



Research and
Development Center

存量竞争时代下，民营炼化投资价值有望提升

——2025 年石化行业中期策略报告

2025 年 7 月 14 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

石油石化行业

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘红光 石化行业联席首席分析师

执业编号: S1500525060002

邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

存量竞争时代下, 民营炼化投资价值有望提升

2025 年 7 月 14 日

本期内容提要:

- **成本中枢下移, 炼化企业盈利弹性有望释放。**2025 年上半年原油基本面偏弱, 油价中枢有所下移, 根据我们对历史数据复盘, 在油价中枢下移的背景下, 化工品特别是烯烃产品价格明显改善。我们以国内先进民营炼化产能浙石化和恒力炼化为例, 测算不同油价中枢背景下其理论净利润水平, 在油价分别为 80/70/60 美元基准下, 浙石化理论净利润分别约为 53/107/138 亿元, 恒力炼化理论净利润分别约为 16/45/70 亿元。伴随油价下跌, 化工板块成本端有所优化, 作为化工型炼厂的民营大炼化盈利弹性有望释放。此外, 受益于煤炭价格下跌, 炼厂燃动成本亦有所优化, 若考虑恒力炼化和浙石化的煤耗量, 相较于去年同期, 对应煤耗成本或分别下降约 11.74 和 8.24 亿元, 燃动及原料煤等辅助成本优化均有望增厚公司盈利。
- **供给侧增速放缓, 炼化行业或进入存量竞争时代。**2024 年国内炼油产能增速放缓, 但产销表现偏弱。从供给侧增量看, 2025 年是炼化行业的关键年份, 根据发改委政策, 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内, 根据我们统计, 2024 年国内炼油产能 9.23 亿吨, 预计 2025-2030 年期间或将有 5800 万吨新增炼油产能, 炼化扩能接近尾声, 总量逼近政策“红线”。从供给侧减量看, 政策端仍在持续发力, 2025 年 5 月国家发改委再次强调, 要加快淘汰炼油等行业低效落后产能, 此外近期中央密集释放“反内卷”信号, 叠加税改进一步压缩地炼生存空间, 或推动落后炼能加速退出。我们分情景进行未来炼化产能展望, 根据我们假设测算, 在中性情景下, 预计 2025-2026 年国内炼能增速将明显放缓, 2027-2028 年或出现炼能负增长, 炼化整体竞争格局有望迎来改善, 先进产能竞争优势或将进一步凸显。
- **需求端或保持稳步弱复苏, 关注化工品结构性机遇。**从化工用油实际消费量角度看, 因我国人均化工品消费量总体仍较低, 当前正处于持续提升阶段, 除 2022 年因疫情抑制国内经济活动, 导致需求阶段性下跌外, 近年来整体保持稳健增长。根据 IEA 预测, 2025-2026 年国内化工用油需求年均增速约 3%-4%, 此外, 消费政策持续发力也有望进一步支撑化工用油需求增长。我们以烯烃产品和芳烃产品为例, 聚烯烃方面, 社零消费与聚烯烃消费保持较高关联性, 我们对社零消费增速分情景进行假设, 进而预测未来聚烯烃消费情况, 在中性假设下, 我们预计 2025-2030 年聚烯烃消费增速在 1-4% 左右, 需求端相对偏弱复苏; 芳烃方面, 受益于下游装置产能扩张, 芳烃板块需求有望修复, 考虑到未来芳烃供给侧或进入投产“真空期”, 板块或迎结构性机遇。民营炼化具备一体化、规模化、高端化等多重优势, 在行业景气回暖背景下有望推动盈利修复。
- **资本开支放缓+股东回报强化, 民营炼化长期投资价值凸显。**近年来民营炼化强化股东回报, 分红比例总体维持在较高水平。由于高负债为

石化行业大型项目投入产出初期的特征，叠加过去民营炼化资本开支强度较大，短期资产负债率承压，但近年来部分龙头炼厂表示未来将逐步优化负债水平，根据我们测算，公司总体负债率下降 5% 对应财务费用优化约 9-12%。此外，在资本开支放缓阶段，民营炼化公司也逐步进入投资效益回收期，自由现金流有望持续改善。我们通过自由现金流折现的方式对民营炼化项目内在价值进行测算，我们认为，在不考虑民营炼化其它业务估值背景下，仅从炼化项目股权价值角度看，民营炼化企业当前估值水平或低于其炼化资产的股权价值，其长期投资价值有望进一步凸显。

- **投资建议：**成本方面，伴随油价中枢回落，炼化成本端优化，化工型炼厂有望受益；行业供需方面，炼化行业在产能增量放缓、落后产能出清背景下，行业逐步进入存量竞争时代，叠加需求端稳步复苏，行业供需格局或迎来改善。民营炼化一体化在规模、成本、技术、效率等多方面优势显著，同时其下游持续布局化工新材料，增强产品高附加值属性，在成本优化与行业供需格局改善背景下盈利弹性有望释放。我们重点推荐具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化龙头：**恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）；建议关注：东方盛虹（000301.SZ）。**
- **风险因素：**1、炼化下游需求修复不及预期风险；2、落后产能出清偏缓风险；3、资本开支超预期增长风险；4、原油价格大幅波动风险；5、化工品产能超预期投放风险；6、估值参数选取差异风险。

目 录

一、成本下移、价差改善，炼化企业盈利弹性空间逐步开启	7
1.1 油价中枢回落，炼化产品价差走阔	7
1.2 燃动及辅助原料成本优化，助力炼化企业利润增厚	11
二、供给增量放缓，炼化行业存量竞争时代来临	12
2.1 增量：扩能周期逐步收尾，炼化供给增量有限	13
2.2 减量：政策端持续发力，落后产能出清重塑竞争格局	14
三、需求稳步修复，行业景气回暖可期	16
3.1 内需稳步复苏，石化产品消费增量空间广阔	16
3.2 民营炼化先发优势突出，行业景气回暖有望推动盈利修复	22
四、强化股东回报，民营炼化投资价值凸显	23
五、投资建议	27
5.1 恒力石化	27
5.2 荣盛石化	27
风险因素	28

表 目 录

表 1: 恒力炼化生产成本结构	11
表 2: 2025-2028 年新增炼油产能（万吨）	13
表 3: 近年来炼油行业产能淘汰相关政策	14
表 4: 近年来国内炼厂淘汰/停产情况	15
表 5: 上市民营大炼化企业成品油产能结构及收率（万吨）	22
表 6: 国内民营大炼化的新材料产品主要布局	22
表 7: 近年来国内民营大炼化企业股东回报规划及主要内容	23
表 8: 民营炼化资产负债率下降对应财务费用优化测算（2024 年基准，亿元）	24
表 9: 恒力炼化和浙石化自由现金流折现测算结果	26
表 10: 恒力石化估值表	27
表 11: 荣盛石化估值表	27

图 目 录

图 1: 2025 年 1-6 月国际油价变化趋势（美元/桶）	7
图 2: 国内成品油定价机制示意图	7
图 3: 2016-2024 年国内汽柴油盈利与油价分布情况（元/吨，美元/桶）	8
图 4: 2001-2024 年聚烯烃盈利与油价分布情况（元/吨，美元/桶）	8
图 5: 原油、国内柴油价差（美元/桶）	9
图 6: 原油、国内汽油价差（美元/桶）	9
图 7: 原油、聚乙烯 HDPE 价差（元/吨）	9
图 8: 原油、均聚聚丙烯价差（元/吨）	9
图 9: 2015-2024 年布伦特油价走势（美元/桶）	9
图 10: 2019-2025Q1 国内民营炼化龙头归母净利润（亿元）	9
图 11: 2023-2024 年浙石化理论测算收入与实际收入（亿元）	10
图 12: 2023-2024 年浙石化理论测算利润与实际利润（亿元）	10
图 13: 2023-2024 年恒力炼化理论测算收入与实际收入（亿元）	10
图 14: 2023-2024 年恒力炼化理论测算利润与实际利润（亿元）	10
图 15: 不同油价假设下浙石化理论净利润（亿元）	11
图 16: 不同油价假设下恒力炼化理论净利润（亿元）	11
图 17: 恒力炼化生产成本结构	11
图 18: 恒力炼化生产成本结构-剔除原油成本后	11

图 19: 2019-2025Q2 秦皇岛港 5500 卡煤炭价格 (元/吨)	12
图 20: 2025 年 1-6 月煤炭价格下行带来的理论盈利同比增量 (亿元)	12
图 21: 2019-2024 年中国规上炼油产能及增速 (亿吨, %)	12
图 22: 2019-2024 年中国原油加工量及开工率 (亿吨, %)	12
图 23: 2010-2025 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)	13
图 24: 2022-2028 年主要石化化工品产能增速及预测 (%)	14
图 25: 2025-2028 年聚烯烃增量产能工艺路线分布 (万吨)	14
图 26: 2017-2025 年国内稀释沥青进口数量 (万吨)	15
图 27: 2017-2025 年山东地炼开工率 (%)	15
图 28: 2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能 (万吨)	16
图 29: 2025E-2030E 年国内炼油产能变化 (万吨)	16
图 30: 2015-2026 年化工用油消费及同比增长 (万桶/天, %)	16
图 31: 2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速 (%)	16
图 32: 2022-2025 年 5 月社会消费品零售总额累计同比 (%)	17
图 33: 2024 年聚乙烯下游消费结构 (%)	17
图 34: 2024 年聚丙烯下游消费结构 (%)	17
图 35: 2017-2025 年 3 月居民人均可支配收入累计同比 (%)	18
图 36: 2017-2025 年 5 月规上快递业务量累计同比 (%)	18
图 37: 2017-2025 年 4 月聚乙烯表观消费量及同比 (万吨, %)	18
图 38: 2017-2025 年 4 月聚丙烯表观消费量及同比 (万吨, %)	18
图 39: 2017-2025 年 5 月中国汽车产量及同比 (万辆, %)	18
图 40: 2017-2025 年 5 月中国三大家电产量及同比 (万台, %)	18
图 41: 2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布 (万亿, 万吨)	19
图 42: 2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布 (万亿, 万吨)	19
图 43: 2010-2030E 不同情景假设下社零消费 (万亿)	19
图 44: 2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量 (万吨)	19
图 45: 纯苯下游应用结构 (%)	20
图 46: PX 下游应用结构 (%)	20
图 47: 2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	20
图 48: 2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	20
图 49: 2020-2027 年纯苯下游产品扩能情况 (万吨)	20
图 50: 2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速 (万吨, %)	20
图 51: 2020-2027 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)	21
图 52: 2020-2027 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)	21
图 53: 美国汽油总库存 (万桶)	21
图 54: 美国汽油总库存-明细 (万桶)	21
图 55: 美国成品车用汽油库存 (万桶)	21
图 56: 美国成品车用汽油库存-明细 (万桶)	21
图 57: 国内炼厂产能分布情况	22
图 58: 2020-2025 年聚碳酸酯、ABS、聚乙烯、EVA 产品和原油价差变化 (元/吨, 美元/桶)	23
图 59: 2018-2024 年民营炼化股利支付率 (%)	24
图 60: 2018-2024 年民营炼化股息率 (%)	24
图 61: 四大炼化公司总负债率下降 5% 对应财务费用优化空间 (亿元)	25
图 62: 2015-2025Q1 民营炼化资本开支情况 (亿元)	25
图 63: 2015-2025Q1 民营炼化经营活动现金流净额 (亿元)	25
图 64: 2015-2025Q1 民营炼化自由现金流 (亿元)	25

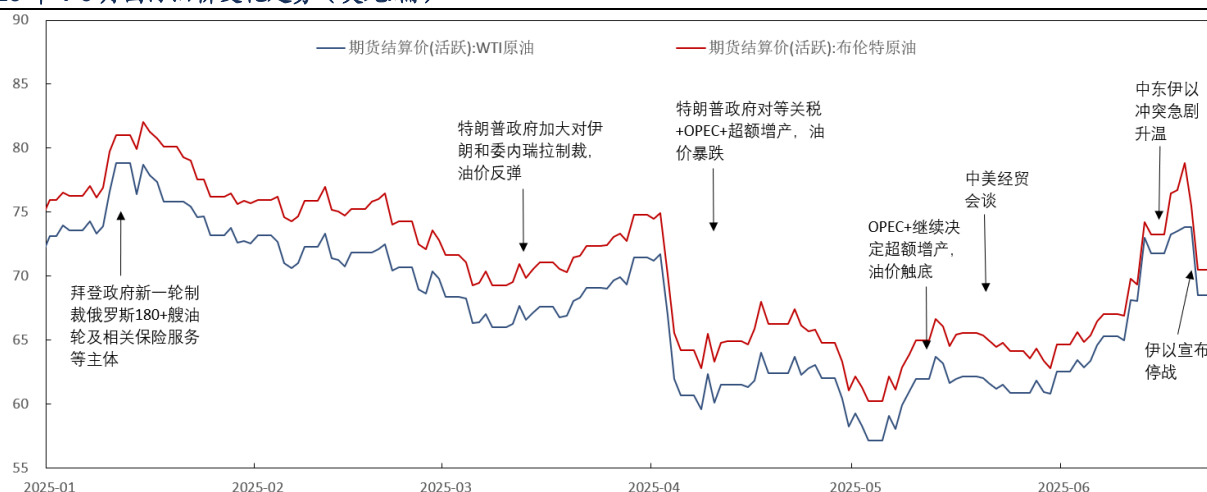
图 65: 不同折现率下恒力炼化股权价值敏感性 (亿元)	26
图 66: 不同折现率下浙石化股权价值敏感性 (亿元)	26

一、成本下移、价差改善，炼化企业盈利弹性空间逐步开启

1.1 油价中枢回落，炼化产品价格差走阔

上半年原油基本面偏弱，油价中枢有所下移。从基本面看，EIA 和 IEA 两大机构预期全球原油或仍处于累库趋势，根据两大机构预测，2025 年一二季度平均累库约 40-70 万桶/天，整体供需面偏向宽松。从油价走势上看，2025 上半年，油价在美国制裁俄罗斯后短暂冲高，后伴随美国关税政策以及 OPEC+增产带来的供需基本面走弱而震荡回落，6 月中旬再次受到中东地缘急剧升级影响快速走高，近期受伊以冲突缓和影响，国际油价明显回落。我们认为，2025 年上半年虽有地缘因素扰动，但由于整体原油供需面趋向宽松，国际油价中枢相较去年同期水平有所回落，截至 2025 年 6 月 24 日，自年初以来布伦特平均油价为 70.94 美元/桶，相较 2024 年上半年平均水平下降约 12.48 美元/桶，降幅约 15%。

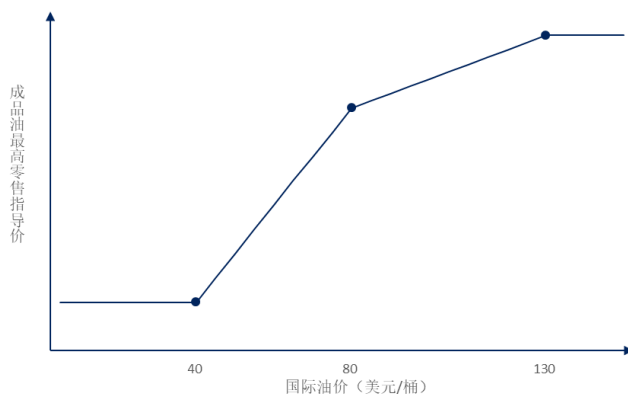
图 1：2025 年 1-6 月国际油价变化趋势（美元/桶）



资料来源：万得，央视网，每经网，观察者网，金十数据，格隆汇，金融界，新华网，央视新闻，中国新闻周刊，新华社，新浪财经，信达证券研发中心

成品油方面，国内成品油定价机制在历史上经历了多轮调整，最高零售价由发改委制定，炼油企业成品油价格在最高零售价基础上形成。根据 2016 年至今的成品油最高零售价格形成机制，在油价低于 40 美元/桶时，成品油价格按 40 美元/桶和正常加工利润率定价；当油价介于 40 至 80 美元/桶时，按正常加工利润率计算成品油价格；而当油价高于 80 美元/桶时，成品油定价将开始扣减加工利润率；若油价高于 130 美元/桶，汽、柴油价格原则上不提或少提。从定价机制角度看，国内汽柴油定价存在“地板价”保护与“天花板”限制，即油价在极端条件下，如低于 40 美元/桶时，国内成品油定价机制一定程度上能够保护炼油盈利，而在油价高于 130 美元/桶时，价格传导机制失灵，炼油盈利或将大幅压缩。

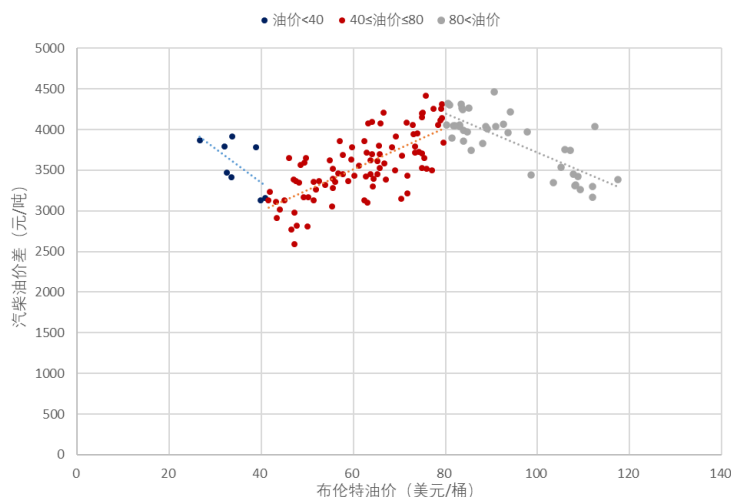
图 2：国内成品油定价机制示意图



资料来源：国家发改委，信达证券研发中心

成本端：油价中高位运行时，炼油业务对中高油价承受能力相对较高，80 美元/桶中枢油价下，炼油盈利表现相对较好。我们选取汽柴油价格-原油成本-消费税作为炼油盈利指标，复盘了自 2016 年以来成品油盈利与油价分布情况，在油价 40 美元/桶以下时，油价和成品油盈利负相关；当油价处于 40-80 美元/桶区间时，成品油盈利与油价变化水平正相关，成本端上行或支撑价差扩大；而当油价在 80 美元/桶以上时，炼油盈利与油价负相关。从历史分布规律来看，不考虑油价低于 40 美元/桶的极端情况，油价在 80 美元/桶中枢水平运行时，成品油盈利表现相对较好。

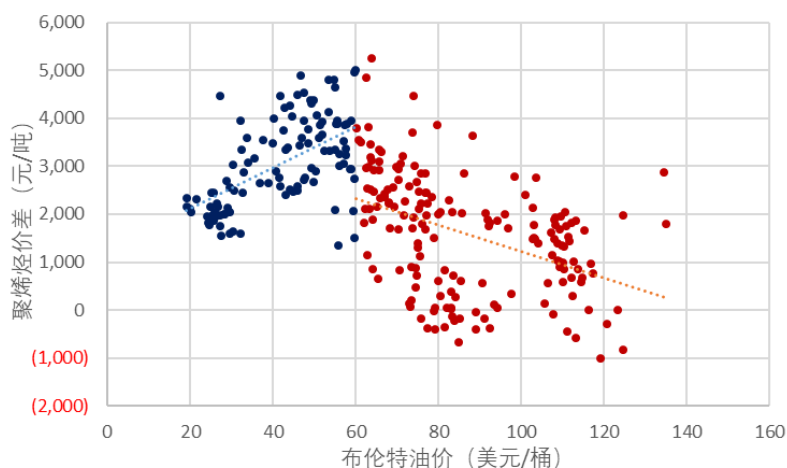
图 3：2016-2024 年国内汽柴油盈利与油价分布情况（元/吨，美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

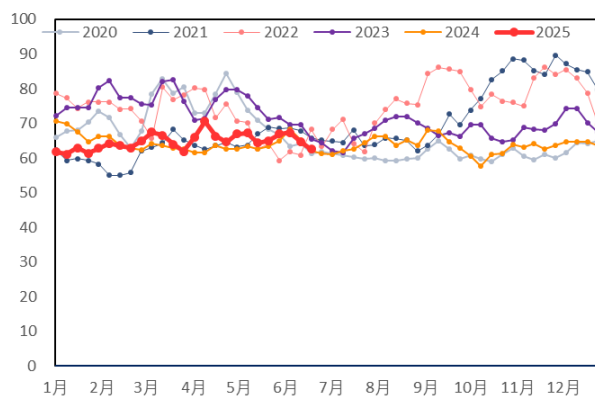
油价中高位运行时，成本端对化工品盈利带来明显挤压。烯烃产品作为石化化工品的典型代表，我们复盘了 2001-2024 年聚烯烃产品盈利与油价的分布情况，从历史分布规律来看，当油价在 60 美元/桶以下时，油价变化与聚烯烃盈利变化正相关，成本端到产品端的价格传导相对较为顺畅，产品盈利受成本端支撑而扩大。当油价在 60 美元/桶以上时，聚烯烃盈利与油价变化负相关，成本端至产品端价格传导不畅，化工品盈利受成本上行而明显挤压。

图 4：2001-2024 年聚烯烃盈利与油价分布情况（元/吨，美元/桶）

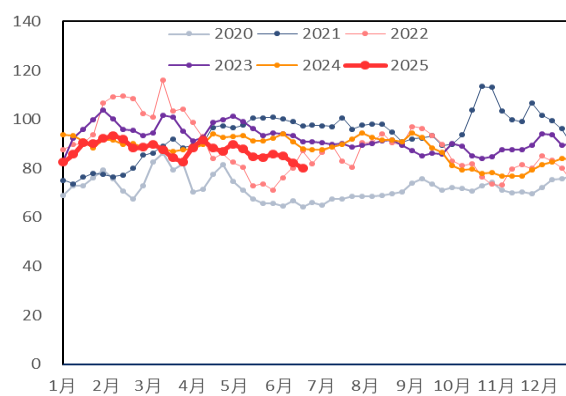


资料来源：万得，信达证券研发中心

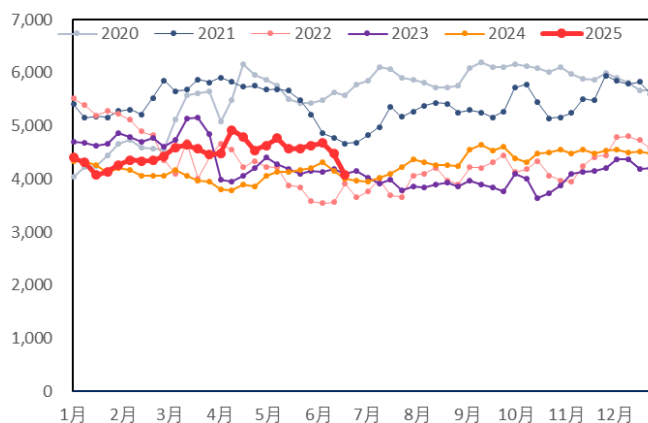
上半年油价中枢下移推动炼化成本回落，烯烃产品价格差有所改善。我们以成品油、烯烃的部分产品为例，其中 2025 年上半年汽柴油、聚乙烯、聚丙烯价格分别同比变化-8%、-4%、-2%，对应价差变化分别为-1%、+7%、+7%。成品油在油价 80 美元中枢背景下盈利相对较好，上半年油价回落致汽柴油价差略有收窄；烯烃产品整体价格变化偏稳，其产品价差扩大相对更加明显，更加受益于成本端优化。

图 5：原油、国内柴油价差（美元/桶）


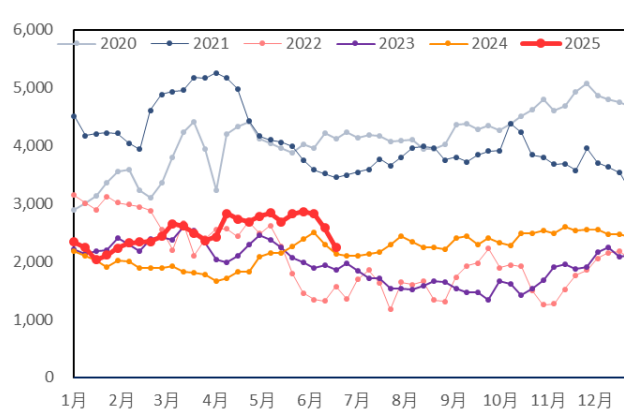
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：原油、国内汽油价差（美元/桶）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：原油、聚乙烯 HDPE 价差（元/吨）


资料来源：万得，信达证券研发中心

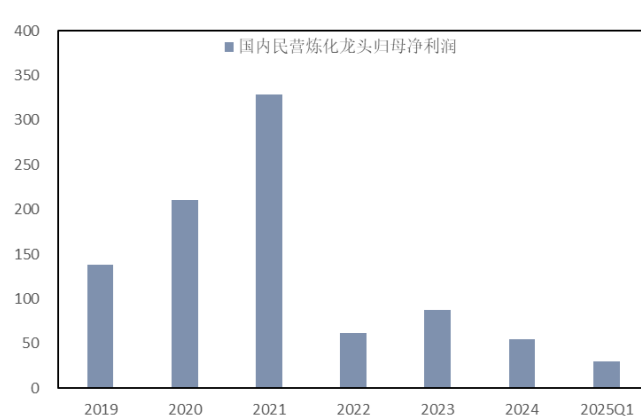
图 8：原油、均聚聚丙烯价差（元/吨）


资料来源：万得，信达证券研发中心

近年来，受地缘政治、OPEC+减产、资源劣质化等多因素影响，2022 年-2024 年，国际油价在短期冲高回落后，整体处于中高位区间震荡运行。根据前文总结规律，在油价高于 60 美元/桶时，油价波动与化工品盈利呈现负相关关系，近年来油价中高位运行，叠加化工品供需矛盾突出，化工盈利对整个炼化板块带来明显拖累，特别是近年来新投产的具有低成品油收率、高化工品产出的民营炼化一体化装置，受化工板块拖累更加明显。

图 9：2015-2024 年布伦特油价走势（美元/桶）

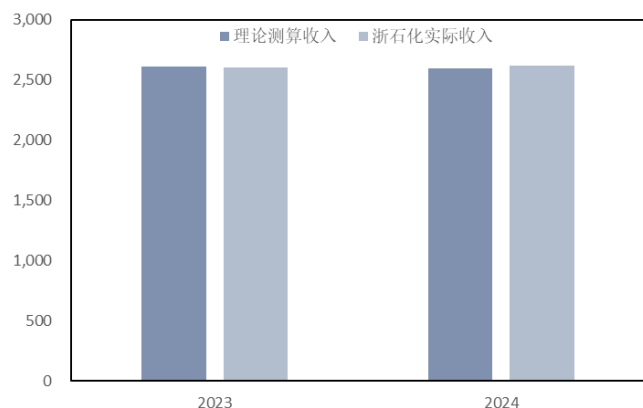

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2019-2025Q1 国内民营炼化龙头归母净利润（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心，注：国内炼化龙头包含恒力石化、荣盛石化、东方盛虹

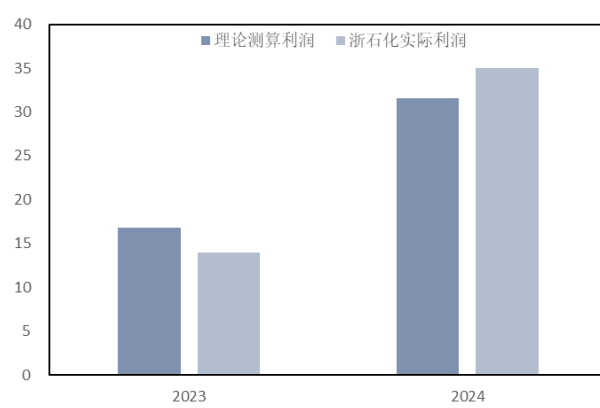
我们以荣盛石化旗下浙石化和恒力炼化为例，考虑产品和原材料的价量关系、折旧损耗、税金、期间费用等确定总收入和总成本，进而测得大炼化项目的理论净利润。在假设方面：1）成本假设：原料油价格、国际运费、其它进口费用、原料耗用量、折旧；2）收入假设：产品价格采用历史不同油价基准下对应的不含税价格平均值进行测算、产品产能及销量；3）费用假设：公用工程费用、其它税金及附加、期间费用、所得税；4）参数设计：桶吨比 7.389，美元汇率为 7。我们根据前提假设做模型理论值测算，并回溯实际值验证模型的有效性，从营收和利润测算结果看，与公司实际值较为接近，即模型相对有效。

图 11：2023-2024 年浙石化理论测算收入与实际收入（亿元）



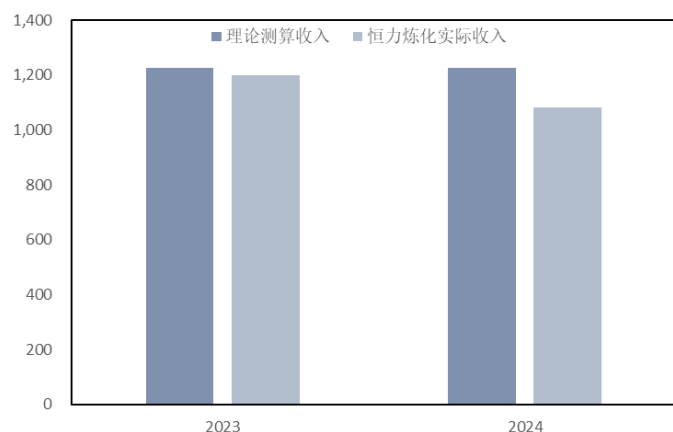
资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

图 12：2023-2024 年浙石化理论测算利润与实际利润（亿元）



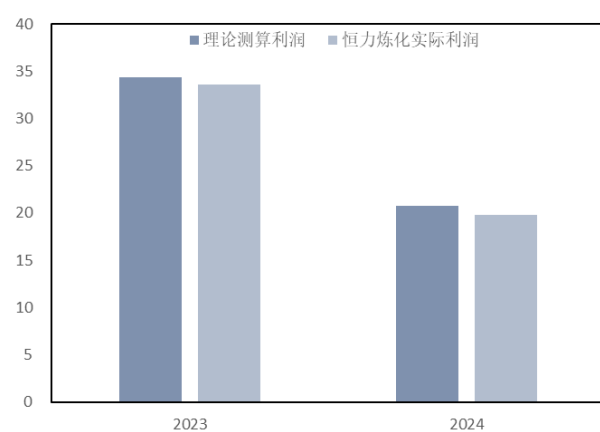
资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

图 13：2023-2024 年恒力炼化理论测算收入与实际收入（亿元）



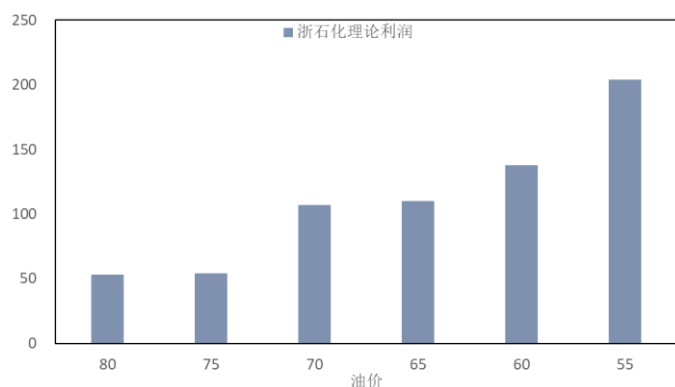
资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

图 14：2023-2024 年恒力炼化理论测算利润与实际利润（亿元）

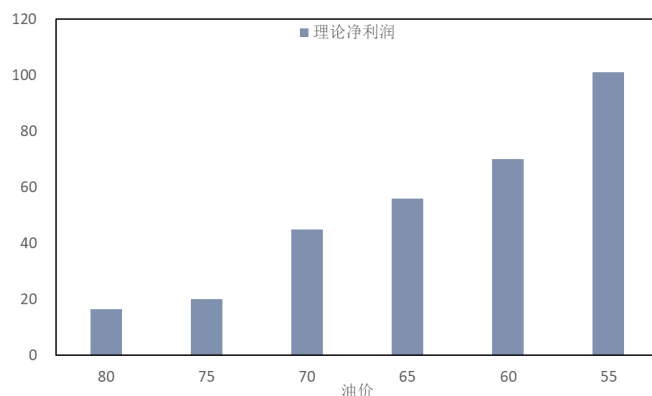


资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

原油价格中枢下移有望推动大炼化盈利弹性释放。基于模型假设，我们测算了不同油价下，浙石化和恒力炼化的理论净利润，根据我们测算结果，在油价分别为 80/70/60 美元基准下，浙石化理论净利润分别约为 53/107/138 亿元，恒力炼化理论净利润分别约为 16/45/70 亿元。总体来看，由于二者均为化工型炼厂，伴随油价下跌，化工板块成本端有所优化，民营大炼化盈利弹性有望释放。

图 15: 不同油价假设下浙石化理论净利润 (亿元)


资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 不同油价假设下恒力炼化理论净利润 (亿元)


资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

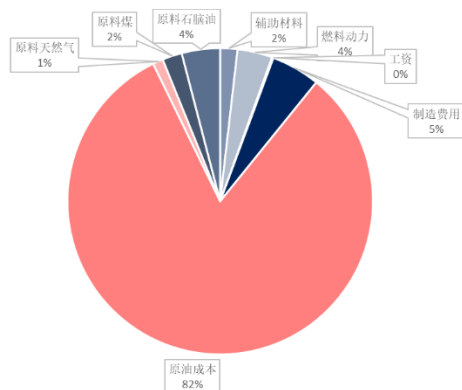
1.2 燃动及辅助原料成本优化, 助力炼化企业利润增厚

可变成本是炼厂生产成本的核心构成。我们以恒力炼化为例, 假设油价 70 美元/桶, 煤价、天然气价、石脑油价参考 2025 年 1-6 月平均价, 水费假设 2.21 元/吨, 电费假设 0.47 元/度, 原料及能耗数量、各项辅助材料、工资、制造费用等均参考公司公告的数据。根据我们测算, 在上文假设下, 公司原油成本约占生产成本 82%, 燃动成本约占 4%, 原料气、原料煤、原料石脑油成本分别占比 1%、2%、4%, 总体上看, 可变成本是炼厂生产成本的核心构成。

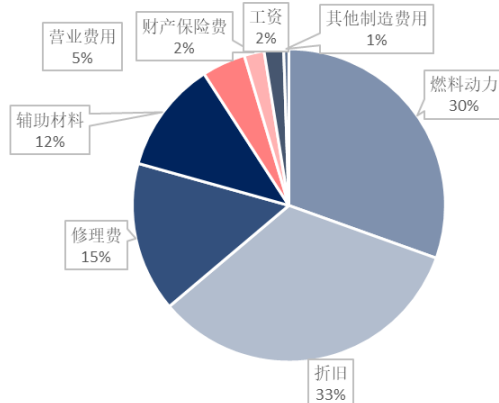
表 1: 恒力炼化生产成本结构

	数量 (万吨, 万度)	不含税价 (元/吨, 元/度)	成本 (亿元)
辅助材料			16.13
燃料动力			32.6
燃料煤 (万吨)	314	709	22.3
水 (万吨)	1525	2.21	0.3
电 (万度)	213115	0.47	10.0
工资			1.4
制造费用			45.63
原油成本			828
原料天然气	22.77	4212	9.6
原料煤	260	709	18.4
原料石脑油	54.19	6619	35.9

资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 恒力炼化生产成本结构


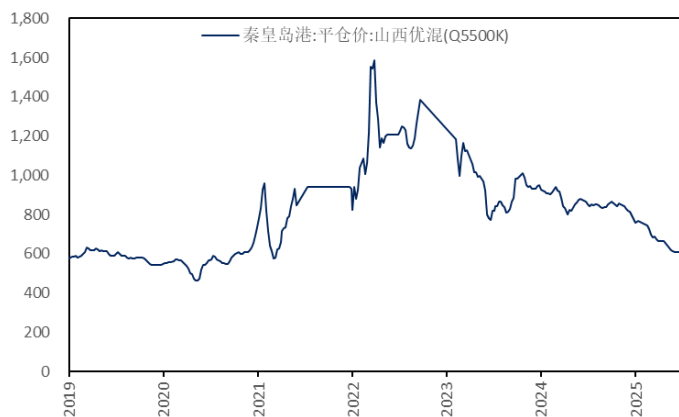
资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 恒力炼化生产成本结构-剔除原油成本后


资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

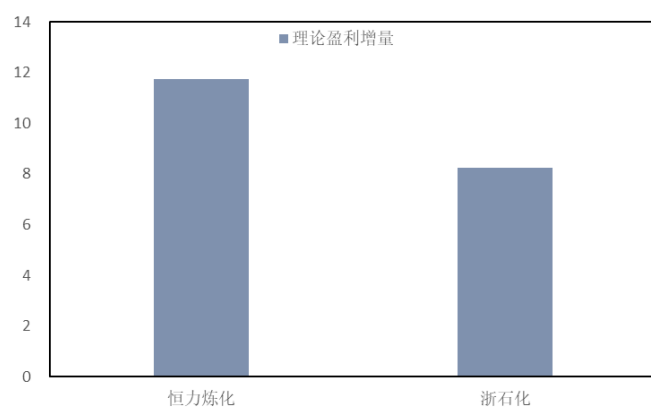
炼厂的燃料动力和其它原料成本也是重要的成本项。根据公司公告，恒力年均燃动煤耗为 314 万吨、原料煤 260 万吨，原料气 23 万吨；根据公司公告，浙石化年均煤耗为 403 万吨，煤耗是公司燃动及其他原料成本的核心构成。煤炭价格自 2022 年开始回落，根据我们统计，2025 年 1-6 月动力煤价格平均为 675 元/吨，较去年同期水平下降约 23%。若考虑恒力炼化和浙石化的煤耗量，相较于去年同期，对应煤耗成本或分别下降约 11.74 和 8.24 亿元，燃动及原料煤等辅助成本优化均有望增厚公司盈利。

图 19: 2019-2025Q2 秦皇岛港 5500 卡煤炭价格 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 2025 年 1-6 月煤炭价格下行带来的理论盈利同比增量 (亿元)



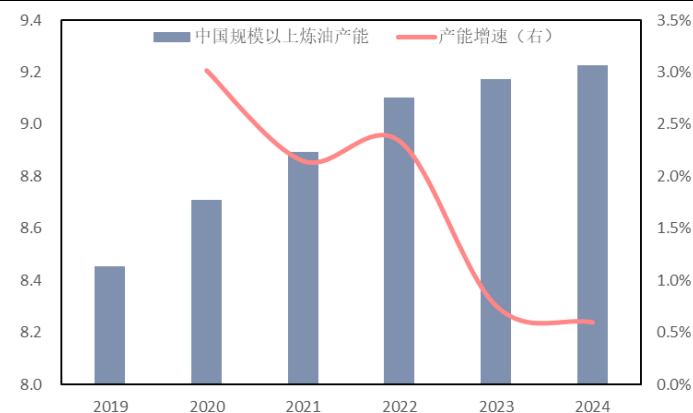
资料来源: 万得, 公司公告, 信达证券研发中心

综上，结合历史石化产品的价差和油价变化关系，我们认为当前油价中枢回落有望推动以油制路线的化工产品成本端改善，进而增强化工型炼厂的盈利改善。我们通过对恒力炼化和浙石化的大炼化项目测算，从理论结果看，伴随油价中枢下移、能耗成本优化，民营大炼化利润弹性有望持续释放。

二、供给增量放缓，炼化行业存量竞争时代来临

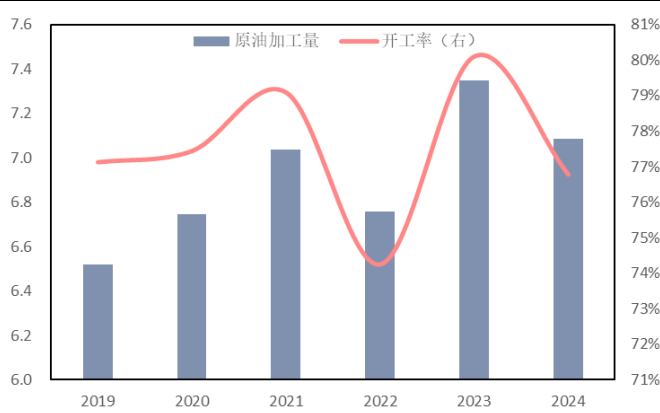
2024 年国内炼油产能增速放缓，但产销表现偏弱。2024 年国内规模以上炼油产能合计达到 9.23 亿吨，同比增长 0.6%，产能增速同比下降 0.2pct。产能变化主要来自：山东裕龙石化在 2024 年四季度成功投产了一套 1000 万吨/年的大型炼油装置，大连石化关停了 450 万吨/年的炼油能力，整体来看国内炼油产能存在增量与减量共存的发展局面。从开工率角度看，根据国家统计局数据，2024 年国内原油加工量为 7.08 亿吨，同比下滑 3.6%，开工率也下滑至 77%。

图 21: 2019-2024 年中国规上炼油产能及增速 (亿吨, %)



资料来源: 国际石油经济, 孔劲媛等《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》，信达证券研发中心

图 22: 2019-2024 年中国原油加工量及开工率 (亿吨, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.1 增量：扩能周期逐步收尾，炼化供给增量有限

炼化扩能接近尾声，总量逼近政策“红线”。根据国家发改委等四部门发布的《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。根据我们统计，预计 2025-2030 年期间或将有 5800 万吨新增炼油产能，考虑到 2024 年国内炼油产能 9.23 亿吨，我们预计未来三年炼油产能总量将接近政策“红线”，2025 年后炼化扩能也将接近尾声。

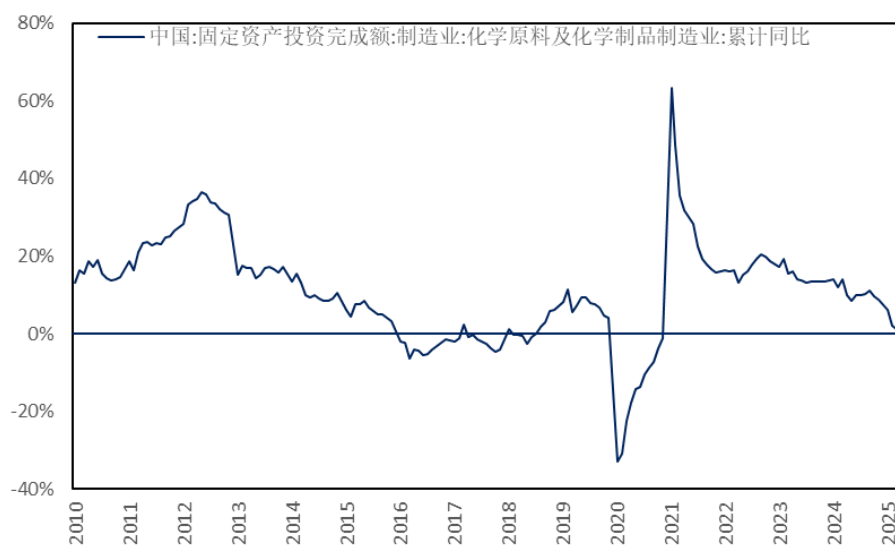
表 2：2025-2028 年新增炼油产能（万吨）

生产企业	省份	集团归属	常减压产能	预计投产时间
裕龙石化一期（第二套）	山东	裕龙石化	1000	2025
镇海炼化	浙江	中国石化	1100	2025
宁波大榭	浙江	中海油	600	2025
华锦石化	辽宁	华锦化学	1500	2026
古雷石化	福建	中国石化	1600	2030 年底
合计			5800	

资料来源：卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

化工品资本开支放缓，行业转型升级加速。从投资角度看，2021 年中国一批大型炼化一体化项目集中投产，2022 年以来新增产能投放速度有所放缓，受益于近年来炼化行业扩能放缓，叠加“双碳”政策以及化工行业高质量发展推动，化工品资本开支明显放缓，行业由“规模红利”向“价值红利”阶段升级。2025 年 5 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长仅 0.4%，供给增量释放明显放缓。

图 23：2010-2025 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比（%）



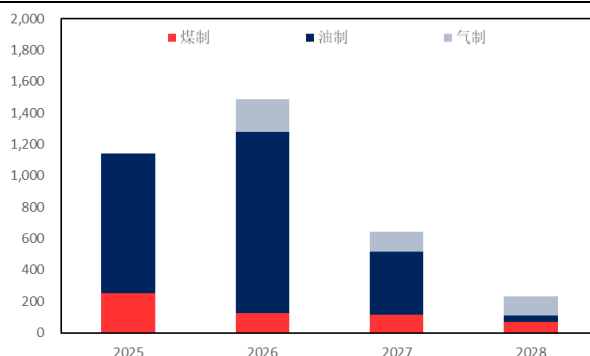
资料来源：万得，信达证券研发中心

石化化工品中，烯烃扩能短期延续，芳烃扩能或迎来“真空期”。我们统计了部分主流石化化工产品的未来增量产能情况，根据百川盈孚数据，未来 1-2 年仍是聚烯烃产能释放期，产能主要来自油制路线，供给端增速仍保持较高水平；而部分芳烃产品或在 2025-2026 年出现投产“真空期”，如 2025 年 PX 暂无新增产能释放，2026 年纯苯增量产能增速明显收窄。总体上看，我们预计石化化工产品扩能或在 2027 年前后完成收尾，而在 2025-2026 年部分化工产品供给侧将出现结构性机遇。

图 24：2022-2028 年主要石化化工品产能增速及预测（%）

	产能增速						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
聚乙烯	23%	11%	11%	20%	19%	5%	1%
聚丙烯	15%	12%	11%	10%	13%	7%	2%
PX	21%	15%	0%	0%	15%	0%	4%
纯苯	10%	14%	5%	14%	1%	8%	1%
苯乙烯	15%	22%	4%	14%	15%	0%	0%
丙烯腈	31%	15%	0%	33%	0%	0%	0%
乙二醇	26%	7%	1%	6%	10%	0%	0%
ABS	16%	37%	1%	12%	0%	0%	0%
聚碳酸酯	27%	18%	10%	5%	27%	11%	4%
MMA	37%	14%	8%	11%	19%	0%	0%

资料来源：百川盈孚，金联创，信达证券研发中心

图 25：2025-2028 年聚烯烃增量产能工艺路线分布（万吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

2.2 减量：政策端持续发力，落后产能出清重塑竞争格局

政策端强势推进落后炼能退出。从“十三五”至“十四五”阶段，国家政策端对炼化落后产能退出约束持续收紧，“十三五”阶段的落后产能出清主要来自原料资源获取推动，多出于政策鼓励和企业自愿；“十四五”阶段产能出清主要基于“双碳”目标等环保政策约束，多出于约束性与强制性，不仅在行业供给总量做了 10 亿吨炼化产能“天花板”限制，同时推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。2025 年 5 月国家发改委再次强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能，优化产业布局，遏制落后产能无序扩张；“反内卷”政策加码，2025 年 7 月中央财经委员会第六次会议召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，国内落后炼油产能存在高能耗、产品单一、高端产品不足等多特征，中央密集释放“反内卷”信号，或推动落后炼能加速退出，拥有深加工、一体化、高端化的先进民营炼化一体化有望优先受益。

表 3：近年来炼油行业产能淘汰相关政策

日期	政策	内容	部门
2015 年 2 月	《关于进口原油使用管理有关问题的通知》	坚持企业自愿，发挥市场在资源配置中的决定性作用，引导企业自主淘汰落后、兼并重组或建设天然气调峰储气设施。在本通知发布之日前建成投产、尚未使用进口原油的原油加工企业，经确认符合条件并履行相应义务的前提下，可使用进口原油。	国家发改委
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	国家发改委等四部门
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。	国家发改委等五部门
2025 年 7 月	中央财经委员会第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。	中央财经委员会

资料来源：国家发改委官网，中国政府网，生态环境部，信达证券研发中心

税改背景下，地炼成本压力攀升倒逼落后产能出清。受美国对委内瑞拉制裁影响，中石油在 2019 年 8 月宣布暂停自委内瑞拉进口原油，导致沥青型炼厂的委内瑞拉马瑞原油供应量骤降。在此背景下，稀释沥青的进口迎来上升期，2020 年 4 月后进口量显著抬升。2021 年 5 月财政部、海关总署、税务总局发布公告，自 2021 年 6 月 12 日起，对部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税，公告主要涉及 3 个品种，分别是混合芳烃、轻循环油和稀释沥青，稀释沥青的进口量大部分被生产沥青的独立炼厂所消耗。根据百川盈孚数据，山东省计划自 2024 年 10 月起对于以燃料油、稀释沥青和石脑油作为原料进行加工生产的企业，按应税产品占比计算准予扣除的数量，前期的税收政策实行下，该部分原料的进项消费税可以实现 100% 抵扣，而此次税改以后，根据钢联能化预测，抵扣比例或将下降 50%-60%，对于地方炼厂来说，成本方面或上升 450-600 元/吨，利润空间受到明显挤压。根据万得数据，自 2021 年稀释沥青征收消费税后，国内进口稀释沥青数量高位回落，而 2024 年 10 月的税改要求进一步抬升了以稀释沥青为主要原料的炼厂成本，加剧稀释沥青进口量下滑，2025 年 1-5 月，国内

进口稀释沥青合计 186 万吨，较去年同期下滑 34%。此外，受原料成本抬升影响，山东地炼开工负荷自 2021 年开始持续下滑，2025 年 6 月山东地炼开工负荷仅 45% 左右。我们认为，燃料油和稀释沥青的税改问题对地方炼厂影响较大，进一步推升的经营成本也将持续压缩落后产能的生存空间，尽管这一进程可能在政策执行过程中有所反复，但料将持续倒逼其产能出清加速。

图 26: 2017-2025 年国内稀释沥青进口数量 (万吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 2017-2025 年山东地炼开工率 (%)



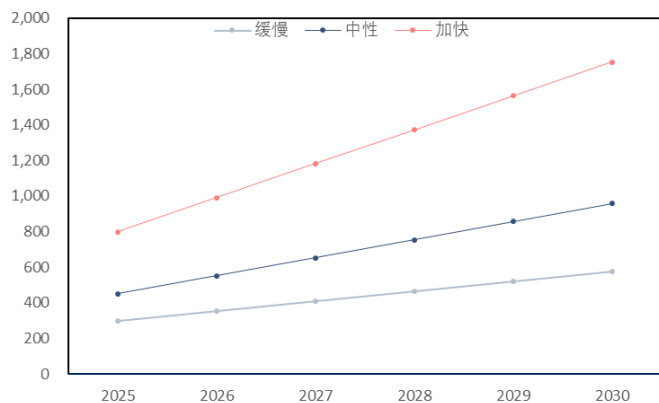
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

潜在炼能淘汰规模庞大，行业有望逐步进入存量竞争时代。回顾历史炼能淘汰情况，在前述政策指引下，近年来国内炼能淘汰项目主要集中于 100-300 万吨产能，根据百川盈孚数据，当前全国 300 万吨及以下炼油产能合计约 7662 万吨，我们认为该类中小型炼厂均有面临淘汰可能。我们分偏缓、中性、加快三种炼能淘汰情景进行假设并展望至 2030 年，根据我们统计，200 万吨以下、250 万吨以下、300 万吨以下炼油产能分别为 2620、4222、7662 万吨，在偏缓淘汰情景下，假设 2030 年前 200 万吨以下产能淘汰完毕；在中性淘汰情境下，假设 2030 年前 250 万吨以下产能淘汰完毕；在加快淘汰情景下，假设 2030 年前 300 万吨以下产能淘汰完毕。考虑到近年来产能约束、淘汰出清政策趋严，假设炼能淘汰数量每年线性增长。我们结合计划投产的新增炼能，预计未来国内炼能边际增量将逐步趋缓，行业或将步入存量竞争时代。

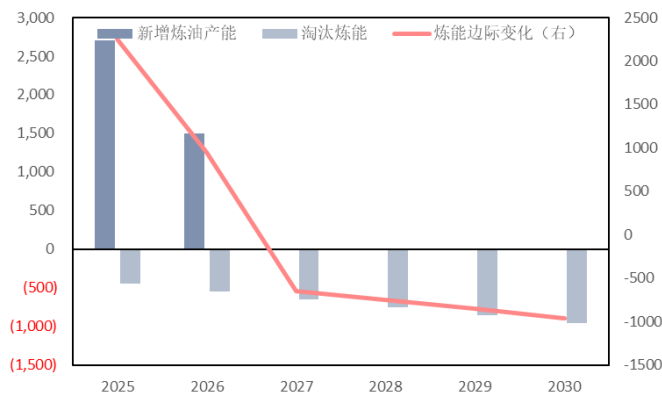
表 4: 近年来国内炼厂淘汰/停产情况

拆除时间	炼厂名称	原油一次加工能力 (万吨)	状态
2020 年	金石沥青	300	拆除/关闭
	滨阳炼化	440	拆除/关闭
	中海精细	230	拆除/关闭
	玉皇盛世	230	拆除/关闭
2021 年	恒源石化	350	拆除/关闭
	富宇石化	220	拆除/关闭
	联盟石化	210	拆除/关闭
2022 年	成达新能源	300	拆除/关闭
	海科化工	220	拆除/关闭
	科力达石化	220	拆除/关闭
2024 年	大连石化	450	拆除/关闭
	河北浅海化工	120	拆除/关闭
	华星石化	600	停产, 开工日期未定
	正和石化	500	停产, 开工日期未定
	昌邑石化	500	停产, 开工日期未定

资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 财经杂志, 国际石油经济, 孔劲媛等《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》, 信达证券研发中心

图 28：2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能（万吨）


资料来源：百川盈孚，卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

图 29：2025E-2030E 年国内炼油产能变化（万吨）


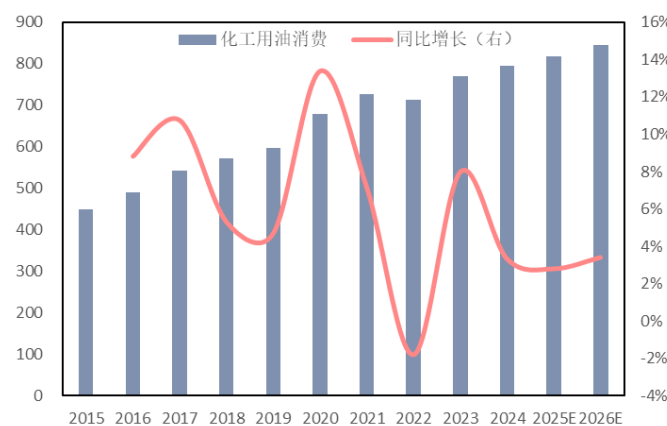
资料来源：百川盈孚，卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

综上，未来炼能增量整体有限，而在政策驱动下，行业落后产能出清有望提速，我们通过对比未来炼化产能供给增量与未来可能的减量，未来炼能边际增量或将逐步趋缓，行业逐步进入存量竞争时代，整体竞争格局有望迎来改善，先进产能竞争优势或将进一步凸显。

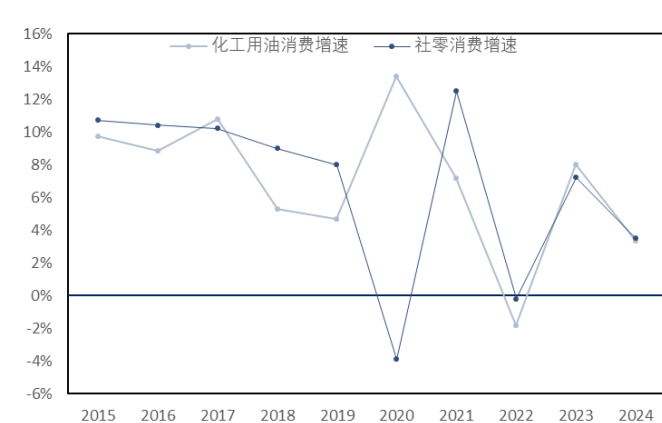
三、需求稳步修复，行业景气回暖可期

3.1 内需稳步复苏，石化产品消费增量空间广阔

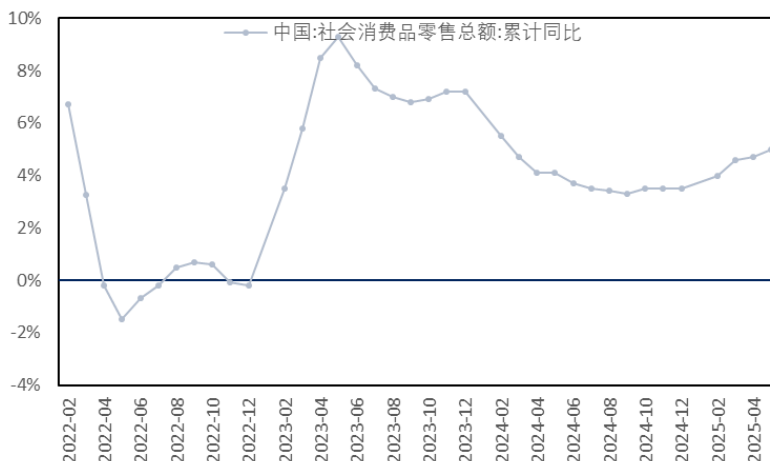
化工用油需求仍处于长期增长通道中。从化工用油实际消费量角度看，因我国人均化工品消费量总体仍较低，当前正处于持续提升阶段，除 2022 年因疫情抑制国内经济活动，导致需求阶段性下跌外，近年来整体保持稳健增长。根据 IEA 预测，2025-2026 年国内化工用油需求年均增速约 3%-4%。此外，剔除 2020 年疫情因素影响，近年来社会零售品消费增速与化工用油消费增速变化存在一致性，在促消费相关政策支持下，当前社零消费保持稳步复苏态势，也有望进一步支撑化工用油需求。

图 30：2015-2026 年化工用油消费及同比增长（万桶/天，%）


资料来源：EI，IEA，信达证券研发中心

图 31：2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速（%）


资料来源：EI，IEA，万得，信达证券研发中心

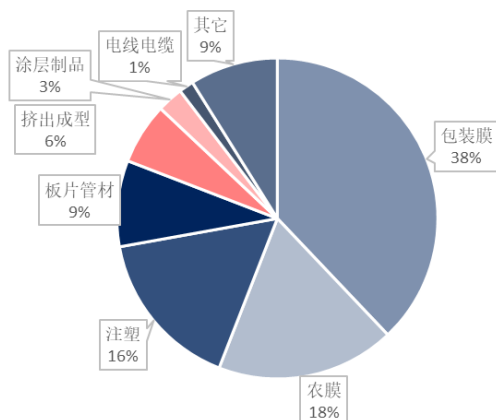
图 32：2022-2025 年 5 月社会消费品零售总额累计同比（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

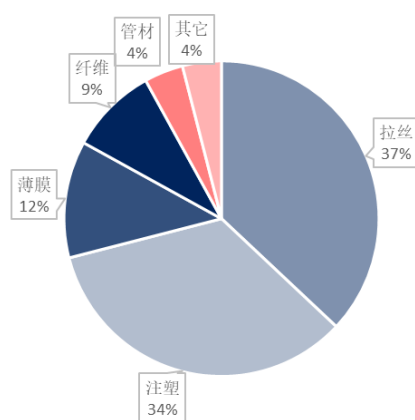
石脑油是油品组分原料以及最重要的石化化工品原料，其下游产品主要为烯烃和芳烃。**烯烃方面**，最主要的应用领域集中在聚烯烃，聚乙烯和聚丙烯分别占乙烯和丙烯下游应用的 64%和 72%；**芳烃方面**，下游主要作为聚酯原料及调油组分。我们主要以聚烯烃和芳烃作为石化化工品需求的研究对象。

3.1.1 聚烯烃：扩大内需与后地产周期共振，聚烯烃需求修复可期

聚乙烯和聚丙烯作为两大通用塑料，因分子结构和性能差异，下游应用领域略有区别。聚乙烯材料主要用于膜类产品，包装膜和农用薄膜占比超过 50%，多为一次性消费品，常用于日常生活和农业领域，其次为注塑、板片管材等，主要应用于日常生活和地产行业；聚丙烯下游主要用于拉丝、注塑等领域，终端应用领域主要涉及水泥、化肥及粮食等产品包装、汽车、家电以及地产行业等，总体来看，我们认为聚烯烃下游应用主要来自地产基建及居民日常消费。

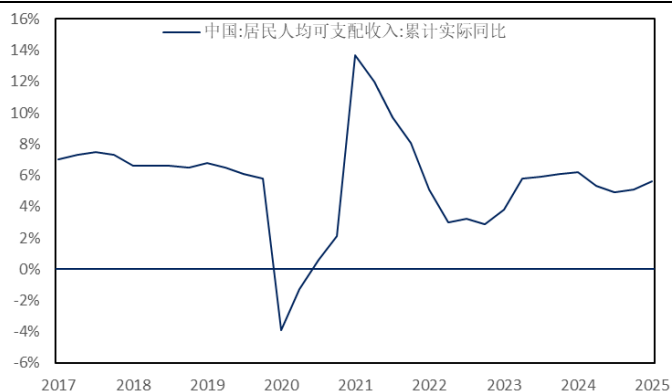
图 33：2024 年聚乙烯下游消费结构（%）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 34：2024 年聚丙烯下游消费结构（%）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

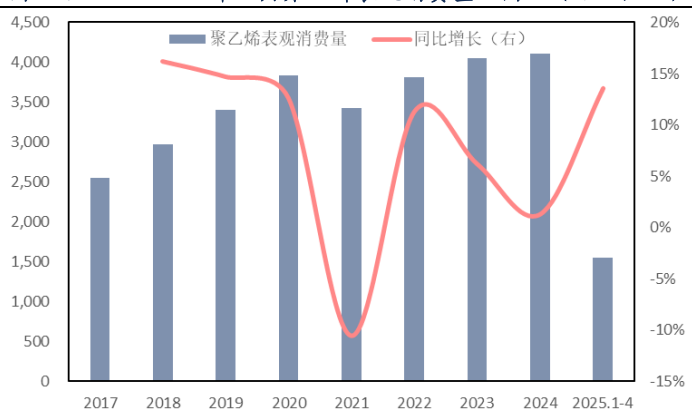
政策推动下，扩大内需、提振消费助力聚烯烃需求增长。2024 年底，中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年 9 项重点任务之首，消费在内需扩大的重要性更加突出。2025 年以来居民人均可支配收入同比增速逐步回升，接近疫情前水平，规模以上快递量累计同比保持较高水平，进一步刺激膜类聚烯烃消费。2025 年以来聚烯烃消费量有所改善，根据万得数据，2025 年 1-4 月聚烯烃表观消费量合计为 2762 万吨，较去年同期水平增长 16%。

图 35: 2017-2025 年 3 月居民人均可支配收入累计同比 (%)


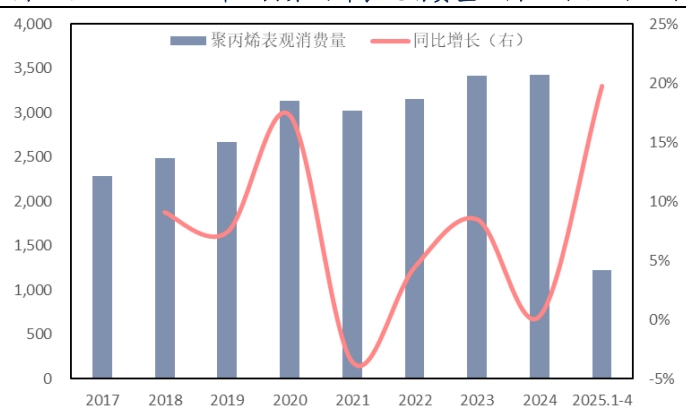
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 2017-2025 年 5 月规模以上快递业务量累计同比 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

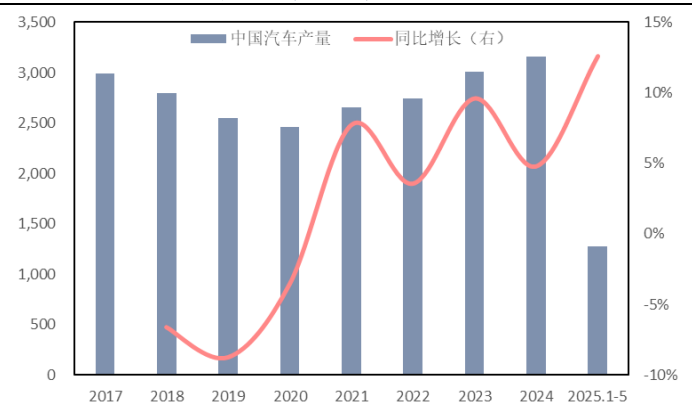
图 37: 2017-2025 年 4 月聚乙烯表观消费量及同比 (万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

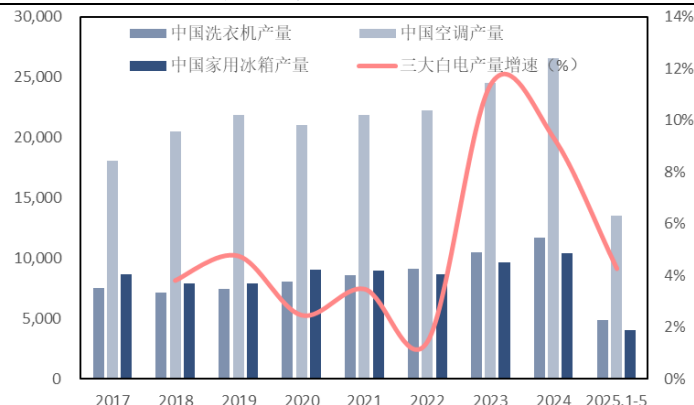
图 38: 2017-2025 年 4 月聚丙烯表观消费量及同比 (万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

后地产周期看好家电、汽车等板块对聚烯烃消费拉动。在当前地产政策预期下,我们认为房屋新开工面积或仍显疲弱,但在后房地产周期中,房屋竣工面积累计同比降幅有所收窄,伴随房屋竣工推进,家电和汽车等产品消费有望迎来进一步复苏,进而拉动聚烯烃注塑产品需求。在终端需求拉动下,国内汽车产量再创新高,2025 年 1-4 月国内汽车产量累计达到 1276 万辆,同比增长 13%,此外,在汽车轻量化趋势下,“以塑代钢”生产属性改变也将进一步推动聚烯烃产品需求;家电方面,根据我们统计,2025 年 1-5 月国内三大白电 (洗衣机、空调、家用电冰箱) 产量达到 2.24 亿台,同比增长 4%。

图 39: 2017-2025 年 5 月中国汽车产量及同比 (万辆, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

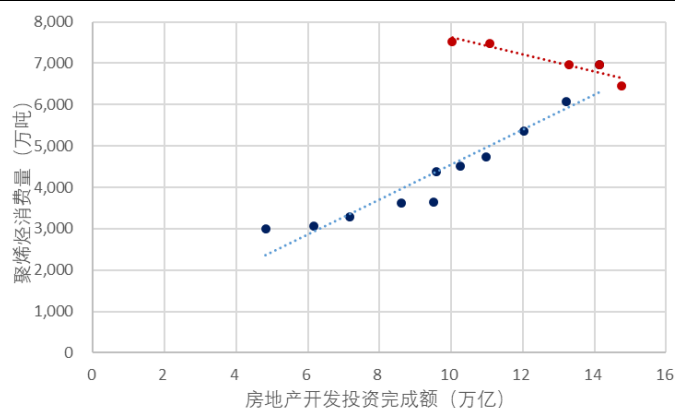
图 40: 2017-2025 年 5 月中国三大家电产量及同比 (万台, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们比较了历史地产投资和社零消费对聚烯烃需求的拉动影响,从二者的数据分布可以看出,近年来地产投资有所下行,其对聚烯烃消费拉动偏弱,而社零消费仍保持增长,并与聚烯烃消费量变化保持较高的正相关性。我们

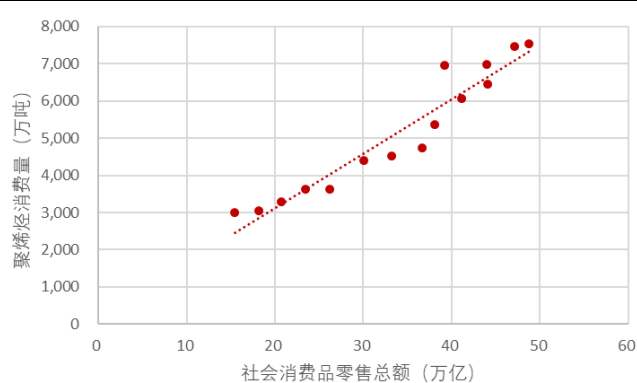
通过预测未来社零消费增速和规模来对聚烯烃消费增速进行预测。我们分别做了乐观、中性和保守三种情景假设，我们剔除了 2020 年疫情背景下的特殊影响，我们发现从“十一五”至“十四五”期间，社零消费增速中枢在不同阶段均有所下行，但降幅逐步收窄，“十四五”以来社零消费增速中枢约 6%，较“十三五”下降 2pct，我们以“十五五”阶段社零增速较“十四五”下降 2pct 作为中性假设，即 4%；乐观假设下，假设社零增速与“十四五”一致，即 6%；保守假设下，社零消费增速大幅下降，降幅与“十一五”至“十二五”增速中枢降幅 4pct 一致，即社零消费增速仅 2%。根据我们测算结果，在中性假设下，我们预计 2025-2030 年聚烯烃消费增速在 1-4% 左右，需求端相对偏弱复苏。

图 41：2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）



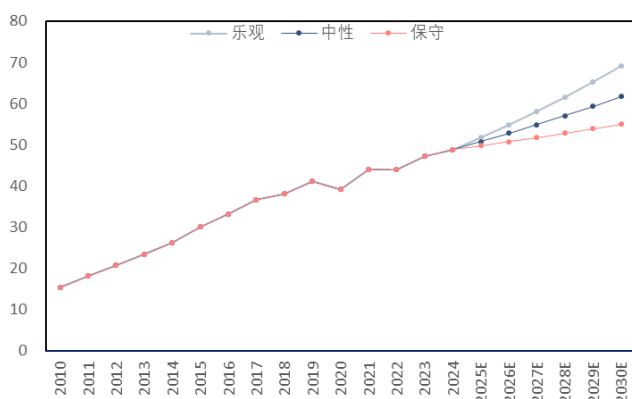
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）



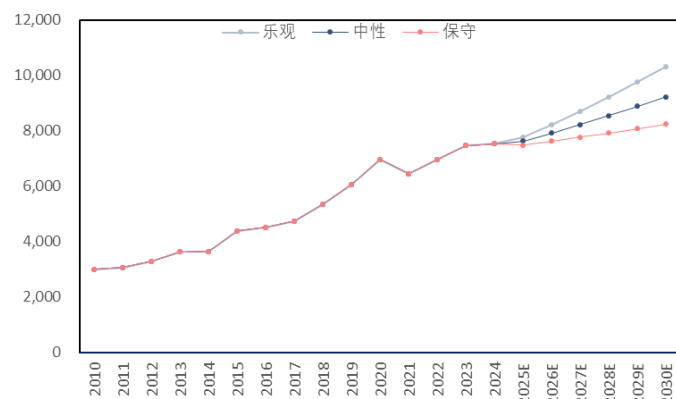
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2010-2030E 不同情景假设下社零消费（万亿）



资料来源：万得，信达证券研发中心

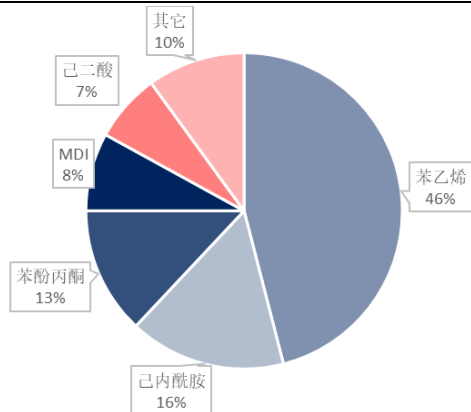
图 44：2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量（万吨）



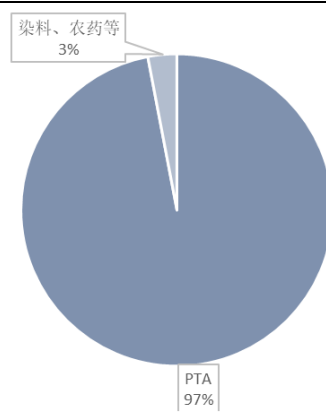
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.1.2 芳烃：下游存扩产预期，芳烃结构性机遇有望来临

炼化产业链芳烃产品主要为纯苯和对二甲苯(PX)，纯苯下游需求主要为苯乙烯、己内酰胺、苯酚丙酮等化学品，多用于树脂、橡胶、印染等领域；PX 下游需求主要为 PTA，主要与纺服行业关系紧密，此外在 PX 的生产过程中，重整汽油、甲苯以及二甲苯不仅可以作为 PX 的化工原料，还可用于调和汽油，因此调油需求也在一定程度上影响 PX 的景气度。

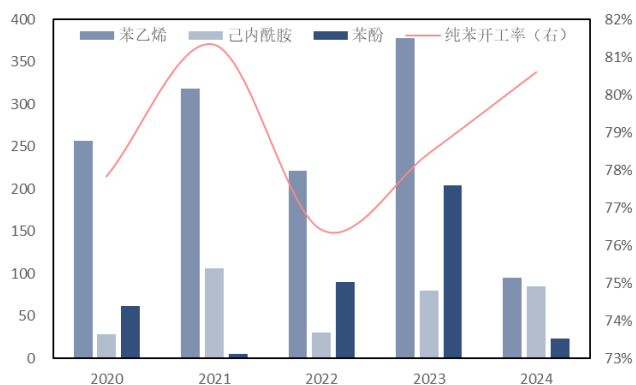
图 45：纯苯下游应用结构（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

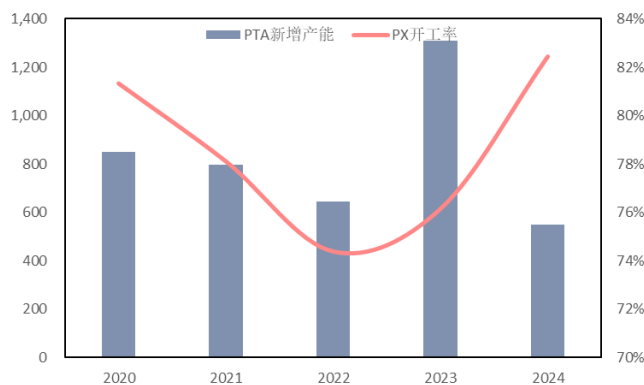
图 46：PX 下游应用结构（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

芳烃下游扩能带动芳烃产品开工负荷提升。纯苯和 PX 作为下游化工品生产的中间产品，其直接需求主要来自下游化工装置。我们统计了纯苯主要下游产品苯乙烯、己内酰胺、苯酚等历史产能增量和 PX 下游 PTA 产品的历史产能增量，并与纯苯和 PX 开工负荷进行比较，从过去历史芳烃下游增量产能和芳烃开工率来看，下游扩能将刺激芳烃需求进而提升芳烃开工负荷。

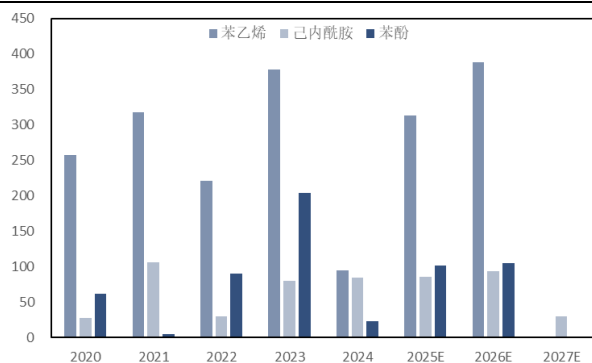
图 47：2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况（万吨，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

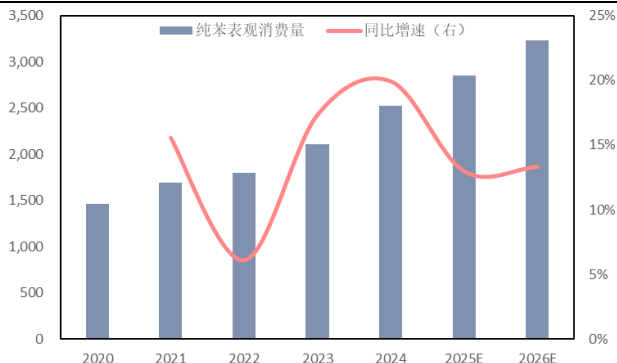
图 48：2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况（万吨，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

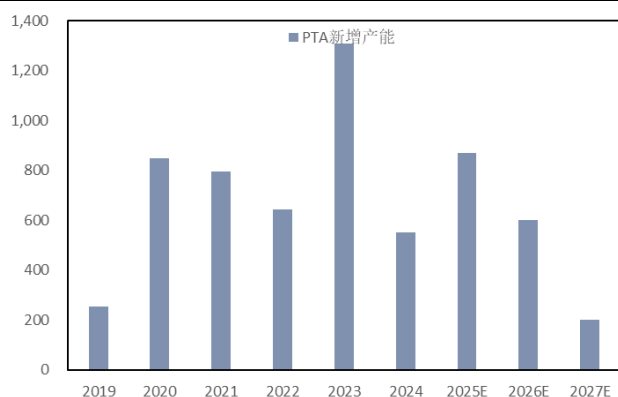
下游装置扩能仍在继续，芳烃需求端有望持续修复。根据百川盈孚数据，我们统计了 2025-2026 年纯苯和 PX 下游新增产能情况，2025-2026 年仍是芳烃下游产品装置投产的密集期，我们以原料单耗测算下游产品产能增量对纯苯和 PX 产品的需求边际增量，根据我们测算，伴随下游装置产能扩张，仅考虑苯乙烯、己内酰胺和苯酚产品的情况下，我们预计 2025-2026 年纯苯的边际需求增量均为 13% 左右；考虑下游 PTA 装置扩能和单耗的情况下，我们预计 2025-2026 年 PTA 扩能对 PX 产品边际需求增量分别为 12%、8%，受益于下游装置产能扩张，芳烃板块需求有望修复，考虑到未来芳烃供给侧或进入投产“真空期”，板块或迎结构性机遇。

图 49：2020-2027 年纯苯下游产品扩能情况（万吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 50：2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速（万吨，%）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

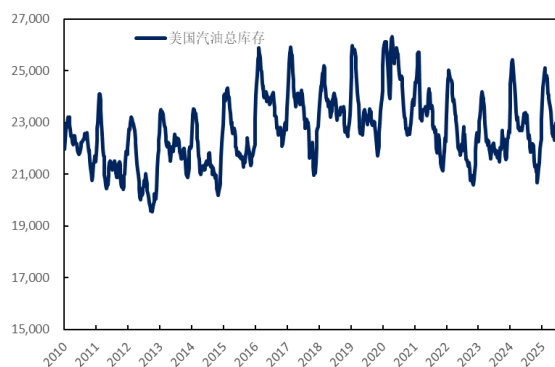
图 51: 2020-2027 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

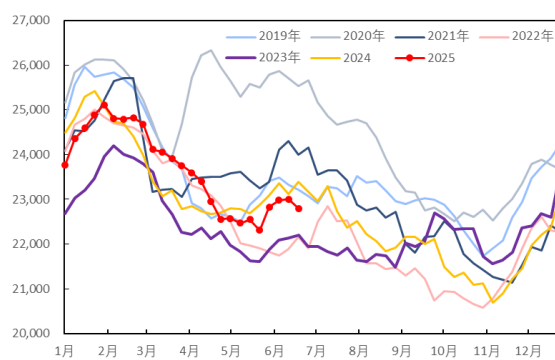
图 52: 2020-2027 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

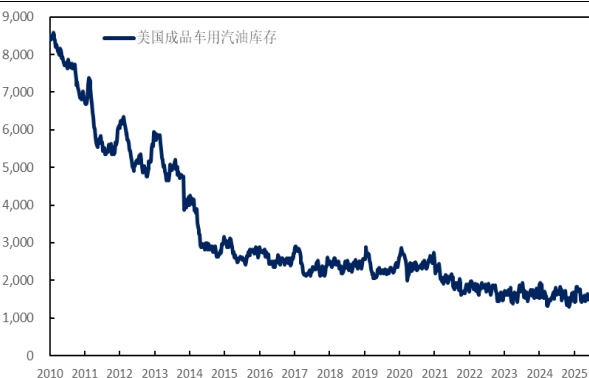
海外汽油补库周期有望来临, 或拉动芳烃调油需求。截至 2025 年 6 月 20 日当周, 美国汽油总体、车用汽油库存分别为 22793.8、1504.9 万桶, 其中车用成品汽油已经降至历史低位水平。我们认为, 考虑到美国汽油整体库存处于低位水平, 海外汽油补库需求有望来临, 而北半球即将迎来暑期出行高峰, 美国调油需求季节性增长或进一步提振亚洲芳烃市场, 推动国内芳烃景气度提升。

图 53: 美国汽油总库存 (万桶)


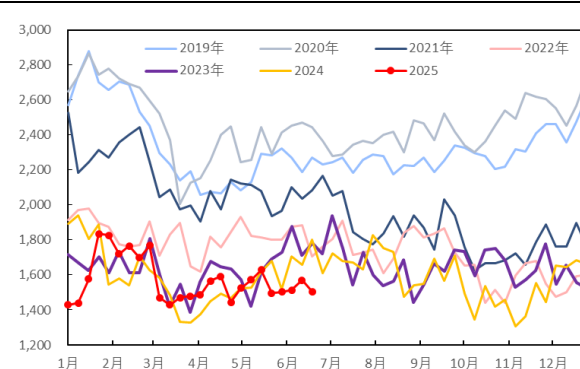
资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2025.06.27

图 54: 美国汽油总库存-明细 (万桶)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2025.06.27

图 55: 美国成品车用汽油库存 (万桶)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2025.06.27

图 56: 美国成品车用汽油库存-明细 (万桶)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2025.06.27

3.2 民营炼化先发优势突出，行业景气回暖有望推动盈利修复

先发优势一：国内民营大炼化率先增强化工炼厂属性，有望受益化工板块景气回暖。从成品油收率角度看，国内民营大炼化企业中，除恒逸文莱炼厂以外，其它炼厂均为化工型炼油厂，化工品收率高于成品油收率。根据百川盈孚数据及我们测算，全国炼厂平均成品油收率约为 62%，即大部分炼厂主要系炼油型炼厂，化工型炼厂有望更加受益于板块景气回暖带来的盈利改善。

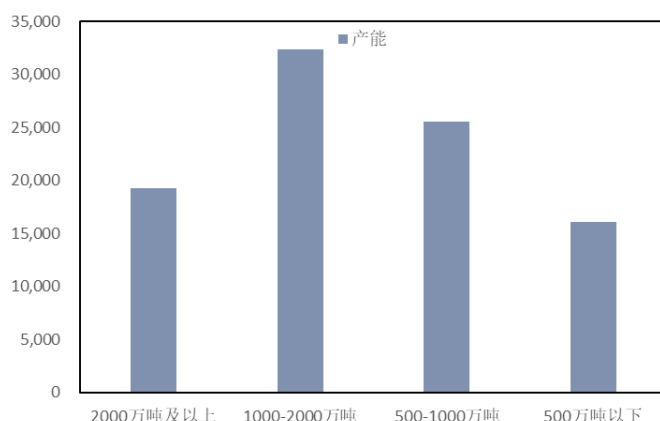
表 5：上市民营大炼化企业成品油产能结构及收率（万吨）

	旗下炼厂产能	汽油	柴油	航煤	成品油收率
恒力石化	2000	255	161	371	39%
荣盛石化	4000	758	328	574	41%
东方盛虹	1600	278	48	170	31%
恒逸石化	800	565（汽柴油合计）			70%

资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

先发优势二：规模化优势摊薄成本，抵御周期波动。根据百川盈孚数据，全国炼厂平均产能仅 691 万吨，千万吨以上产能炼厂合计 35 座，2000 万吨以上产能炼厂仅 8 座，民营大炼化龙头具备明显的规模优势。从成本角度看，据招商银行研究院数据，在相同的工艺流程下，1000 万吨/年炼厂的单吨完全操作成本比 500 万吨/年的炼厂低 10% 左右。我们认为，在当前行业景气周期相对偏低迷、收入端溢价有限的背景下，规模化优势有望进一步摊薄成本，抵御周期波动。

图 57：国内炼厂产能分布情况



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

先发优势三：依托炼化大化工平台布局高端新材料，开启转型升级成长曲线。近年来国内各大民营大炼化依托炼厂丰富的原料产出和协同优势，布局了一系列化工新材料产能，主要集中在高性能树脂、锂电材料、光伏材料、工程塑料等领域。我们认为，民营大炼化布局高端化工新材料是对价值链的进一步延伸，我们以烯烃下游的部分高性能树脂产品为例，对比聚碳酸酯、ABS、EVA 这类具有代表性的树脂产品和聚乙烯作比较，以产品价格-原油价格作为价差盈利水平。从价差角度看，新材料产品的价差表现要明显优于传统的炼化大宗聚烯烃产品，民营炼化通过利用自身炼厂大化工平台发展更高附加值的化工新材料产品，有望提升产业链附加值水平，推动产能提质升级。

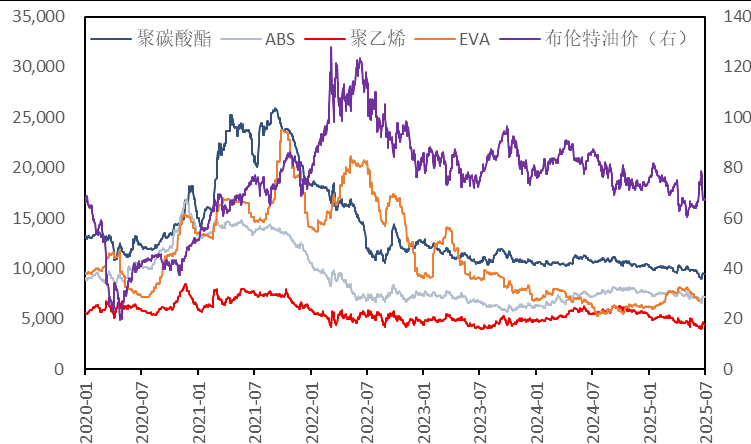
表 6：国内民营大炼化的新材料产品主要布局

公司	分类	产品	产能（万吨）
恒力石化	工程塑料	PBT	66
	可降解塑料	PBAT	3.3
	功能性薄膜	BOPET	61.1
	锂电材料	锂电隔膜	19.4 亿平
	高性能树脂	PC	26
		ABS	30

		聚苯乙烯	15
		聚甲醛	8
荣盛石化	功能性薄膜	BOPET	43
	光伏材料	EVA	30
	高性能树脂	ABS	40
		PC	52
	绿色轮胎材料	稀土顺丁橡胶	10
	聚醚	PPG/POP	38
东方盛虹	光伏材料	EVA	50
	锂电材料	超高分子量聚 乙烯	2
		聚醚	聚醚多元醇

资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

图 58：2020-2025 年聚碳酸酯、ABS、聚乙烯、EVA 产品和原油价差变化（元/吨，美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

综上，我们认为在内需稳步修复背景下，石化化工品需求增长仍有较大空间，其中聚烯烃有望受益于社零消费增长驱动下的需求提升，芳烃板块需求有望在下游装置扩产周期中迎来复苏，而国内民营大炼化作为典型的化工型炼厂，先进产能具备较强的先发优势，有望在行业需求稳步复苏背景下迎来业绩修复。

四、强化股东回报，民营炼化投资价值凸显

民营炼化强化股东回报，分红比例维持较高水平。近年来各民营大炼化公司均发布了股东回报规划公告，主要根据公司发展阶段、负债率水平和资本开支强度等维度对股东回报进行考量，总结来看，伴随公司发展逐步成熟、资本开支逐步减少、负债率逐步下降的背景下，公司利润分配有望持续提升，强化股东回报。近年来，四家民营炼化企业分红率中枢有所提升（2024 年东方盛虹、2022 年恒逸石化因亏损不满足分红条件，2022 年恒力石化因高比例回购和重大现金支出不计划分红），2023-2024 年，国内民营大炼化上市公司整体分红水平维持在 45% 以上。

表 7：近年来国内民营大炼化企业股东回报规划及主要内容

公司	公告	主要内容
荣盛石化	《未来三年（2026-2028 年）股东回报规划》	现金分红比例：最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。 差异化现金分红政策：若公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；属成熟期且有重大资金支出安排，最低应达到 40%；属成长期且有重大资金支出安排，最低应达到 20%。公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，按成长期且有重大资金支出安排的情形处理。
恒力石化	《未来五年股东回报规划(2020-2024 年)》	在满足公司现金分红条件时，公司每年以现金方式分配的股利原则上应当不少于公司当年实现的可分配利润的 10%。未来五年（2020-2024 年）公司每年以现金方式分

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

配的股利原则上规定如下：资产负债率 $\geq 80\%$ ，每年现金分红不少于 35%；资产负债率（ $\geq 75\%$ ， $< 80\%$ ），每年现金分红不少于 40%；资产负债率（ $\geq 70\%$ ， $< 75\%$ ），每年现金分红不少于 45%；资产负债率 $< 70\%$ ，每年现金分红不少于 50%。

未来三年以现金方式累计分配的利润不少于母公司年均可分配利润的 30%；当年盈利且累计未分配利润为正时，每年现金分配不少于母公司可供分配利润的 10%。根据发展阶段和资金支出安排，现金分红比例最低为：成熟期无重大支出：80%；成熟期有重大支出：40%；成长期有重大支出：20%；发展阶段不明确但有重大支出：按成长期标准执行。

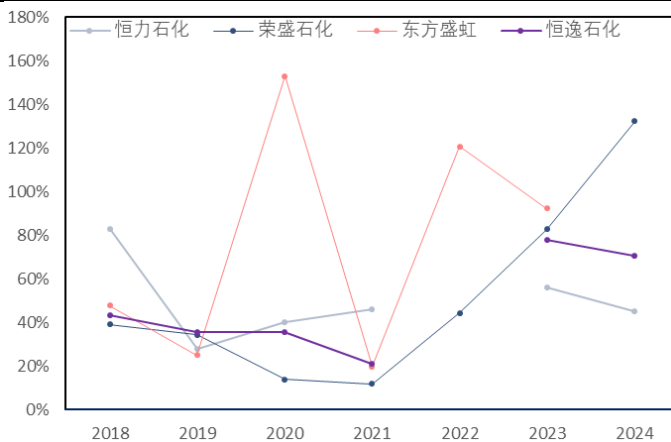
现金分红条件和比例：除重大投资计划或重大现金支出等特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于合并报表当年实现的归属于上市公司股东的可分配利润的 15%。若公司未来 12 个月内拟对外投资、收购资产或购买设备累计支出达到或超过公司最近一期经审计净资产的 50%且超过 5000 万，或达到或超过公司最近一期经审计总资产的 30%，可不受此比例限制。

东方盛虹 《未来三年股东回报规划（2025-2027 年）》

恒逸石化 《未来三年股东回报规划（2023 年-2025 年）》

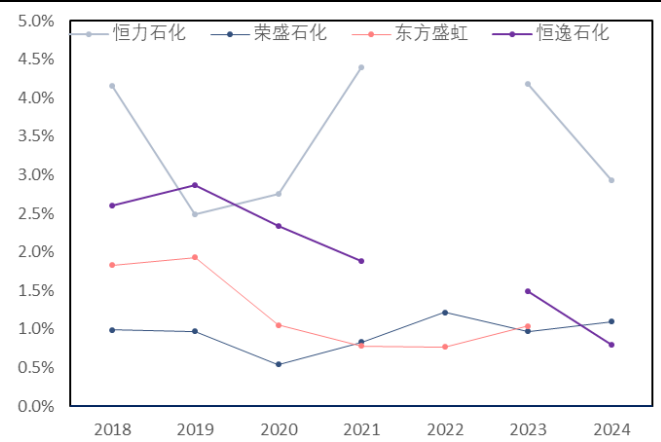
资料来源：万得，各公司公告，信达证券研发中心

图 59：2018-2024 年民营炼化股利支付率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 60：2018-2024 年民营炼化股息率（%）



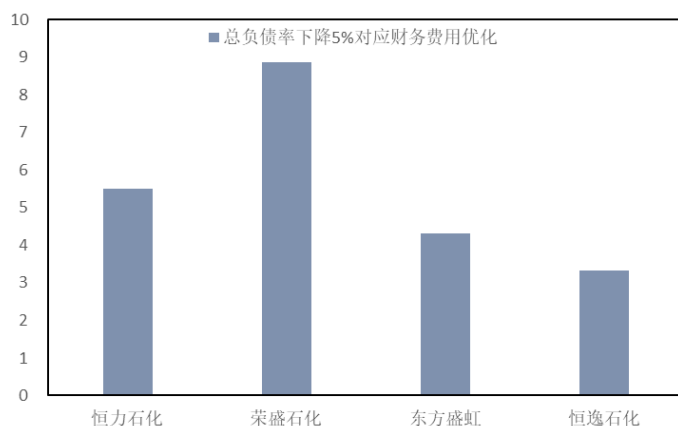
资料来源：万得，信达证券研发中心

民营炼化负债率短期承压，债务优化或进一步改善盈利弹性。高负债为石化行业大型项目投入产出初期的特征，近年来部分龙头炼厂表示未来将逐步优化负债水平，我们认为，债务结构优化有望减少公司财务费用成本，进而增厚公司盈利。我们以 2024 年公司数据为基准，假设理论债务利息率为年度财务费用/有息负债，测算公司总体负债率下降 5%（假设全部为有息负债优化）对应的财务费用变化，根据我们测算，预计当公司资产负债率每优化 5%对应的财务费用下降约 9-12%，民营炼化债务优化或进一步改善盈利弹性。

表 8：民营炼化资产负债率下降对应财务费用优化测算（2024 年基准，亿元）

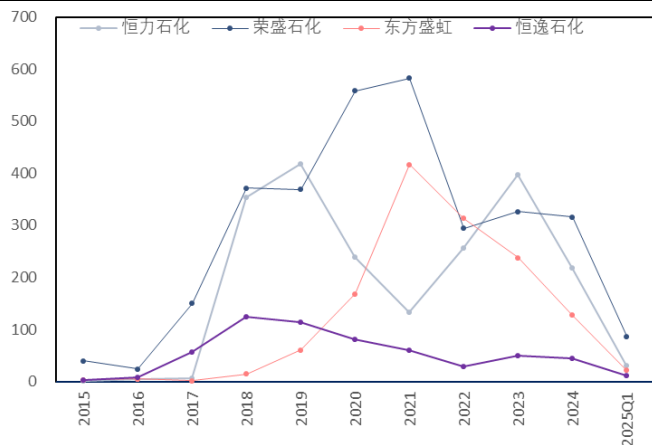
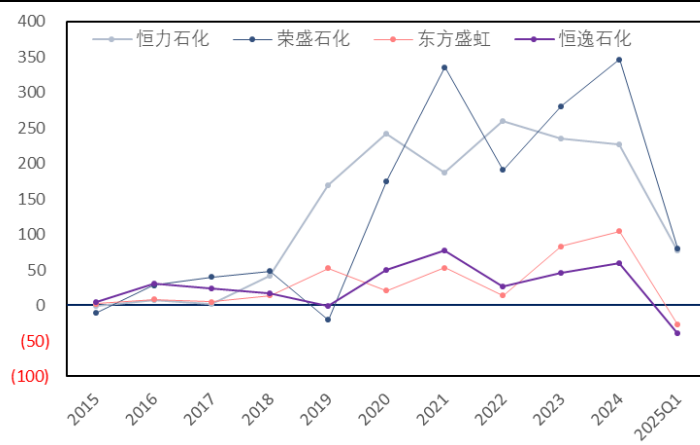
	有息负债率	资产负债率	总资产	负债总额	有息负债	财务费用	财务费用/有息负债	总负债率下降 5%对应财务费用优化比例
恒力石化	61.90%	76.78%	2731	2097	1298	52.34	4.03%	11%
荣盛石化	53.82%	74.90%	3778	2830.22	1523	71.31	4.68%	12%
东方盛虹	69.35%	81.66%	2043	1668.4	1157	48.74	4.21%	9%
恒逸石化	60.81%	71.42%	1075	768	467	28.84	6.18%	12%

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 61：四大炼化公司总负债率下降 5% 对应财务费用优化空间（亿元）


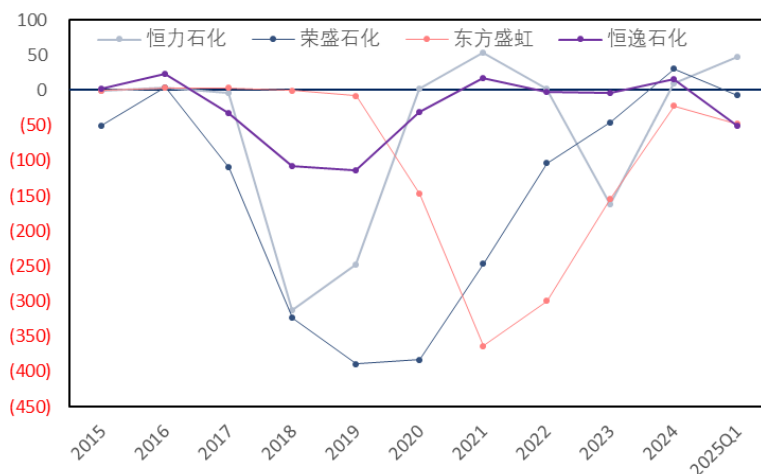
资料来源：万得，信达证券研发中心

资本开支扩张接近尾声，民营炼化自由现金流有望改善。民营炼化密集投产期主要集中在“十三五”末期和“十四五”初期，由于大炼化项目上马，叠加新材料产能建设投放，民营炼化资本开支迎来高峰，但近年来民营炼化资本开支放缓，主要支出为部分下游高端化工新材料装置项目。受益于资本开支强度走弱，龙头先进产能逐步进入发展成熟阶段和项目效益回收期，部分龙头炼化公司自由现金流逐步由负转正。

图 62：2015-2025Q1 民营炼化资本开支情况（亿元）

图 63：2015-2025Q1 民营炼化经营活动现金流净额（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 64：2015-2025Q1 民营炼化自由现金流（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

先进产能估值仍处相对低位，或具备长期投资价值。考虑到未来伴随行业龙头资本开支放缓，自由现金流有望改善，我们采用自由现金流折现法对炼化龙头进行估值。在进行自由现金流折现估值时我们有以下假设：

- 1、油价假设：假设油价基准为 70 美元/桶；
- 2、产品价格假设：根据油价基准，取历史产品价格的平均值；
- 3、折现率 WACC：1) 股权部分：市场预期收益率以 2005 年以来沪深 300 全收益指数的年化收益率确定；无风险利率为十年期国债收益率；风险系数根据先进炼厂所属的上市公司近 15 年来股价与沪深 300 指数的波动协方差确定；2) 债权部分：利率以 AA 级企业债利率为参考；所得税假设 25%。此外，考虑到当前炼化项目负债率整体较高，为避免高负债拉低 WACC 而使模型失真，我们引入 WACC 风险调整系数，该系数假设为（股权成本-原 WACC）*（公司实际负债率/负债率基准），负债率基准假设为 60%。
- 4、其它：折旧、期间费用、税金及附加等假设与本文第一章测算保持一致；
- 5、永续增长率：考虑到炼化行业发展周期和经济增速，永续增长率假设为 1%；

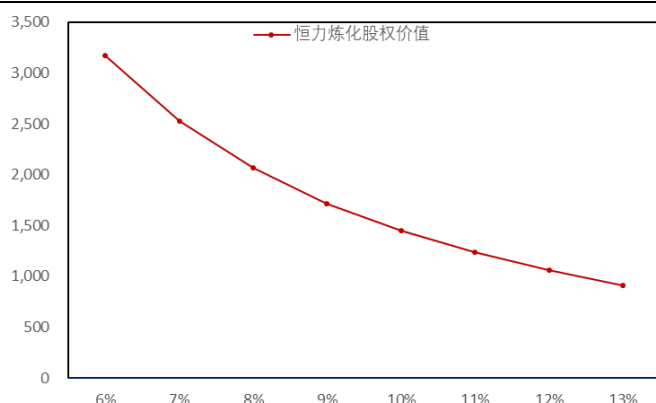
我们以民营炼化龙头恒力炼化及荣盛石化旗下浙石化作为测算对象，根据我们测算结果，在不考虑现金等价物的情况下，我们用自由现金流折现得到的炼厂内在价值扣减负债后得到炼厂股权价值，其中恒力炼化在 WACC 为 10% 情况下，股权价值约 1460 亿元，荣盛旗下浙石化在 WACC 为 9.6% 情况下，股权价值约 1980 亿元，此外我们也对不同折现率背景下二者股权价值做敏感性测试。我们认为，在不考虑民营炼化其它业务估值背景下，仅从炼化项目股权价值角度看，民营炼化企业当前估值水平或低于其炼化资产的股权价值，未来伴随行业资本开支放缓，先进炼能进入收益回收期，公司自由现金流改善，其长期投资价值有望进一步凸显。

表 9：恒力炼化和浙石化自由现金流折现测算结果

	恒力炼化	浙石化
炼厂负债率（%）	71%	67%
折现率 WACC（%）	10%	9.60%
炼厂内在价值（亿元）	2262	3975
炼厂负债价值（亿元）	803	1994
炼厂股权价值（亿元）	1459	1981

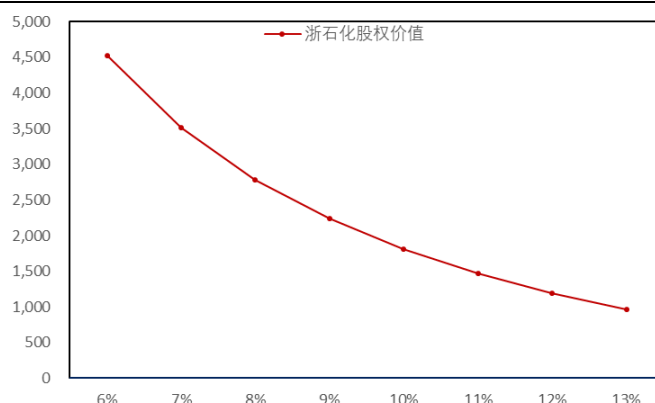
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 65：不同折现率下恒力炼化股权价值敏感性（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 66：不同折现率下浙石化股权价值敏感性（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

五、投资建议

成本方面，伴随油价中枢回落，炼化成本端优化，化工型炼厂有望受益；行业供需方面，炼化行业在产能增量放缓、落后产能出清背景下，行业逐步进入存量竞争时代，叠加需求端企稳复苏，行业供需格局或迎来改善。民营炼化一体化在规模、成本、技术、效率等多方面优势显著，同时其下游持续布局化工新材料，增强产品高附加值属性，在成本优化与行业供需格局改善背景下盈利弹性有望释放。我们重点推荐具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化龙头：恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）；建议关注：东方盛虹（000301.SZ）。

5.1 恒力石化

公司旗下恒力炼化拥有 2000 万吨/年原油加工能力，并联合 500 万吨煤化工、150 万吨乙烯和 1200 万吨 PTA 这四大产能集群布置在同一个产业园区内，显著优化了冗繁的运输、存储和冷却等加工环节，节省了中间运行费用与物流运输成本，一体化优势显著。公司在行业独具优势的“油、煤、化”深度融合的“大化工平台”基础上，通过精细化园区建设，培育了高端精细化工产业集群，显著提升了高端化工原材料的产业支撑，盈利能力处于行业领先地位。

表 10：恒力石化估值表

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	234,866	236,401	240,024	247,318	252,052
增长率 YoY %	5.6%	0.7%	1.5%	3.0%	1.9%
归属母公司净利润 (百万元)	6,905	7,044	8,112	9,090	10,287
增长率 YoY%	197.8%	2.0%	15.2%	12.0%	13.2%
毛利率%	11.3%	9.9%	10.6%	10.9%	11.4%
净资产收益率ROE%	11.5%	11.1%	11.2%	11.1%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.00	1.15	1.29	1.46
市盈率 P/E(倍)	13.43	15.34	12.14	10.83	9.57
市净率 P/B(倍)	1.55	1.70	1.36	1.20	1.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 7 月 11 日收盘价

5.2 荣盛石化

公司旗下浙石化炼厂年加工 4000 万吨原油、880 万吨对二甲苯（PX）及 420 万吨乙烯的生产能力，同时浙石化也是全球最大的单体炼厂，规模化优势突出，同时近年来公司通过一体化优势积极推进“油转化”，挖掘降本增效潜能。公司依托炼化一体化项目平台，加快布局下游化学新材料，聚焦新能源、特种合成材料和高端合成材料等领域。浙石化炼厂生产灵活性较高，通过集约企业资源、上下游相互配套，可根据市场需求灵活调配生产策略，在成本优化和供需改善背景下其盈利弹性有望释放。

表 11：荣盛石化估值表

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	325,112	326,475	344,699	351,908	358,311
增长率 YoY %	12.5%	0.4%	5.6%	2.1%	1.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,158	724	2,356	2,783	3,935
增长率 YoY%	-65.3%	-37.4%	225.2%	18.1%	41.4%
毛利率%	11.5%	11.5%	13.1%	13.4%	14.2%
净资产收益率ROE%	2.6%	1.7%	5.2%	5.8%	7.7%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.08	0.23	0.27	0.39
市盈率 P/E(倍)	86.25	113.13	36.87	31.22	22.08
市净率 P/B(倍)	2.36	2.09	1.90	1.81	1.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 7 月 11 日收盘价

风险因素

- 1、**炼化下游需求修复不及预期风险：**终端消费走弱或地产基建复苏疲软，导致炼化产品需求走弱，价差收窄进而打压盈利。
- 2、**落后产能出清偏缓风险：**落后产能出清偏缓或导致炼化产能格局优化不及预期，导致产品盈利走弱或同质化竞争加剧。
- 3、**资本开支超预期增长风险：**炼厂资本开支超预期增长或压缩企业自由现金流，进而影响其估值水平。
- 4、**原油价格大幅波动风险：**炼厂为油价波动的接受者，若油价大幅波动将直接影响炼厂成本。
- 5、**化工品产能超预期投放风险：**未来化工品产能投放时间存在不确定性，若化工品产能过早或集中投放或大幅压缩盈利。
- 6、**估值参数选取差异风险：**估值及盈利测算模型中涉及较多参数假设，不同参数选取的主观差异可能会导致估值结果出现较大变化，进而产生预期变化风险。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。