

公司研究

全面启动文莱炼化二期项目，看好公司未来成长性

——恒逸石化（000703.SZ）公告点评

要点

事件：公司发布《关于全面启动文莱炼化二期项目建设的进展公告》，公司决定全面启动 PMB 石油化工项目二期项目（以下简称“文莱炼化二期项目”）建设，并力争于 2028 年年底建成。

点评：

全面启动文莱炼化二期项目，看好公司未来成长性：公司下属子公司恒逸实业（文莱）有限公司已签订《二期实施协议》，并于近日取得了文莱达鲁萨兰国政府出具的企业税收优惠相关证书批文、文莱伊斯兰银行出具的融资贷款意向函及恒逸文莱公司股东方达迈控股有限公司出具的股东贷款承诺函，贷款资金将用于文莱炼化二期项目的投资建设。文莱炼化二期项目的设计产能优化调整为 1,200 万吨/年，主要生产柴油、PX、苯、聚丙烯以及其他附加值较高的成品油及化工产品。文莱炼化二期项目建成后，文莱炼厂合计产能将达到 2000 万吨/年。公司决定全面启动文莱炼化二期项目建设，并力争于 2028 年年底建成，项目建成后，将与一期项目形成较好的产业协同效应，有利于公司进一步提高海外市场占有率，强化产业链一体化和规模化优势，公司未来成长可期。

东南亚成品油供需缺口持续扩大，文莱炼化项目有望持续受益。根据国际货币基金组织 2025 年 4 月的报告，2025 年东盟地区 GDP 维持 4.5% 增速，其中 2025 年印度尼西亚 GDP 增速预计达到 5.1%，菲律宾、越南 GDP 增速预计达到 6.1%，大幅高于全球平均水平，经济预期的良好态势或将进一步带动炼化产品需求的增长。相较国内成品油供需宽松状态，东南亚成品油市场存在较大缺口。根据 Platts 数据，2020-2023 年期间，受公共卫生事件和能源结构转型的影响，东南亚和澳洲地区已有超过 3,000 万吨的炼能退出市场。随着产能的持续出清，预计到 2026 年，东南亚成品油供需缺口将继续扩大至 6,800 万吨。由于东南亚各国未来新增炼化产能投放有限，且东南亚本身存在成品油缺口，预计未来供需将持续偏紧，文莱炼化项目有望持续受益。

盈利预测、估值与评级：考虑下游需求复苏进度不及我们此前预期，涤纶长丝景气度复苏较弱，因此我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.49（下调 23%）/6.83（下调 11%）/8.36（下调 13%）亿元，对应 EPS 分别为 0.12/0.19/0.23 元。公司加速布局高附加值差异化产品，文莱项目有望受益于东南亚成品油供需缺口扩大，看好公司未来发展，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，项目建设进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	136,148	125,463	134,884	145,151	156,353
营业收入增长率	-10.46%	-7.85%	7.51%	7.61%	7.72%
归母净利润（百万元）	435	234	449	683	836
归母净利润增长率	-140.34%	-46.28%	92.12%	52.07%	22.38%
EPS（元）	0.12	0.06	0.12	0.19	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.73%	0.95%	1.80%	2.68%	3.19%
P/E	88	163	83	55	45
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-05 注：公司总股本 2023-2024 年末为 36.66 亿股，2025 年及以后为 36.03 亿股

买入（维持）

当前价：10.40 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

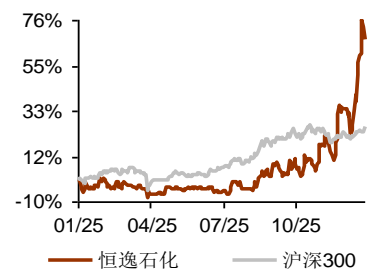
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	36.03
总市值(亿元)	374.67
一年最低/最高(元)	5.40/10.98
近 3 月换手率	63.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.47	55.98	41.82
绝对	24.55	56.16	66.99

资料来源：Wind

相关研报

Q2 业绩显著回暖，加速布局高附加值差异化产品——恒逸石化（000703.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	136,148	125,463	134,884	145,151	156,353
营业成本	131,030	120,872	129,541	139,144	149,787
折旧和摊销	3,256	3,130	3,468	3,650	3,832
税金及附加	250	237	255	274	296
销售费用	229	244	262	282	304
管理费用	1,434	1,103	1,186	1,276	1,374
研发费用	716	723	778	837	901
财务费用	3,244	2,884	2,982	3,223	3,438
投资收益	985	481	500	500	500
营业利润	430	81	649	903	1,070
利润总额	400	30	597	852	1,018
所得税	31	95	48	68	81
净利润	369	-66	549	783	936
少数股东损益	-67	-300	100	100	100
归属母公司净利润	435	234	449	683	836
EPS(元)	0.12	0.06	0.12	0.19	0.23

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,532	5,997	4,309	5,828	6,246
净利润	435	234	449	683	836
折旧摊销	3,256	3,130	3,468	3,650	3,832
净营运资金增加	-100	-3,589	3,018	2,261	2,476
其他	940	6,222	-2,626	-767	-898
投资活动产生现金流	-5,303	-3,088	-4,107	-3,944	-3,919
净资本支出	-4,912	-4,335	-4,400	-4,400	-4,400
长期投资变化	13,669	13,912	0	0	0
其他资产变化	-14,060	-12,665	293	456	481
融资活动现金流	-3,739	-1,443	193	-858	-1,207
股本变化	0	0	-64	0	0
债务净变化	1,372	-1,021	3,422	2,465	2,372
无息负债变化	-4,589	1,728	-557	771	852
净现金流	-4,416	1,543	395	1,027	1,120

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	3.8%	3.7%	4.0%	4.1%	4.2%
EBITDA 率	4.6%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%
EBIT 率	2.1%	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%
税前净利润率	0.3%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%
归母净利润率	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%
ROA	0.3%	-0.1%	0.5%	0.7%	0.8%
ROE (摊薄)	1.7%	0.9%	1.8%	2.7%	3.2%
经营性 ROIC	3.2%	-7.2%	3.4%	3.8%	4.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	71%	72%	72%	73%
流动比率	0.66	0.63	0.64	0.67	0.69
速动比率	0.43	0.40	0.41	0.43	0.45
归母权益/有息债务	0.38	0.38	0.36	0.36	0.36
有形资产/有息债务	1.58	1.60	1.56	1.56	1.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	108,052	107,529	110,696	114,617	118,637
货币资金	13,828	13,093	13,488	14,515	15,635
交易性金融资产	366	153	153	153	153
应收账款	5,925	5,944	6,061	6,523	7,026
应收票据	168	7	7	8	9
其他应收款 (合计)	188	262	282	304	327
存货	13,060	12,407	13,297	14,283	15,376
其他流动资产	1,571	1,142	1,520	1,932	2,382
流动资产合计	36,926	34,653	36,566	39,599	42,927
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	13,669	13,912	13,912	13,912	13,912
固定资产	45,430	43,687	43,960	44,068	44,010
在建工程	4,006	8,315	8,336	8,352	8,364
无形资产	2,734	2,635	2,893	3,139	3,372
商誉	222	222	222	222	222
其他非流动资产	3,050	2,504	2,692	2,692	2,692
非流动资产合计	71,126	72,876	74,130	75,018	75,710
总负债	76,090	76,797	79,662	82,898	86,122
短期借款	41,122	38,031	40,654	42,318	43,890
应付账款	6,562	6,516	6,984	7,501	8,075
应付票据	741	1,149	1,232	1,323	1,424
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	76	131	225	328	440
流动负债合计	55,849	54,931	56,996	59,432	61,857
长期借款	14,739	15,504	16,304	17,104	17,904
应付债券	4,279	4,495	4,495	4,495	4,495
其他非流动负债	225	272	272	272	272
非流动负债合计	20,241	21,865	22,665	23,465	24,265
股东权益	31,962	30,732	31,035	31,719	32,514
股本	3,666	3,666	3,603	3,603	3,603
公积金	9,892	9,561	9,606	9,674	9,758
未分配利润	12,182	12,077	12,298	12,814	13,426
归属母公司权益	25,211	24,742	24,944	25,529	26,224
少数股东权益	6,751	5,990	6,090	6,190	6,290

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.17%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
管理费用率	1.05%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
财务费用率	2.38%	2.30%	2.21%	2.22%	2.20%
研发费用率	0.53%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
所得税率	8%	323%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.05	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流	1.24	1.64	1.20	1.62	1.73
每股净资产	6.88	6.75	6.92	7.09	7.28
每股销售收入	37.13	34.22	37.44	40.29	43.40

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	88	163	83	55	45
PB	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.8	17.4	15.6	14.5	13.8
股息率	1.0%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼