

东方盛虹 (000301)

周期拐点已至，炼化新材料龙头蓄势待发

买入 (首次)

2026年02月22日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	140,440	137,675	126,182	138,523	141,990
同比 (%)	119.87	(1.97)	(8.35)	9.78	2.50
归母净利润 (百万元)	717.03	(2,296.84)	135.52	3,533.08	4,503.83
同比 (%)	17.35	(420.33)	105.90	2,506.99	27.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.11	(0.35)	0.02	0.53	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	115.81	(36.15)	612.71	23.50	18.44

投资要点

- **东方盛虹是全球领先的大炼化企业，核心依托 1600 万吨/年盛虹炼化以及斯尔邦石化，在炼化、新能源新材料、聚酯化纤领域蓬勃发展。**公司形成了烯烃、芳烃“双链”并延、协同发展的产业格局，具备独特的“油头”“煤头”“气头”多头并举的烯烃制取能力，是全产业链垂直整合的化工综合体。**截至 2025 年底，公司产能情况：1) 炼化业务：**1600 万吨/年炼油能力、110 万吨/年乙烯、280 万吨/年 PX、630 万吨/年 PTA、190 万吨/年乙二醇等；**2) 新能源新材料业务：**90 万吨/年 EVA、10 万吨/年 POE、104 万吨/年丙烯腈、34 万吨/年 MMA 等。**3) 聚酯化纤业务：**360 万吨/年涤纶长丝，产品以差别化 DTY 为主，其中再生聚酯纤维产能约 60 万吨/年，位居全球首位。
- **炼化反内卷持续推进，公司多个产品链条景气度底部回升，公司潜力有望释放。**公司以油化比最优的策略进行可研设计，以乙烯及烯烃下游化工品为主要产品方向，化工产品产出超过 70%。**1) 成品油：**国内成品油裂解价差较为稳定，公司成品油板块毛利率长期保持 20% 以上，盈利水平优异。**2) 化工品：**我国芳烃、烯烃板块反内卷持续进行中，公司的 PX 自供比例高，且在 2025Q3 新投产 240 万吨/年 PTA 三期项目，项目采用行业最先进的 P8++ 技术，盈利能力可期。此外，公司深耕新能源新材料领域，产品具有高附加值。另外，公司拥有 60 万吨/年硫磺产能，作为炼厂的副产物，对公司的业绩拉动较为明显。
- **资本开支进入尾声，公司迈入收获期：**公司大部分装置已经按照前期规划建成投产，尚有 EVA、涤纶长丝等少量项目仍处于建设期，除此外暂时没有其他新的大型项目建设规划。我们预计未来公司资本开支会呈现逐步下降趋势，随着公司整体产品景气度回暖，经营水平值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**基于炼化行业反内卷情况，以及公司产品投产进度，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 1262、1385、1420 亿元，同比增速分别为 -8%、+10%、+3%；归母净利润分别为 1.4、35、45 亿元，2025 年实现扭亏为盈、2026-2027 年同比增速分别为 +2507%、+27%；按 2026 年 2 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 613、24、18 倍。我们看好公司资本开支进入尾声，EVA、POE 等新材料进入收获期，且受益于炼化反内卷的推进，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、行业产能出清不及预期的风险、主要原材料及产品价格波动风险、环保和安全生产风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.56
一年最低/最高价	7.36/13.52
市净率(倍)	2.48
流通 A 股市值(百万元)	83,003.46
总市值(百万元)	83,037.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.06
资产负债率(%LF)	82.26
总股本(百万股)	6,611.23
流通 A 股(百万股)	6,608.56

相关研究

内容目录

1. 东方盛虹：炼化一体化巨头，新材料价值凸显	4
1.1. 从传统聚酯化纤业务，逐步发展成为全球领先的大炼化一体化企业.....	4
1.2. 公司经营向好+行业景气度修复，业绩触底回升	5
1.3. 核心竞争力：产业链一体化优势显著，引领产业高质量、绿色发展.....	7
2. 反内卷推进，炼化产品景气度回暖，东方盛虹全面受益	9
2.1. 炼油：国内成品油裂解价差较为稳定，公司成品油盈利水平优异.....	10
2.2. PX-PTA-涤纶长丝：反内卷推进中，产品价差持续修复.....	11
2.3. 烯烃：聚烯烃产品周期磨底，反内卷有望带动周期回暖.....	13
2.4. 新材料：公司产品布局众多，技术引领行业发展.....	14
2.5. 副产物：硫磺价格攀升，带来业绩弹性.....	15
3. 盈利预测与投资建议	16
3.1. 关键假设与盈利预测.....	16
3.2. 估值与评级.....	17
4. 风险提示	18

图表目录

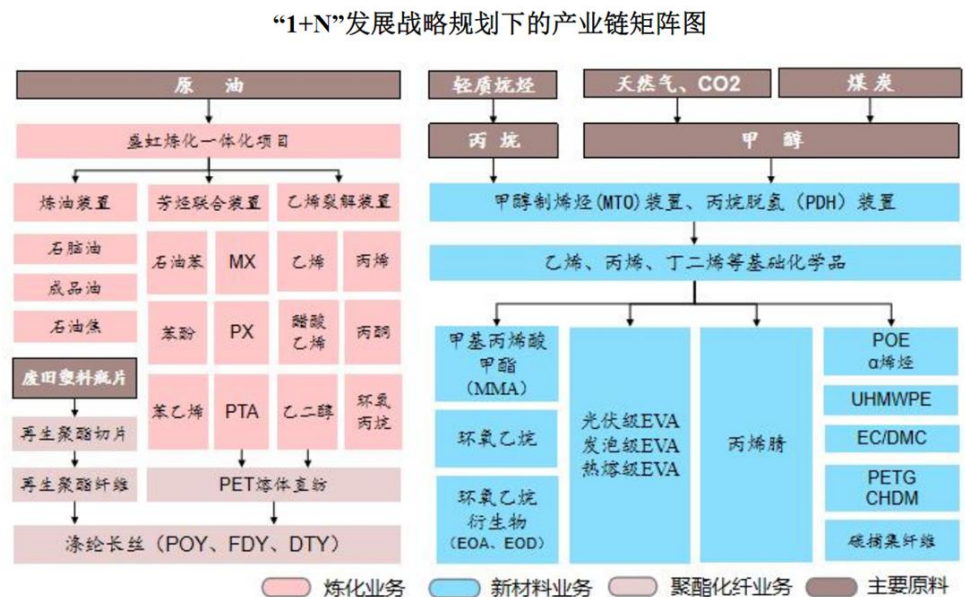
图 1:	公司“1+N”产业链战略规划图谱	4
图 2:	公司营业收入 (亿元)	5
图 3:	公司归母净利润 (亿元)	5
图 4:	2025H1 公司业务营收占比 (%)	6
图 5:	公司业务毛利率 (%)	6
图 6:	公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	6
图 7:	2024 年中国炼化企业产能竞争格局 (%)	9
图 8:	2025 年中国六大民营炼化企业产能竞争格局 (万吨/年)	10
图 9:	原油、国内汽油价格及价差 (元/吨, 元/吨)	11
图 10:	原油、国内柴油价格及价差 (元/吨, 元/吨)	11
图 11:	中国 PX、PTA 产能 (万吨)	11
图 12:	2025 年中国 PX 竞争格局 (%)	12
图 13:	2025 年中国 PTA 竞争格局 (%)	12
图 14:	原油、PX 价格及价差 (美元/吨)	12
图 15:	石脑油、PX 价格及价差 (美元/吨)	12
图 16:	PX、PTA 价格及 PTA 单吨净利 (元/吨, 元/吨)	12
图 17:	PX、PTA 和 MEG 开工率 (%)	12
图 18:	我国聚乙烯产能、产量、开工率 (万吨; %)	13
图 19:	我国聚丙烯产能、产量、开工率 (万吨; %)	13
图 20:	油煤气路线制聚乙烯盈利对比 (元/吨)	13
图 21:	油煤气路线制聚丙烯盈利对比 (元/吨)	13
图 22:	原油、EVA 光伏料价格及价差 (元/吨, 元/吨)	14
图 23:	原油、丙烯腈价格及价差 (元/吨, 元/吨)	14
图 24:	原油、MMA 价格及价差 (元/吨, 元/吨)	14
图 25:	原油、苯乙烯价格及价差 (元/吨, 元/吨)	14
图 26:	POE 价格 (元/吨)	14
图 27:	乙二醇价格 (元/吨)	14
图 28:	2025 年中国硫磺竞争格局 (%)	15
图 29:	中国硫磺价格及港口库存 (元/吨, 万吨)	15
表 1:	公司主要产品产能 (截至 2025 年底)	5
表 2:	公司核心优势	8
表 3:	我国炼化行业相关政策梳理	9
表 4:	公司盈利预测拆分	16
表 5:	可比上市公司相对估值 (参考 2026 年 2 月 13 日收盘价)	17

1. 东方盛虹：炼化一体化巨头，新材料价值凸显

1.1. 从传统聚酯化纤业务，逐步发展成为全球领先的大炼化一体化企业

江苏东方盛虹股份有限公司在新能源、新材料、石油炼化与聚酯化纤领域深耕多年，是一家全球领先、全产业链垂直整合并已深入布局新能源、新材料产业的能源化工企业。公司依托于炼化一体化、醇基多联产、丙烷产业链项目所构建的“大化工”基础化学原料供应平台，确立了从上游石油炼化向下游高附加值精细化工行业“强链、延链、补链”的全新发展战略，形成了“1”个核心平台+“N”个新能源、新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条协同发展的“1+N”产业格局。**基地布局方面**，公司石化及化工新材料生产基地位于“国家七大石化基地”之一的连云港徐圩新区，经营主体包括盛虹炼化、斯尔邦石化、虹港石化等；公司化纤生产基地分别在苏州和宿迁。

图1：公司“1+N”产业链战略规划图谱



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司现已形成“油、煤、气”三头并举、涵盖炼化、新能源新材料、聚酯化纤三大业务的产业链一体化发展格局。截至2025年底，公司产能情况：1) 炼化业务：1600万吨/年炼油能力、110万吨/年乙烯、280万吨/年PX、630万吨/年PTA、190万吨/年乙二醇等；2) 新能源新材料业务：90万吨/年EVA、10万吨/年POE、104万吨/年丙烯腈、34万吨/年MMA等。3) 聚酯化纤业务：360万吨/年涤纶长丝，产品以差别化DTY为主，其中再生聚酯纤维产能约60万吨/年，位居全球首位。

表1: 公司主要产品产能 (截至 2025 年底)

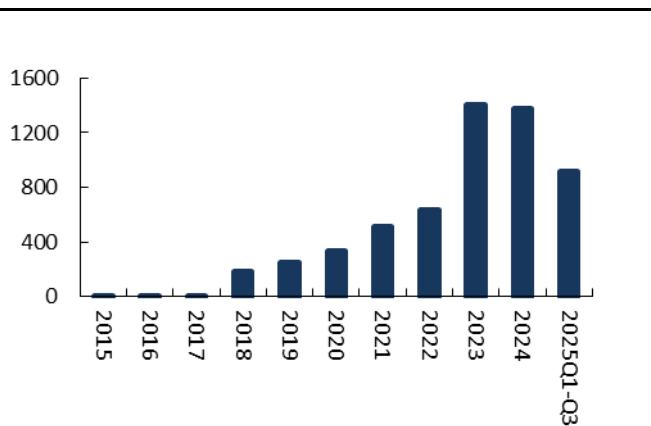
业务板块	产品	2025年底产能 (万吨/年)	备注
炼化业务 (盛虹炼化)	乙烯	110	
	PX	280	
	PTA	630	2025Q3, PTA三期项目240万吨/年投产, 采用行业最先进的P8++技术
	乙二醇	190	
	醋酸乙烯	30	
	苯酚	40	
	丙酮	25	
	纯苯	>100	
	丁二烯	25	
	苯乙烯	45	
	环氧丙烷	20	
	聚醚多元醇	11.5	
	硫磺	60	
新能源新材料业务 (斯尔邦石化)	EVA	90	在建产能10万吨/年, 公司预计2026年投产
	POE	10	2025Q3投产
	丙烯腈	104	
	MMA	34	
	超高分子量聚乙烯	2	
	PETG	13	
	EC	3.8	
	DMC	7	
聚酯化纤	涤纶长丝 (以差别化DTY为主)	300	行业内首条二氧化碳制绿色甲醇
	再生聚酯纤维	60	在建产能50万吨/年, 公司预计2026-2027年投产

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 公司经营向好+行业景气度修复, 业绩触底回升

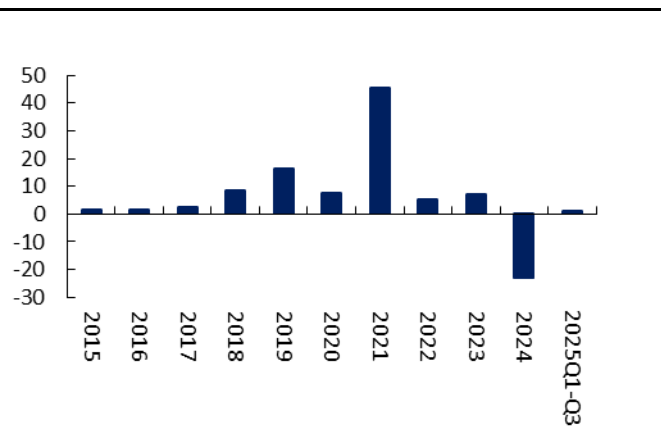
公司营收规模整体呈上升趋势, 2025 年公司经营出现向好拐点。2017 年, 公司收购国望高科 100% 股权, 注入化纤资产, 因此 2018 年营收大幅增长。2022 年起, 受俄乌战争影响, 全球油价大幅上涨, 原材料成本上升叠加下游需求低迷, 公司利润率受到影响, 保持低位。2023 年, 公司 1600 万吨/年炼化一体化项目投产, 营收大幅增长。2024 年, 受下半年油价下行风险影响, 公司大规模计提资产减值, 且产品下游需求较为疲软, 公司业绩触底。2025Q1-3, 公司盈利水平改善, 销售毛利率、净利率分别 9.92%、0.12%。根据公司 2025 年业绩预告, 2025 年归母净利润预计在 1.0-1.5 亿元, 实现扭亏为盈。

图2: 公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

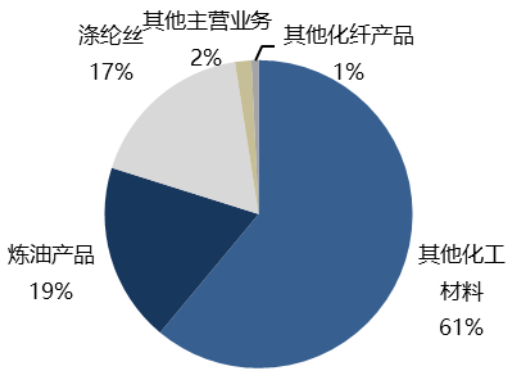
图3: 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

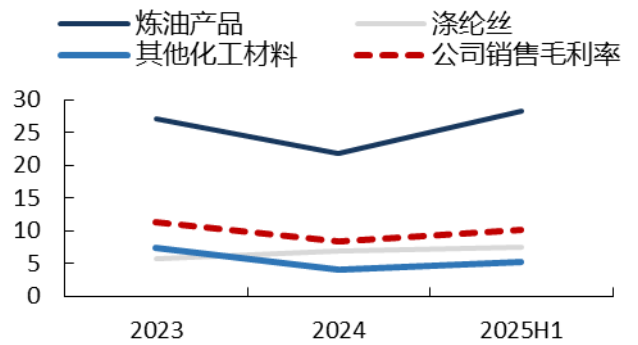
其他化工材料、炼油产品、涤纶丝贡献主要营收，其中炼油产品的毛利率水平最高。2025H1，其他化工材料、炼油产品、涤纶丝占公司营收的比例分别为 61%、19%、18%，产品毛利率分别为 5%、28%、7%，毛利率同比+1.2pct、+6.6pct、+0.6pct。2025 年 7 月，化工反内卷全面召开，随后陆续开展石化化工老旧装置摸底评估、聚酯反内卷。公司 1600 万吨/年炼化产能具备规模大、装置新、生产可灵活调整的特点，且 2025 年公司投产 POE、EVA 等新材料产品，光伏新材料龙头地位进一步巩固，转型红利逐步释放。

图4：2025H1 公司业务营收占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

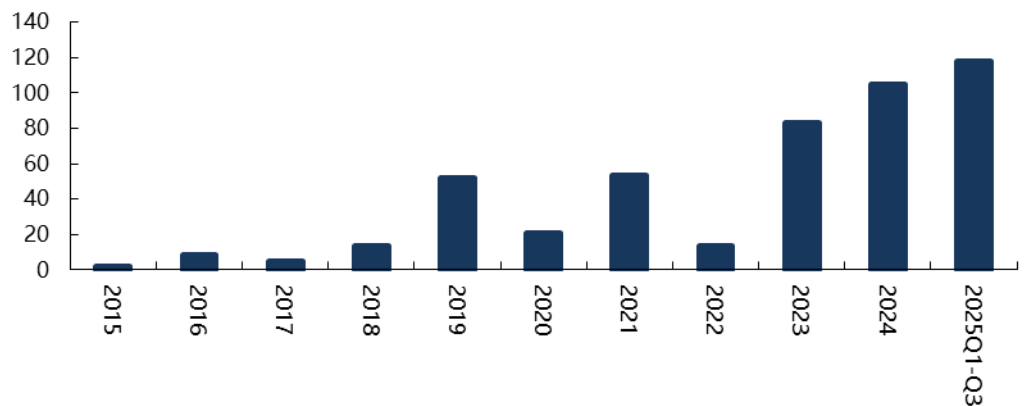
图5：公司业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司经营活动现金流呈上升态势。公司经营活动现金流从 2015 年的 2.2 亿元增长至 2024 年的 105 亿元，并且在 2025Q1-Q3 达到了 118 亿元，是公司历年以来的最高水平，主要炼化项目满负荷运营、产品结构优化带动销售回款大幅增加，叠加化工反内卷政策下核心产品价差修复，盈利质量改善，推动现金流持续向好。

图6：公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 核心竞争力：产业链一体化优势显著，引领产业高质量、绿色发展

公司依托三头并举的一体化平台布局，能够更好地控制成本，抵御周期的波动风险。公司实现了“油头”“煤头”与“气头”三种烯烃制取工艺路线的全覆盖，通过多样化的原料来源布局，使得公司在成本综合控制、应对周期波动风险、新产品研发及下游高端石化产品的工艺路线选择等方面拥有了更多的选择性和可能性。公司能够充分发挥规模经营优势，降低行业周期性波动造成的经营风险，更好地实现抗周期、跨周期稳健发展。

在扩大优势新能源新材料产品产能的同时，公司持续推进炼化下游高新产品的研发和生产，进一步拓宽公司新能源新材料领域产品矩阵，加速下游价值链延伸。公司已经形成上下游一体化产品链布局：原油-PX-PTA-聚酯长丝、原油-乙烯、醋酸乙烯-EVA，原油-乙烯- α 烯烃-POE，原油-丙烷-丙烯-丙烯腈，原油-乙烯、丙烯、纯苯-环氧丙烷/苯乙烯、苯酚/丙酮等。

公司秉承创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，坚持新质生产力就是绿色生产力，打造世界一流的“绿色”生产体系，实现了绿色车间、绿色园区、国家级绿色工厂等各产业板块全覆盖。公司绿色生产体系不断优化，石化产业集团成为行业首家接收利用核电蒸汽的企业，芮邦科技入选江苏省首批碳达峰碳中和试点名单，持续为行业可持续发展树立标杆。公司积极践行新质生产力发展要求，走出了一条以资源综合利用为纽带，互联互通、共生共赢的绿色低碳发展新模式。

公司推进企业管理变革，提升人才治理效能，加强风险防范能力。随着公司业务逐步转入全流程运营，公司有序开展企业管理变革，优化业务管控，提升效率效能，加快形成专业化管理发展新优势。公司在石化产业板块实施大事业部改革，实现各项业务职能的统一管理，关键业务事项决策集中审批，共性资源统筹配置，事业部间协同协作的组织管控模式，进一步激发竞争活力，提升全员劳动生产率，为公司发展战略实现奠定坚实基础。另外，公司紧密结合产业发展方向，把战略布局和人才布局相统一，探索开放式的人才培养机制和使用机制。公司也积极发挥内审监督作用，加强廉洁风险防控，持续开展各类经济业务实时稽查，不断完善各职能部门、子公司的职责，形成各司其职、各负其责，相互配合、相互制约的内控体系。

展望未来，公司一方面将夯实“1+N”战略，另一方面着手实施人工智能战略，加强 AI 基础设施建设、深化场景赋能，聚焦石化炼化、新能源新材料、高端纺织等产业场景及应用，努力发展“新质生产力”，全力打造 AI 浪潮下世界一流的能源化工企业。

表2: 公司核心优势



产业布局
超前优势

公司在石化及化工新材料、聚酯化纤领域深耕多年,已形成烯烃、芳烃“双链”并延、协同发展的产业格局,成为国内独特的具备“油头、煤头、气头”全覆盖的大型能源化工企业。盛虹炼化一体化项目以“少油多化,分子炼油”为理念,符合目前石油炼化行业的发展趋势。同时,盛虹炼化一体化项目作为基础原料平台,具备向下游精细化工行业“强链、延链、补链”的天然先发优势,公司亦将坚定“1”个核心平台+“N”个新能源、新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条的“1+N”发展新格局,确保在高质量发展的轨道上行稳致远。



创新驱动
发展优势

公司深耕化工新材料行业10余年,具备多年的烯烃下游高附加值产品的生产与管理经验,现已发展成为国内领先的精细化工及新材料龙头企业。在光伏新材料领域,公司是国内唯一同时具备光伏级EVA和POE自主技术的光伏胶膜材料供应商,产品性能指标达到国际同类产品先进水平,多项新技术产品实现进口替代,填补国内空白。在高附加值新材料领域,PETG、丁腈胶乳、EC/DMC、POSM及多元醇等产品一次性开车成功。截至2024年末,公司新增EVA产能20万吨/年,进一步拓宽了公司的新能源、新材料产业矩阵。

公司多年来十分注重民用涤纶长丝产品的研究及开发工作,在多种功能性纤维生产技术上拥有自主知识产权,先后攻克了超细纤维技术壁垒,建成了拥有完整知识产权、世界领先的生物基PDO单体、PTT纤维和再生聚酯纤维产业链;建成全球首条“从二氧化碳到聚酯纤维”产业链,荣获“国际纺联可持续和创新奖”;复合纤维熔体直纺技术荣获中纺联科技进步一等奖。



差异化
竞争优势

盛虹炼化一体化项目是公司的基础原料平台,具有目前国内单套规模最大的常减压装置,其以油化比最优的策略进行可研设计,以乙烯及烯烃下游化工产品为主要产品方向,化工产品产出超过70%,是行业内设计油化比最高的炼化项目,炼化各生产环节可实现物料互联互通,提高资源利用率,在产品结构及成本上具有行业竞争力。

斯尔邦石化是公司重要的新能源新材料生产基地,具有成功运营烯烃大化工项目的经验优势,已投入运转的MTO装置单体规模位居全球现有MTO装置前列,配套的丙烯腈、MMA、EVA、EO及衍生物等装置产能在行业内名列前茅,对区域产品定价具有影响力。

在聚酯化纤领域,公司秉承“不搞重复建设、不做常规产品、不采用常规生产技术”思路,根植错位竞争战略,以高端DTY产品为主,主攻超细纤维、差别化功能性纤维的开发和生产,产品差别化率超过90%,重点发展再生纤维绿色低碳产品,有效规避常规化纤产品激烈的市场竞争。



协同发展
优势

公司炼化、精细化工、聚酯化纤板块自我配套率高,盛虹炼化一体化装置投产后,聚酯化纤上游PX和乙二醇原料基本实现自供,上下游产品结构十分合理;连云港石化产业基地园区内石化企业及公司下游产品对炼化产品消化比例高,区域、产品和生产工艺的高效协同与配套优势带来了成本优势。未来,炼化、新能源新材料及聚酯化纤业务充分联动、协同发展高性能、高附加值材料及其改性应用,为产业链进一步向下游协同发展打开了广阔的空间。



区位优势

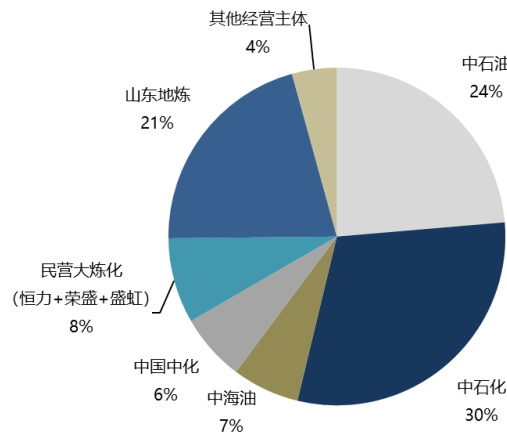
公司石化及化工新材料业务位于连云港石化产业基地内。连云港石化产业基地位于连云港市徐圩新区,是国内七大世界级石化产业基地之一,并列入了国家“石化产业规划布局方案”。连云港地区气候适宜,无台风影响,园区及周边配套优异,距离目标市场近,物料成本低。此外,园区紧邻海港码头,加工进口原油具有得天独厚的海运优势,运输成本低,具有显著区位优势。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2. 反内卷推进，炼化产品景气度回暖，东方盛虹全面受益

2024年，我国炼油一次加工能力达到9.55亿吨/年，接近10亿吨/年炼能红线，主要由央企三桶油、其他国企、民营地炼构成。我国炼油行业严控新增产能，加速转型升级，往减油增化方向发展。我国政策推动重组炼能在200-500万吨/年的企业，加速淘汰200万吨/年以下中小落后产能，规模大的千万吨级炼化一体化项目成为主流。未来我国炼能将进一步集中于头部炼厂，行业集中度有望持续提升。

图7：2024年中国炼化企业产能竞争格局（%）



数据来源：《中国炼油工业发展状况及展望》，东吴证券研究所

表3：我国炼化行业相关政策梳理

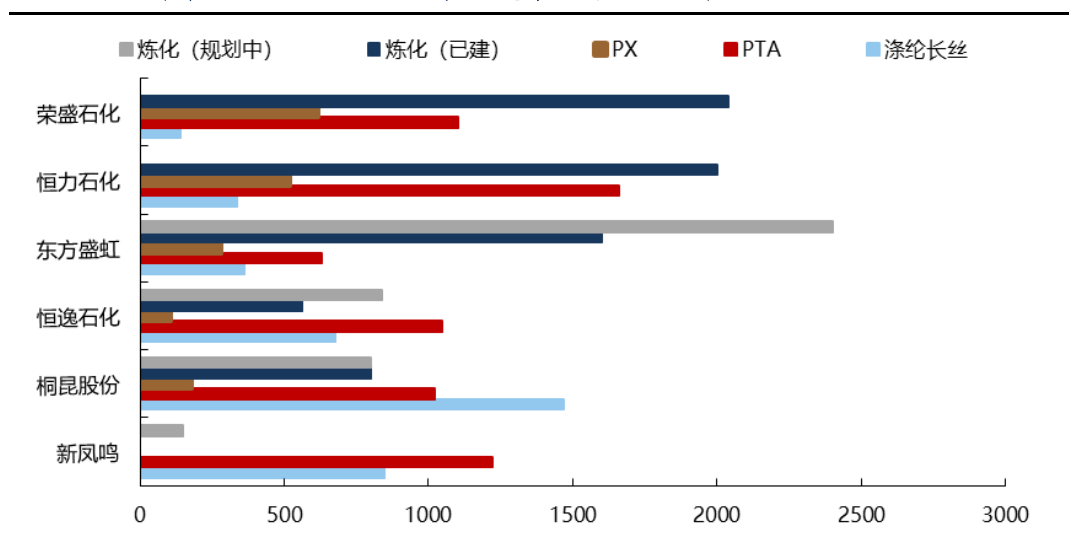
日期	政策名称	主要内容
2023年10月	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	到2025年，国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油产能占比55%左右，产能结构和生产力布局逐步优化。
2024年5月	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	全面淘汰200万吨/年及以下常减压装置。大气污染防治重点区域要进一步提高炼油行业能耗、环保、质量、安全、技术等要求，逐步淘汰限制类工艺和装备。
2025年7月	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	排查截至2025年5月30日，石化化工行业主体设备设施达到设计使用年限，或实际投产运行超过20年的生产装置。
2025年9月	《石化化工行业稳增长工作方案(2025—2026年)》	<p>1) 2025-2026年，石化化工行业增加值年均增长5%以上，经济效益企稳回升。</p> <p>2) 增强高端化供给。聚焦集成电路、新能源、医疗装备等重点产业链需求，支持电子化学品、高端聚烯烃、高性能纤维、特种橡胶、高性能膜材料等领域的关键产品攻关。</p> <p>3) 促进供需提质。围绕新能源、低空经济、人形机器人等新兴产业，积极拓展新能源电池材料、碳纤维及其复合材料、特种工程塑料等应用。</p> <p>4) 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。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。</p>

数据来源：国家发改委，工信部，东吴证券研究所

大炼化涉及从炼油到化纤的上下游全产业链，主要包括六大民营炼化龙头：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份和新凤鸣。

对比来看：1) 在原油一次加工能力的规模方面：截至 2025 年底，东方盛虹（1600 万吨/年）仅次于荣盛石化（2040 万吨/年）、恒力石化（2000 万吨/年）。2) 在国内炼厂建设与投产时间方面：恒力石化、荣盛石化的炼厂在 2019 年先后投产，东方盛虹的炼厂投产时间最晚，在 2023 年实现全面投产，经过两年的运营提效，炼厂一体化协同与成本优势将更为显著。3) 在产品结构方面：东方盛虹以油化比最优的策略进行可研设计，以乙烯及烯烃下游化工产品为主要产品方向，化工产品产出超过 70%，适应国家减油增化政策，也能更好地契合下游各行业需求的变化。

图8：2025 年中国六大民营炼化企业产能竞争格局（万吨/年）



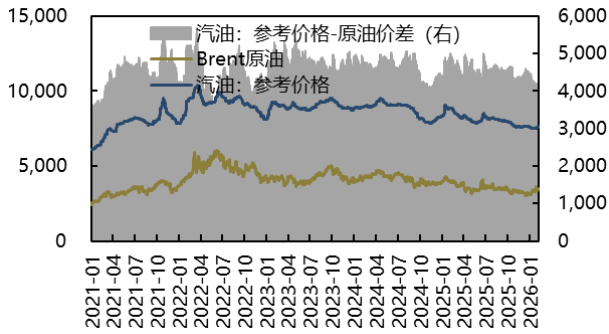
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 炼油：国内成品油裂解价差较为稳定，公司成品油盈利水平优异

东方盛虹是国内三大民营炼化企业之一，旗下的盛虹炼化拥有国内 1600 万吨/年单套规模最大的常减压蒸馏装置。此外，项目采用的 320 万吨/年沸腾床渣油加氢装置、320 万吨/年柴油加氢裂化装置也均属于国内规模较大的装置。工艺装置与设备的大型化，提升了设备效率，便于能量回收与综合利用，进而提高生产效率和经济效益。2023-2025H1，公司炼油板块毛利率始终高于 20%，盈利能力显著。

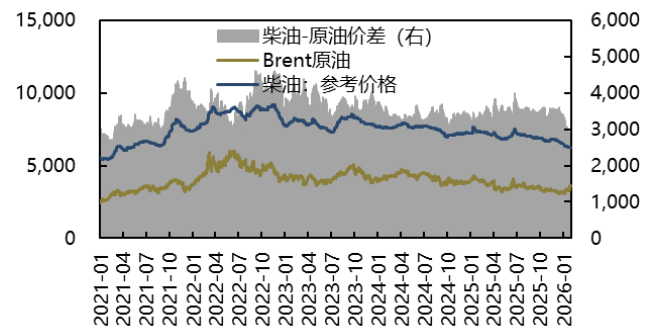
公司主要从国外进口原油、轻烃等作为原材料，供应商稳定可靠，炼油产能设计 1600 万吨/年，产品以国内市场销售为主，生产销售稳定持续。盛虹炼化位于“一带一路经济带”交汇点城市连云港，具有优越的港口资源，截至 2025 年底，拥有江苏首个 30 万吨级原油泊位，以及 6 个 5 万吨级、1 个 10 万吨级、1 个 8 万吨级、1 个 1 万吨级液体化工泊位，配套总罐容超 500 万立方米，可满足 80 余种液体化工品及油品的储存、运输，依托集团基础物流设施，可实现产品船运、汽运、多式联运三种形式发运。

图9: 原油、国内汽油价格及价差 (元/吨, 元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图10: 原油、国内柴油价格及价差 (元/吨, 元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

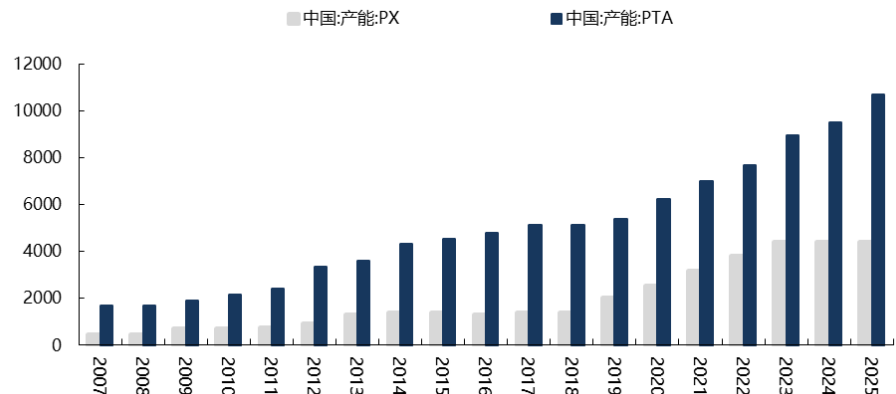
2.2. PX-PTA-涤纶长丝: 反内卷推进中, 产品价差持续修复

1) **PX**: 2024-2025 年国内无新增产能投放, 我们预计 2026E 国内新增产能集中在 Q4, Q1-3 无新增产能。自 2025Q4 起, 我国 PX 价格持续攀升, 主要由于海外成品油裂解价差扩大, 炼厂出于调油需求, 降低 PX 装置负荷, 叠加 2025 年底全球主要的 PX 供应国韩国装置波动影响, 导致全球 PX 供应能力缩减。

2) **PTA**: 2025 年国内 PTA 产能同比增速为+11%, 而 2026E 我们预计国内无新增产能, 行业供需格局逐渐优化, 叠加反内卷的推进, 行业加工费有望继续上升。

3) **涤纶长丝**: 2025 年国内长丝产能同比增速为+6%, 2026E 我们预计国内长丝仍有新增产能, 主要集中在桐昆股份、新凤鸣等头部大厂。国内涤纶长丝大厂计划落实自律减产保价, 计划 POY 减产 10%、FDY 减产 15%, 后续根据春节时点持续扩大减产。随着长丝龙头企业协同能力加强, 继续推进 POY、FDY 减产, 长丝盈利水平有望上升。

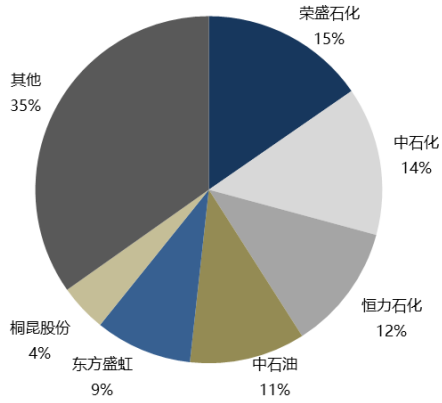
图11: 中国 PX、PTA 产能 (万吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

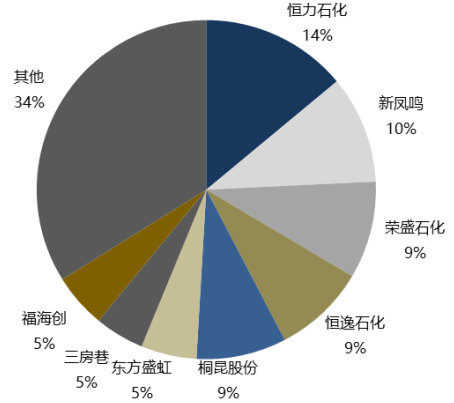
我国PX集中度，荣盛石化、东方盛虹的PX自供比例高，盈利更具韧性。根据百川盈孚，2025年，东方盛虹的PX、PTA产能约占国内总产能的9%、5%，位于国内前列。我们根据1吨PTA消耗约0.655吨PX来计算，荣盛石化、东方盛虹的PX自供比例超过50%，在PX价格上升期，盈利能力更加显著。

图12: 2025年中国PX竞争格局(%)



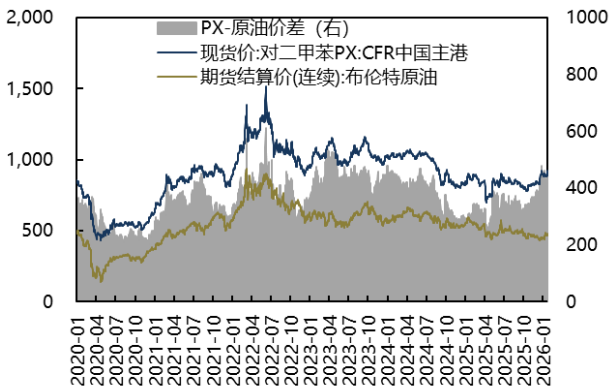
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图13: 2025年中国PTA竞争格局(%)



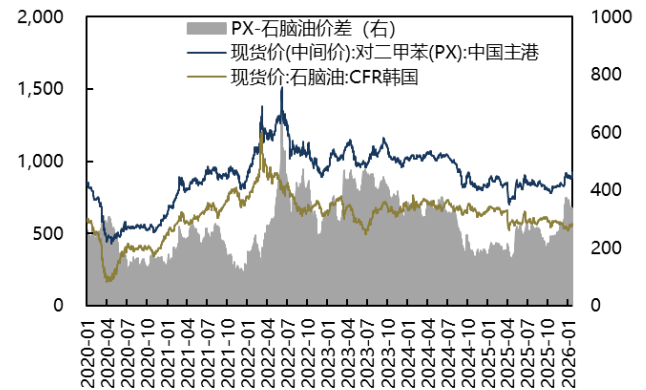
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图14: 原油、PX价格及价差(美元/吨)



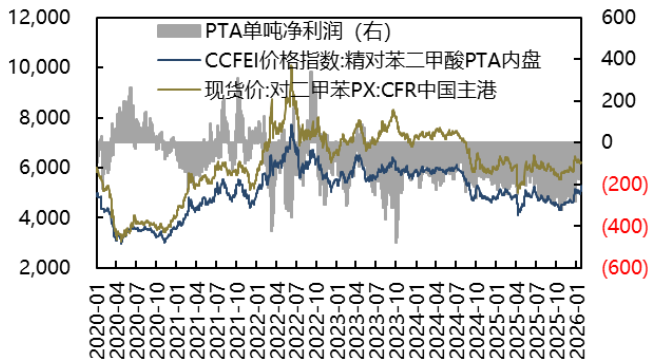
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 石脑油、PX价格及价差(美元/吨)



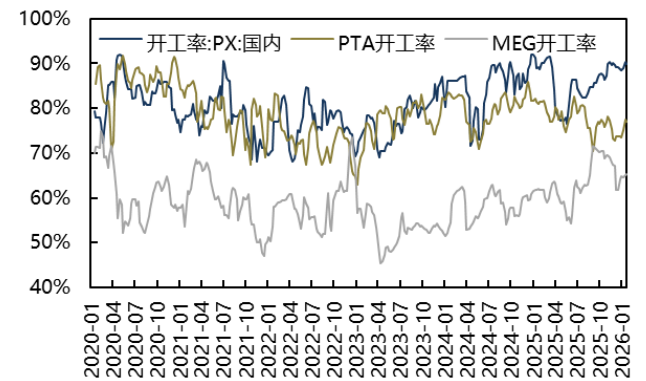
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: PX、PTA价格及PTA单吨净利(元/吨, 元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: PX、PTA和MEG开工率(%)

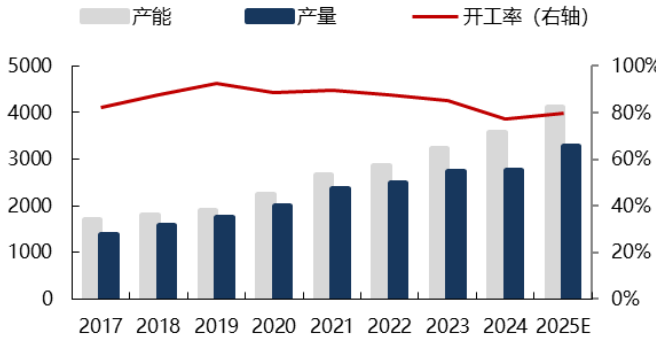


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 烯烃：聚烯烃产品周期磨底，反内卷有望带动周期回暖

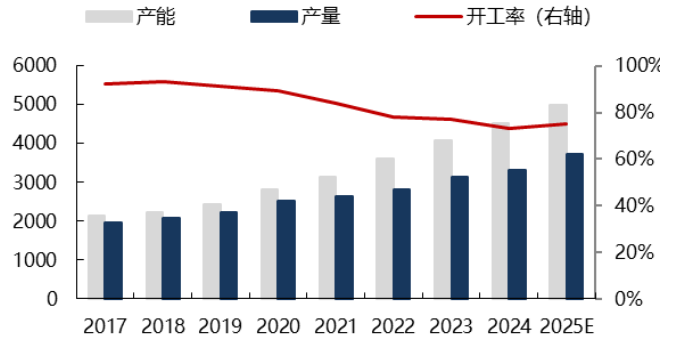
我国聚烯烃产品产能持续增加，行业整体处于过剩状态。2017-2025E，我国聚乙烯、聚丙烯产能 CAGR 分别为 12%、11%，而表观消费量 CAGR 分别为 7%、7%，产能增速高于需求增速，开工率也整体下移。

图18：我国聚乙烯产能、产量、开工率（万吨；%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所预测

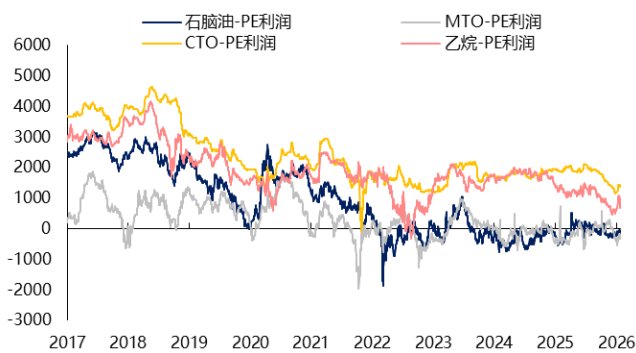
图19：我国聚丙烯产能、产量、开工率（万吨；%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所预测

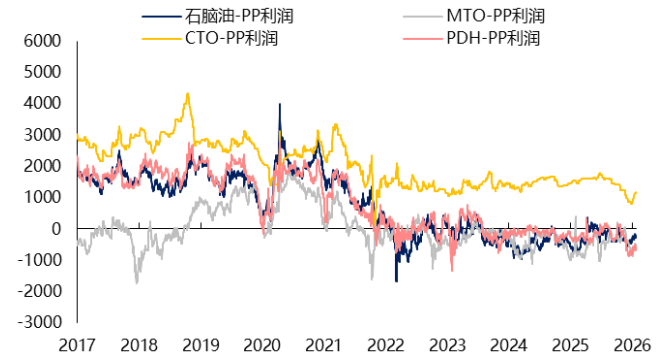
聚烯烃生产主要包含油煤气三种路线，油价中枢下降，油制烯烃存在盈利修复预期。由于2022-2025年油价处于中高位，烯烃产品原材料端压力较大，而产能持续过剩，导致行业盈利水平较弱。进入2026年，布伦特油价在地缘因素影响下震荡上升，但综合来看油价中枢整体下移，油制烯烃原材料成本下降。后续随着海外炼能陆续退出，国内落后产能出清，聚烯烃行业有望迎来向上拐点。

图20：油煤气路线制聚乙烯盈利对比（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图21：油煤气路线制聚丙烯盈利对比（元/吨）

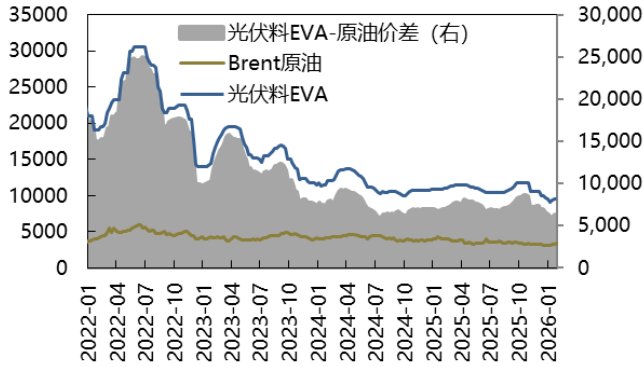


数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

2.4. 新材料：公司产品布局众多，技术引领行业发展

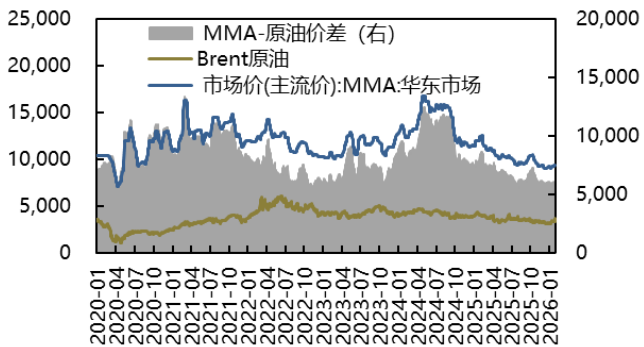
东方盛虹在新材料领域布局众多产品，其中 EVA、丙烯腈、POE 产品均处于国内龙头地位。公司将持续围绕新能源材料、高性能新材料、低碳绿色产业，持续构建核心原料平台+新能源、新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条的“1+N”产业格局。

图22: 原油、EVA 光伏料价格及价差 (元/吨, 元/吨)



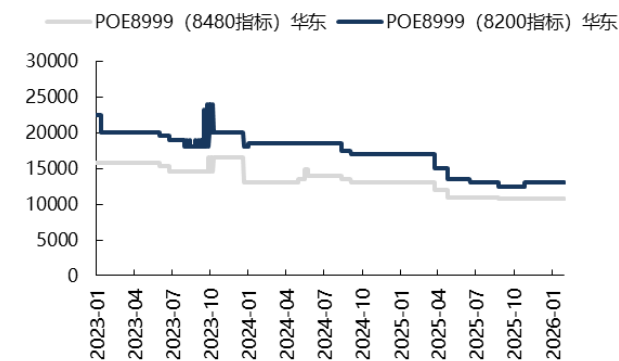
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图24: 原油、MMA 价格及价差 (元/吨, 元/吨)



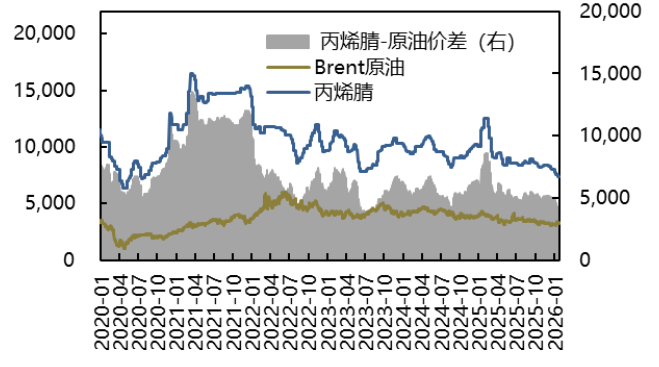
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图26: POE 价格 (元/吨)



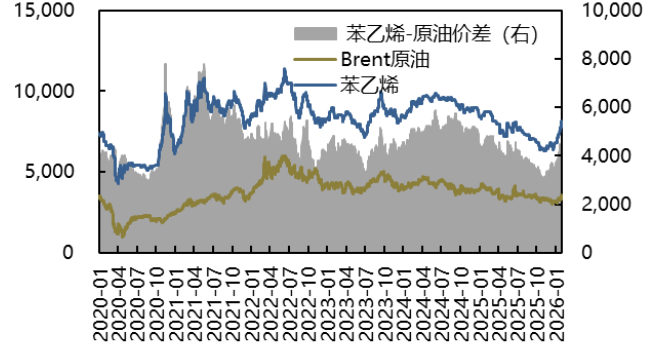
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图23: 原油、丙烯腈价格及价差 (元/吨, 元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图25: 原油、苯乙烯价格及价差 (元/吨, 元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图27: 乙二醇价格 (元/吨)

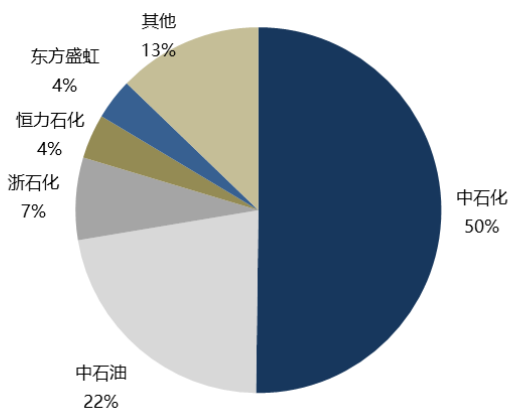


数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

2.5. 副产物：硫磺价格攀升，带来业绩弹性

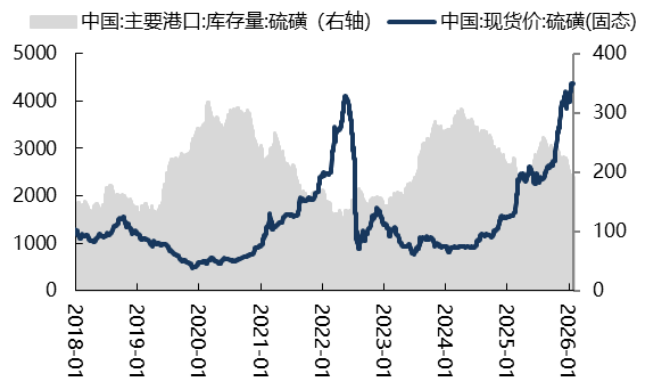
我国硫磺行业集中度高，硫磺产品基本来自于炼化企业，主要系：中国超七成硫磺来源于石油炼化副产，天然气伴生的硫磺占比约 2 成，煤化工也副产部分硫磺。受俄罗斯炼厂被袭击影响，硫磺产出量大幅下滑，2025 年俄罗斯由硫磺净出口国转为净进口国，导致从国际市场上流入我国的硫磺的量减少。此外，国内炼化新增产能有限，限制了硫磺的产能增长，因此我国硫磺产品出现供需错配的局面，价格大幅上涨。大炼化企业的硫磺作为炼化工艺的副产物，盈利能力极强。截至 2025 年底，东方盛虹拥有 60 万吨/年硫磺产能，占国内硫磺总产能的 4%。

图28: 2025年中国硫磺竞争格局(%)



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图29: 中国硫磺价格及港口库存(元/吨, 万吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 关键假设与盈利预测

炼油产品：盛虹炼化拥有国内 1600 万吨/年单套规模最大的常减压蒸馏装置，工艺装置与设备的大型化，提高了公司的生产效率和经济效益。2023-2025H1，公司炼油板块毛利率始终高于 20%，盈利能力显著。我们认为，盛虹炼化在 2023 年投产，不属于老旧装置的行列，在其他老旧炼厂面临退出或者整合的压力时，东方盛虹将充分受益，炼油产品的盈利水平有望改善。

涤纶丝：截至 2025 年底，公司拥有 360 万吨/年涤纶长丝，产品以差别化 DTY 为主，盈利水平较为优异。国内涤纶长丝大厂计划落实自律减产保价，随着长丝龙头企业协同能力加强，长丝盈利水平有望上升，公司也将受益。

其他化工材料：盛虹炼化的化工品产出比例超过 70%，且围绕新能源材料、高性能新材料、低碳绿色产业，产品附加值高。在油价中枢低于 2025 年的情况下，化工品成本压力缓解，需求缓慢修复，叠加反内卷推进，公司化工品毛利率有望改善。

综上，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 1262、1385、1420 亿元，同比增速分别为-8%、+10%、+3%；归母净利润分别为 1.4、35、45 亿元，2025 年实现扭亏为盈、2026-2027 年同比增速分别为+2507%、+27%。

表4: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2023	2024	2025E	2026E	2027E
炼油产品	营收 (亿元)	290.3	278.6	244.2	268.6	273.9
	营收yoy		-4%	-12%	10%	2%
	成本 (亿元)	211.8	218.0	177.0	188.0	190.4
	成本yoy		3%	-19%	6%	1%
	毛利率 (%)	27%	22%	28%	30%	31%
涤纶丝	营收 (亿元)	229.5	260.5	211.0	232.1	243.7
	营收yoy		14%	-19%	10%	5%
	成本 (亿元)	216.5	242.7	196.2	208.9	218.1
	成本yoy		12%	-19%	6%	4%
	毛利率 (%)	6%	7%	7%	10%	11%
其他化工材料	营收 (亿元)	855.9	804.2	772.0	849.2	866.2
	营收yoy		-6%	-4%	10%	2%
	成本 (亿元)	792.3	771.6	733.4	789.8	801.3
	成本yoy		-3%	-5%	8%	1%
	毛利率 (%)	7%	4%	5%	7%	8%
其他主营业务	营收 (亿元)	18.2	22.5	24.7	25.2	25.7
	营收yoy		23%	10%	2%	2%
	成本 (亿元)	15.1	17.0	20.3	20.4	20.7
	成本yoy		12%	19%	1%	1%
	毛利率 (%)	17%	24%	18%	19%	20%
其他化纤产品	营收 (亿元)	10.4	11.0	9.9	10.1	10.3
	营收yoy		5%	-10%	2%	2%
	成本 (亿元)	10.5	11.3	10.6	10.5	10.7
	成本yoy		8%	-6%	-1%	2%
	毛利率 (%)	-0.5%	-3%	-7%	-4%	-4%
合计	营收 (亿元)	1404.4	1376.8	1261.8	1385.2	1419.9
	营收yoy		-2%	-8%	10%	3%
	成本 (亿元)	1246.1	1260.6	1137.5	1217.6	1241.2
	成本yoy		1%	-10%	7%	2%
	毛利率 (%)	11%	8%	10%	12%	13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 估值与评级

公司是国内民营炼化行业龙头，作为参照，我们选取了恒力石化、荣盛石化、恒逸石化作为可比公司。公司与这三家可比公司都属于重资产的民营炼化企业，炼化一体化优势显著，并且不同程度地受益于炼化行业反内卷。

根据我们的预测，截至 2026 年 2 月 13 日，可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 68、46、36 倍，公司 2025-2027 年 PE 为 613、24、18 倍，2026-2027 年的估值水平整体低于可比公司。考虑到公司的盛虹炼化一期项目在 2023 年投产，经过了两年调试及下游化工新材料的部署，炼厂经营情况逐渐向好。从公司业绩上，也能够看出，2025 年公司逐渐走出拐点，在油价高位的情况下，公司毛利率仍然同比改善，并且根据业绩预告，公司实现全年归母净利润扭亏为盈。我们看好公司资本开支进入尾声，EVA、POE 等新材料进入收获期，且受益于炼化反内卷的推进，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比上市公司相对估值（参考 2026 年 2 月 13 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600346.SH	恒力石化*	24.6	1730	70	80	93	107	25	22	19	16	2.7	2.5	2.4	2.1
002493.SZ	荣盛石化*	14.6	1457	7	19	29	41	201	77	49	36	3.3	3.2	3.1	3.1
000703.SZ	恒逸石化*	12.7	459	2	4	7	8	196	106	71	56	2.0	1.8	1.8	1.8
行业平均								141	68	46	36	2.7	2.5	2.4	2.3
000301.SZ	东方盛虹*	12.6	830	(23)	1	35	45	(36)	613	24	18	2.5	2.5	2.3	2.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：标*为自行预测

4. 风险提示

宏观经济波动风险：公司产品及其下游涉及能源、交通、纺织、建筑、农业等国民经济中的支柱行业，与投资和消费需求紧密相关，受宏观经济波动的影响较为明显。如果未来全球经济发生较大波动，则公司的经营业绩也可能会随着国内外宏观环境调整而出现波动的风险。

行业产能出清不及预期的风险：与炼化行业落后产能出清的政策陆续出台，但推进节奏与执行的强度存在不确定性。若行业的老旧产能，或者竞争力较弱的产能退出节奏不及预期，将对产品的盈利产生压制，进而影响公司整体盈利能力。

主要原材料及产品价格波动风险：公司主要采购原油、甲醇等原材料，同时生产乙烯、丙烯、芳烃产业链中的重要化工、化纤产品。公司所处的化工、化纤行业具有一定的周期性，主要原材料及产品市场价格均有可能随着石油、天然气、煤炭等大宗商品价格波动，以及国际政治经济局势、宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出较大幅度波动，进而可能对公司的经营情况、业绩水平稳定性产生一定影响。

环保和安全生产风险：公司主要从事化工、化纤行业相关产品的研发、生产及销售，在其日常生产经营过程中会排放废水、废气以及固体废弃物等污染物。同时，部分原材料、中间产品及产成品为易燃、易爆、腐蚀性、高温及有毒物质，属于管制范围内的危险化学品。因此安全生产、环境保护及其他突发事件，可能会对公司经营产生影响，进而影响公司盈利水平。

东方盛虹三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	36,926	41,402	50,499	54,727	营业总收入	137,675	126,182	138,523	141,990
货币资金及交易性金融资产	13,743	15,353	22,837	26,737	营业成本(含金融类)	126,062	113,755	121,762	124,119
经营性应收款项	3,487	3,974	4,350	4,456	税金及附加	8,407	7,949	8,727	8,945
存货	16,873	18,509	19,644	19,836	销售费用	334	379	416	426
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,081	1,009	1,108	1,136
其他流动资产	2,823	3,565	3,668	3,697	研发费用	832	757	831	852
非流动资产	167,386	168,295	163,187	157,741	财务费用	4,874	3,635	3,573	3,377
长期股权投资	91	91	91	91	加:其他收益	972	1,640	1,801	1,846
固定资产及使用权资产	130,382	144,440	145,704	143,502	投资净收益	159	189	208	213
在建工程	25,027	12,513	6,257	3,128	公允价值变动	40	(20)	0	0
无形资产	4,886	4,811	4,696	4,581	减值损失	(736)	(450)	(200)	(200)
商誉	737	737	737	737	资产处置收益	10	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	(3,471)	58	3,916	4,994
其他非流动资产	6,262	5,701	5,701	5,701	营业外净收支	(243)	10	10	10
资产总计	204,312	209,697	213,686	212,468	利润总额	(3,714)	68	3,926	5,004
流动负债	92,099	97,989	99,628	100,107	减:所得税	(1,430)	(68)	393	500
短期借款及一年内到期的非流动负债	73,251	75,639	75,639	75,639	净利润	(2,284)	136	3,533	4,504
经营性应付款项	14,283	17,409	18,635	18,996	减:少数股东损益	13	0	0	0
合同负债	2,485	2,277	2,500	2,562	归属母公司净利润	(2,297)	136	3,533	4,504
其他流动负债	2,080	2,664	2,854	2,909	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.35)	0.02	0.53	0.68
非流动负债	74,741	74,127	73,827	68,527	EBIT	1,210	3,702	7,499	8,381
长期借款	60,988	59,988	59,488	58,988	EBITDA	8,450	12,323	16,606	17,827
应付债券	4,569	4,769	4,969	169	毛利率(%)	8.43	9.85	12.10	12.59
租赁负债	2,880	2,880	2,880	2,880	归母净利率(%)	(1.67)	0.11	2.55	3.17
其他非流动负债	6,303	6,489	6,489	6,489	收入增长率(%)	(1.97)	(8.35)	9.78	2.50
负债合计	166,840	172,116	173,456	168,634	归母净利润增长率(%)	(420.33)	105.90	2,506.99	27.48
归属母公司股东权益	34,034	34,143	36,792	40,395					
少数股东权益	3,438	3,438	3,438	3,438					
所有者权益合计	37,472	37,581	40,231	43,834					
负债和股东权益	204,312	209,697	213,686	212,468					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,475	12,607	16,250	17,595	每股净资产(元)	5.01	5.03	5.43	5.97
投资活动现金流	(12,099)	(8,872)	(3,782)	(3,777)	最新发行在外股份(百万股)	6,611	6,611	6,611	6,611
筹资活动现金流	7,419	(2,181)	(4,985)	(9,919)	ROIC(%)	0.43	4.11	3.71	4.14
现金净增加额	5,623	1,610	7,483	3,900	ROE-摊薄(%)	(6.75)	0.40	9.60	11.15
折旧和摊销	7,240	8,620	9,108	9,446	资产负债率(%)	81.66	82.08	81.17	79.37
资本开支	(12,398)	(10,080)	(3,990)	(3,990)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(36.15)	612.71	23.50	18.44
营运资本变动	1,351	167	(174)	(49)	P/B(现价)	2.51	2.50	2.31	2.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>