

# 东南亚缺油 Q1 盈利高增，油煤化工 齐推进保障成长

## 核心观点

2025 年油价震荡下行，恒逸石化两大业务营收下滑，成本改善推动毛利率小幅提升。2026 年一季度地缘冲突引发东南亚成品油供给紧缺，价差大幅走阔，炼化业务盈利大增。展望未来，PTA、聚酯等行业反内卷持续推进，供需优化助力盈利修复，同时公司恒逸二期、煤制乙二醇项目稳步建设，布局废旧纺织品赛道，未来盈利增量潜力充足。

## 事件

恒逸石化发布 2025 年年报，全年实现营收 1135.3 亿元，同比-9.5%，实现归母净利润 2.6 亿元，同比+10.4%。其中 Q4 实现营收 296.4 亿元，同比-3.3%，环比+6.2%，实现归母净利润 2724.2 万元，同比+799.4%，环比+518.0%。

恒逸石化发布 2026 年一季报，Q1 实现营收 299.5 亿元，同比+10.2%，环比+1.0%，归母净利润 19.9 亿元，同比+3773.8%，环比+7222.5%。

恒逸石化发布 2025 年利润分配方案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），股利支付率 66.6%。

## 简评

**2025：油价震荡下行，毛利率略有改善。**分板块来看，2025 年公司石化、化纤两大业务板块分别实现营收 454.0、615.6 亿元，同比-13.7%、-3.1%，毛利率分别为 5.1%、4.2%，同比+1.6pct、+0.3pct。营收下滑毛利率改善原因系 2025 年国际油价震荡下行，产品价格相应回落，同时成本端略有改善推动毛利率小幅抬升。

**26Q1：东南亚成品油价差走阔，恒逸文莱盈利大幅提高。**受美伊局势扰动，霍尔木兹海峡关闭，东南亚区域原油供给受阻，炼厂出现大规模减产、停产现象。由于东南亚是全球最大的成品油净进口市场，成品油的短缺比原油更为严重，成品油价差快速走阔。2024-2025 年期间，新加坡市场柴油裂解价差在 15-25 美元/桶区间震荡，2026 年 3 月，柴油裂解价差均值达 87.2 美元/桶，最高的时候超过了 150 美元/桶，柴油盈利大幅改善，恒逸文莱原油供给稳定，充分受益。展望未来，霍尔木兹海峡持续关闭的情况下，东南亚缺油的现实无法解决，成品油价差中枢有望提升，助力恒逸文莱盈利抬升。

# 恒逸石化 (000703.SZ)

维持

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

吴宇

wuyul@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030001

发布日期：2026 年 04 月 19 日

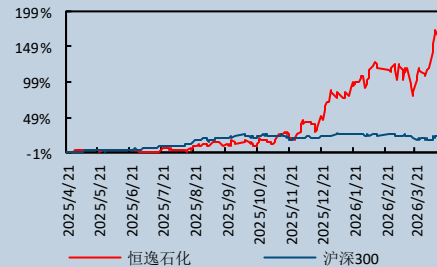
当前股价：15.11 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	24.77/25.59	44.46/45.69	156.97/133.30
12 月最高/最低价 (元)			15.97/5.81
总股本 (万股)			382,108.32
流通 A 股 (万股)			380,191.10
总市值 (亿元)			577.37
流通市值 (亿元)			574.47
近 3 月日均成交量 (万)			5428.57
主要股东			
浙江恒逸集团有限公司			44.44%

## 股价表现



**多品种反内卷持续推进，助力盈利好转。**PTA 方面，公司参控股产能 2150 万吨，过去几年行业盈利陷入底部区间，25H2 行业反内卷自发进行，多家企业轮流减产推动盈利修复，未来新增产能有限，盈利有望开启修复。涤纶化纤方面，公司参控股产能 938 万吨，即使 3 月价格暴涨压制了下游拿货，但 4 月随着下游去库后产销有望回归正常水平，盈利也有望抬升。己内酰胺方面，公司参控股产能 100 万吨，当前行业部分装置处于检修之中，现货供应紧张，长期盈利有望改善。

**油煤多面布局，未来增量可观。**油化工方面，2026 年，公司全面启动炼化二期 1200 万吨项目，预计 28 年底建成投产，有望大幅增厚公司盈利。煤化工方面，公司在新疆规划的 240 万吨煤制乙二醇项目已经进入建设期，有望凭借新疆的低价煤炭资源构筑其成本优势。此外，公司紧跟时代趋势，前瞻布局废旧纺织品项目，在双碳背景下将充分受益。

**投资建议：**恒逸石化短期受益于霍尔木兹海峡断航引起的东南亚成品油裂解价差扩大，中长期炼化二期项目、煤制乙二醇项目、废旧纺织品项目将持续增厚公司利润。我们预计 2026-2028 年公司净利润为 70.6、78.4、86.1 亿元，对应 PE 为 8.6、7.8、7.1，维持“买入”评级。

**表 1: 重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	125,463.24	113,527.49	130,509.10	145,405.62	162,142.42
YoY(%)	-7.85	-9.51	14.96	11.41	11.51
净利润(百万元)	233.94	258.33	7,063.79	7,843.34	8,613.25
YoY(%)	-46.28	10.43	2,634.39	11.04	9.82
毛利率(%)	3.66	4.51	10.64	10.10	9.51
销售净利率(%)	0.19	0.23	5.41	5.39	5.31
ROE(%)	0.95	1.06	25.27	24.57	23.74
EPS(摊薄/元)	0.06	0.07	1.85	2.05	2.25
P/E(倍)	260.85	236.22	8.64	7.78	7.08
P/B(倍)	2.59	2.63	2.28	1.98	1.74

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 风险分析

一、油价波动及地缘政治风险。公司业务高度依赖原油，2026年初中东地缘冲突已推动布伦特原油价格短期冲高，若霍尔木兹海峡通航持续受阻，油价可能进一步攀升，大幅增加炼化成本且产品价格传导存在摩擦，挤压盈利空间；若油价大幅下行，又可能导致存货跌价，影响公司收益。

二、项目建设与运营风险。公司炼化二期、新疆煤制乙二醇等项目建设周期长、资金投入大，存在资金筹措不及预期、工期延误的风险；文莱项目虽当前盈利显著，但文莱经济依赖油气收入，若油价长期低迷可能引发政策调整，且南海地缘局势波动可能影响项目运营安全。

三、行业供需与财务风险。PTA、涤纶等品类行业反内卷效果存在不确定性，若新增产能超预期或下游需求疲软，可能导致价差收窄；公司应收账款、存货规模大幅增长，存在坏账及存货跌价风险，且筹资规模扩大可能增加偿债压力。

四、政策与环保风险。生态环境部加强石化行业新污染物防控，环保投入增加将提升运营成本；若行业政策、税收政策调整，或能源转型加速影响油气需求，将对公司业务产生不利影响。

## 分析师介绍

### 杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

### 吴宇

石化能源及化工团队分析师，同济大学工学学士、管理学硕士，2026 年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责石油石化/改性塑料/维生素/甜味剂/高分子助剂等领域研究及跟踪。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk