

同涉沧波里，风帆自不同

--我国大型炼化项目运营企业发展状况对比

联合资信 工商二部 |张垌

炼化行业属于国民经济重要基础工业，尽管存在对进口原油依存度高、国内石油消费进入平台期等问题，2015年以来我国炼化行业仍实现了快速发展。本文对我国大型炼化项目以及其运营企业的发展状况进行了分析研究，其中恒力石化和荣盛石化受益于在行业景气度上行期投产、加工能力领先等因素，目前处于行业第一梯队，其余样本企业炼化业务发展状况仍有待观察。

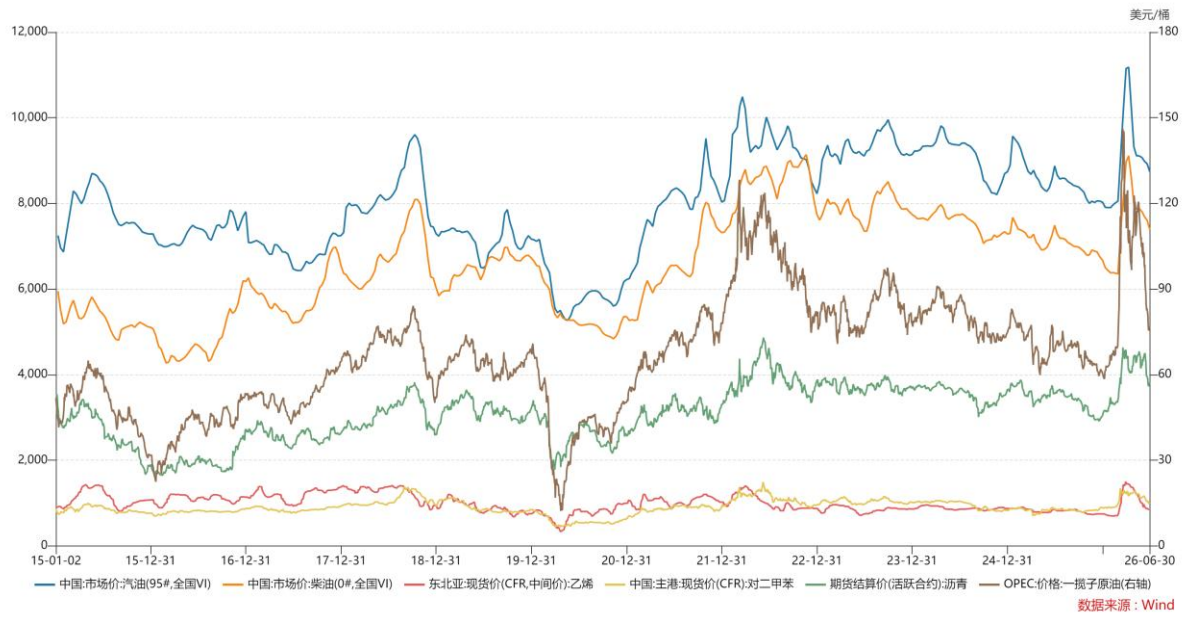
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

一、 我国炼化行业现状分析

（一）我国炼化行业发展情况

炼化行业上游主要原料为原油。在 2015 年我国原油对外依存度突破 60%以来，十年间持续处于 60%~75%区间的高位。2025 年，国内原油产量和进口量分别为 2.16 亿吨和 5.78 亿吨，来源仍以进口为主，原油对外依存度约 72%。因此，以进口原油为主的来源结构决定了我国炼化产品价格同国际原油价格高度相关，在全球宏观经济景气度、产油国产量政策以及地缘冲突等因素影响下，国际原油价格依然对国内原油及炼化主要产品价格构成很大影响。

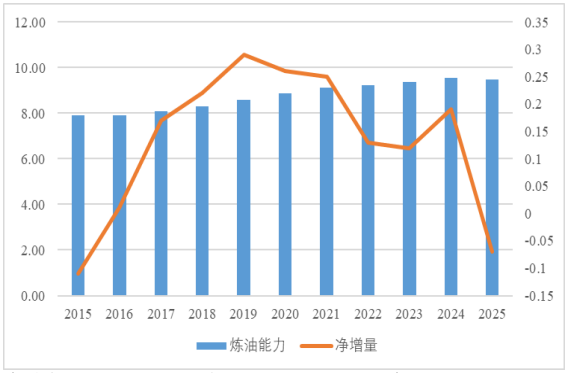
图表 1　原油及部分炼化主要产品价格情况



数据来源：Wind，联合资信整理

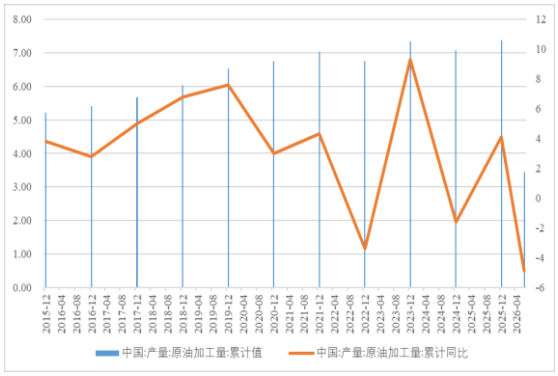
从产能来看，2015−2025 年，我国炼油能力由 7.91 亿吨/年增至 9.48 亿吨/年，已经接近 2021 年国务院在《2030 年前碳达峰行动方案》中提出的产能红线，即到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内；产能除 2015 年和 2025 年外均实现净增加。从原油加工量来看，2015 年以来，我国原油加工量整体呈现上升态势，近十年中除个别年份外增速均为正值。

图表 2 中国炼油产能情况
（单位：亿吨/年、亿吨）



资料来源：中国化工信息中心，Wind，联合资信整理

图表 3 中国原油加工量情况
（单位：亿吨、%）



资料来源：国家统计局，联合资信整理

根据 OPEC 数据，经过多年发展，我国已经成为全球重要的炼化产能分布国，2025 年炼油产能约占全球总量的 17.9%，在全球主要炼化产能分布区域中仅次于美国和加拿大的 19.2%，以国家单体计算，我国炼油能力已经跃居世界首位。

从消费端来看，炼化行业下游主要产品为汽油、柴油、煤油等成品油，以及石脑油、液化石油气（LPG）等中间原料及其下游的烯烃、芳烃产品，以及沥青、石油焦等副产品。2015~2025 年，我国原油表观消费量尽管中间受到短期环境变化的一定扰动，但整体从 2015 年的 5.47 亿吨增至 2025 年的约 7.62 亿吨。其中，2024 年起国内成品油需求已持续下滑，2025 年消费量同比下降约 3%；化工原料用油为石油消费的主要增长点，2025 年同比增长约 8.8%。国际能源署在 2025 年中期展望中预测我国原油消费量将在 2027 年前后达到峰值，此后趋于平稳甚至缓降。因此尽管化工用油的需求对国内原油消费形成一定支撑，但由于新能源替代传统化石能源的趋势已经形成，国内石油消费进入平台期。

（二）我国炼化行业效益情况

在经历了多轮景气度波动周期后，2022 年起，原油价格高企以及市场需求的收缩持续挤压我国炼化行业效益。2024 年以来，产业链多个环节利润率进一步承压，2025 年行业 PX(对二甲苯)-石脑油价差年度均值已降至理论亏损水平，使得我国炼化行业效益指标表现进一步下滑，全国石油和化工行业规模以上企业实现营业收入 15.7 万亿元，同比下降 3.0%；实现利润总额 7020.9 亿元，同比下降 9.6%；进出口总额 9020.1 亿美元，同比下降 4.9%。

从行业结构看，主要板块营业收入和利润总额不同程度下降。油气板块 2025 年累计实现营业收入和利润总额分别为 1.4 万亿元和 2771.1 亿元，同比分别下降 4.6%和 19.1%。化工板块 2025 年累计实现营业收入和利润总额分别为 9.6 万亿元和 4173.6 亿元，同比分别增长 0.5%和下降 4.1%。尽管 2026 年以来由于美伊地缘冲突等事件导致全球原油供应不足与成本高企，导致全球炼化产能的供给收缩推动 PX(对二甲苯)-石脑油价差于 2026 年一季度转正，推动行业内企业 2026 年上半年实现利润同比大幅增长，但考虑到过去几年经营面临的较大压力，我国炼化企业运行情况仍有待观察。

二、 我国大型炼化项目现状分析

2014年，国家发展改革委通过发布《石化产业规划布局方案》（以下简称“方案”），明确要求“新建炼油项目应布局在产业基地内，按照炼化一体化、装置大型化的要求建设。单系列常减压装置原油年加工能力达到1500万吨及以上，一、二次加工设施配套齐全”等内容，并在文件以及后续修订版文件中提出沿海石化产业基地的名单后，我国大型炼化项目建设进入快车道。

我国规划的沿海石化产业基地为大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷以及山东裕龙岛，除上述国家级别规划的石化产业基地外，部分化工大省亦规划了大型炼化项目，截至2026年8月底我国企业运营的主要大型炼化项目位置主要位于江苏、广东、浙江、山东、辽宁等沿海化工产业大省，建设情况如下图表：

图表 4　截至 2026 年 8 月底我国企业运营的主要大型炼化项目建设情况

项目名称	所在地	经营主体	建设内容	建设进度
恒力（大连）炼化一体化项目	大连长兴岛（西中岛）石化基地	恒力石化	2000 万吨常减压、沸腾床渣油加氢、3×320 万吨连续重整、2×225 万吨芳烃、150 万吨乙烯、乙二醇、苯乙烯、聚烯烃等全套炼油化工装置	2017 年开工，2019 年打通全流程
盛虹炼化（连云港）一体化项目	江苏连云港石化产业基地	盛虹炼化（东方盛虹）	1600 万吨常减压（国内单套最大）、蜡油加氢裂化、3×310 万吨连续重整、280 万吨 PX、110 万吨乙烯、聚烯烃；化工品收率约 69%	2018 年开工，2022 年投产
浙江石化（舟山）炼化一体化项	浙江宁波石化产业基地	浙石化（荣盛石化、巨化集	一期 2000 万吨常减压、加氢系列、芳烃联合、140 万吨乙烯；二期 2000 万吨常减压、加氢、芳烃、140 万吨乙烯，配套 30 万吨原油码头	一期 2017 年开工，2019 年投产；

目（一、二期）		团、桐昆股份等合资）		二期 2019 年开工，2022 年投产
中海油惠州炼化一体化项目	广东惠州大亚湾石化产业基地	中海油惠州炼化（中海油等）	2200 万吨常减压、100 万吨乙烯，加氢、煤气化制氢，配套化工装置	一期 2006 年开工，2009 年投产；二期 2013 年开工，2017 年投产
古雷炼化一体化项目	福建漳州古雷石化产业基地	古雷石化（中石化等）	一期项目为乙烯及下游化工装置，二期项目为 1600 万吨常减压、380 万吨轻烃回收、150 万吨航煤加氢、150 万吨乙烯、200 万吨 PX、下游衍生物、30 万吨级原油码头及罐区	一期 2017 年开工，2021 年投产；二期 2024 年开工，目前完成总体设计评审，主厂区土建、桩基施工
福建福海创古雷炼油 PX 项目		福建福海创石化（福建能化）	550 万吨/年凝析油和 300 万吨/年常压渣油加工、160 万吨 PX、公用工程及罐区码头	2012 年重建后目前已投产；在建 150 万吨/年乙烯及下游深加工联合体项目
裕龙岛炼化一体化项目	山东裕龙岛炼化基地	裕龙石化（南山集团为主）	一期项目为 2000 万吨常减压、加氢系列、芳烃联合、300 万吨乙烯、聚烯烃、ABS 等 22 套化工新材料装置；配套 30 万吨原油码头	2020 年开工，2024 年二系列投产
恒逸石化文莱 PMB 炼化一体化项目	文莱大摩拉岛	恒逸文莱（恒逸石化）	一期项目为 800 万吨常减压、220 万吨加氢裂化、150 万吨/年 PX 芳烃联合装置；二期规划 1200 万吨/年常减压，新增加氢系列、芳烃装置等	一期 2014 年开工，2019 年投产；二期 2026 年启动建设
华锦阿美精细化工及原料工程	辽宁沿海临港石化集聚区	华锦阿美石化（华锦集团、沙特阿美等）	1500 万吨常减压、420 万吨高丙烯催化裂化、250 万吨蜡油加氢裂化、200 万吨芳烃联合；化工板块 165 万吨乙烯、200 万吨 PX 及聚烯烃、环氧丙烷等共 32 套主装置	2023 年开工，主装置已于 2025 年底完成机械竣工；目前项目整体进入投料试车/投产准备阶段
中科合资广东炼化一体化项目	广东湛江东海岛石化产业园	中科炼化与湛江东兴石化	新建 1000 万吨常减压、80 万吨/年乙烯、裂解加氢、催化裂化等配套装置，重组整合后全厂总炼油能力达到 1500 万吨/年	2011 年开工，2020 年投产并重组整合

注：本表列示的项目为国内企业经营的规划原油加工能力超过 1500 万吨的大型炼化项目
数据来源：联合资信整理

经过近十年的大型炼化项目集中建设，我国炼化行业产能实现了升级，2025年，我国千万吨级炼厂及炼化一体化企业炼能占比分别达58.4%和54.8%，国内炼厂平均规模达

717万吨/年，已接近美国750万吨/年的平均水平。

从我国大型炼化项目产业链来看，除个别项目外，我国大型炼化项目整体均具备油品（成品油），以及芳烃（PX等）和烯烃（乙烯等）等多样化的产业链布局，符合我国目前石化行业“减油增化”的发展现状。

三、 我国大型炼化项目运营企业经营特征对比

随着大型炼化项目建设的不断推进，我国炼化行业涌现了一批优秀的石化企业。除了处于行业支柱地位的“三桶油”（中石油、中石化和中海油）由于体量巨大且项目众多、可比性不强外，考虑数据可得性（有公开经营及财务数据披露），本文将分析恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力石化”）、江苏东方盛虹股份有限公司（以下简称“东方盛虹”）、荣盛石化股份有限公司（以下简称“荣盛石化”）、福建省能源石化集团有限责任公司（以下简称“福建能化”）、南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）、恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”）等六家我国大型炼化项目运营企业样本。

从先天资源禀赋来看，恒逸石化文莱 PMB 炼化一体化项目位于海外，文莱本身是东南亚传统产油国，项目紧邻油气产区，原油可以短途海运到大摩拉岛，相比国内炼厂从中东长途进口原油，海运距离短、运费低、地缘风险更小，且不受我国原油进口配额管控。福建能化的福建福海创古雷炼油 PX 项目原料是凝析油，亦不使用原油进口配额。其他企业的炼化一体化项目均拥有原油进口资质，同时受到我国原油进口配额管控。

从装置设计来看，国内千万吨级炼化一体化项目大多是组合工艺，主要为渣油走加氢裂化（全加氢）转化路线，通过渣油加氢、加氢裂化工艺将重油馏分转化为芳烃、乙烯原料，原料适应性强，可掺炼劣质重原油，成本更低，芳烃收率高。仅有南山集团的裕龙岛炼化一体化项目走“部分加氢+催化裂解”路线，原油进料残炭、金属含量或受限，但烯烃收率高，投资收益和减少天然气外购量等方面或具有优势。

从产品特点来看，尽管均符合行业“减油增化”的发展现状，各大型炼化项目根据公司自身特点亦有一定侧重。恒力石化、东方盛虹、荣盛石化和南山集团的炼化一体化项目装置均在大规模原油产能优势基础上发展了“芳烃+烯烃”双化工路线，属于典型“少油多化”一体化炼厂，可依靠化工品对冲成品油周期下行，盈利稳定性更强。其中，

东方盛虹的炼化一体化项目为国内设计油化比最高的炼化项目，化工品占比超过 70%。恒力石化的炼化一体化项目与煤化工园区深度融合，原油和煤炭双原料对企业盈利有一定平滑作用。福建能化的福建福海创古雷炼油 PX 项目没有传统原油常减压装置，路线是“凝析油分离+芳烃重整”，几乎不产出柴油、汽油等成品油，主产物为 PX，因此若处于成品油裂解价差上行周期，企业无法获得超额利润。且福建能化和恒逸石化装置下游均只能做芳烃单一产业链，难以获得烯烃及下游产品的利润贡献。

从经营资质来看，2020年7月，商务部批复浙江石油化工有限公司（荣盛石化子公司，以下简称“浙石化”）成品油非国营贸易出口资格，因此浙石化成为2017年迄今唯一一家获得成品油出口牌照的民营企业。该资质有利于荣盛石化在国内外市场之间灵活调配产品销售结构。恒逸石化PMB 炼化一体化项目下游油品主要面向东南亚市场，定价锚定新加坡产品油市场价格，亦不受国内成品油调价机制和出口配额约束。此外，根据目前获得的公开资料，浙石化、盛虹炼化（连云港）有限公司（东方盛虹子公司）以及山东裕龙石化有限公司（南山集团子公司）三家炼化一体化项目主体拥有高新技术企业证书，可适用15%优惠税率。

四、 我国大型炼化项目运营企业经营及财务指标对比

（一） 我国大型炼化项目运营企业炼化业务市场状况对比：

炼化产品作为大宗商品，总体来看同质化程度高，企业经营区域很大程度上决定了企业的发展空间。从企业位置来看，上述六家大型炼化项目运营企业均位于我国东部沿海经济发达地区，江苏（恒力石化、东方盛虹）和浙江（荣盛石化、恒逸石化）各2家，山东（南山集团）和福建（福建能化）各1家；从项目位置来看，除恒力石化将炼化一体化项目布局在辽宁省（非企业所在地江苏省），以及恒逸石化将炼化一体化项目布局在文莱（非企业所在地中国浙江省）外，其余企业均将炼化一体化项目布局在企业所在省内。

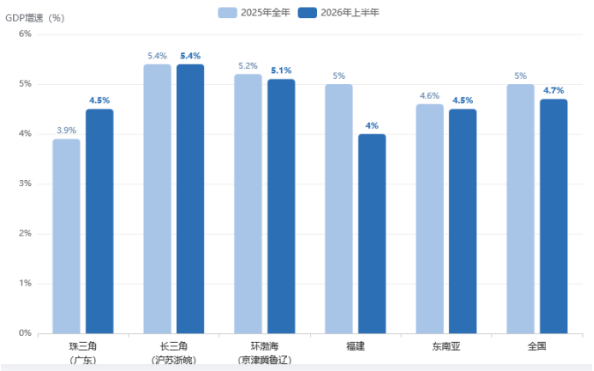
从辐射市场区域来看，恒力集团炼化产品面对的市场主要包括东北、华北以及环渤海区域，南山集团炼化产品面对的市场主要包括华北以及环渤海区域，东方盛虹、荣盛

石化炼化产品面对的市场主要为长三角区域，福建能化炼化产品面对的市场主要包括福建以及珠三角区域，恒逸石化炼化产品面对的市场主要包括文莱等东南亚区域。

从2025年以及2026年上半年来看，长三角（沪苏浙皖）经济增速领跑全国，且人均可支配收入最高；珠三角（广东）以及福建人均可支配收入高但经济增速不及全国整体水平；环渤海（京津冀鲁辽）经济增速稳中有进但人均可支配收入仅略高于全国平均水平，东南亚地区经济增速较我国平均水平偏低，人均可支配收入约等于我国平均水平。因此，我国6家大型炼化项目运营企业中，仅从辐射市场区域经济来看，恒力石化、恒逸石化和福建能化炼化产品面临的市场相对偏弱。

图表 5　2025 年以来样本企业辐射市场 GDP 增速情况

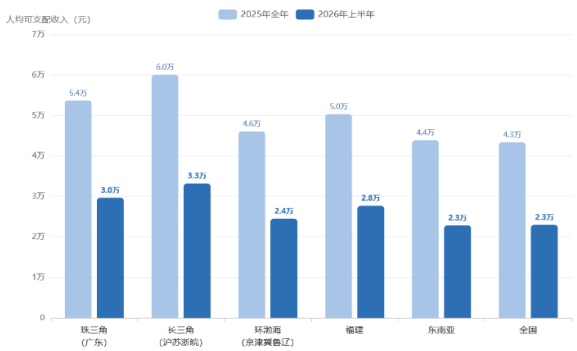
（单位：%）



资料来源：国家统计局，世界银行等，联合资信整理

图表 6　2025 年以来样本企业辐射市场人均可支配收入情况

（单位：元）



注：因数据可得性问题，东南亚为人均 GDP 口径，与中国居民可支配收入口径存在差异

资料来源：国家统计局，世界银行等，联合资信整理

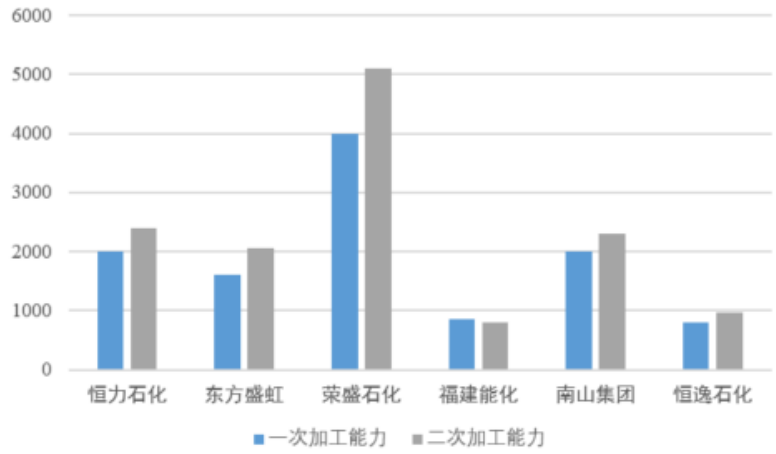
（二）　我国大型炼化项目运营企业炼化业务经营状况对比：

衡量炼化企业的经营状况的指标众多，本文重点从炼化业务规模和运行两个维度选取指标分析样本企业。

从炼化业务规模来看，荣盛石化原油一次和二次加工能力均具备绝对的领先优势，福建能化和恒逸石化已完成的炼化业务规模最小，不过考虑到福建能化参股的古雷炼化一体化项目二期已经接近完工，恒逸石化已经于2026年初公告全面启动PMB炼化一体化项目二期，上述项目完成后两家企业规模有望明显提升。

图表 7　2025 年样本企业原油一次和二次加工能力情况

（单位：万吨/年）

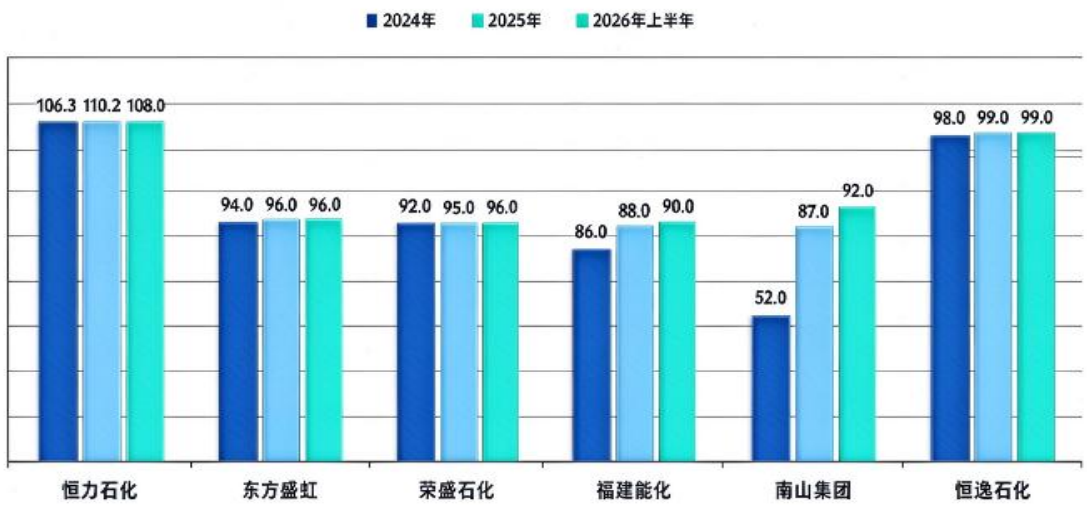


注：1.二次加工能力数据系根据公开数据披露的加氢裂化、连续重整等主要二次装置加工能力加总；2.福建能化的原料油为凝析油
资料来源：公司年报，环评报告、评级报告等公开资料，联合资信整理

评价炼化业务运行指标一般包括炼厂的开工率、综合商品率、轻油收率、柴汽比、加工损失率、EECC 能耗等指标。但由于上述大部分数据涉及商业秘密，我们可从各家样本企业炼化项目测算开工率以及ESG报告中耗水强度（吨/百万元营收）、温室气体排放强度（吨二氧化碳当量/百万元营收）、研发投入占营业收入比例、安全生产投入占营业收入比例等几个ESG相关指标对样本企业的运行进行一般对比。

图表 8　2024 年以来样本企业测算开工率（产能利用率）情况

（单位：%）

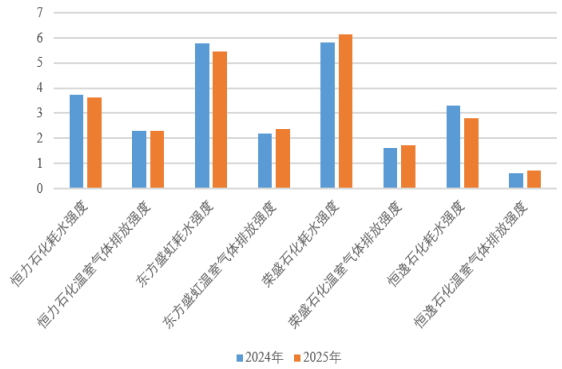


注：开工率=年度实际原油加工量/一次加工设计产能
资料来源：公司年报，评级报告等公开资料，联合资信整理

从炼化项目开工率来看，数据显示2024年以来恒力石化开工率持续超过105%的极

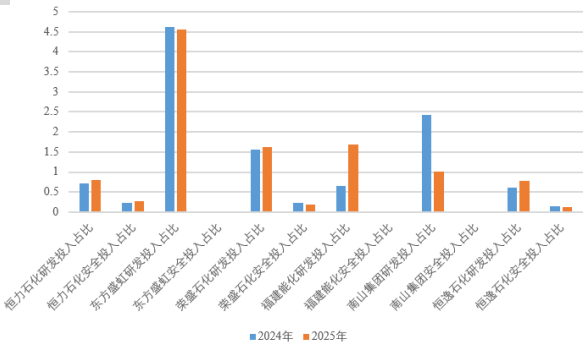
高水平，或与其下游配套PTA规模很大有关。福建能化炼化业务开工率相对偏低，主要系其凝析油加工装置建设时间早、盈利能力相对偏弱有关。南山集团炼化业务由于处于产能爬坡阶段，逐年快速提升。

图表 9 2024 年以来部分样本企业耗水强度和温室气体排放强度情况
（单位：万吨/亿元营收、万吨二氧化碳当量/亿元营收）



资料来源：各上市样本企业的 ESG 报告，联合资信整理

图表 10 2024 年以来样本企业研发投入占比以及安全生产投入占比情况
（单位：%）



注：因数据可得性问题，部分样本企业安全生产投入占营业收入比例未获取到
资料来源：各样本企业的 ESG 报告，审计报告等，联合资信整理

尽管数据有限，从上述ESG相关指标来看，恒逸石化耗水强度和温室气体排放强度均低，东方盛虹研发投入强度有明显优势。

（三） 我国大型炼化项目运营企业财务状况对比：

在财务状况方面，本文重点从炼化业务盈利能力、现金流和资产质量三个维度选取指标分析样本企业的财务状况。

从炼化业务毛利率来看，数据显示2024年以来荣盛石化和恒力石化炼化业务毛利率持续保持很高水平，除装置规模优势外，还与装置的原料以及产品结构有关。福建能化和恒逸石化炼化业务均毛利率波动极大，2024年和2025年都很低，2026年上半年大幅上升，主要系两公司的装置设计都有“芳烃单一路线”的产品结构特点，且恒逸石化炼化装置油品占比很高。此外，福建能化还存在目前的福海创炼化项目装置较为老旧，原料主要为凝析油（非原油），能耗、检修等成本高等不利因素。恒逸石化则存在产能规模短板以及以柴油为主的产品结构受到全球原油价格下滑冲击更大（没有国内市场价格缓冲）等不利因素的影响。

图表 11　2024 年以来样本企业炼化业务毛利率情况（单位：%）

企业名称	业务板块口径	2024 年	2025 年	2026 年上半年
恒力石化	炼化产品	**13.13**	**20.91**	**20.28**
东方盛虹	炼油产品	21.74	30.67	31.48
	化工产品	2.09	3.17	/
	石化综合	**7.78**	**11.75**	/
荣盛石化	炼油产品	17.57	22.92	34.89
	化工产品	13.60	10.95	14.87
	石化综合	**15.55**	**16.64**	**19.39**
恒逸石化	石化板块	**3.53**	**5.09**	**24.08**
福建能化	石化板块	**1.30**	**-3.05**	**22.49（一季度）**
南山集团	石化板块	**13.85**	**12.69**	**16.27（一季度）**

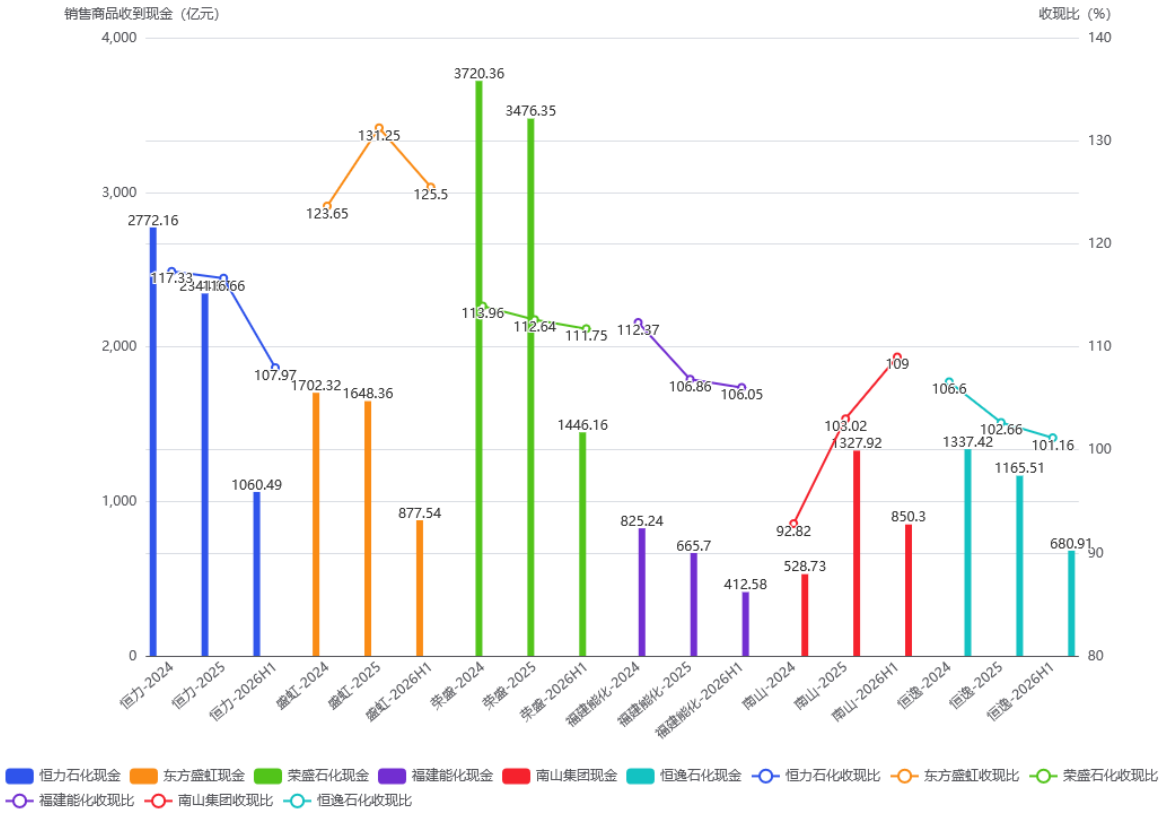
数据来源：联合资信整理

值得一提的是，恒力（大连）炼化一体化项目于 2019 年 5 月全面投产，较早的完工时间使恒力石化享受到了 2019–2021 年上一轮炼化行业高景气期的红利，三年营业利润分别为 132.23 亿元、180.51 亿元和 197.91 亿元，明显高出项目投产前的 41.19 亿元（2018 年）和 2022 年的低位 23.25 亿元。同样，荣盛石化亦受益于浙江石化（舟山）炼化一体化项目（一期）于 2019 年投产，在 2020 年和 2021 年两个高景气年份分别实现营业利润 166.81 亿元和 312.46 亿元，明显高于 2019 年的 31.39 亿元和 2022 年的 56.28 亿元。相比较之下，东方盛虹和恒逸石化等企业则由于项目投产日期以及当地经济环境等影响，未能抓住上一轮景气周期，实现利润明显抬升。

由于样本企业除炼化业务外，均存在贸易、PTA、化纤、新材料以及有色金属、煤化工等多种业务，无法单独拆解炼化业务的财务数据，因此以下财务分析口径均为样本企业整体状况分析。

从经营现金流来看，各样本企业的销售商品、提供劳务收到的现金基本和其生产规模对应，因此荣盛石化具备明显领先地位。尽管各企业销售商品提供劳务收到的现金/营业收入均高于100%，但从数据来看，东方盛虹的指标高于平均水平，原因可能包括产品中EVA、丙烯腈等化工新材料预付货款的销售占比较高、出口规模较大使得海外客户回款质量优于国内客户以及贸易类业务按净额法记账的比例较高等。

图表 12　2024 年以来样本企业经营现金流情况（单位：亿元、%）



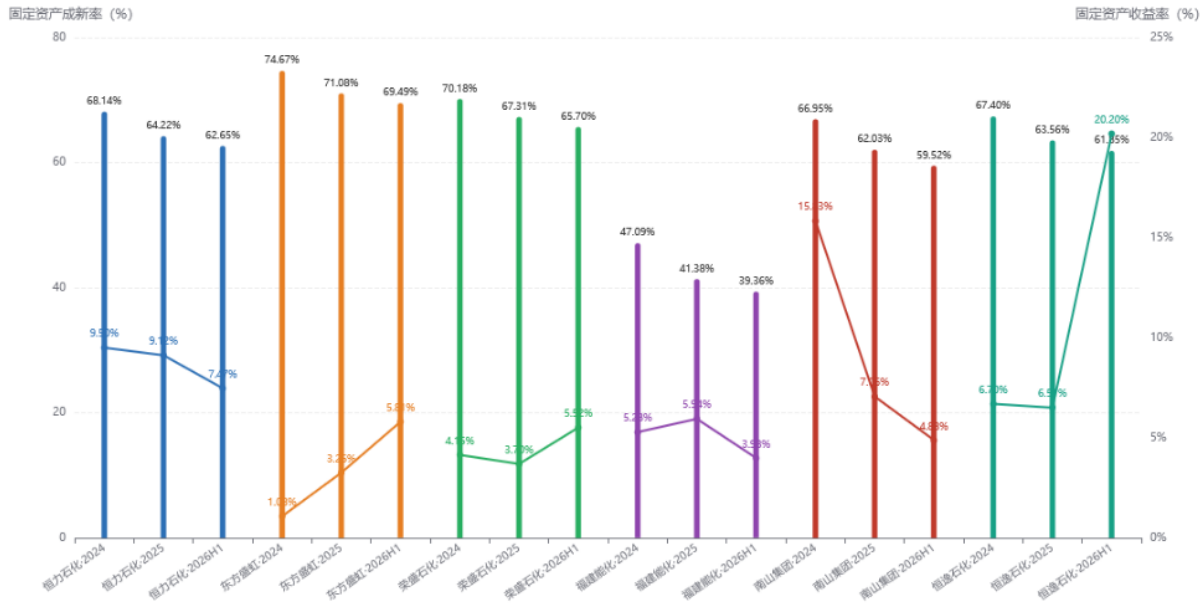
注：图中销售商品收到的现金即销售商品、提供劳务收到的现金，收现比为销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告、债券募集说明书等公开资料整理

从资产质量来看，作为重资产强周期性的炼化行业企业，固定资产以固定资产成新率和固定资产收益率[1]进行分析，东方盛虹的炼化一体化项目完工时间最短，因此固定资产成新率最高。福建能化炼化装置的成新率则明显低于平均水平，但由于具备电力、煤炭等主营业务，其固定资产收益率波动幅度较低。恒逸石化的炼化一体化项目由于位于文莱，具备税收减免、原油运费低以及公用工程运营成本低等优势，使得其2024年以来固定资产收益率高于样本企业平均水平。

[1] 固定资产收益率=EBIT /平均固定资产，该指标较 ROA 和 ROE 更精准，减少了流动资产和债务的干扰，衡量公司固定资产本身赚钱能力。

图表 13　2024 年以来样本企业固定资产情况（单位：%）

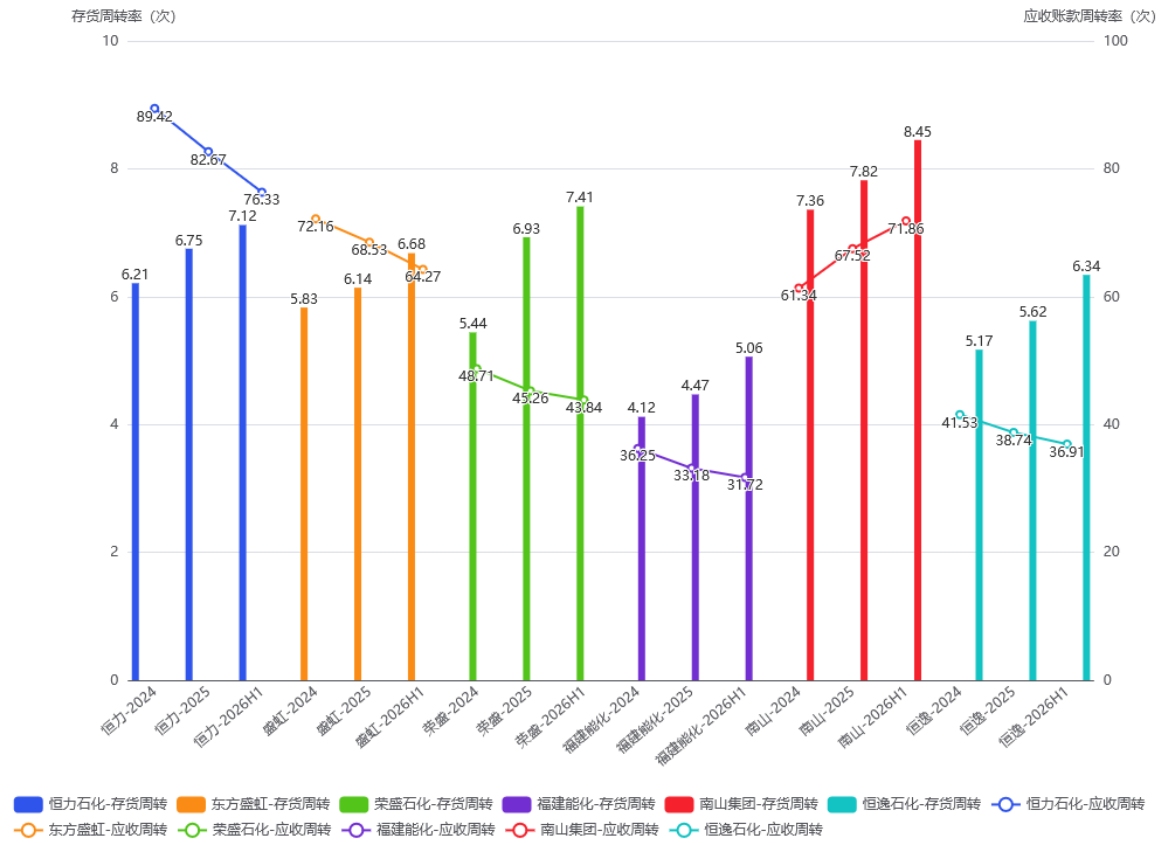


注：样本企业2026年上半年固定资产收益率未做年化处理

资料来源：联合资信根据公司审计报告、债券募集说明书等公开资料整理

在存货周转率和应收账款周转率指标方面，如前文所述，由于各家企业除主营的炼化以及化工品业务外，均存在贸易PTA、化纤、新材料以及有色金属、煤化工等多种业务，各业务运营模式的不同对于公司存货周转率和应收账款周转率指标表现影响很大。如指标表现较差的福建能化，除了炼化业务自身竞争力不强外，其以进口凝析油为主要原料的装置特点高度依赖海运进口导致原料存货储备规模大；同时存在煤炭、电力以及建材等多种业务，因此不能和业务集中在化工业务的其他企业简单对比。再如应收账款周转率较低的恒逸石化，其文莱项目海外销售大量使用国际贸易信用证结算，对于指标表现有较大的负面影响。但综合来看，恒力石化和南山集团经营效率较高。

图表 14　2024 年以来样本企业存货和应收账款情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、债券募集说明书等公开资料整理

（四）　我国大型炼化项目运营企业偿债指标对比：

由于炼化行业存在重资产（折旧摊销成本高）、强周期（原料产品价格均随市场大幅波动）的特点，本文选取了资产负债率、现金到期债务比、经营活动净现金流/短期债务、EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA五个指标来分析样本企业的偿债能力。其中，样本企业的资产负债率、有息负债率和现金到期债务比均选取2026年6月末数据，其余指标均选取2025年末数据。2025年以来样本企业偿债能力指标热力表如下：

图表 15　2025 年以来样本企业偿债能力指标情况（单位：%，倍）

企业名称	资产负债率	有息负债率	现金到期债务比	经营活动净现金流/流动负债	EBITDA 利息倍数	全部债务/EBITDA
恒力石化	73.11	61.04	3.37	0.24	6.86	6.13
东方盛虹	79.43	68.26	20.95	0.17	3.6	8.24
荣盛石化	74.07	54.58	23.12	0.28	4.81	8.05
福建能化	68.71	46.23	1.83	0.13	3.25	13.64

南山集团	59.77	43.39	4.98	0.28	2.81	11.4
恒逸石化	67.57	55.04	-0.9	0.08	2.64	11.74

注：资产负债率、有息负债率和全部债务/EBITDA均为反向指标
资料来源：联合资信根据Wind、公司评级报告等公开资料整理

如上表指标所示，从债务负担来看，东方盛虹债务负担最重，福建能化和南山集团最轻。从短期偿债指标来看，荣盛石化表现最佳，恒逸石化表现最弱；从长期偿债指标来看，恒力石化表现最优，恒逸石化和福建能化则表现弱。

五、 结论

综合上述各方面对比情况，总结为如下表格，并在本表中标明了每个对比维度的领先企业。

图表 16　2025 年以来样本企业对比情况总结

对比维度	恒力石化	东方盛虹	荣盛石化	福建能化	南山集团	恒逸石化
资源禀赋	国内项目，受原油进口配额管控	国内项目，受原油进口配额管控	国内项目，受原油进口配额管控	使用凝析油，不受原油进口配额管控	国内项目，受原油进口配额管控	**海外项目，临近产油区，海运成本低，不受国内原油进口配额管控**
装置工艺路线	全加氢路线，原料适应性强，芳烃收率高	全加氢路线，原料适应性强，芳烃收率高	全加氢路线，原料适应性强，芳烃收率高	**凝析油分离+芳烃重整，无传统原油常减压装置**	**部分加氢+催化裂解路线，烯烃收率高**	全加氢路线，原料适应性强，芳烃收率高
产品结构	**芳烃+烯烃双路线，少油多化；原油+煤炭双原料平滑盈利**	**芳烃+烯烃双路线，少油多化；国内油化比最高，化工品占比超 70%**	芳烃+烯烃双路线，少油多化	仅芳烃单产业链，几乎不产出成品油	芳烃+烯烃双路线，少油多化	仅芳烃单产业链，油品面向东南亚市场
经营资质	原油进口资质	原油进口资质，高新技术企业	原油进口资质，**唯一民营成品油出口牌照**，高新技术企业	凝析油加工资质	原油进口资质，高新技术企业	**海外项目，不受国内成品油调价、出口配额约束**
辐射市场	东北、华北、环渤海；区域经济市场偏弱	**长三角（经济、收入水平最优）**	**长三角（经济、收入水平最优）**	福建、珠三角；区域市场偏弱	华北、环渤海	东南亚；区域市场偏弱
产能	一次加工能力大	一次加工能力较大	**加工能力明显领先**	现有产能偏小	一次加工能力大	现有产能偏小

炼化业务毛利率	**2024年以来持续处于高位**	炼油板块毛利率很高，但化工板块毛利率很低	**整体毛利率持续处于高位**	波动极大，24-25年很低甚至亏损，2026Q1大幅反弹	逐步投产，毛利率保持中等水平	波动极大，24-25年低，2026H1大幅反弹
开工率&运行	**开工率长期处于极高位**	开工率长期处于高位；**投入强度有明显优势**	开工率长期处于高位	开工率整体偏低	处于产能爬坡，开工率逐年抬升	开工率长期处于高位，**耗水强度和温室气体排放强度均低**
资产质量&经营效率	**经营效率和经营获现规模高**；固定资产成新率中等	项目投产晚，**固定资产成新率最高**，收现比高于行业平均	整体资产质量较好，**经营获现规模明显领先**	装置较为老旧，固定资产成新率低；业务多元，存货规模大	**经营效率高**；固定资产成新率中等	**固定资产收益率较高**；海外信用证结算拉低应收账款周转率
偿债核心指标	**长期偿债指标最优**	债务负担最重；现金到期债务比表现好，但长期偿债压力大	**短期偿债指标最优**，长期债务压力偏大	**债务负担轻**，长期债务压力偏大	**债务负担最轻**，但长期债务压力偏大	现金到期债务比为负，长短期偿债指标均弱

数据来源：联合资信整理

综合来看，上述六家大型炼化项目运营企业在先天资源禀赋、装置设计、产品特点、经营资质、辐射市场和财务表现等方面各具特征。尽管难以充分量化显示，但从炼化业务毛利率、开工率、资产质量、经营效率以及偿债能力核心指标综合来看，各样本企业出现一定程度的分化：

受益于项目投产于行业景气窗口的时间红利、项目规模优势、芳烃和烯烃的双产业链布局，以及成品油出口资质、原油和煤炭双化工装置的耦合发展等结构性壁垒，荣盛石化和恒力石化目前处于行业第一梯队，经营效率和偿债指标表现优秀。大型炼化项目投产时点带来的周期红利会随行业周期性波动逐步消退，而产品结构、工艺路线、装置规模形成的结构性优势仍将有利于加强上述企业的抗风险能力。

尽管2026年以来利润明显反弹且在资源禀赋等部分方面具备竞争优势，福建能化和恒逸石化在2024年和2025年的炼化业务毛利率、经营获现规模和经营效率等方面整体表现不佳，原因包括：两家企业炼化项目缺少烯烃产业链对冲，产品结构相对单一，在油品加工价差下行阶段盈利极易收缩；福建能化装置较为老旧、多业务发展导致管理难度较大等。

东方盛虹和南山集团炼化项目均投产时间不久，炼化业务表现还有待长期观察。目前东方盛虹炼化项目装置硬件条件领先，但前期巨额资本开支形成较高债务负担，仍需要时间消化杠杆；南山集团裕龙岛项目采用“部分加氢+催化裂解”工艺，烯烃收率具备优势，但存在对油品质量要求较高、设备投资和运行成本高等挑战，其竞争能力有待完整行业周期检验。

目前世界地缘政治不确定性愈发提升，俄乌战争、美伊冲突等事件引发了全球原油供应以及下游化工产品的市场格局重构；同时近年来国内光伏、风电等新能源的快速发展，都使得国内原油供需格局出现了很大变化，我国大型炼化项目运营企业面临更高的原料成本、更为脆弱的原油供应链以及更为波动的下游市场变化。在行业经营整体承压的环境下，部分大型炼化企业仍在推进扩建项目建设，大额资本开支会推高有息债务，显著加大公司偿债压力，因此需持续加强其自身经营能力，合理规划投资，降低融资风险，防范偿债风险的发生。

参考文献

【1】杨晓宇. 告别沉寂，民营大炼化站上景气新起点.《中国石油化工》.

【2】张帆. 化工型炼化一体化项目总工艺流程方案研究.《炼油技术与工程》.

联系人

投资人服务　010-85679696-8704　investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。