

炼化一体化优势凸显，2026H1 业绩大幅改善

投资要点

- **事件：**恒逸石化发布 2026 年半年度报告，2026 年上半年公司实现营业收入 673.09 亿元，同比增长 20.28%，实现归母净利润 59.02 亿元，同比增长 2500.73%；2026 年二季度实现营业收入 373.61 亿元，同比增长 29.76%，环比增长 24.75%，实现归母净利润 39.07 亿元，同比增长 2127.05%，环比增长 95.85%。
- **炼化产业链一体化龙头，文莱项目构筑核心成本优势。**公司是全球领先的“炼化—化工—化纤”全产业链一体化企业，以文莱炼化一期项目为重要战略核心，依托国内 PTA—聚酯及己内酰胺—PA6 工厂，构建从原油加工到化纤产品的全产业链闭环，是国内化纤龙头中唯一在海外布局炼厂的企业，产品体系覆盖成品油、基础石化原料以及化学纤维新材料等。截至 2026 年上半年末，公司具备 800 万吨/年炼化设计产能，成品油产能 565 万吨/年、PX/苯等化工品产能 265 万吨/年、参控股 PTA 产能 2150 万吨/年、参控股聚合产能 1468 万吨/年（聚酯纤维 938 万吨/年、瓶片 530 万吨/年）、参控股己内酰胺（CPL）产能 100 万吨/年、PA6 切片 60 万吨/年及 PIA 产能 30 万吨/年。
- **文莱项目贡献核心增量，二期项目蓄势待发。**受到地缘冲突影响，2026 年以来，炼化产业链产品逐步回暖。海外成品油价差扩大，PX 等芳烃产品盈利空间亦显著抬升，文莱炼厂的独特区位优势愈发凸显，成为公司 2026 上半年业绩增长的核心因素。公司已于 2026 年全面启动文莱炼化二期项目建设，新增 1200 万吨/年炼化能力，主要生产柴油、PX、苯等高附加值产品，通过原料调整、产品收率提升，项目盈利能力强有望进一步提升。
- **聚酯产业链稳步复苏，己内酰胺-聚酰胺一体化项目贡献增量。**2026 上半年，下游纺织需求稳步增长，叠加原油高位波动，PTA、聚酯景气上行，行业未来新增产能相对有限，供需格局改善有望带动产业链景气度回升。公司作为 PTA 及涤纶长丝、聚酯瓶片领先企业，有望享受景气上行带来的红利。公司年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺一体化及配套项目顺利投产，成为公司新的利润增长点。规划项目方面，新疆煤化工年产 240 万吨煤制乙二醇项目，以及废纺项目稳步推进，打造“油、煤、布”多原料互补的平台。
- **盈利预测与投资建议：**公司为炼化全产业链一体化龙头企业，以文莱炼化一期项目为上游战略支点，构建从原油加工到化纤产品的全产业链闭环，具备国内独有的“涤纶+锦纶”双轮驱动布局与海外炼化成本优势，我们看好公司长期成长性，给予 2026 年 10 倍 PE，目标价 23.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**石化产品价格下跌风险、原油价格波动风险、新项目投产进度不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1135.27	1367.13	1401.11	1435.12
增长率	-9.51%	20.42%	2.49%	2.43%
归属母公司净利润（亿元）	2.58	89.37	93.82	98.51
增长率	10.43%	3359.59%	4.98%	5.00%
每股收益 EPS（元）	0.07	2.34	2.46	2.58
净资产收益率 ROE	0.97%	28.84%	26.76%	25.06%
PE	282	8	8	7
PB	2.99	2.63	2.34	2.10

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	38.22
流通 A 股(亿股)	38.02
52 周内股价区间(元)	6.05-19.08
总市值(亿元)	729.15
总资产(亿元)	1,224.37
每股净资产(元)	7.80

相关研究

目 录

1 恒逸石化：全产业链一体化龙头，文莱二期项目启动.....	1
1.1 文莱项目供需突出，产业链布局完善	1
1.2 炼化产品复苏，2026 上半年业绩大幅改善	2
2 盈利预测与估值.....	3
2.1 盈利预测.....	3
2.2 相对估值.....	4
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司主要业务和产业链	1
图 2：营业收入	3
图 3：归母净利润	3
图 4：各项费用率	3
图 5：公司毛利率、净利率	3

表 目 录

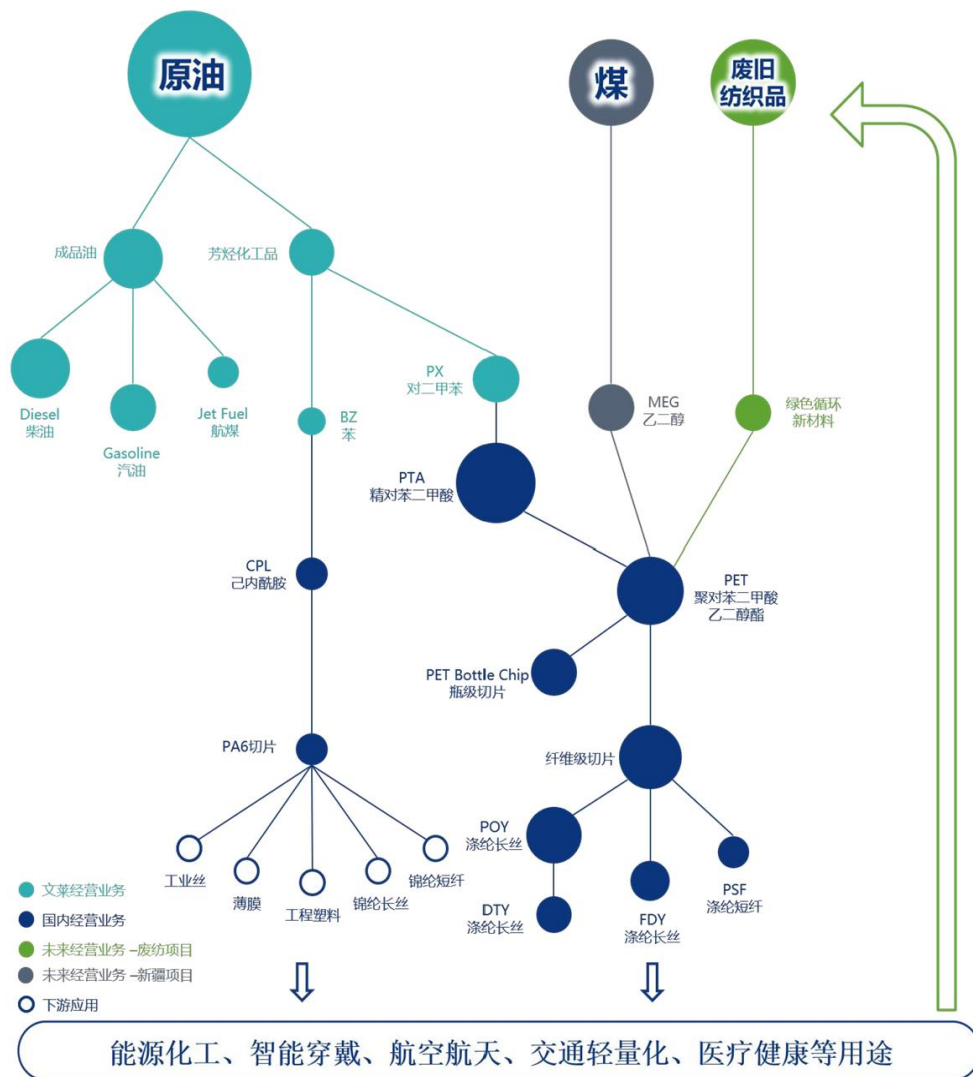
表 1：公司主要产品产能情况（2026 年半年报）	2
表 2：业务拆分	4
表 3：可比公司估值	5
附表：财务预测与估值	6

1 恒逸石化：全产业链一体化龙头，文莱二期项目启动

1.1 文莱项目供需突出，产业链布局完善

炼化产业链一体化龙头，文莱项目构筑核心成本优势。公司是全球领先的“炼化—化工—化纤”全产业链一体化企业，以文莱炼化一期项目为重要战略核心，依托国内 PTA—聚酯及己内酰胺—PA6 工厂，构建从原油加工到化纤产品的全产业链闭环，是国内化纤龙头中唯一在海外布局炼厂的企业，产品体系覆盖成品油、基础石化原料以及化学纤维新材料等。截至 2026 年上半年末，公司具备 800 万吨/年炼化设计产能，成品油产能 565 万吨/年、PX 苯等化工品产能 265 万吨/年、参控股 PTA 产能 2150 万吨/年、参控股聚合产能 1468 万吨/年（聚酯纤维 938 万吨/年、瓶片 530 万吨/年）、参控股己内酰胺（CPL）产能 100 万吨/年、PA6 切片 60 万吨/年及 PIA 产能 30 万吨/年。

图 1：公司主要业务和产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

文莱项目贡献核心增量，二期项目蓄势待发。受到地缘冲突影响，2026 年以来，炼化产业链产品逐步回暖。海外成品油价差扩大，PX 等芳烃产品盈利空间亦显著抬升，文莱炼厂的独特区位优势愈发凸显，成为公司 2026 上半年业绩增长的核心因素。公司已于 2026 年全面启动文莱炼化二期项目建设，新增 1200 万吨/年炼化能力，主要生产柴油、PX、苯等高附加值产品，通过原料调整、产品收率提升，项目盈利能力有望进一步提升。

聚酯产业链稳步复苏，己内酰胺-聚酰胺一体化项目贡献增量。2026 上半年，下游纺服需求稳步增长，叠加原油高位波动，PTA、聚酯景气上行，行业未来新增产能相对有限，供需格局改善有望带动产业链景气度回升。公司作为 PTA 及涤纶长丝、聚酯瓶片领先企业，有望享受景气上行带来的红利。公司年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺一体化及配套项目顺利投产，成为公司新的利润增长点。规划项目方面，新疆煤化工年产 240 万吨煤制乙二醇项目，以及废纺项目稳步推进，打造“油、煤、布”多原料互补的平台。

表 1：公司主要产品产能情况（2026 年半年报）

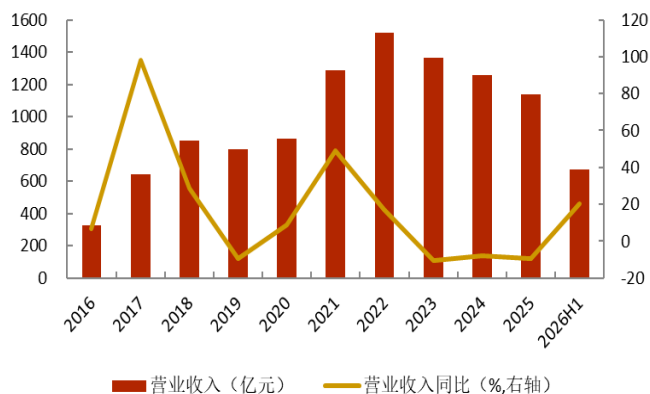
分类	产品	参控股产能（万吨/年）
成品油	Gasoline、Diesel、Jet Fuel 等	565
化工品	PX、BZ 等	265
	PTA	2,150
	PIA	30
	CPL	100
聚酯产品	PET Fiber (POY/FDY/DTY/PSF/CHIPS)	938
	PET Bottle Chip（含 RPET）	530
锦纶产品	PA6	60

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 炼化产品复苏，2026 上半年业绩大幅改善

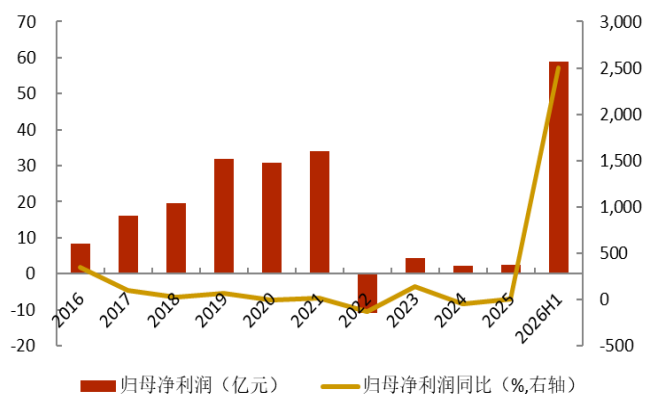
业绩迎拐点，盈利能力大幅修复。2022—2025 年，受炼化产品及化纤价格下行、供应链业务规模收缩影响，公司盈利承压。2026 年上半年，受益文莱炼化高景气及 PTA—聚酯产业链复苏，业绩迎来拐点，营收利润同比大幅提升。2026H1 公司销售毛利率 15.31%（同比+11.00pp），销售净利率 11.82%（同比+11.34pp）；分产品看，炼油产品、化工产品、锦纶、涤纶毛利率分别为 28.16%、19.39%、14.56%、6.30%，高毛利炼化业务放量带动整体盈利能力系统性抬升。费用端，公司持续降本增效，2026H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.21%/0.88%/2.10%，维持在较低水平。

图 2：营业收入



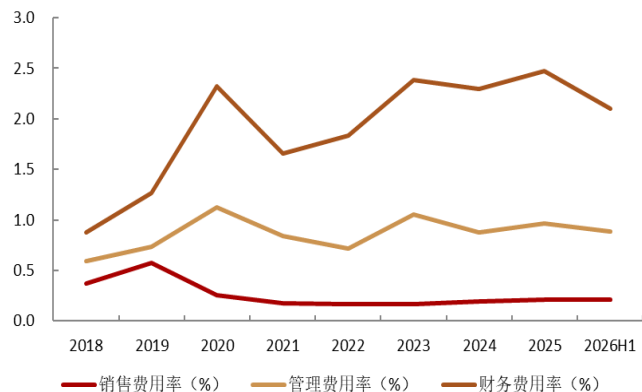
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：归母净利润



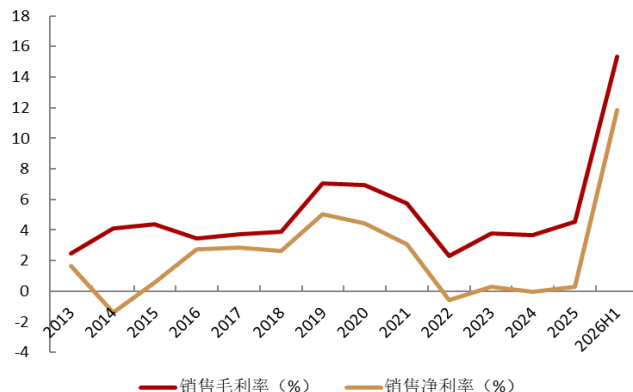
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：文莱炼化一期产销顺畅，伴随油价上行，东南亚成品油价差维持高位，看好东南亚成品油市场供需格局持续优化，预计 2026-2028 年炼油产品营收分别为 353.80 亿元、359.90 亿元、366.00 亿元，分别同比+24.24%、+1.72%、+1.69%；毛利率分别为 25.0%、25.0%、25.0%。

假设 2：化工产品盈利随产业链复苏改善，在地缘冲突、全球炼能紧张背景下，看好 PX 等化工产品价差修复上行，预计 2026-2028 年化工产品营收分别为 139.64 亿元、141.38 亿元、143.13 亿元，分别同比+25.91%、+1.25%、+1.24%；毛利率分别为 16.78 %、17.23%、17.68%。

假设 3：行业协同效应逐步显现，PTA 及聚酯产业链景气度回升，单吨利润改善，预计 2026-2028 年涤纶板块营收分别为 630.50 亿元、646.10 亿元、661.70 亿元，分别同比+5.53%、+2.47%、+2.41%；毛利率分别为 5.13%、5.38%、5.55%。

表 2：业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入（亿元）	1135.3	1367.1	1401.1	1435.1
yoy	-9.5%	20.4%	2.5%	2.4%
营业成本（亿元）	1084.0	1203.6	1230.8	1259.1
毛利率	4.5%	12.0%	12.2%	12.3%
炼油产品				
收入（亿元）	284.78	353.80	359.90	366.00
yoy		24.24%	1.72%	1.69%
成本（亿元）	270.94	265.35	269.93	274.50
毛利率	4.86%	25.00%	25.00%	25.00%
化工				
收入（亿元）	110.90	139.64	141.38	143.13
yoy		25.91%	1.25%	1.24%
成本（亿元）	102.44	116.20	117.02	117.83
毛利率	7.63%	16.78%	17.23%	17.68%
涤纶				
收入（亿元）	597.44	630.50	646.10	661.70
yoy		5.53%	2.47%	2.41%
成本（亿元）	573.12	595.33	608.54	622.16
毛利率	4.07%	5.13%	5.38%	5.55%
其他				
收入（亿元）	142.16	243.19	253.73	264.30
yoy		71.07%	4.33%	4.16%
成本（亿元）	137.52	226.75	235.28	244.64
毛利率	3.26%	6.76%	7.27%	7.44%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取石化行业的 3 家公司进行对比，2025 年平均 PE 为 279 倍，根据 wind 一致预期，2026 年平均 PE 为 16 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600346	恒力石化	18.86	1.01	1.69	1.95	2.27	18.77	11.14	9.66	8.32
002493	荣盛石化	13.41	0.08	0.77	0.88	1.00	157.95	17.48	15.17	13.37
000301	东方盛虹	13.34	0.02	0.64	0.73	0.86	660.40	20.70	18.29	15.54
平均值							279.04	16.44	14.37	12.41
000703	恒逸石化	19.08	0.07	2.34	2.46	2.58	282.26	8.16	7.77	7.40

数据来源：Wind，截至2026/8/19，西南证券整理

公司为炼化全产业链一体化龙头企业，以文莱炼化一期项目为上游战略支点，构建从原油加工到化纤产品的全产业链闭环，具备国内独有的“涤纶+锦纶”双轮驱动布局与海外炼化成本优势，我们看好公司长期成长性，给予 2026 年 10 倍 PE，目标价 23.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

石化产品价格下跌风险：产品价格及裂解价差受国际地缘、供需和宏观经济多重影响，波动剧烈，一旦价差收窄将显著压缩盈利空间。

原油价格波动风险：原油成本占比较高，价格急剧波动可能导致成本传导滞后或库存减值，进而影响经营稳定性。

新项目投产进度不及预期风险：项目涉及跨境建设、审批及资金调配等复杂环节，若进度滞后将影响公司中长期业绩增长预期。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1135.27	1367.13	1401.11	1435.12	净利润	2.95	100.42	105.42	110.69
营业成本	1084.02	1203.63	1230.76	1259.12	折旧与摊销	31.93	37.15	41.16	44.34
营业税金及附加	2.31	2.62	2.73	2.82	财务费用	28.11	25.89	26.48	25.96
销售费用	2.42	2.62	2.80	2.89	资产减值损失	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40
管理费用（含研发费用）	19.14	20.51	21.68	22.64	经营营运资本变动	6.77	0.55	-3.64	-4.93
财务费用	28.11	25.89	26.48	25.96	其他	-23.11	-2.09	-3.70	-4.72
资产减值损失	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	经营活动现金流净额	46.25	161.52	165.31	170.94
投资收益	0.94	3.00	4.00	5.00	资本支出	-49.34	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.37	0.00	0.00	0.00	其他	-7.12	3.04	3.90	4.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-56.46	-46.96	-46.10	-45.10
营业利润	4.46	115.26	121.07	127.09	短期借款	16.65	92.31	-29.83	-33.71
其他非经营损益	0.05	0.17	0.10	0.14	长期借款	-24.21	0.10	0.10	0.10
利润总额	4.52	115.42	121.17	127.23	股权融资	-6.23	0.00	0.00	0.00
所得税	1.57	15.01	15.75	16.54	支付股利	-1.72	-58.09	-59.74	-62.14
净利润	2.95	100.42	105.42	110.69	其他	-7.44	-119.65	-26.34	-26.69
少数股东损益	0.36	11.05	11.60	12.18	筹资活动现金流净额	-22.96	-85.33	-115.81	-122.44
归属母公司股东净利润	2.58	89.37	93.82	98.51	现金流量净额	-33.69	29.23	3.40	3.40
资产负债表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	107.48	136.71	140.11	143.51	成长能力				
应收和预付款项	77.16	86.15	89.06	90.80	销售收入增长率	-9.51%	20.42%	2.49%	2.43%
存货	133.13	125.24	129.25	134.49	营业利润增长率	448.81%	2481.70%	5.04%	4.97%
其他流动资产	17.12	18.44	18.81	19.18	净利润增长率	548.39%	3305.95%	4.98%	5.00%
长期股权投资	136.31	136.31	136.31	136.31	EBITDA 增长率	3.95%	176.37%	5.84%	4.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	568.56	585.28	598.08	607.80	毛利率	4.51%	11.96%	12.16%	12.26%
无形资产和开发支出	29.03	25.48	21.84	18.10	三费率	4.38%	3.59%	3.64%	3.59%
其他非流动资产	27.51	27.28	27.06	26.84	净利率	0.26%	7.35%	7.52%	7.71%
资产总计	1096.29	1140.90	1160.52	1177.03	ROE	0.97%	28.84%	26.76%	25.06%
短期借款	396.96	489.27	459.43	425.72	ROA	0.27%	8.80%	9.08%	9.40%
应付和预收款项	106.82	116.62	120.54	122.68	ROIC	2.71%	15.08%	15.28%	15.57%
长期借款	130.83	130.93	131.03	131.13	EBITDA/销售收入	5.68%	13.04%	13.47%	13.75%
其他负债	157.79	55.94	55.56	55.74	营运能力				
负债合计	792.40	792.76	766.57	735.26	总资产周转率	1.05	1.22	1.22	1.23
股本	36.03	38.22	38.22	38.22	固定资产周转率	2.65	3.02	2.78	2.69
资本公积	81.94	79.75	79.75	79.75	应收账款周转率	17.56	19.57	19.66	19.42
留存收益	129.77	161.05	195.13	231.51	存货周转率	8.40	9.26	9.60	9.49
归属母公司股东权益	243.87	277.06	311.28	346.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.66%	—	—	—
少数股东权益	60.02	71.07	82.67	94.84	资本结构				
股东权益合计	303.89	348.13	393.95	441.77	资产负债率	72.28%	69.49%	66.05%	62.47%
负债和股东权益合计	1096.29	1140.90	1160.52	1177.03	带息债务/总负债	70.07%	81.69%	80.61%	79.47%
					流动比率	0.55	0.60	0.65	0.70
					速动比率	0.33	0.40	0.43	0.46
					股利支付率	66.57%	65.00%	63.68%	63.08%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	64.51	178.29	188.71	197.39	每股收益	0.07	2.34	2.46	2.58
PE	282.26	8.16	7.77	7.40	每股净资产	6.38	7.25	8.15	9.08
PB	2.99	2.63	2.34	2.10	每股经营现金	1.21	4.23	4.33	4.47
PS	0.64	0.53	0.52	0.51	每股股利	0.05	1.52	1.56	1.63
EV/EBITDA	18.65	6.80	6.25	5.78					
股息率	0.24%	7.97%	8.19%	8.52%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn