

炼化行业拐点已过，中东冲突中震荡上行

核心观点

- 行业景气度触底：**公司披露 2025 年年报，全年实现营业收入 3086.22 亿元，同比下降 5.5%；归母净利润 8.48 亿元，同比增长 17.1%。2025 年全年平均油价相比 2024 年进一步下跌，使公司大多产品价格跟随下跌。同时，公司 2025 年聚酯化纤薄膜板块销量大幅提升，综合下来使 2025 年营收同比小幅下滑。
- 行业景气度修复加速：**我们在前期深度报告《从份额向回报，行业预期正迎来重构》中分析认为，去年下半年中国石化任命了新董事长侯启军，过去几年石化行业较差的经营情况，促使侯董事长提出要“拿出壮士断腕的决心，赢得脱胎换骨的重生”来改善中国石化的经营和发展问题。我们认为石化龙头企业经营调整，以及其对于行业的影响力，有望重塑成品油与化工的发展趋势。同时，近期中东局势对于本就处于衰退周期的日本、韩国、欧洲等石化企业带来进一步打击，我们认为这些国家与地区的落后装置可能加速退出，有望使得石化行业景气度修复的速度加快。
- 企业发展持续推进：**公司浙石化高性能树脂项目、浙石化高端新材料项目与金塘新材料等项目也在有序推进，其中高性能树脂项目进度较快，有望在近期建成投产。我们在深度报告《中东变局对化工：短中长期三维影响》中分析认为中东冲突有望推动海湾国家与中国合作的驱动力不断加大，中国企业以资本出海形式在中东发展的进程有望大大加快。而且中东国家的资源与资金实力非常雄厚，所能够带来的发展机遇可能极大。荣盛石化本就与沙特有合作计划，我们认为中东冲突影响下，双方合作有望加速进展。

盈利预测与投资建议

- 结合近期原油与产品价格，我们调整了公司原料与产品价格预测，并小幅调整了费率预测。我们预测公司 2026-2027 年每股收益 EPS 分别为 0.76 和 0.79 元（原预测 0.39 和 0.49 元），并添加 2028 年预测为 0.84 元。由于炼化景气度已开始回升，公司 26Q1 已表现出较好盈利。因此，我们按照相对估值法测算，按照 2026 年可比公司估值 21 倍 PE，对应目标价为 15.94 元，维持买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动；行业景气度下行；新材料项目发展不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	326,475	308,622	425,988	399,417	403,541
同比增长(%)	0.4%	-5.5%	38.0%	-6.2%	1.0%
营业利润(百万元)	2,004	3,341	34,159	21,015	27,716
同比增长(%)	28.5%	66.7%	922.5%	-38.5%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	724	848	7,582	7,884	8,346
同比增长(%)	-37.4%	17.1%	793.7%	4.0%	5.9%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.76	0.79	0.84
毛利率(%)	11.5%	12.2%	17.1%	14.5%	16.0%
净利率(%)	0.2%	0.3%	1.8%	2.0%	2.1%
净资产收益率(%)	1.6%	1.9%	16.2%	14.9%	14.2%
市盈率	192.3	164.3	18.4	17.7	16.7
市净率	3.2	3.2	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月30日）	13.95元
目标价格	15.94元
52周最高价/最低价	16.38/8.03元
总股本/流通A股（万股）	998,944/933,807
A股市值（百万元）	139,353
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2026年05月05日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	17.33	15.77	-5.42	69.21
相对表现%	16.89	8.75	-7.57	41.71
沪深300%	0.44	7.02	2.15	27.5



证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003
niji@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

行业触及底部，有望迎来复苏 2025-05-02

表 1: 可比公司估值 (截止到 2026 年 4 月 30 日)

公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
万华化学	4.00	5.74	6.58	7.43	22.38	15.61	13.60	12.05
宝丰能源	1.55	2.12	2.27	2.45	19.83	14.46	13.54	12.55
华锦股份	-1.10	0.27	0.43	0.61	-5.16	20.81	13.20	9.27
恒力石化	1.01	1.60	1.85	2.22	21.98	13.78	11.93	9.94
东方盛虹	0.02	0.39	0.52	0.75	656.93	34.13	25.63	17.67
上海石化	-0.14	0.07	0.12	0.18	-22.88	46.21	26.81	17.60
调整后平均						21.00	16.00	13.00

数据来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	14,833	13,500	100,899	113,234	136,711	营业收入	326,475	308,622	425,988	399,417	403,541
应收票据、账款及款项融资	6,925	3,253	22,868	21,442	21,663	营业成本	288,991	270,924	353,136	341,459	338,846
预付账款	1,355	2,141	20,300	19,033	19,230	销售费用	193	192	256	240	242
存货	44,567	33,576	242,250	234,240	232,448	管理费用	977	988	1,278	1,198	1,211
其他	10,623	12,485	14,086	13,662	13,728	研发费用	5,101	4,989	6,645	6,231	6,295
流动资产合计	78,303	64,954	400,403	401,612	423,779	财务费用	7,131	5,617	6,339	5,728	5,548
长期股权投资	9,517	9,764	10,713	10,840	11,534	资产、信用减值损失	353	(21)	242	227	230
固定资产	232,497	259,758	292,597	300,052	297,988	公允价值变动收益	120	(412)	(169)	(45)	(45)
在建工程	42,747	36,209	11,279	5,292	3,095	投资净收益	163	717	(9)	198	198
无形资产	8,143	9,086	8,914	8,743	8,571	其他	(22,008)	(22,898)	(23,755)	(23,472)	(23,606)
其他	6,640	6,863	7,252	7,252	7,252	营业利润	2,004	3,341	34,159	21,015	27,716
非流动资产合计	299,543	321,679	330,755	332,179	328,440	营业外收入	10	7	4	4	4
资产总计	377,846	386,633	731,158	733,791	752,219	营业外支出	109	57	2	2	2
短期借款	44,091	50,197	50,197	50,197	50,197	利润总额	1,906	3,290	34,161	21,017	27,718
应付票据及应付账款	62,237	60,782	381,239	368,632	365,812	所得税	(220)	41	5,124	3,153	4,158
其他	55,228	54,142	50,276	49,925	49,979	净利润	2,125	3,249	29,036	17,865	23,560
流动负债合计	161,556	165,121	481,712	468,754	465,988	少数股东损益	1,401	2,401	21,455	9,981	15,214
长期借款	119,518	122,459	122,459	122,459	122,459	归属于母公司净利润	724	848	7,582	7,884	8,346
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.07	0.08	0.76	0.79	0.84
其他	1,948	2,061	2,017	2,017	2,017						
非流动负债合计	121,466	124,520	124,476	124,476	124,476	主要财务比率					
负债合计	283,022	289,641	606,188	593,230	590,464		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	50,965	53,398	74,853	84,834	100,048	成长能力					
实收资本(或股本)	10,126	9,989	9,989	9,989	9,989	营业收入	0.4%	-5.5%	38.0%	-6.2%	1.0%
资本公积	3,833	3,969	4,053	4,053	4,053	营业利润	28.5%	66.7%	922.5%	-38.5%	31.9%
留存收益	29,601	29,492	36,075	41,684	47,665	归属于母公司净利润	-37.4%	17.1%	793.7%	4.0%	5.9%
其他	300	142	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	94,824	96,992	124,971	140,561	161,756	毛利率	11.5%	12.2%	17.1%	14.5%	16.0%
负债和股东权益总计	377,846	386,633	731,158	733,791	752,219	净利率	0.2%	0.3%	1.8%	2.0%	2.1%
						ROE	1.6%	1.9%	16.2%	14.9%	14.2%
						ROIC	3.4%	2.9%	10.9%	6.7%	8.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	74.9%	74.9%	82.9%	80.8%	78.5%
净利润	2,125	3,249	29,036	17,865	23,560	净负债率	197.3%	200.7%	82.8%	64.8%	41.8%
折旧摊销	15,966	18,106	12,446	13,887	14,616	流动比率	0.48	0.39	0.83	0.86	0.91
财务费用	7,131	5,617	6,339	5,728	5,548	速动比率	0.21	0.19	0.33	0.36	0.41
投资损失	(163)	(717)	9	(198)	(198)	营运能力					
营运资金变动	15,590	13,601	72,054	(2,058)	(1,688)	应收账款周转率	56.5	61.8	32.7	18.0	18.7
其它	(6,041)	5,551	(164)	272	275	存货周转率	5.4	6.9	2.6	1.4	1.4
经营活动现金流	34,609	45,406	119,720	35,495	42,114	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.5	0.5
资本支出	(31,808)	(39,923)	(20,184)	(15,184)	(10,184)	每股指标(元)					
长期投资	(333)	(247)	(949)	(127)	(693)	每股收益	0.07	0.08	0.76	0.79	0.84
其他	885	(1,974)	(178)	153	153	每股经营现金流	3.42	4.55	11.98	3.55	4.22
投资活动现金流	(31,256)	(42,144)	(21,310)	(15,158)	(10,724)	每股净资产	4.39	4.36	5.02	5.58	6.18
债权融资	2,147	85	(3,756)	0	0	估值比率					
股权融资	(373)	1	84	0	0	市盈率	192.3	164.3	18.4	17.7	16.7
其他	(3,462)	(3,367)	(7,338)	(8,002)	(7,914)	市净率	3.2	3.2	2.8	2.5	2.3
筹资活动现金流	(1,688)	(3,281)	(11,010)	(8,002)	(7,914)	EV/EBITDA	13.5	12.5	6.4	8.3	7.1
汇率变动影响	(208)	(57)	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.0	37.8	8.4	12.7	10.2
现金净增加额	1,457	(75)	87,399	12,335	23,476						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。