
当前公司营收及利润主要由成品油与化工产品贡献。2024 年公司化工/炼油/PTA/聚酯薄膜的营收占比分别为 37%/35%/15%/6%，毛利润占比分别为 44%/55%/-2%/1%，毛利率分别为 13.60%/17.57%/-1.36%/1.68%；2025 年中报公司化工/炼油/PTA/聚酯薄膜的营收占比分别为 41%/35%/11%/7%，毛利润占比分别为 37%/60%/0%/1%，毛利率分别为 12.08%/22.59%/0.30%/1.50%。依托浙石化 4000 万吨原油加工能力以及公司连续取得的成品油出口配额，近五年来公司在成品油板块营收及毛利润保持相对稳定；化工品板块利润端呈现周期性波动；PTA 板块受我国产能持续扩张影响，产品在利润贡献有限。据中国化工信息周刊，2025 年 10 月 29 日，工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会，标志着 PTA 行业从“内卷式竞争”向“高质量发展”转型的关键节点。据了解，会议明确要求企业提交产能、产量、效益等核心数据，以及有关防范行业“反内卷”的措施建议。从供给端来看，产业头部企业产能高度集中，为联合行动提供了可行性，而会议传递的“鼓励老旧产能退出、支持技术升级”信号，为行业发展划定了转型方向。

图2: 荣盛石化近年来收入结构 (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图3: 荣盛石化近年来毛利润结构 (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

公司已迈入高质发展期

1995-2009年, 早期发展期: 公司成立于1995年9月15日, 前身为荣盛化纤集团有限公司, 主要聚焦于纺织印染。2007年, 公司正式更名为“荣盛石化”, 确立了以精对苯二甲酸 (PTA) 为核心的业务模式, 后逐渐发展为全球最大的 PTA 生产商, 解决了上游原料供应问题, 极大降低了成本。

2010-2021年, 快速成长期: 2010年公司在深交所上市。2012年起, 公司发展成为了国内少数拥有“PTA—聚酯—纺丝—加弹”一体化完整产业链的优势企业, 在扩大上游 PTA 规模的同时, 将再向上游延伸, 拓展芳烃项目。2014年起, 中金石化的芳烃项目加快了工程进度, 并于后续建成单线产能全球最大的芳烃产能, 年产能达 200 万吨。2018年, 控股子公司浙石化“4000万吨/年炼化一体化项目”项目一期正达试生产准备阶段。2020-2021年浙石化“4000万吨/年炼化一体化项目”二期投产。公司自此完成了从“化纤企业”向“能源化工巨头”的转变。

2022年至今, 高质发展期: 2023年, 公司引入沙特阿美作为战略投资者, 目前沙特阿美通过其全资子公司持有公司股份约 10%, 此外沙特阿美承诺向浙石化提供长期稳定的高品质原油供应 (约 2400 万吨/年)。2024年1月, 公司发布《关于与沙特阿美石油有限公司签署谅解备忘录的公告》公司拟收购沙特阿美旗下炼化公司股权, 同时沙特阿美对公司中金石化也存在潜在收购意愿, 双方合作升级。

依托一体化炼化项目持续向下游布局新能源、新材料等方向, 完善公司从“一滴油”到新材料的产业版图布局。 公司通过“强链补链”策略, 2022年至今加快布局下游化学新材料, 瞄准新能源和高端材料领域, 通过投建浙石化高端新材料项目、浙石化高性能树脂项目、金塘新材料项目等部署了 EVA、POE、DMC、PC 和 ABS 等一批新能源新材料产品, 产品链不断丰富, 预计将于 2026-2027 年逐步投产。随着新项目的稳步推进, 公司新能源材料、可再生塑料、特种合成材料和高端合成材料等产能将得到有序扩充, 新材料转型逐步加速。公司迈入高质量发展阶段。

表2: 公司在建新材料项目情况

子公司	股权占比	项目名称	项目内容
浙石化	51%	高端新材料项目	拟新建 400 万吨/年催化裂解装置、35 万吨/年 α -烯烃装置、2×20 万吨/年 POE 聚烯烃弹性体装置、8 万吨/年聚丁烯-1 装置、100 万吨/年醋酸装置、2×30 万吨/年醋酸乙烯装置、30 万吨/年 EVA/LDPE (管式) 装置、2×15 万吨/年己二酸装置、25 万吨/年己二腈装置、28 万吨/年己二胺装置、50 万吨/年尼龙 66 盐装置、60 万吨/年顺酐装置、50 万吨/年 1,4-丁二醇装置、20 万吨/年 PBS 装置、12 万吨/年聚四氢呋喃装置、3 万吨/年 NMP 装置、27 万吨/年硝酸装置、66 万吨/年丙烯腈装置、20 万吨/年 SAR 装置、30 万标立/时 CO2 重整装置、100 万吨/年甲醇装置、60 万吨/年合成氨装置、24 万吨/年双酚 A 装置
浙石化	51%	高性能树脂项目	新建 30 万吨/年 LDPE/EVA (管式) 装置、10 万吨/年 EVA (釜式) 装置、40 万吨/年 LDPE 装置、20 万吨/年 DMC 装置、3×6 万吨/年 PMMA 装置和 120 万吨/年 ABS 装置

荣盛新材料(舟山)

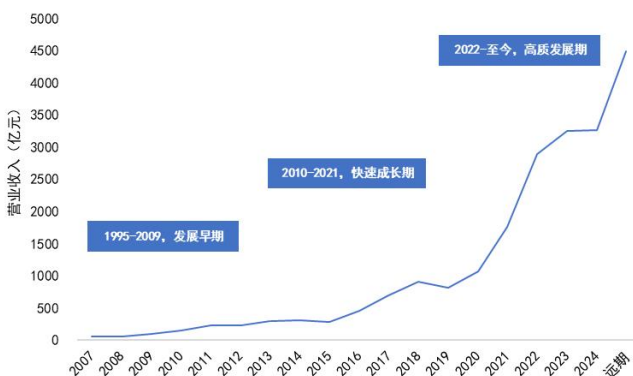
100%

金塘新材料项目

300万吨/年催化裂解装置、100万吨/年气分装置、60万吨/年芳烃抽提联合装置、30万吨/年PEO装置、100万吨/年EVA联合装置、20万吨/年POE装置、40/25万吨/年苯酚/丙酮装置、20万吨/年1,3-丙二醇装置、40/88万吨/年PO/SM装置、40万吨/年PTT装置、60万吨/年顺酐装置、50万吨/年BDO装置、20万吨/年PBS装置、40万吨/年PBT装置、12万吨/年异丁烯装置、15万吨/年CO2回收装置、16万吨/年乙基氧化装置、20万吨/年DMC装置、48万吨/年聚醚多元醇装置、120万吨/年ABS装置、2×24万吨/年双酚A装置、2×26万吨/年聚碳酸酯装置、10万吨/年CHDM装置、10万吨/年PCT装置、10万吨/年PCTG装置、5万吨/年UHMWPE装置、30万吨/年α-烯烃装置

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：荣盛石化历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：荣盛石化业务布局



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

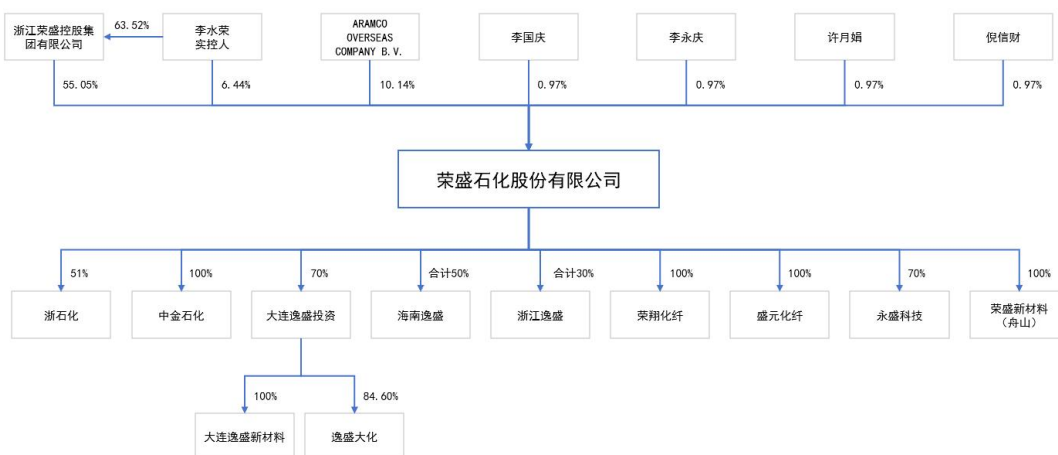
公司股权结构稳定，引进沙特阿美入股，子公司业务布局清晰

公司为民营企业，控股股东为浙江荣盛控股集团有限公司，截至2025年9月30日，持有公司55.05%股权。董事长李水荣先生为公司实控人，通过直接与间接方式持有公司41.41%股权；2023年3月，沙特阿美全资子公司AOC以24.3元/股的价格受让荣盛控股所持有的公司10.13亿股，总价约246亿元，当前AOC持有公司10.14%的股权。此外，基于对公司未来发展前景的信心和长期价值的认可，公司控股股东荣盛控股自2024年1月22日至2025年2月20日共实施两次增持计划，均已实施完毕，累计增持公司股份1.72亿股，占目前公司总股本的1.70%，增持总金额约为16.93亿元；2025年4月8日，荣盛控股再次开始实施增持计划，

增持金额不低于人民币 10 亿元且不超过人民币 20 亿元，目前正在实施中。

子公司层面，公司在炼化化工板块依托浙石化、中金石化，成立了荣盛新材料（舟山），向下游延伸产业链，发展精细化工与化工新材料，实现浙石化与中金石化原料增值增效；在 PTA 板块，公司与恒逸石化合资成立了大连逸盛、逸盛大化、海南逸盛、浙江逸盛等公司，合计 PTA 产能达 2150 万吨；聚酯化纤板块，公司设有盛元化纤、荣翔化纤、永盛科技等公司生产销售长丝、聚脂薄膜等产品，此外公司 PTA 生产企业利用公司 PTA 产能就地生产聚酯瓶片，目前产能合计 530 万吨，达全国第一位。

图6: 荣盛石化股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3: 公司董事及高管情况

姓名	职位	经历简介
李水荣	董事长、董事	高级经济师。历任荣盛化纤集团有限公司董事长兼总经理、浙江荣盛控股集团有限公司董事长、总裁；兼任中国乡镇企业协会会长、中国纺织工业联合会特邀副会长、中国化学纤维工业协会副会长、浙江省浙商经济发展中心高级顾问等职；现任荣盛石化股份有限公司董事长，浙江荣盛控股集团有限公司董事长。
李彩娥	董事	高级经济师。曾获 2008 年萧山区劳动模范，杭州市萧山区先进会计工作者等多项荣誉称号；曾任荣盛化纤集团有限公司副总经理，荣盛石化股份有限公司财务总监等职；现任浙江荣盛控股集团有限公司副总裁、荣盛石化股份有限公司董事，浙江石油化工有限公司董事，宁波联合集团股份有限公司董事等职。
李永庆	董事	曾任荣盛化纤集团有限公司供应工程部副经理、总经理助理；现任浙江荣盛控股集团有限公司副董事长、荣盛石化股份有限公司董事。
项炯炯	董事、总经理	正高级经济师。现任荣盛石化股份有限公司董事、总经理，浙江荣盛控股集团有限公司副董事长，浙江石油化工有限公司董事；兼任浙商总会副会长；入选 ICIS “2025 全球最具影响力化工领袖 40 强”，福布斯 “2021 中国最佳 CEO 榜”。沙特阿拉伯国籍。毕业于沙特阿拉伯法赫德国王石油与矿业大学，目前在沙特阿拉伯达兰的沙特阿拉伯石油公司担任燃料业务管理副总裁。曾担任阿美亚洲总裁、阿美亚洲韩国有限公司代表董事、沙特阿美总部的国内合资业务管理及协调部门总监，以及在 Motiva 公司的亚瑟港炼油厂和位于德克萨斯州休斯顿的 Motiva 美国总部担任过领导职务。此外，他在沙特阿拉伯的 RasTanura 炼油厂开始了自己的职业生涯，并在 UOP 美国完成了近两年的职业进修。
穆提卜·哈勒比	董事	高级会计师，注册会计师。曾任浙江荣盛控股集团有限公司财务管理部副经理、经理、财务副总监；现任荣盛石化股份有限公司财务总监。
王亚芳	财务总监	曾任荣盛石化股份有限公司投资部、财务部，获“优秀董秘”和“金牌董秘”称号；现任荣盛石化股份有限公司董事会秘书。
全卫英	董秘	

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司营业收入稳步增长，利润率自底部逐步回升

2025 年前三季度，公司实现营业收入 2278.15 亿元，同比下滑 7.09%；实现归母净利润 8.88 亿元，同比增长 1.34%。其中第三季度实现营收 791.85 亿元，同比

下滑 5.67%，环比增长 7.51%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比增长 1427.94%，环比增长 1992.91%。

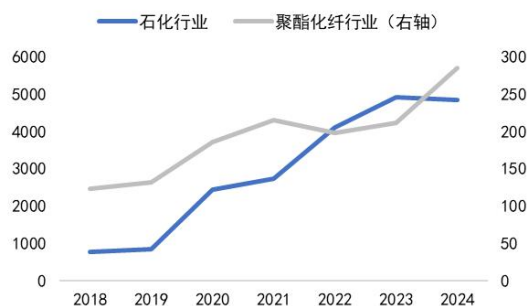
收入层面：2018-2024 年，公司营业收入由 914.25 亿元增长至 3264.75 亿元，年化复合增速达 23.63%，主要为公司核心项目（如浙石化一期、二期）在 2019-2024 年陆续投产，炼油、化工、聚酯化纤等产品的产能、产量、销量持续增长，进而带动公司营业收入增长。

图7: 荣盛石化营业收入及同比（右轴）情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

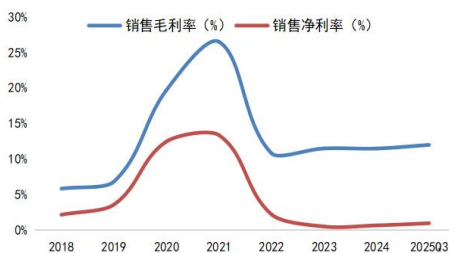
图8: 荣盛石化近年来产品产量变化（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

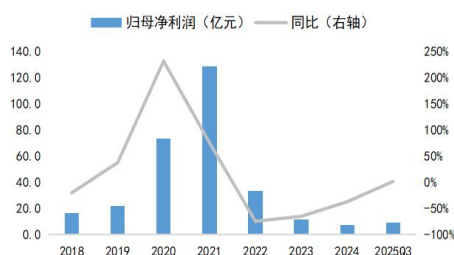
利润层面：2020-2021 年，随着全球需求在疫情后快速修复，炼油产品毛利率持续提升至 37.67%；2021 年上半年化工产品景气度持续向上，公司化工板块毛利率于 2021 年中报达到 39.16%，为迄今为止板块利润率最高水平；公司整体毛利率水平于 2021 年达到 26.51%，公司归母净利润达到 128.24 亿元，为历史最高水平。2022 年起，受俄乌战争影响国际油价大幅上涨，石化产品原料成本快速提升，而下游需求低迷，供需错配下成品油、化工品价差回落，公司炼油、化工品毛利率水平同步回落至 20%/11% 上下，公司整体销售毛利率下滑至 11% 水平。2022 年来全球化工行业景气持续低位，炼化、聚酯领域产能过剩格局未改，产品同质化竞争加剧；2025 年起，工信部等七部门联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》提出要严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目，石化化工行业“反内卷”稳步推进，后续公司利润率有望呈现上升趋势。

图9: 荣盛石化销售毛利率及销售净利率情况



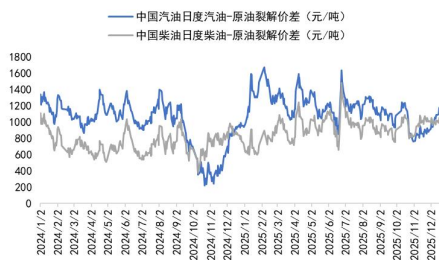
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10: 荣盛石化归母净利润及同比（右轴）情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 我国汽油柴油价差及布伦特原油价格走势 (元/吨)



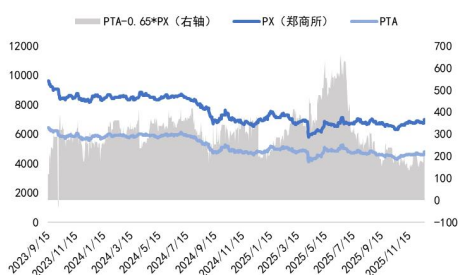
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国PX-石脑油价差 (元/吨)



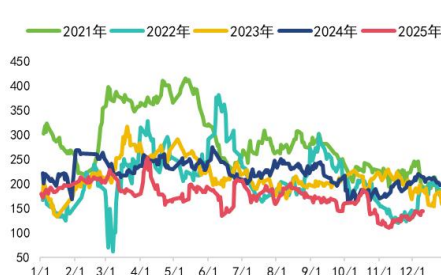
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 我国PTA-PX 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

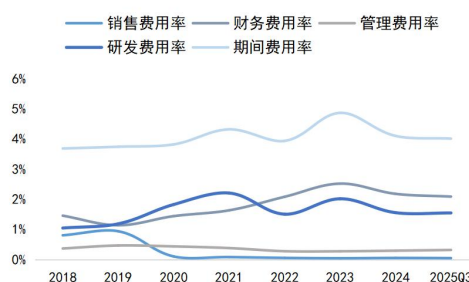
图14: 我国乙烯-石脑油价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

各项费用率控制有效, 期间费用率下降。公司在 2018-2025Q3 期间各项费用率呈现差异化变化: 2020 年起销售费用率降至 0.1% 以下且保持低位平稳, 这是由于 2020 年起浙石化一期满负荷运转, 公司产品结构以炼油、化工品、聚酯等大宗商品为主, 销售模式主要为长期协议与稳定渠道, 此外 2020 年起原销售费用中的仓储运输费用重分类到营业成本; 管理费用率整体保持稳定, 主要由于公司管理体系成熟, 产能扩张过程中通过标准化管理流程提升了管理效率; 财务费用率在 2023 年小幅冲高后逐步回落, 近期维持在 2-2.5% 区间; 公司研发费用率中枢持续提升, 体现了公司在新材料与下游差异化研发投入持续加码。整体来看公司费用波动围绕产能扩张与产业链升级展开, 前期因项目建设、研发投入推高费用, 后期通过优化债务、收缩非核心支出实现费用率回落, 整体费用有序可控。

图15: 公司期间费用率情况



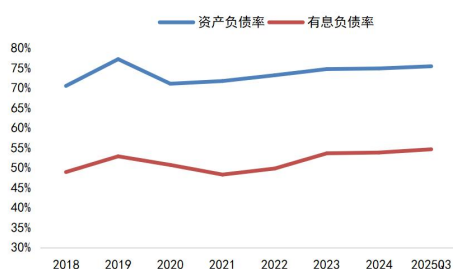
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率处于相对高位，偿债能力仍有可提升空间

公司资产负债率自 2018-2019 年从 70.53% 升至近 77.23%，2020 年回落至 71.07%，2021 年到 2025Q3 持续小幅攀升至 75.45%；有息负债率则始终维持在 50% 左右并伴随波动小幅抬升。公司资产负债率水平较高主要由于大规模项目扩产的资金需求——2018-2019 年浙石化一期建设高峰期的 607 亿银团贷款推高了负债，后续浙石化二期、浙石化高性能树脂、浙石化高端新材料、金塘新材料项目等新项目持续投入，叠加炼化行业“重资产、高投入”的行业特性，企业融资以有息负债为主，负债率维持高位。此外公司在推进项目建设的同时，也通过股权回购与现金流改善等方式控制杠杆。

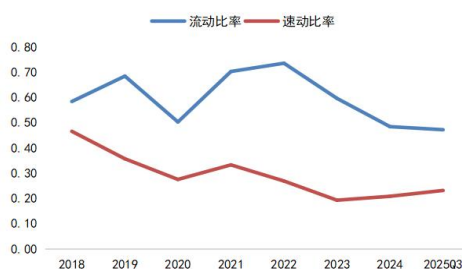
流动比率和速动比率仍有提升空间。2018 到 2022 年公司通过“债务+合资”的方式推进扩张浙石化一期、二期投产，产能的释放带动流动资产增长支撑了流动比率阶段性回升，但后续项目扩张持续带来流动负债增加，导致比率波动。同时公司流动资产中存货占比超 50%，速动资产规模不足，最终公司流动比率、速动持续走低，未来随着公司资本开支的逐渐收缩，公司偿债能力仍有可提升空间。

图16: 荣盛石化资产负债率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 荣盛石化流动比率及速动比率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

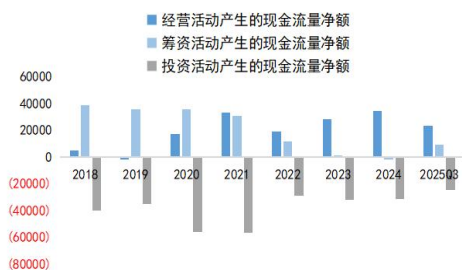
经营活动现金流逐年提升

经营活动现金流总体呈“上升-波动-回升”态势：2018 年 48.35 亿元增长至 2024 年 346.09 亿元峰值，2025Q3 达 236.47 亿元，同比增长 19.94%，主要由于浙石化一、二期全面投产形成的规模效应与全产业链一体化优势，期间 2022 年受行业景气度下行、需求萎缩出现波动，2023 年后随着产品销量不断增长以及产品结构升级，公司经营活动现金流净额不断增长。**投资活动现金流长期流出，与在建工程规模相匹配：**2018-2021 年因浙石化一期建设投资强度逐年加大至 568.41 亿元，2022 年进入项目调整期后投资规模缩减，2023 年至今聚焦浙石化新材料、浙石化高性能树脂、金塘新材料等高质量项目，投资结构持续优化。**筹资活动现金流呈“扩张期流入-股东回报期流出-2025 年再度流入”波动趋势：**2018-2021 年为支持浙石化项目建设公司展开了大规模融资，2024 年子公司浙石化实施分红带来筹资活动现金流净额转负，2025 年适度回升以支撑新材料项目建设。行业周期波动虽给公司现金流带来短期影响，但公司依托产能释放、战略转型与财务策略优化，已实现从“高投入高增长”向“稳健经营+精准投资”的转变。

公司净现比呈现“现金流强、利润弱”的结构特征。2020-2021 年公司净现比处于约 2.4-2.6 倍的健康高位，2022-2024 年在利润下滑而现金净流入走强的驱动下陡升至约 5.7 倍、24.2 倍、47.8 倍，2025 年前三季度约 26.6 倍。一方面体现

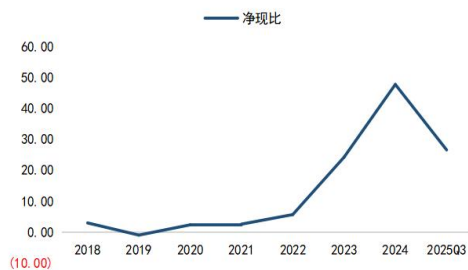
出公司经营现金创造能力持续增强，一方面行业周期与利润口径差异使“净现比”数值相对高企。

图18: 荣盛石化经营活动、投资活动、融资活动产生的现金流净额情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 荣盛石化经营现金流/净利润变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

PX 供需关系持续改善，聚酯环节盈利有望修复

政策+自律双轨“反内卷”，推动炼油炼化行业优化竞争格局

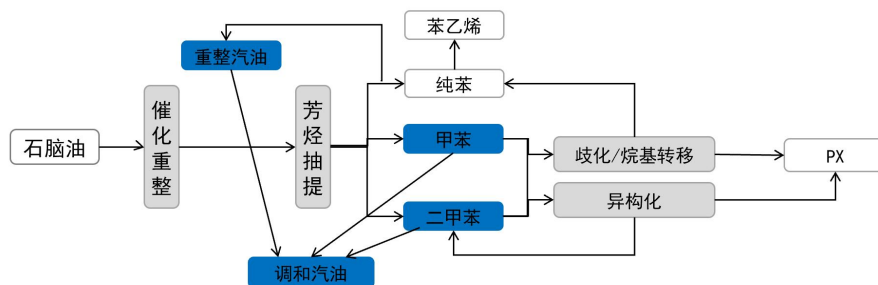
2025年9月25日，由工信部等七部门印发了《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，《方案》指出，2025-2026年主要目标是石化化工行业增加值年均增长5%以上，经济效益企稳回升，产业科技创新能力显著增强，精细化延伸、数字赋能和本质安全水平持续提高，减污降碳协同增效明显，化工园区由规范建设向高质量发展迈进。需科学调控重大项目建设：加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险；石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目。

“反内卷”已从顶层设计进入化工领域的政策落地与行业自律的双轨并进阶段，法律工具、产业规制以及多子行业自律协同等共同构成供给侧再平衡的核心抓手，目标是压降低效供给、治理价格战、恢复合理定价秩序与盈利水平。当前化工行业已形成以行业协会或龙头企业带头协同减产挺价的软约束，叠加政策层面以能效、环保、老旧装置评估以及价格秩序为基准的硬约束，共同推动部分环节的出清与转型。而聚酯链PX-PTA-PET-瓶片/长丝/薄膜受益于行业自发性“反内卷”，竞争格局与盈利能力有望实现优化。

PX：聚酯链起点原料，阶段性供给偏紧下议价能力提升

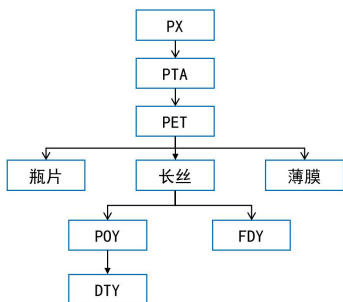
对二甲苯（PX）主要用于生产PTA，是聚酯链的起点原料，主要通过石脑油催化重整、芳烃抽提、甲苯歧化、二甲苯异构化等工艺路线生产，由于重整油、混合芳烃均可调油，在实际生产中，炼厂会根据经济性在汽油重整和芳烃重整中进行切换，当芳烃重整的经济性低于汽油重整时，炼厂会倾向于产出重整汽油，导致芳烃型重整开工下降进而影响到PX产量，反之相反。据卓创资讯，2024年我国PX下游99.5%用于生产PTA，0.5%用于生产DMT及其他产品。

图20: PX 生产工艺路线



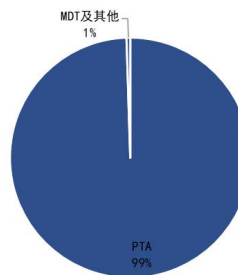
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图21: 聚酯产业链



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

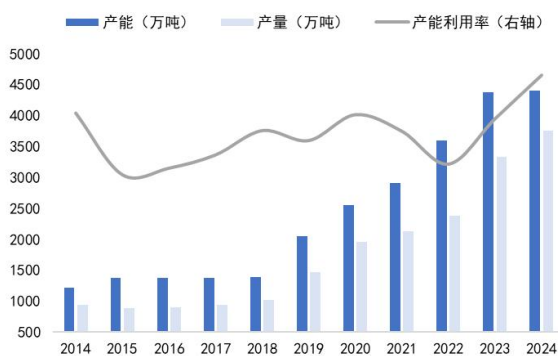
图22: 2024年PX下游主要应用及占比



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

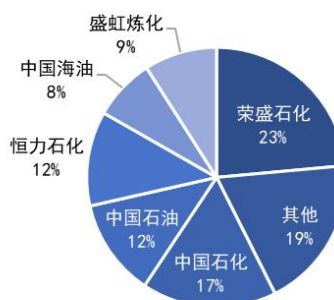
2014-2025 年来 PX 供给端曾经历增长受限-产能扩张-增速显著放缓三个阶段。 2014-2018 年, PX 项目受环保争议与公众抵制影响, 产能基本维持在 1400 万吨以内, 产量则处于 900-1000 万吨水平, 而下游聚酯产品需求则在不断增长, PX 成为聚酯链的卡脖子环节, 需从韩国、日本等周边国家进口, 进口依赖度也不断提升。2019-2023 年伴随着我国大炼化一体化项目集中投产, PX 作为炼化一体化核心环节产能快速扩张, 产能由 2018 年的约 1400 万吨增长至 2023 年的约 4400 万吨, 期间复合增速达 25.75%。2024-2025 年, 我国 PX 产能扩张进入尾声, 总产能约维持 4400 万吨水平, 2025 年没有新增产能释放; 2024 年我国 PX 产量达 3757 万吨, 产能利用率提升至 85%, 为近十年来最高水平, 我国 PX 进口依赖度下降至 20%。当前我国 PX 产能主要集中在荣盛石化、中国石化、中国石油、恒力石化、中国海油、东方盛虹等企业下属炼厂中。据百川盈孚, 2026 年我国或将新增投产 600 万吨 PX 产能, 但产能计划投产时间均处于下半年, 2026 年上半年 PX 供需或将偏紧。

图23: 我国PX产能、产量、产能利用率情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图24: 当前我国PX主要生产企业及占比



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

表4: 未来三年拟投建PX产能情况

企业名	规划规模 (万吨)	拟投产时间
华锦阿美	300	2026/10
裕龙石化	300	2026/12
古雷石化	200	2027/6
中石油乌鲁木齐	50	2027/9
中石化九江	150	2027/9
东明石化	220	2028/7

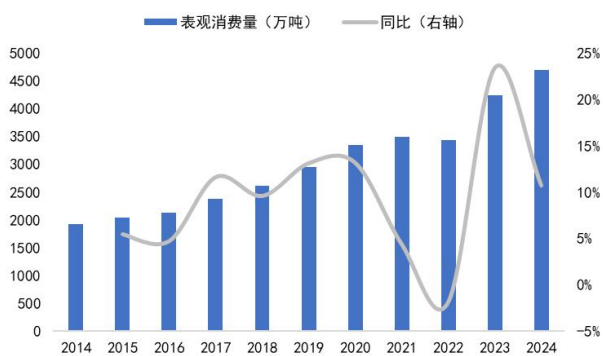
合计

1220

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

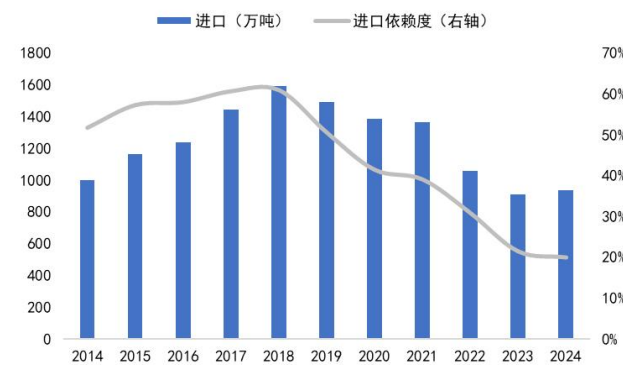
PTA 持续扩产驱动 PX 需求增长，2025-2026 年或将供需趋紧。99.5%的 PX 用于生产 PTA，2014-2024 年我国 PTA 产能由 4342 万吨增长至 8015 万吨，产量由 2740 万吨增长至 7147 万吨，推动我国 PX 表观需求量由 1931 万吨增长至 4695 万吨，期间复合增速达 9.29%。2025 年我国 PTA 新增产能约 870 万吨，而 2024-2026 年上半年我国 PX 产能均无新增，叠加 PX 原料调油预期，PX 供需或将趋紧。

图25: 我国 PX 表观需求量变化情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图26: 我国 PX 进口量与进口依赖度



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

近期 PX 价格、PX-石脑油价差走高，截至 2025 年 12 月 19 日，我国 PX 主港现货价为 6112 元/吨，PX-石脑油价差达 2334 元/吨（约 332 美元/吨），较年初提升 88%。

图27: PX 及石脑油价格、价差情况 (元/吨)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

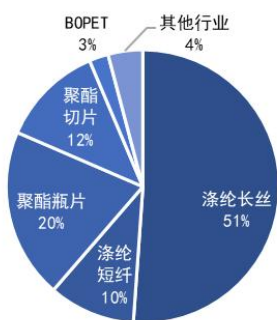
PTA：“反内卷”行动正当时，或将逐步修复产品价差

精对苯二甲酸（PTA）是连接原油与终端聚酯产品的核心枢纽原料。PTA 以对二甲

苯（PX）为核心原料，经氧化、精制等步骤制备而成；是生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）的关键原料，一吨 PET 约需要 0.86 吨 PTA 与 0.36 吨乙二醇。根据卓创资讯，2024 年我国 PTA 下游需求主要包括涤纶长丝/涤纶短纤/聚酯瓶片/聚酯切片 /BOPET/ 其他行业等，需求占比分别为 51.12%/10.24%/20.12%/12.15%/2.27%/4.10%。根据中国产业经济信息网、卓创资讯，我国 PTA 产能由 2014 年的 4342 万吨增长至 2024 年的 8015 万吨，期间复合增速为 6.32%，2024 年我国 PTA 产能约占全球 PTA 产能的 73%。

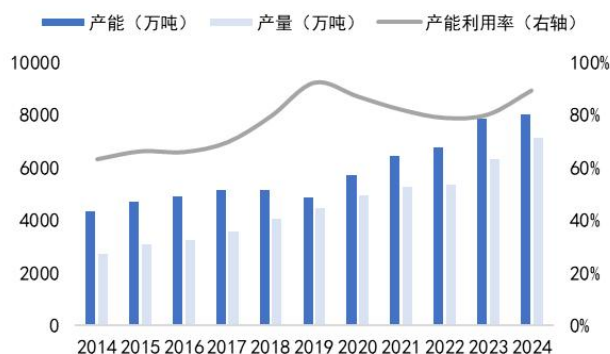
我国主导了全球 PTA 产能的扩张，当前已过产能快速扩张期。2014-2019 年，我国 PTA 产能在上一轮由 2011-2014 年经历的产能扩张期后，产能利用率下降至 63%，叠加上游 PX 高度依赖进口，我国 PTA 整体产能扩张较为谨慎，期间复合增速仅为 2.26%。2019 年起民营炼化密集投产，逸盛、恒力、桐昆等企业通过布局 PX-PTA-聚酯一体化配套，有效解决了上游原料瓶颈，2019 年成为行业格局变化的“分水岭”，2019-2024 年我国 PTA 产能复合增速达 10.54%。据百川盈孚，2025 年新增产能为 870 万吨，同比增长 10.85%，而 2026 年则暂无新增拟投产产能，2027 年拟在建产能约 800 万吨，PTA 产能扩张的放缓也利于行业健康有序发展。

图28: 2024 年我国 PTA 下游需求及占比



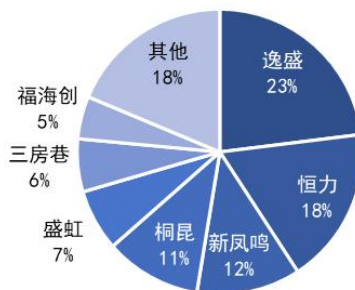
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图29: 我国 PTA 产能产量变化情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图30: 我国当前各企业 PTA 产能分布情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

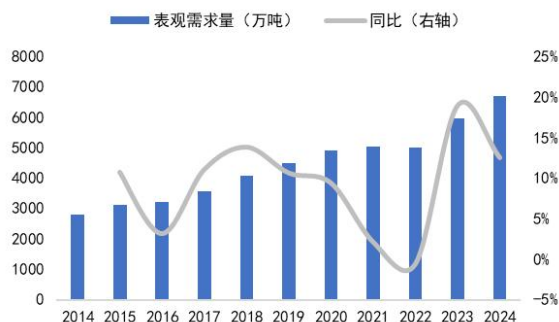
表5: 我国未来三年计划新增 PTA 产能

企业名	拟投产产能 (万吨)	拟投产时间	实际投产时间
江苏虹港石化	250	2025/8	2025/6
江苏三房巷	320	2025/8	2025/8
浙江独山能源	300	2025/10	2025/10
福建福海创石油化工	300	2027/1	-
中国石油天然气乌鲁木齐石化分公司	200	2027/7	-
中国石油化工九江分公司	300	2027/12	-

资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

我国 PTA 需求稳步增长, 2020 年起我国由 PTA 净进口国转为净出口国。2014-2024 年我国 PTA 表观消费量稳步增长, 由 2810.50 万吨增长至 6707.08 万吨, 期间复合增速达 9.09%, 其中 2014-2016 为低增期, 2017-2020 增速较高, 2021-2022 增速显著放缓, 2023-2024 呈现显著增长。2014-2016 下游聚酯链产能扩张较缓, 涤纶长丝产能增速年化 10%, 推动国内 PTA 需求温和增长; 2017-2020 年在聚酯链产能快速扩张、长丝稳定扩张、疫情扰动等背景下, 需求量增速达 10% 以上; 2021-2022 年由于外需走弱、聚酯开工降负等因素影响, PTA 需求增速显著放缓; 2023-2024 年, 我国聚酯产能持续增长, 开工负荷率回升, 涤纶长丝需求量维持增长, PTA 需求再度呈现双位数增长。2020 年起, 随着我国 PX-PTA 一体化配套产能增加, 叠加海外装置检修与退出, 我国逐渐由 PTA 的净进口国转为净出口国, 且 2021-2024 年净出口量持续走高, 另外 2025 年 11 月 12 日, 印度宣布即刻撤销对 PTA 产品的 BIS 认证, 我国 PTA 重新获得进入印度市场的机会, 预计未来出口量有望进一步增长。

图31: 我国 PTA 表观消费量变化情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图32: 我国 PTA 净出口情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

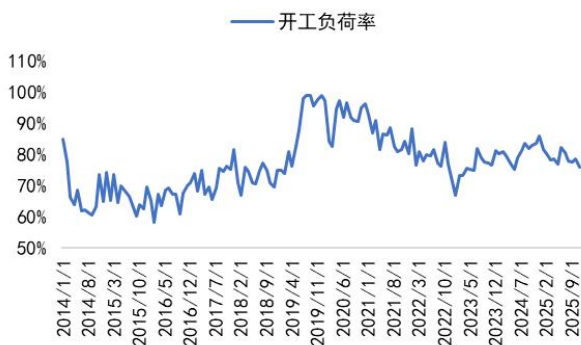
PTA 行业逐步从“内卷式竞争”向“高质量发展”转型, 看好产品价差修复。根据中国化学信息周刊, 2025 年 10 月 29 日, 工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会, 据了解, 会议明确要求企业提交产能、产量、效益等核心数据, 以及有关防范行业“反内卷”的措施建议。根据卓创资讯, 截至 2025 年 12 月 18 日, 已有共计 10 家企业合计 1735 万吨产能进行了检修减产, 其中 1405 万吨产能结束检修时间待定。截至 2025 年 11 月, 我国 PTA 开工负荷率已有年初的 81.5% 下降到 76.0%, 随着行业逐渐由“内卷式竞争”转为“高质量发展”, 产品价差有望逐步修复, 截至 2025 年 12 月 19 日, PTA-0.655*PX 价差修复至 218 元/吨, 较今年底部价差已有修复, 但较年初仍有提升空间。

表6: 2025 年来我国 PTA 检修停产情况

企业名	现有产能 (万吨)	检修减产规模 (万吨)	检修减产开始时间	检修减产结束时间
汉邦	220	220	2025/1/5	长期停车
宁波逸盛	420	200	2025/1/25	长期停车
逸盛大化	600	225	2025/8/8	待定
海南逸盛	450	200	2025/8/15	待定
海仑石化	240	120	2025/8/28	待定
宁波台化	270	120	2025/9/5	待定
独山能源	710	220	2025/11/5	待定
珠海英力士	235	110	2025/11/6	2025 年 12 月下旬
四川能投	100	100	2025/11/8	待定
宁波逸盛	420	220	2025/11/21	2025/12/26

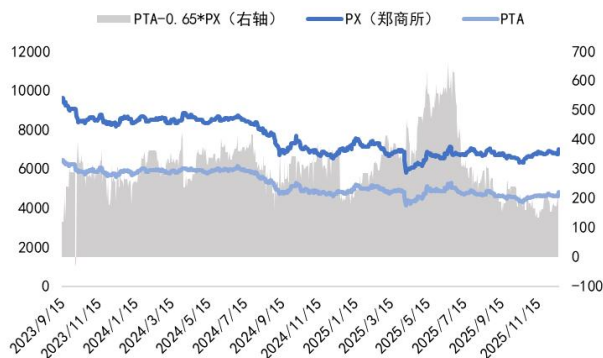
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图33: PTA 开工率情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图34: PTA 价格、原材料价差 (元/吨) 走势情况



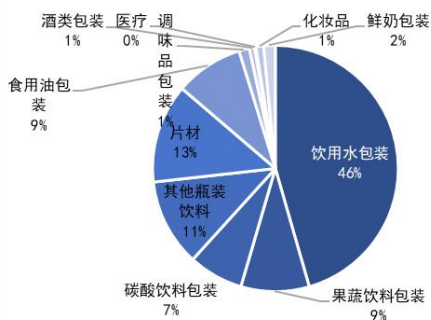
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

聚酯瓶片：扩产周期已进入尾声，需求稳定增长

聚酯瓶片（也称瓶级 PET，聚对苯二甲酸乙二醇酯）是 PET 树脂满足食品接触安全标准、具备优异加工性能和使用特性，专用于生产塑料瓶的热塑性聚酯材料，是全球应用最广泛的包装材料之一。聚酯瓶片由 PTA 与 MEG 酯化聚合而成，根据卓创资讯，2024 年我国聚酯瓶片下游需求主要包括饮用水包装/片材/其他瓶装饮料/果蔬饮料包装/食用油包装/碳酸饮料包装等，需求占比分别为 45.55%/13.02%/11.48%/8.98%/8.97%/7.22%。

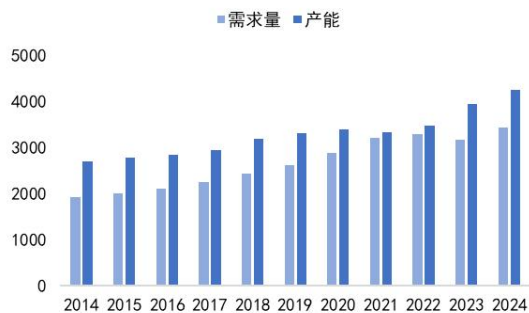
由于聚酯瓶片具有良好的性能，应用范围广，全球需求量稳步增长。根据 CCF、卓创资讯、SmithersPira，2014-2024 年全球聚酯瓶片市场需求从 1934 万吨增长至 3435 万吨，年复合增长率为 5.91%，其中仅 2023 年在欧美高通胀、居民购买力下降背景下出现了近十年来首次同比下滑；而同期全球聚酯瓶片总产能由 2700 万吨增长至 4262 万吨，年复合增长率为 4.67%，增速低于需求增长，显示出瓶级 PET 作为新型的环保性包装材料具有良好的市场前景。

图35: 2024 年我国聚酯瓶片下游需求及占比



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图36: 全球聚酯瓶片需求及产能情况 (万吨)

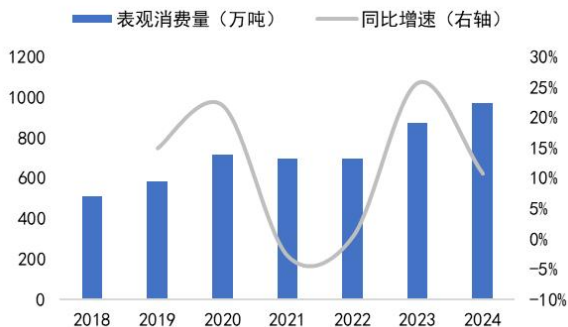


资料来源: CCF、卓创资讯、SmithersPira、国信证券经济研究所整理

我国聚酯瓶片体需求呈现震荡式增长，增速受外部环境因素影响存在波动变化。根据卓创资讯，我国聚酯瓶片需求量整体呈现震荡式增长，由 2018 年的 511 万吨增长至 2024 年的 969 万吨，期间复合增速达 11.26%。其中 2020 年前我国聚酯瓶片需求稳定增长，2020 年我国聚酯瓶片表观消费量同比增长 22% 达 715 万吨，主要原因包括（1）疫情期间对医疗包装、外卖包装需求量增长（2）瓶片价格随原料价格下跌后经销商与下游企业补库（3）国家发改委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出禁止餐饮、商超等领域使用不可降解塑料制品，聚酯瓶片作为传统塑料的可回收替代品需求量大幅增长。而后 2021-2022 年在前期高基数、高库存、疫情反复的背景下出现了表观消费量下滑。2023 年随着管控政策放开、国内餐饮旅游得到恢复，带动我国聚酯瓶片需求迈入新一轮增长阶段。

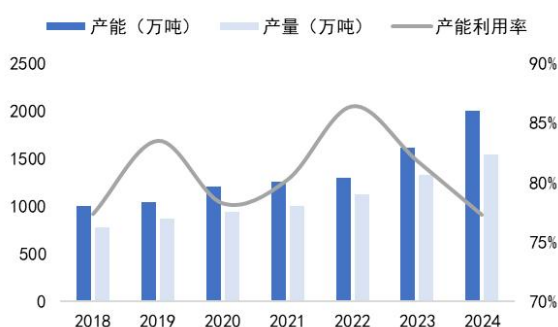
我国约贡献全球 1/2 产能，为全球聚酯瓶片主要出口国，我国产能扩张周期已进入尾声。从供给端看，我国聚酯瓶片产能由 2018 年的 1007 万吨增长至 2024 年的 2004 万吨，期间复合增速达 12.15%，整体增速略快于表观消费量增速；也使得我国聚酯瓶片全球产能占比由 32% 提升至 47%，我国成为全球聚酯瓶片产能第一大国，2018-2024 年，我国聚酯瓶片净出口量由 268 万吨提升至 580 万吨，期间复合增速达 13.71%。2018 年以来，我国聚酯瓶片产能扩张主要集中于 2020 年与 2023-2025 年，当前扩产周期已进入尾声，据卓创资讯，2025 年拟在建项目仅为富海集团 60 万吨项目，2026 年往后两年仅有 205 万吨规划产能。随着海内外需求的稳步增长，聚酯瓶片供需格局有望持续改善。

图37: 我国聚酯瓶片表观消费量变化 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图38: 我国聚酯瓶片产能变化 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表7: 未来三年我国拟投建聚酯瓶片产能

企业名	拟投产产能（万吨）	拟投产时间
富海集团	60	2025/12/31
	90	2027/12/31
南通科森	80	2026/12/31
新疆逸普	30	2026/12/31
宜宾普拉斯	5	2026/12/31

资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

当前价差处于历史低位，具有较大可修复空间。2017-2025年，聚酯瓶片与原材料价差曾于2018年5-6月与2022年8月达到3250与2478元/吨的历史高位，主要原因为阶段性供需错配：2018年受海外产能停产叠加夏季饮品需求旺季，价差冲高至3200元/吨以上；2018-2022年我国聚酯瓶片复合产能增速仅6.6%，而期间表观消费量增速则达8.1%，2021年全球疫情后供给端产能恢复、物流瓶颈共同推动聚酯瓶片阶段性供需再错配，2022年我国产能利用率达86%，8月价差冲高至2400元/吨以上。2023-2025年，随着我国聚酯瓶片产能的持续扩张，产能增速高于需求增速，2023-2024年我国聚酯瓶片产能利用率持续下滑至77%，聚酯瓶片与原材料价差下滑至500元/吨以内，低位时仅150元/吨。当前聚酯瓶片价差仍低于500元/吨，处于历史低位水平。整体来看，我国聚酯瓶片呈现“高价差→扩产→过剩→低利润→谨慎投产→再平衡”的周期性，当前本轮扩产周期已进入尾声，随着需求端持续增长，聚酯瓶片价差有望持续向上修复。

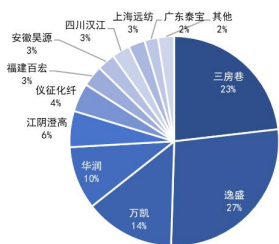
图39: 聚酯瓶片价格、原材料价差（元/吨）走势情况



资料来源：wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

行业头部企业集中“反内卷”，行业开工负荷率有序下降。据卓创资讯，我国聚酯瓶片主要产能集中在逸盛、三房巷、万凯、华润等大型企业，CR4达74%，行业集中度较高。据百川盈孚，华润化学、三房巷、万凯新材、海南逸盛、逸盛大化等从今年年中开始计划减产、检修：华润化学计划于6月22日开始三地工厂聚酯瓶片装置同时减产，减产量为其总产能的20%，涉及聚酯瓶片产能约66万吨；三房巷自2025年5月底以来已累计停产100万吨聚酯瓶片产能，重启时间未定；重庆万凯计划于7月1日开始减产，涉及聚酯瓶片产能60万吨/年；逸盛计划于7月1日开始减产，其中逸盛海南停车75万吨，逸盛大化停车35万吨。当前我国聚酯瓶片产能开工负荷率约为71%，自今年5月79%显著下行。

图40: 我国聚酯瓶片主要产能分布



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图41: 我国聚酯瓶片开工负荷率情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

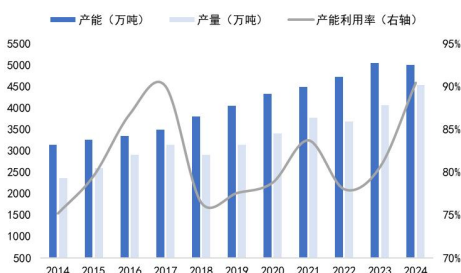
涤纶长丝: 扩产节奏放缓, 行业集中度与秩序不断提升

涤纶长丝即聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET) 长丝, 以 PTA 和 MEG 为主要原料, 经聚合、熔体纺丝、拉伸定型等工序制成的合成纤维, 是涤纶的核心品类之一, 也是我国产量最大、应用最广的合成纤维品种。由于其具备强度高、耐磨性好、抗皱性强, 不易变形、生产工艺成熟、成本相对低廉等优势, 被广泛应用于纺织服装、家纺装饰、工业应用等领域。根据卓创资讯, 2024 年我国涤纶长丝在服装用纺织品/装饰用纺织品/产品用纺织品占比分别为 50%/31%/19%。

按加工工艺和性能差异, 涤纶长丝主要分为三大类: (1) POY (预取向丝) 为半制品丝, 取向度中等, 可进一步加工成 DTY, 是下游加弹工序的主要原料。(2) FDY (全拉伸丝) 为全取向丝, 拉伸定型一步完成, 纤维强度高、尺寸稳定, 可直接用于织造面料。(3) DTY (低弹丝) 由 POY 经加弹加工制成, 具有一定弹性和蓬松感, 手感柔软, 广泛用于针织服装、家纺等领域。

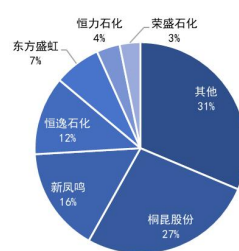
涤纶长丝产能扩张由高速转为高质, 行业集中度不断提升。2014-2024 年我国涤纶长丝产能由 3148 万吨增长至 5013 万吨, 期间复合增速达 4.76%; 产量由 2367 万吨增长至 4546 万吨, 期间复合增速达 6.72%。十年来分阶段看, 2014-2017 产能增速处于年化 3.47% 的较低水平, 产能利用率不断提升; 2018-2023 年处于产能增速达到 5.88%, 实现较快扩张, 期间产能利用率处于 76%-85% 之间; 2024-2025 年产能增长再度放缓, 叠加老旧装置淘汰, 产能利用率进一步提升至 90%。往后两年规划投产的产能合计约 340 万吨, 年增长约 3-4%, 仍处于有序扩张阶段。此外, 据卓创资讯, 2024 年我国涤纶长丝 CR4 达 62%, 产能进一步向行业龙头集中, 行业格局不断优化。

图42: 我国涤纶长丝产能产量及产能利用率情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图43: 我国涤纶长丝主要生产企业及市占率



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

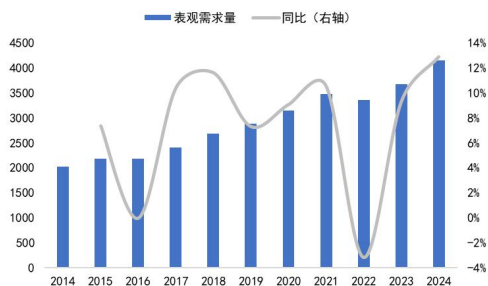
表8: 未来三年我国涤纶长丝拟扩建产能情况

企业名	规划产能 (万吨)	计划投产时间
福建恒海	30	2026/3/10
	30	2026/11/10
	30	2027/6/25
杭州逸通	20	2025/12/31
	30	2027/5/18
九江石化	40	2026/12/23
恒逸 (海宁)	40	2026/6/15
安徽佑顺	40	2027/4/20
浙江恒涌	40	2027/11/10
新疆 (桐昆) 宇欣	35	2027/9/20
新疆中泰	25	2026/12/20
合计	360	

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

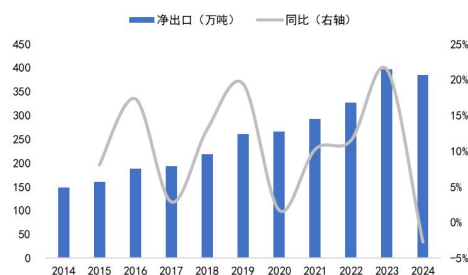
我国涤纶长丝需求长期稳步上涨, 海外需求高速增长。2014-2024 年我国涤纶长丝表观消费量由 2030 万吨增长至 4150 万吨, 期间复合增速达 7.41%, 其中 2022 年在国内疫情反复等因素影响下同比小幅下滑; 我国涤纶长丝净出口由 148 万吨增长至 386 万吨, 期间复合增速达 10.04%, 2024 年在 2023 年高基数叠加印度 BIS 限制背景下小幅下滑, 2025 年恢复增长。

图44: 我国涤纶长丝表观需求量 (万吨) 变化情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

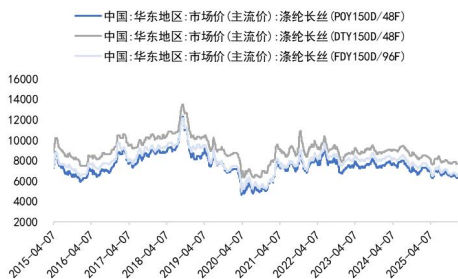
图45: 我国涤纶长丝净出口量 (万吨) 变化情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

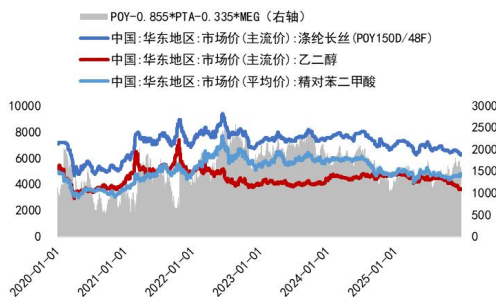
随着行业产能集中度不断提升, 行业秩序性与自律机制逐步向好, 产品价格波动主要反应了原料价格波动, 产品价差能够稳定在合理盈利空间。随着印度撤销 BIS 认证, 国内促进消费政策刺激, 预计涤纶长丝有望维持较好盈利水平。

图46: 华东地区涤纶长丝市场价格 (元/吨)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图47: 华东地区 POY 价格、价差走势 (右轴)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

公司聚酯链产能情况与弹性测算

公司依托浙石化 4000 万吨炼化一体化项目与全资控股的中金石化，拥有 1080 万吨 PX、2150 万吨 PTA、530 万吨瓶片、160 万吨长丝、43 万吨聚酯薄膜产能，随着聚酯产业链“反内卷”的不断推进，公司盈利有望实现显著修复。

表9: 聚酯链“反内卷”背景下公司利润弹性测算

产品	设计产能（万吨）	权益设计产能（万吨）	单吨产品盈利提升对公司利润弹性测算（元，亿元）			
			50	100	150	200
PX	1080	609	3.0	6.1	9.1	12.2
PTA	2150	1101	5.5	11.0	16.5	22.0
瓶片	530	295	1.5	3.0	4.5	6.0
长丝	160	160	0.8	1.6	2.4	3.2
聚酯薄膜	43	30	0.15	0.3	0.45	0.6

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理测算

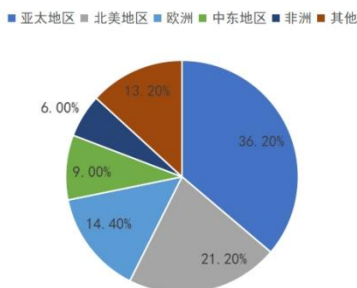
国内炼能向头部集中，海外炼厂扰动推高汽柴油裂差

全球炼能温和增长，亚太区域占据主导

炼油产业是连接原油与下游交通、化工等领域的核心环节，炼油产品通过原油选择、工艺组合、参数调整等方式可实现调节性。炼油是石化产业链最核心的上游环节，是将原油通过蒸馏、裂化等工艺转化为成品油和化工原料的基础产业，直接连接原油开采与下游交通、化工、民生等领域，是全球能源体系的关键组成部分。炼油产业产品的成品油与化工品的可调节性是其适配市场需求、优化收益的关键能力，可通过产业链环节协同调整实现。加工装置操作弹性方面，催化裂化装置可通过反应温度、剂油比等参数灵活改变汽油、柴油的产物分布，常压及减压装置能通过优化馏分切割点调整直馏汽油、柴油的初产比例，延迟焦化装置则可借助循环比等操作条件调节焦化汽油的产出规模，直接影响成品油基础产量结构。原料流向的多路径适配方面，减压渣油等重质原料可根据成品油需求优先级，灵活分配至催化裂化装置或延迟焦化装置，而焦化汽油、柴油等中间产物也可动态调整至石油产品精制装置的进料占比，实现成品油与联产产品的产量平衡。组分调合与品质优化机制方面，石油产品精制装置可通过直馏、催化裂化、焦化等不同来源油品组分的调合，灵活确定汽油、柴油、煤油的最终产出比例，同时依托 MTBE 装置产物的调合作用，既优化汽油标号等品质指标，也能进一步补充汽油供应结构，最终实现成品油产量与品质的双向可调。

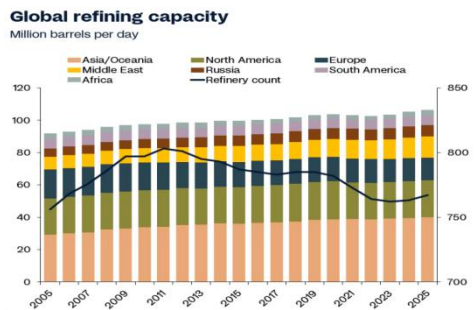
2015-2025 年全球炼能总量温和增长，区域分化显著，亚太为主要产地。据 Rystad Energy，2015-2025 年全球炼能总规模从约 9500 万桶/日增至约 1.05 亿桶/日，整体呈现温和增长。当前全球炼能分布呈现“亚太主导、北美欧洲紧随、中东非洲拉美快速发展”的格局。亚太地区凭借中国和印度的强劲需求和产能扩张，稳居全球首位；北美和欧洲虽产能总量大，但增长乏力甚至收缩，美国从约 1900 万桶/日微降至 1840 万桶/日，欧洲从约 1700 万桶/日下降至约 1400 万桶/日，降幅约 18%；而中东和非洲地区则成为新的产能增长极，主要服务于区域内需求和出口市场。行业整体向大型炼化一体化集中，中小炼厂面临关闭风险，能源转型与政策差异推动全球炼能重心持续东移。

图48: 2024 年全球炼能分布情况



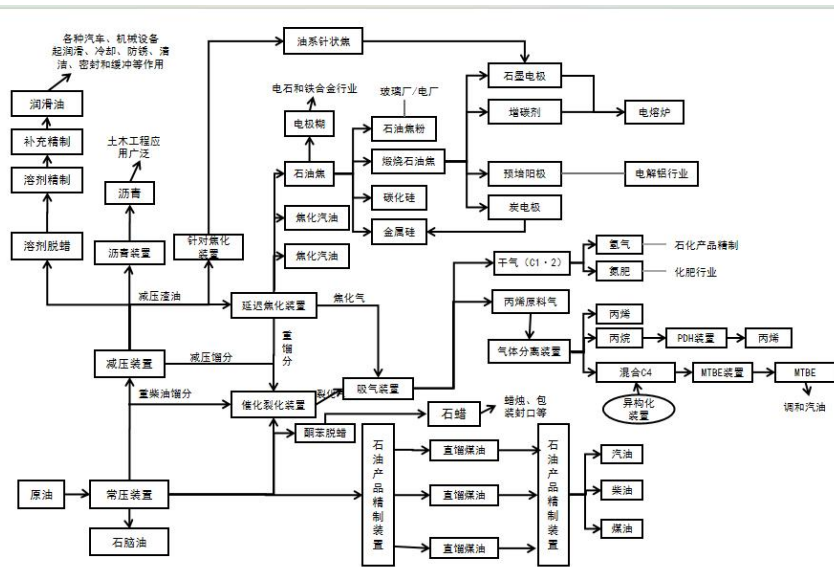
资料来源：IEA、OPEC，国信证券经济研究所整理

图49: 全球总炼能变化情况



资料来源：Rystad Energy，国信证券经济研究所整理

图50: 炼油产业链

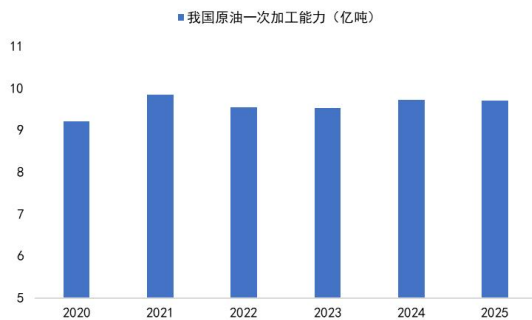


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

国内炼能向千万吨级项目集中，近期汽柴油裂差修复性反弹

我国炼油产能持续扩张但增速逐步放缓，中小产能逐步淘汰，行业“减油增化”效果显著。2015-2025年我国原油一次加工能力从约7.5亿吨/年增长至9.7亿吨/年，十年增长约30%，但增速持续放缓，当前已逼近10亿吨/年的政策控制红线，行业进入总量管控下的结构性转型关键期；政策通过“减量置换”优化重组炼能在200-500万吨的企业，加速淘汰200万吨以下中小落后产能，千万吨级炼化一体化项目成为主流；“减油增化”战略持续推进以应对成品油2023年达峰后的下行趋势，同时绿色低碳转型与智能化升级同步发力，行业正从规模扩张向质量效益提升转变。到2025年末，尽管部分在建项目继续推进，但已有的严控举措将确保产能增长处于合理的范围。根据隆众资讯预计，2026-2030年我国主营炼厂炼能分别为5.76/5.73/6.03/6.09/6.09亿吨，民营炼厂炼能分别为4.05/3.92/3.77/3.84/3.79亿吨。

图51: 2020-2025年国内炼能情况(亿吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图52: 2026-2030年国内炼能趋势预测图(万吨)



资料来源: 隆众资讯、国信证券经济研究所整理

我国成品油裂差由供给端约束、需求弱季节性变化、成本端波动、海外裂差与地缘政治四项核心因素决定。(1)供给端约束方面：我国总体炼能持续温和增长，但已逼近“10亿吨”政策控制红线，未来炼油能力增量将逐渐减少，产能向千万吨大型炼厂集中。炼厂开工负荷率方面，主营炼厂开工负荷率稳中有升，截至12月18日，全年平均开工负荷率达80.09%，同比提升0.93pct；山东地炼整体开工负荷率持续低迷，截至12月17日，全年平均开工负荷率为55.37%，同比下降4.80pct。11月来主营炼厂检修再度增多，叠加多数炼厂年度生产计划接近完成，11月日度原油计划加工量下调，主营炼厂平均开工负荷明显下滑；山东地炼开工负荷率自8月起触底回升，检修炼厂数量进一步减少，胜星、华星、金诚等炼厂逐步恢复开工，整体开工负荷率有所回升。(2)需求及其季节性变化方面：我国成品油消费量于2023年达峰，近两年汽柴油整体需求呈小幅下滑态势；此外年内春耕、五一假期、暑期、十一假期、双十一物流等会对汽柴油消费量产生阶段性刺激，使裂差在短期内走扩。(3)成本端因素影响：原油价格的快速波动将导致裂差的短期变化，当原油价格快速上涨时，短期内成品油裂差将受到挤压，随着成品油逐步顺价，价差将逐渐修复，反之亦然。我国成品油价格采用“政府指导+市场调节”的复合机制，以布伦特(Brent)、迪拜(Dubai)和米纳斯(Minas)三地原油价格为基准，考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定。(4)海外裂差与地缘政治方面：地缘政治、海外炼厂开工负荷率、海外成品油需求量将影响海外成品油裂差，国内炼厂可通过成品油出口方式传导海外价差波动。据卓创资讯，截至2025年12月18日，我国汽油裂差为1126.61元/吨，较年初+16.36%；我国柴油裂差为993.44元/吨，较年初+54.58%。

图53: 我国主营炼厂周度开工率



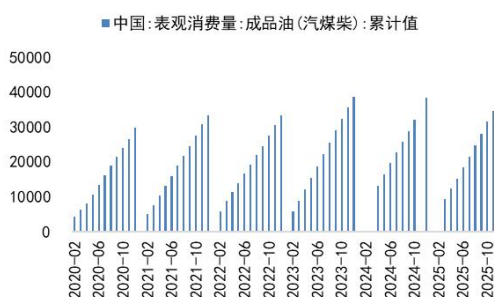
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图54: 我国山东地炼周度开工率



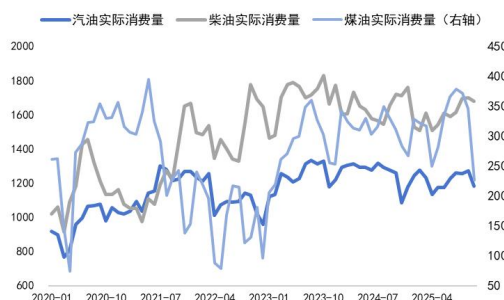
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图55: 我国成品油表观消费量(万吨)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图56: 我国成品油月度实际消费量(万吨)



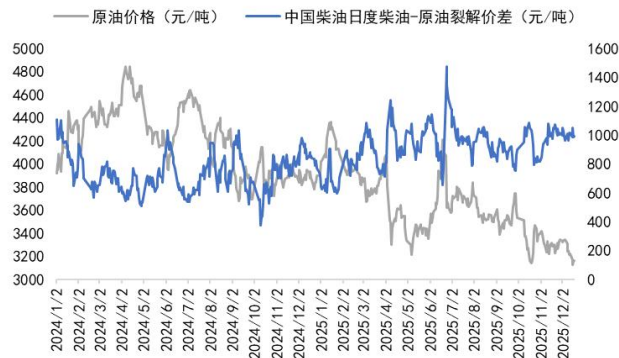
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图57: 我国汽油-原油裂解价差 (元/吨)



资料来源: wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图58: 我国柴油-原油裂解价差 (元/吨)

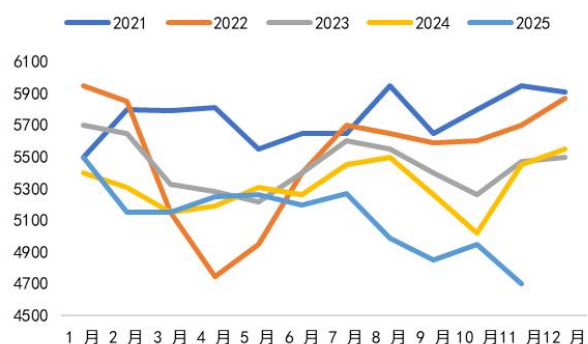


资料来源: wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

俄炼厂频繁遭袭，美炼厂电力短缺，海外成品油裂差中枢上行

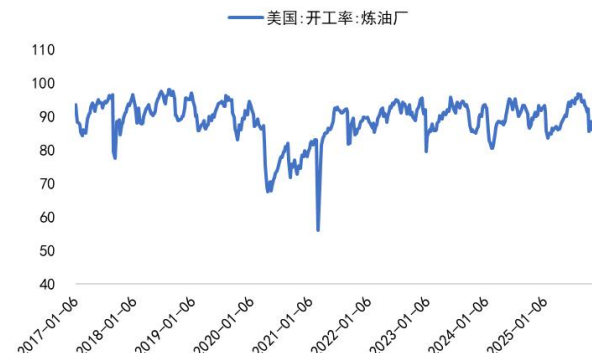
俄罗斯炼厂遭袭，美国炼厂 10 月开工率下降，海外汽柴油裂解价差中枢上行。 2025 年下半年来，乌克兰无人机对俄罗斯战略炼油厂核心装置进行多次无人机袭击轰炸，俄罗斯原油加工量与成品油出口量持续回落。根据 Kpler 数据，2025 年 11 月俄罗斯的原油加工量持续下滑至 470 万桶/日，为近五年来最低水平。俄罗斯作为全球第二大成品油出口国，第二大柴油出口国，2025 年 9 月俄罗斯柴油出口量不足 60 万桶/日，同样创下近五年来新低。美国由于电力供应紧张，炼厂开工率持续下滑，据普氏统计 10 月美国炼厂关停达 133.7 万桶/日，其中因为停电而停车的装置占比达 56.24%，除炼厂秋季常规检修外，电力供应紧张对美国炼厂的影响或将延续。在此背景下，2025 年 11 月 13 日，欧洲/新加坡/美国汽油价差曾冲高至 27/17/25 美元/桶，较年初分别+286%/+125%/+92%；2025 年 11 月 18 日，欧洲/新加坡/美国柴油价差曾冲高至 41/33/48 美元/桶，较年初分别+174%/+93%/+110%。后随着美国炼厂检修期结束、部分俄乌和谈信息压低地缘溢价等因素，近期价差略有回调。

图59: 俄罗斯原油加工量 (千桶/日)



资料来源: Kpler、国信证券经济研究所整理

图60: 美国炼厂开工率走势



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

表10: 2025 年来俄罗斯炼厂遭袭规模影响（不完全统计）

遭袭时间	受损炼厂	影响炼能（万桶/日）	复产情况
2025 年 10 月及以前	16 家炼厂	91.8	部分复产
2025 年 11 月	梁赞炼厂	34	部分复产
2025 年 11 月	新库伊比雪夫斯克炼厂	21	已复产
2025 年 11 月	伏尔加格勒炼厂	29	已复产
2025 年 12 月	锡兹兰炼油厂	18	尚未复产
2025 年 12 月	斯拉夫扬斯克炼厂	10.6	尚未复产
合计		204.4	

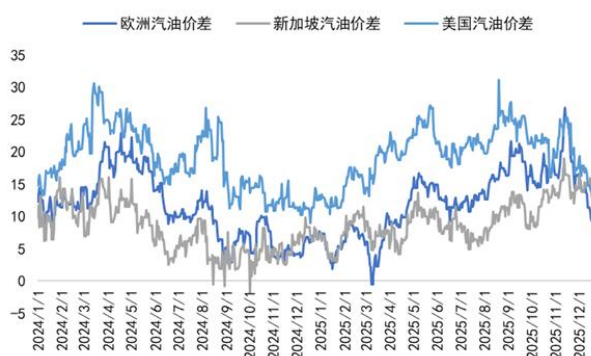
资料来源：中国化工报、IEA、BP 等

表11: 今年 10 月来美国炼厂停车情况

炼厂	停车时间	开车时间	停车是否计划内	炼厂产能（万桶/日）
Toledo	2025/10/5	2025/11/5	计划	10
Tulsa	2025/10/5	2025/10/8	非计划	12.7
Houston	2025/10/7	2025/10/9	非计划	20.5
Corpus Christi	2025/10/14	2025/10/16	非计划	23
Whiting	2025/10/16	2025/10/23	非计划	25.5
Whiting	2025/10/24	2025/10/27	非计划	42

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图61: 欧洲、新加坡、美国汽油裂解价差走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图62: 美国汽油裂解价差走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

依托 4000 万吨炼化一体项目，公司成品油盈利不断修复

我国成品油消费税征收办法主要由《中华人民共和国消费税暂行条例》和《中华人民共和国税收征收管理法》等相关法律规定，并依照消费税税目税率表执行。成品油消费税是针对消费者消费汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油等七种成品油时交纳的消费税。在中华人民共和国境内生产、委托加工、进口这些消费品的单位和个人应当依照规定缴纳消费税。成品油消费税采取“从量定额”的方式征收，即按照销售数量乘以相应的消费税税率来计算应缴纳的消費税税额。目前具体税率为：汽油 1.52 元/升、柴油 1.20 元/升、航空煤油 1.20 元/升、石脑油 1.52 元/升、溶剂油 1.52 元/升、润滑油 1.52 元/升、燃料油 1.20 元/升；其中航空煤油目前缓征，国产作为乙烯、芳烃原料的石脑油免征、

进口用于生产乙烯、芳烃的石脑油已纳税款可申请返还。

成品油消费税征收环节后移持续推进，纳税规范性不断提升。2019年，国务院关于印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》首次明确提出“将部分消费税品目逐步后移至批发或零售环节”，有代表提出“把成品油消费税征收从生产环节调整到终端环节的建议”；2025年来，《国务院办公厅关于推动成品油流通高质量发展的意见》明确提出强化成品油流通监管，完善跨部门联合监管机制，被视为征税环节后移的重要政策铺垫；今年的《政府工作报告》也提出，加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方；当前天津、湖南、贵州、陕西等7个省份已在预算草案中明确表示将承接落实改革任务，标志进入实质性推进阶段。随着后续成品油消费税征收环节后移的落实，生产企业资金压力有望缓解，市场竞争格局或将发生变化。

我国成品油出口实行严格配额制，并实施出口退税政策，拥有出口配额企业有望通过成品油出口套利。2005-2016年我国成品油出口退税曾取消；2016年11月再次恢复全额退税；2024年11月，中国财政部及税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，将部分成品油产品（汽油、柴油、航煤）的出口退税率由13%下调至9%，《公告》自24年12月1日起实施。虽然成品油退税率有所下滑，但拥有出口配额的生产企业仍可通过成品油出口获得超额利润。

表12：浙石化及我国近年来成品油出口配额情况（万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025
浙石化	290	328	354	365	347
全国合计	3761	3725	4079	4100	4019.5
占比	7.7%	8.8%	8.7%	8.9%	8.6%

资料来源：金联创、国信证券经济研究所整理

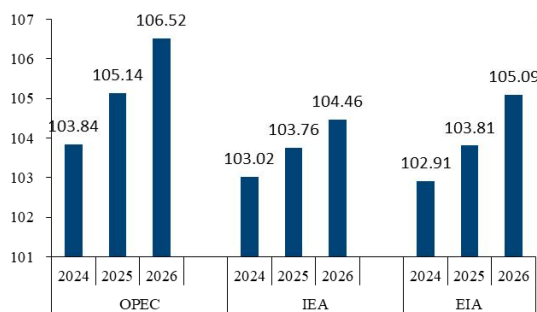
公司控股的浙石化拥有4000万吨/年的炼化一体化能力，其成品油设计产能约1366万吨，全球最大的单体炼厂；同时公司也是国内唯一具备成品油非国营贸易出口资质的民营炼化企业。公司依托原油成本与库存管理、税制合规与配额调节、规模一体化与副产品增厚、全球化布局等方式实现成品油盈利。在原料管控上，公司采用长协+现货多元采购组合：参股股东沙特阿美向浙石化供应承诺数量为48万桶/日的高品质原油，以及为公司提供石脑油、混合二甲苯、直馏燃油等生产原料，保障了原料供应的稳定性。在消费税缴纳与出口配额方面，公司在国内销售成品油需计提缴税费，出口部分可按9%税率退税，近两年公司出口配额约稳定在350万吨上下。副产物增厚方面，公司硫磺设计产能达121万吨，随着硫磺价格持续走高，副产品将为公司带来显著的利润增厚。

海内外硫磺价格涨幅显著，为公司带来利润弹性

化石能源消费增速放缓，硫磺产量增产空间小

主流机构均预测未来原油需求增长速度较低。随着世界局势的变化及人们对低碳可持续发展观念认同的加深，人们对于能源安全与清洁的要求越来越高，风、光等可再生能源在人类能源需求占比越来越高。可再生能源的大力发展的同时，化石能源消费增速却逐步放缓。根据 OPEC、IEA、EIA 最新 9 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.14、103.76、103.81 百万桶/天，分别较 2024 年增加 1.3、0.74、0.9 百万桶/天，原油需求年增速仅为 1% 左右。

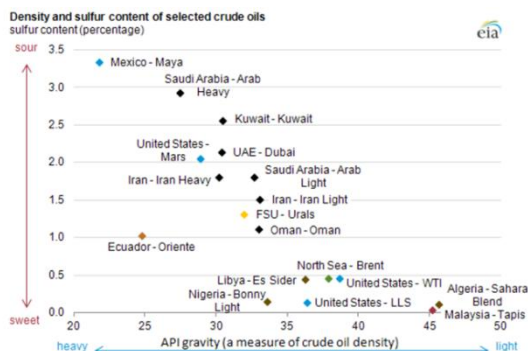
图63: 主流机构对原油需求预测 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, IEA, EIA, 国信证券经济研究所整理

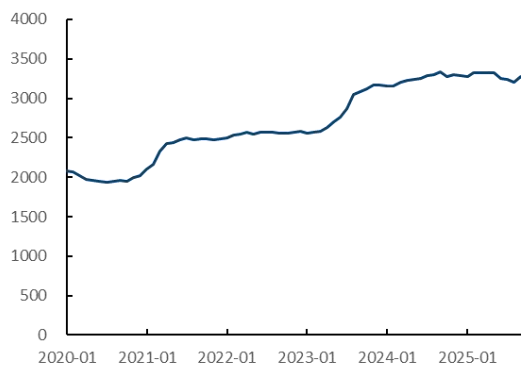
中东高硫原油的减产导致全球硫磺供给预期减少。中东地区是高硫燃料油的重要来源。OPEC 于 11 月 30 日发表声明，2026 年第一季度 OPEC 度暂停增产。12 月 1 日，OPEC 公告，伊拉克阿联酋、哈萨克斯坦及阿曼提交了额外减产计划，从 2025 年 11 月至 2026 年 6 月，每日减产 22.1 万桶。美国持续对伊朗进行极限施压，不断对帮助伊朗出口原油的公司和“影子舰队”实施制裁，伊朗原油生产逐步下降。中东高硫原油产量下降带来的原油缺口虽然可由全球其他地方的原油弥补，但副产硫磺势必减少。

图64: 原油品质分类



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

图65: 伊朗原油产量 (千桶/天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

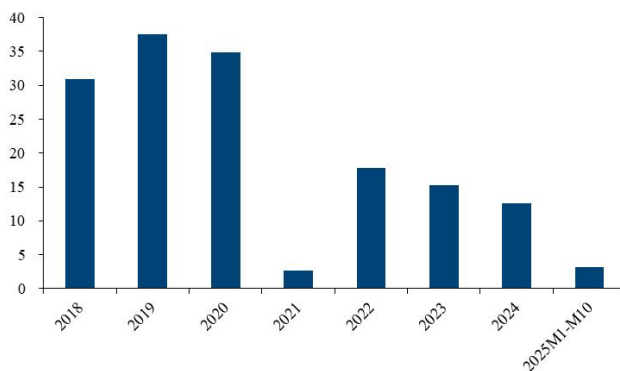
俄乌冲突导致的俄罗斯炼油能力下降，破坏了脆弱的硫磺贸易平衡。2024 年以来乌克兰军方频繁袭击俄罗斯炼油厂等基础设施。俄罗斯联邦统计局显示 2024 年俄罗斯炼油产量为 550 万桶/天，减产幅度达到 17% 以上。俄罗斯是全球第二大硫磺生产国，其炼油能力的下降直接影响了副产硫磺的生产和出口。我国从俄罗斯进口的硫磺量同样呈现趋势下降的情况，全球原本脆弱的硫磺供需平衡被打破。

图66: 俄罗斯炼厂加工量 (千桶/天)



资料来源: BP, 国信证券经济研究所整理

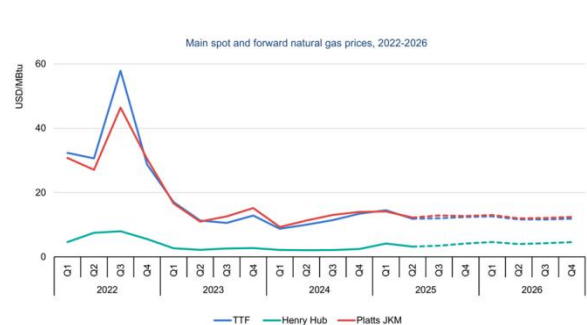
图67: 我国从俄罗斯进口硫磺量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

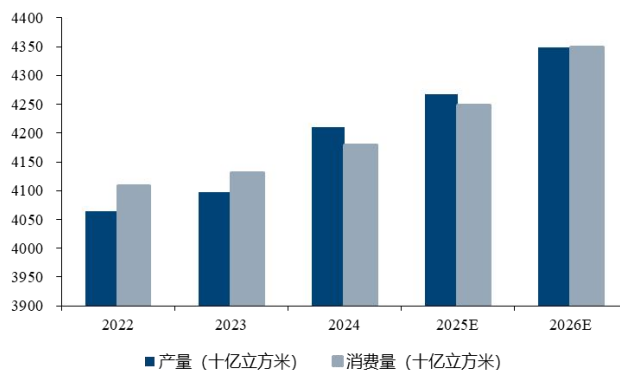
全球天然气需求温和增长，有望带来硫磺增量。全球天然气消费在 2024 年经历了较快增长，2025 年上半年消费增速明显下滑，同比增速仅约 1%。亚洲国家包括中国、日本、韩国、印度等天然气消费大国上半年均出现了天然气消费下滑的现象。展望 2025 全年，全球天然气需求预计增加 1.3%，欧洲拉动主要增量。2026 年天然气消费增速预计可达 2%。由于加拿大、美国及卡塔尔的 LNG 设施产能上升，明年全球 LNG 供给预计增加 7%，这将刺激需求的提升。2026 年亚太地区预计消费增速达 4%，带动全球天然气消费上升。天然气消费的上升有望带动硫磺产量增长。

图68: 天然气历史价格及预测 (美元/百万英热)



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

图69: 全球天然气供需预测

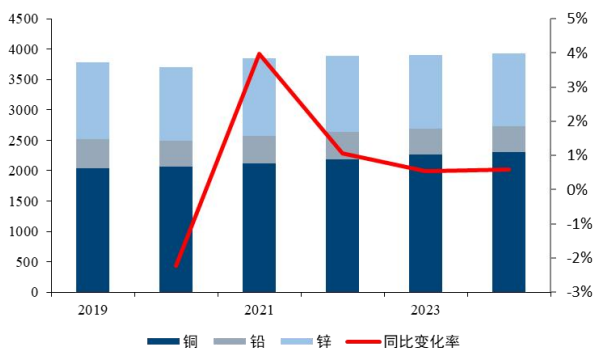


资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

主要有色金属需求疲软，冶炼副产硫酸增速维持低位。铜、铅及锌是三种最重要的硫化矿物，据 USGS 数据，2024 年全球铜矿石生产量为 2300 万吨，铅矿石生产量为 430 万吨，锌矿石生产量为 1200 万吨，合计产量为 3930 万吨，同比增长 0.59%。其中只有铜矿石产量出现了正增长。展望未来，铜下游需求旺盛，但受限于矿山

的开发，在近期有望保持 2%左右的需求增速。铅、锌由于下游需求较为稳定，矿山开发增量较少，铅、锌精矿产量预计仍保持平稳。

图70: 全球主要有色金属矿石产量（万吨）及同比增速



资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

图71: 金属铜价格走势（美元/吨）

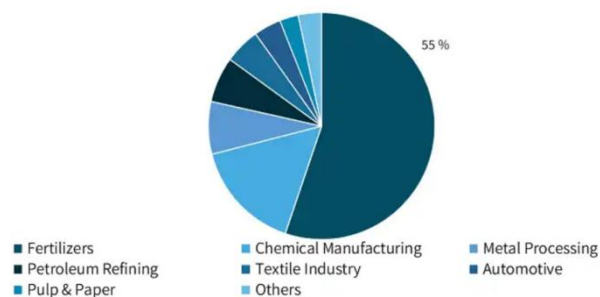


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

磷肥硫酸需求平稳增长，新能源需求较快增长

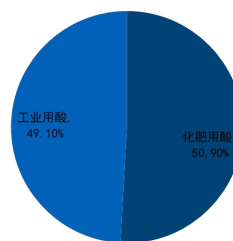
硫酸最重要的应用是制备化肥，在钛白粉、己内酰胺、磷酸铁的制备过程中同样有重要应用。2019 年全球 55%的硫酸被用来制备化肥。2024 年我国约 51%的硫酸被用于化肥工业，其余则被用于制备钛白粉、己内酰胺、氢氟酸、磷酸铁等产品。

图72: 2019 年全球硫酸下游需求



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

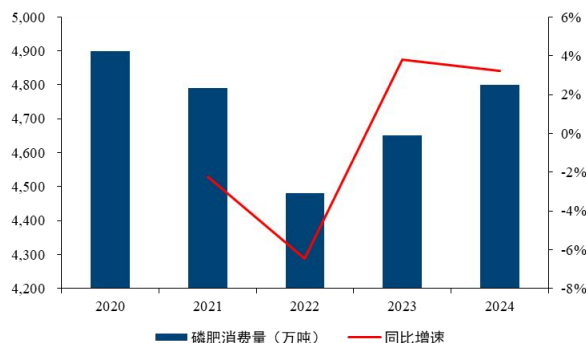
图73: 2024 年我国硫酸下游需求占比



资料来源: 安泰科, 国信证券经济研究所整理

磷肥需求增长较为温和，非洲及中东磷肥产能仍有扩张。2020 年，由于农作物产品价格较好，化肥需求国中印度及美国天气状况良好，叠加部分需求前值，导致该年磷肥消费量出现了大幅增长。2021 年由于高基数、2022 年由于化肥价格较高、极端天气及种植面积减少，磷肥消费出现了萎缩。2023-2024 年磷肥需求出现了反弹，但由于磷肥价格较高，消费增长较为温和。根据世界肥料协会预测，2025-2029 年 P_2O_5 的年复合增长率为 1-2%。2022 年，摩洛哥 OCP 集团计划投资 130 亿美元，将摩洛哥磷肥产能从 1200 万吨提高到 2000 万吨。2025 年，沙特阿拉伯矿业公司决定投资期第三个磷肥制造项目，以增加 300 万吨/年的磷肥生产能力。

图74: 全球磷肥（折 P₂O₅）消费量（万吨）

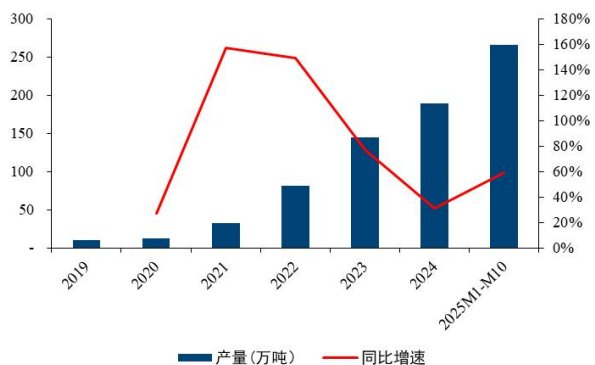


资料来源：世界肥料协会，国信证券经济研究所整理

新能源领域对磷酸铁需求保持高增。磷酸铁作为磷酸铁锂的核心前驱体，其需求由新能源车和储能市场驱动，近年来需求呈爆发趋势。2024年我国磷酸铁产量189万吨，我国今年前十一个月磷酸铁产量为266万吨，同比增长58.87%。铵法路线制备磷酸铁时，工业磷酸一铵单耗为0.8吨/吨左右，磷酸单耗为0.15吨/吨左右。

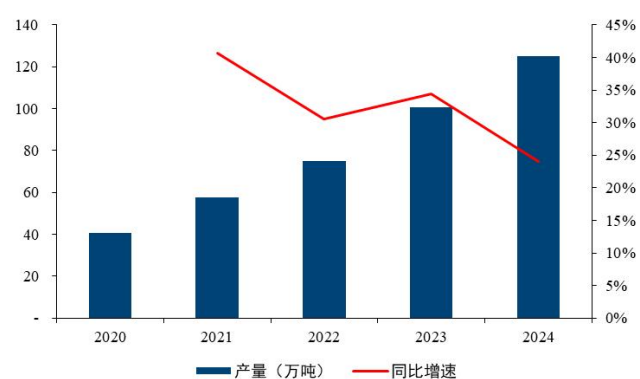
新能源领域碳酸锂同样为高耗酸产品。同样受新能源车及储能市场驱动，全球碳酸锂需求同样以较高速增长。2024年全球碳酸锂产量为125万吨，同比增长22.21%。锂辉石及锂云母制备碳酸锂时均需要消耗大量硫酸，碳酸锂产量高增持续带来硫酸需求增量。

图75: 我国磷酸铁产量（万吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图76: 全球原生碳酸锂产量（万吨）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

红土镍矿通过高压酸浸制备MHP竞争力强，印尼未来仍有大量产能投产。印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，且可以回收其中的有价值元素钴，主要产出氢氧化镍钴（MHP），能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势。印尼MHP产能从2022年开始逐步进入到快速放量阶段，2025年底-2026年约有30万金属吨镍产能有待释放。每金属吨镍的生产预计耗酸30吨左右，预计印尼硫磺/硫酸需求量持续快速上升。

表13: 印尼高压酸浸项目产能情况

项目	地区	产品	镍产能(万金属吨)	钴产能(万金属吨)	投产时间
华越	Morowali	MHP	6	0.78	2021 年底投产
华飞	Weda Bay	MHP	12	1.5	2023 年中投产
华山	Weda Bay	MHP	12	1.5	待定
Pomalaa 湿法	Sulawesi	MHP	12	NA	预计于 2026Q1 投产
Sorowako 湿法	Sulawesi	MHP	6	NA	预计于 2026Q4 投产
青美邦	Morowali	MHP	6.5	NA	二期于 2024 年 9 月投产
PT Meiming New Energy Material	Morowali	MHP	2.5	NA	2024 年底投产
格林爱科	Morowali	MHP	2	NA	2024 年底投产
PT ESG New Energy Material	Morowali	MHP	4	NA	2024 年底投产
格林美和印尼淡水河谷合作项目	Sulawesi	MHP	6.6	NA	待定
力勤 OBI	OBI	MHP	12	1.425	三期于 2024 年 7 月投产
浦项钢铁和宁波力勤合作项目	Sulawesi	MHP	12	NA	一期 6 万吨计划于 2025 年热
印尼晨曦镍钴湿法项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计于 2025 年投产
Excelsior Nickel Cobalt (ENC)	Morowali	MHP/硫酸镍/电解镍	7.2	NA	预计 2025Q4 投产
蓝焰能源湿法冶炼项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计 2026Q1 投产

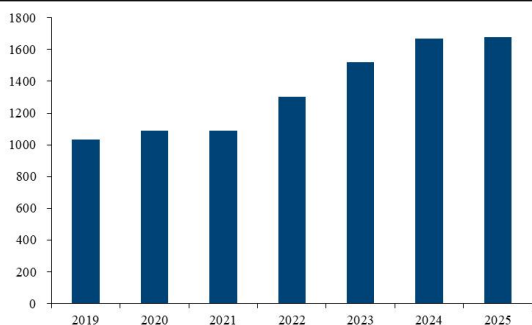
资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理和预测

预计未来全球硫酸存在供应缺口, 硫磺供需偏紧。全球主要有色金属中, 仅铜矿石冶炼有望带来一定副产酸增量; 全球原油、天然气消费预计持续保持低速, 硫磺供给增量预计与油气需求增量保持同步; 硫铁矿作为中国特色制酸原料, 中国产能开工率仍有提升空间。全球磷肥仍有增量需求, 预计 2025-2027 年磷肥需求将保持在 1.5%左右; 新能源方面储能及动力电池持续拉动磷酸铁需求, 印尼高压酸浸由于出色经济性, 产能预计保持高速释放。化工用酸随宏观经济变动。我们预计 2025 年全球硫酸需求有一定缺口, 2026 年此态势仍将持续。硫磺在下游硫酸拉动下, 供需预期维持偏紧。

我国硫磺产能集中于大型油气炼化企业, 有望带来利润弹性

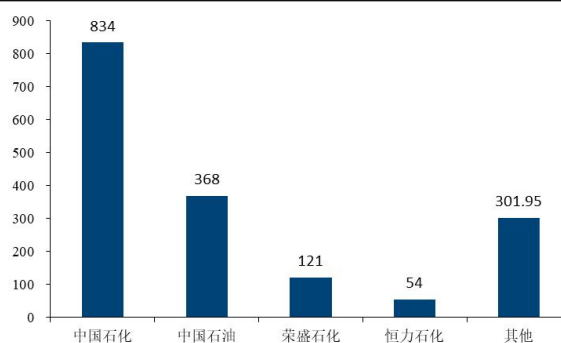
国内硫磺产能增速放缓, 炼化企业产能领先。中国超七成硫磺来源于石油炼化副产, 天然气伴生的硫磺占比约 2 成, 煤化工也副产部分硫磺。根据百川盈孚数据统计, 目前我国硫磺产能为 1678.95 万吨。由于我国原油加工能力需控制在 10 亿吨, 未来炼化产能增量较少, 硫磺产能上行空间较小。从硫磺产能集中度看, 中国石化炼化产能庞大, 叠加普光气田为高硫气田, 伴生硫磺产量较大, 为国内硫磺产能龙头, 2025 年合计硫磺产能达 834 万吨, 其次中国石油具备硫磺产能 368 万吨, 荣盛石化具备硫磺产能为 121 万吨。

图77: 中国硫磺产能变化 (万吨)



资料来源: 中国硫酸工业协会, 国信证券经济研究所整理

图78: 中国硫磺产能分布 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

供需错配背景下，硫磺价格自 2024 年下半年开启上涨周期，截至 2025 年 12 月 23 日，华东市场液体硫磺价格为 3610 元/吨，固体硫磺价格为 3815 元/吨，较年初分别+127%/+141%。公司依托浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目，拥有 121 万吨硫磺设计产能，其成本主要为固定费用，若以单吨硫磺售价 3800 元，单吨成本 1000 元以内进行测算，公司或将取得 34 亿元毛利润，有效增厚公司整体盈利水平。

图 79：我国硫磺市场价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

化工业务：公司化工业务主要基于浙石化炼化一体化项目与中金石化项目，生产包括芳烃、烯烃等产品，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 2025-2027 年公司化工板块收入分别为 1234/1448/1416 亿元，预计毛利率分别为 12.6%/15.0%/13.7%。

炼油业务：公司炼油业务基于浙石化炼化一体化项目中 4000 万吨原油加工能力，设计成品油产能合计 1366 万吨，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、海外成品油裂差等因素影响。此外公司近年来取得了约 350 万吨成品油出口配额，可通过海内外裂差、成品油出口退税获利。预计 2025-2027 年公司炼油板块收入分别为 1103/1051/1119 亿元，预计毛利率分别为 22.2%/22.8%/22.3%。

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。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 2025-2027 年公司 PTA 板块收入分别为 315/324/355 亿元，预计毛利率分别为-1.5%/2.9%/5.6%。

聚酯薄膜业务：公司聚酯薄膜业务主要包括聚酯瓶片、涤纶长丝与薄膜等产品，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 2025-2027 年公司聚酯薄膜板块收入为 223/225/233 亿元，预计毛利率分别为 1.7%/3.2%/5.2%。

表14: 荣盛石化业务拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
化工						
收入	1139.0	1217.8	1217.7	1234.3	1448.5	1416.5
成本	1020.8	1094.0	1052.1	1078.6	1230.5	1221.8
毛利润	118.2	123.7	165.6	155.7	217.9	194.7
毛利率	10.4%	10.2%	13.6%	12.6%	15.0%	13.7%
炼油						
收入	1038.4	1218.8	1178.6	1103.1	1050.8	1119.3
成本	849.8	971.9	971.5	858.2	811.3	869.4
毛利润	188.6	247.0	207.1	244.9	239.5	250.0
毛利率	18.2%	20.3%	17.6%	22.2%	22.8%	22.3%
PTA						
收入	505.0	531.9	496.8	314.5	323.6	355.4
成本	509.5	535.3	503.5	319.1	314.1	335.4
毛利润	-4.5	-3.4	-6.7	-4.6	9.4	20.0
毛利率	-0.9%	-0.6%	-1.4%	-1.5%	2.9%	5.6%
聚酯薄膜						
收入	146.4	147.2	185.1	222.7	225.2	233.7
成本	141.7	142.5	182.0	218.8	218.1	221.5
毛利润	4.7	4.7	3.1	3.9	7.1	12.2

毛利率	3.2%	3.2%	1.7%	1.7%	3.2%	5.2%
			其他业务			
收入	62.2	135.4	186.7	170.5	175.0	180.0
成本	56.6	134.0	180.9	165.0	170.0	175.0
毛利润	5.5	1.5	5.8	5.5	5.0	5.0
毛利率	8.9%	1.1%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%
			合计			
收入	2890.9	3251.1	3264.8	3045.2	3223.1	3304.9
成本	2578.4	2877.6	2889.9	2639.7	2744.1	2823.0
毛利润	312.5	373.5	374.8	405.4	479.0	481.9
毛利率	10.8%	11.5%	11.5%	13.3%	14.9%	14.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收3045/3223/3305亿元，同比-6.7%/+5.8%/+2.5%，毛利率13.3%/14.9%/14.6%，毛利润405/479/482亿元，同比+8.2%/18.3%/0.6%。

未来3年业绩预测

表15：未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	326475	304515	322309	330489
营业成本	288991	263974	274410	282299
销售费用	193	152	193	165
管理费用	977	1239	1293	1317
研发费用	5101	4720	5028	5123
财务费用	7131	6284	6231	6124
营业利润	2004	4189	9890	9720
利润总额	1906	4158	9865	9682
归属于母公司净利润	724	1383	2271	2568
EPS	0.07	0.14	0.23	0.26
ROE	1.65%	3%	5%	6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年收入分别为305/322/330亿元，归属母公司净利润13.83/22.71/25.68亿元，利润年增速分别为90.9%/64.2%/13.1%，每股收益分别为0.14/0.23/0.26元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表16：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	325,112	326,475	304,548	322,370	330,565
(+/-%)	12.5%	0.4%	-6.7%	5.9%	2.5%
净利润(百万元)	1158	724	1772	2644	2956
(+/-%)	-65.3%	-37.4%	144.6%	49.2%	11.8%
摊薄EPS	0.11	0.07	0.18	0.26	0.30
中性预测					
营业收入(百万元)	325,112	326,475	304,515	322,309	330,489
(+/-%)	12.5%	0.4%	-6.7%	5.8%	2.5%

净利润(百万元)	1158	724	1383	2271	2568
(+/-%)	-65.3%	-37.4%	90.9%	64.2%	13.1%
摊薄 EPS(元)	0.11	0.07	0.14	0.23	0.26
悲观的预测					
营业收入(百万元)	325,112	326,475	304,482	322,247	330,414
(+/-%)	12.5%	0.4%	-6.7%	5.8%	2.5%
净利润(百万元)	1158	724	994	1899	2182
(+/-%)	-65.3%	-37.4%	37.2%	91.1%	14.9%
摊薄 EPS	0.11	0.07	0.10	0.19	0.22
总股本(百万股)	10,126	10,126	9,989	9,989	9,989

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

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：10.59–11.23 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表17：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	63.31%	12.46%	0.42%	-6.73%	5.84%	2.54%	2.50%	2.50%
营业成本/营业收入	89.19%	88.51%	88.52%	86.69%	85.14%	85.42%	85.42%	85.42%
管理费用/营业收入	0.24%	0.23%	0.24%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
研发费用/营业收入	1.51%	2.02%	1.56%	1.55%	1.56%	1.55%	1.55%	1.55%
销售费用/销售收入	0.06%	0.05%	0.06%	0.05%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
营业税及附加/营业收入	5.88%	7.06%	7.63%	7.93%	7.94%	7.90%	7.95%	7.93%
所得税税率	-13.36%	-3.26%	-11.52%	12.00%	20.00%	16.50%	20.00%	20.00%
股利分配比率	343.46%	837.59%	1660.43%	100.00%	80.00%	80.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表18：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	12.00%
无风险利率	2.00%	Ka	8.50%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	2.67
公司股价（元）	10.56	Ke	19.34%
发行在外股数（百万）	9989	E/(D+E)	34.54%
股票市值（E，百万元）	105488	D/(D+E)	65.46%
债务总额（D，百万元）	199924	WACC	9.73%
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 10.52–11.16 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。

表19：荣盛石化 FCFE 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
FCFF	8677.9	14803.6	15405.6	36891.0	38394.0
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-5529.7	-4984.4	-5112.5	-4488.4	-3739.0
长期贷款的增加/(减少)	-230.0	0.0	0.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	-1777.6	-2541.9	-2159.6	-31784.2	-31632.1
FCFE	1140.7	7277.3	8133.4	618.4	3022.8
PV(FCFE)	955.8	5,109.6	4,785.3	304.9	1,248.7
股票价值	108,895.2				
每股价值	10.90				

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20: 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				
		18.8%	19.1%	19.34%	19.6%	19.8%
永续 增长 率变 化	1.5%	11.58	11.31	11.05	10.80	10.56
	1.3%	11.50	11.23	10.98	10.73	10.49
	1.0%	11.42	11.15	10.90	10.66	10.42
	0.8%	11.34	11.08	10.83	10.59	10.35
	0.5%	11.26	11.00	10.76	10.52	10.29

资料来源: 国信证券经济研究所分析

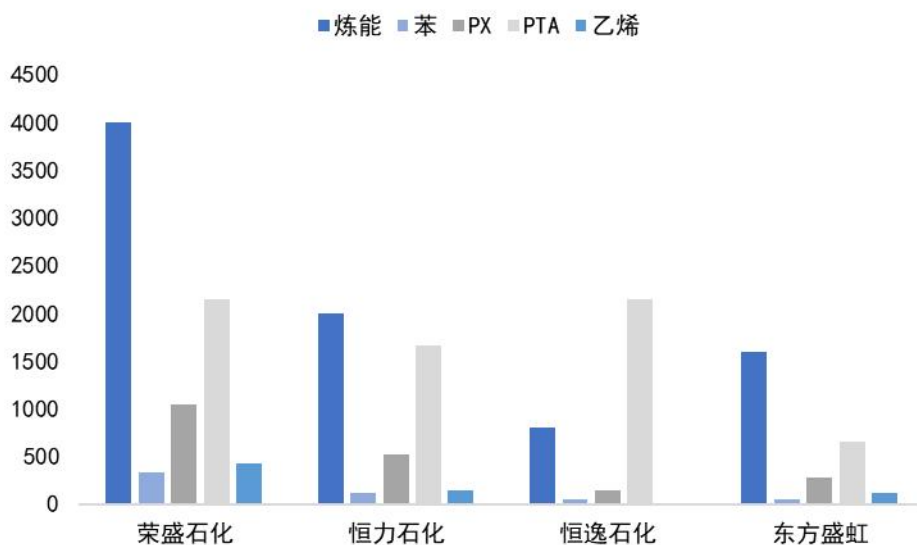
相对估值: 13.54 元

我们选择了恒力石化、恒逸石化、东方盛虹作为荣盛石化的可比公司。

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, 公司控股的浙江石化具备炼油能力 4000 万吨/年、PX 约 880 万吨/年、乙烯约 420 万吨/年; 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; 恒逸石化炼能规模虽稍小一些, 但在聚酯板块能力与公司相当; 适合作为横向对比标的。

图80: 公司及可比公司炼化能力对比

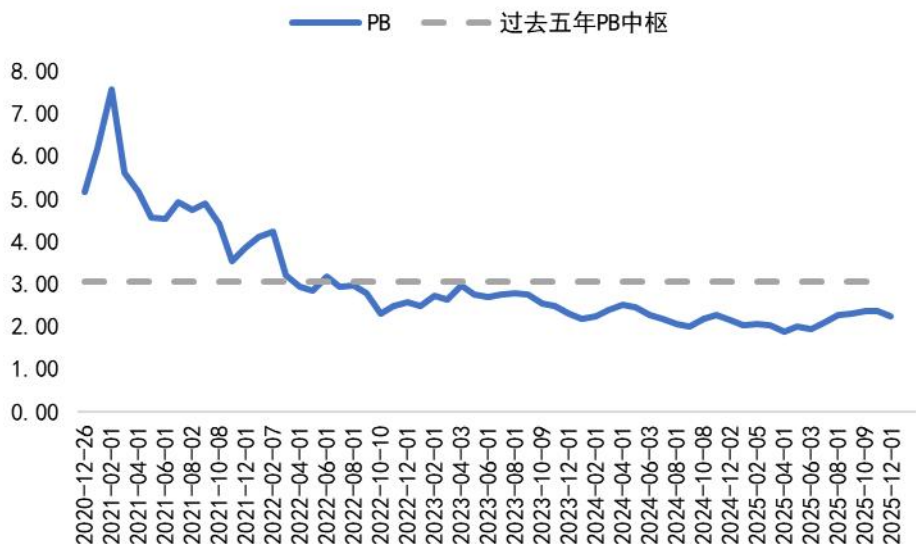


资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

公司与可比公司均为重资产企业, 且均属于炼化聚酯板块公司, 业绩受成品油和聚酯景气度影响较大, 且目前处于底部周期未来业绩弹性大, 因此我们采用了历

史 PB 与可比公司 PB 估值结合。过去五年公司 PB 均值为 3.05，当前公司与可比公司平均 PB 分别为 2.48/1.94，考虑到目前公司与可比公司均处于行业周期底部，而景气度正逐步修复，目前公司 PB 较近五年 PB 中枢有一定偏离，我们参照 2026 年每股净资产预测值 4.44 元按 PB 中枢给予目标价 13.54 元。

图81: 荣盛石化近 5 年 PB Band



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表21: 荣盛石化及可比公司盈利预测

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E
	荣盛石化	10.86	1090	0.14	0.23	77.57	47.22	2.48
	恒力石化	20.74	1461	1.06	1.33	19.56	15.58	2.27
	东方盛虹	10.40	690	0.09	0.18	112.98	59.28	2.07
	恒逸石化	9.71	349	0.13	0.18	74.67	53.24	1.49
	可比公司平均					69.07	42.70	1.94

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

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 11.23-13.54 元之间, 相对于公司目前股价有 2%-23% 溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性, 维持“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 11.23-13.54 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（ K_e ）的计算、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，选取了公司过去五年的 PB 中枢与可比公司 2025 年平均 PB 做为相对估值的参考，同时考虑公司的周期性，在过去五年中枢 PB 的基础上给予 10%折价，最终给予公司 26 年 2.75 倍 PB 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 13.3%/14.9%/14.6%，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。

行业竞争加剧的风险：政策层面强调控制原油一次加工能力在 10 亿吨以内、加快淘汰低效落后产能，但推进节奏与执行强度存在不确定性，行业“出清-修复”的节拍对价差与盈利影响显著。

新材料项目进展不及预期的风险：公司在建三大新材料项目，资本开支较高，预计将在 2026-2027 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

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 2025 年 9 月末资产负债率约 75.45%；历史口径显示 2023A/2024A 为 74.7%/74.9%，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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13070	14833	12458	13583	15438	营业收入	325112	326475	304515	322309	330489
应收款项	9248	11168	10595	11126	11590	营业成本	287759	288991	263974	274410	282299
存货净额	61734	44567	36850	39038	40130	营业税金及附加	22948	24897	24148	25591	26109
其他流动资产	6965	7735	6090	6446	6610	销售费用	160	193	152	193	165
流动资产合计	91327	78303	65994	70193	73768	管理费用	909	977	1239	1293	1317
固定资产	261520	276533	280919	280782	275756	研发费用	6555	5101	4720	5028	5123
无形资产及其他	7129	8143	7818	7493	7169	财务费用	8202	7131	6284	6231	6123
投资性房地产	5758	5350	5350	5350	5350	投资收益	460	163	356	365	376
长期股权投资	9184	9517	9680	9798	9893	资产减值及公允价值变动	34	(44)	(165)	(38)	(10)
资产总计	374918	377846	369761	373617	371936	其他收入	(4068)	(2401)	(4720)	(5028)	(5123)
短期借款及交易性金融负债	75098	82413	80636	78094	75934	营业利润	1560	2004	4189	9890	9720
应付款项	53940	62237	57578	60229	60146	营业外净收支	(8)	(99)	(31)	(25)	(38)
其他流动负债	24025	16905	15636	17856	16852	利润总额	1553	1906	4158	9865	9682
流动负债合计	153062	161556	153851	156179	152932	所得税费用	(51)	(220)	499	1973	1597
长期借款及应付债券	125180	119518	119288	119288	119288	少数股东损益	445	1401	2276	5621	5516
其他长期负债	2008	1948	1798	1747	1696	归属于母公司净利润	1158	724	1383	2271	2568
长期负债合计	127187	121466	121086	121035	120984	现金流量表 (百万元)					
负债合计	280250	283022	274937	277214	273916	净利润	1158	724	1383	2271	2568
少数股东权益	50333	50965	50965	52089	53192	资产减值准备	(71)	(63)	28	1	(2)
股东权益	44336	43859	43859	44313	44827	折旧摊销	14696	15206	25748	28923	30844
负债和股东权益总计	374918	377846	369761	373617	371936	公允价值变动损失	(34)	44	165	38	10
关键财务与估值指标						财务费用	8202	7131	6284	6231	6123
每股收益	0.11	0.07	0.14	0.23	0.26	营运资本变动	(8264)	15940	3884	1747	(2860)
每股红利	0.96	1.19	0.14	0.18	0.21	其它	(3212)	(21796)	(28)	1123	1106
每股净资产	4.38	4.33	4.39	4.44	4.49	经营活动现金流	4273	10055	31179	34103	31665
ROIC	-0.47%	-0.25%	1%	3%	3%	资本开支	0	(29928)	(30001)	(28501)	(25501)
ROE	2.61%	1.65%	3%	5%	6%	其它投资现金流	(122)	310	0	0	0
毛利率	11%	11%	13%	15%	15%	投资活动现金流	(572)	(29950)	(30164)	(28619)	(25596)
EBIT Margin	2%	2%	3%	5%	5%	权益性融资	(967)	1728	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	12%	14%	14%	负债净变化	(5783)	(5661)	(230)	0	0
收入增长	12%	0%	-7%	6%	3%	支付股利、利息	(9700)	(12030)	(1383)	(1817)	(2054)
净利润增长率	-65%	-37%	91%	64%	13%	其它融资现金流	23064	55312	(1778)	(2542)	(2160)
资产负债率	88%	88%	88%	88%	88%	融资活动现金流	(8870)	21659	(3390)	(4359)	(4214)
股息率	9.1%	11.3%	1.3%	1.7%	1.9%	现金净变动	(5169)	1763	(2375)	1125	1855
P/E	92.3	147.6	76.3	46.4	41.1	货币资金的期初余额	18239	13070	14833	12458	13583
P/B	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	货币资金的期末余额	13070	14833	12458	13583	15438
EV/EBITDA	18.0	18.1	10.6	8.6	8.2	企业自由现金流	0	8262	8678	14804	15406
						权益自由现金流	0	57913	1141	7277	8133

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

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