

炼化装置领先优势显著，行业龙头蓄势腾飞

2025年04月11日

► **全产业链一体化布局，业绩支撑公司分红潜力提升。**公司前身为吴江化纤织造厂，在经营发展过程中不断向上游拓展，形成了“油、煤、化”深度融合的大化工平台。全产业链一体化布局也为公司贡献持续的经营业绩，2023 年公司营业收入达到了 2349 亿元，同比增长 5.62%，即使在 2022 年面临油价高企、需求承压的极端外部环境，公司也能实现正向的业绩表现；资本开支端，公司上游炼厂和下游新材料平台基本搭建完成，我们预计未来公司的资本开支强度有望逐渐走低，公司的分红潜力有望提升。

► **重油进料比例更高，炼厂复杂度却也更高，公司炼厂装置行业领先。**不同品质的原油成分和物理性质存在差别，轻油中短链烃的占比会更高，重油中长链烃占比更高，后道深加工的难度就越大。根据多个炼厂的环评报告计算，公司进料中重质油的比例比较高，达到 60%，但公司炼厂的复杂程度和加工深度仍领先于同行，主要是因为公司应用了包括沸腾床渣油加氢裂化技术在内的多项先进技术，将渣油裂化成价值量更高的石脑油等组分进一步加工以实现更高的经济效益，未转化的部分也可以灵活加工成低硫燃料油或者去到焦化装置，实现炼厂效益最大化。

► **公司产品盈利能力有望持续改善。**芳烃产品上，催化重整是获取芳烃的主要方式，得益于沸腾床等技术，公司芳烃产能较大，以 PX 计可达到 450 万吨/年的产能，各芳烃产品的盈利能力相对比较分化；炼厂轻烃主要来自各装置所产生的干气与液化气，烯烃板块产品的盈利能力提升空间较大，大部分的烯烃类产品毛利润分位数水平没有达到 3 成，随着下游需求走暖，烯烃板块产品盈利有望回升；聚酯产品板块上，行业的供给增速已经显著下滑，产业链的库存天数相对处于低位，随着需求持续释放，公司聚酯板块的盈利能力也有望持续改善。

► **子公司康辉新材产业链完善齐备，把握涌现的应用场景。**康辉新材 2011 年落户于营口，目前拥有营口、大连、南通、苏州四个产研基地，是恒力石化下属重点打造高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料的子公司。康辉新材一方面可以借助炼厂获得原料，另一方面也依托强大的产研团队，针对相应的场景开发对应的材料，提升了公司的综合竞争力。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 65.69、80.93、89.37 亿元，EPS 分别为 0.93、1.15 与 1.27 元，04 月 09 日收盘价对应 PE 分别为 16、13 和 12 倍。考虑到公司炼厂装置全球领先，产品盈利有望改善，分红潜力有望提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原油等原材料价格大幅波动风险、地缘政治关系恶化的风险、下游需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	234,866	241,812	252,011	262,825
增长率 (%)	5.62	2.96	4.22	4.29
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,905	6,569	8,093	8,937
增长率 (%)	197.8	-4.9	23.2	10.4
每股收益 (元)	0.98	0.93	1.15	1.27
PE	15	16	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 09 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

15.22 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 刘隆基

执业证书：S0100524080006

邮箱：liulongji@mszq.com

目录

1 炼化一体化构建大化工平台，稳健经营分红潜力持续提升	3
1.1 “一滴油到万物”的业务布局	3
1.2 经营规模持续扩大，经营效率行业领先	5
1.3 稳健的经营业绩+逐渐下降的资本开支强度，公司的分红潜力有望提升	7
2 公司炼厂原油转化率更高，成本也更有优势	9
2.1 尽管重油进料比例更高，炼厂工艺依然展现出更高的复杂性和显著的领先优势	9
2.2 炼厂配套煤化工装置进一步确立成本优势	14
3 盈利能力有望持续改善，国产替代正当时	17
3.1 发力新材料，拓展产业链	17
3.2 芳烃板块：产品还存在一定进口依存度，涤纶长丝盈利有望复苏	17
3.3 烯烃板块：产品盈利能力分化，部分产品进口依存度较高	21
4 康辉新材：产业链完善齐备，把握涌现的应用场景	23
4.1 功能性膜材料	23
4.2 高性能工程塑料：需求稳定增长，公司龙头地位稳固	29
4.3 生物可降解材料：解决“白色污染”的重要材料	31
5 盈利预测与投资建议	32
5.1 盈利预测假设与业务拆分	32
5.2 估值分析	33
5.3 投资建议	34
6 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 炼化一体化构建大化工平台，稳健经营分红潜力持续提升

1.1 “一滴油到万物”的业务布局

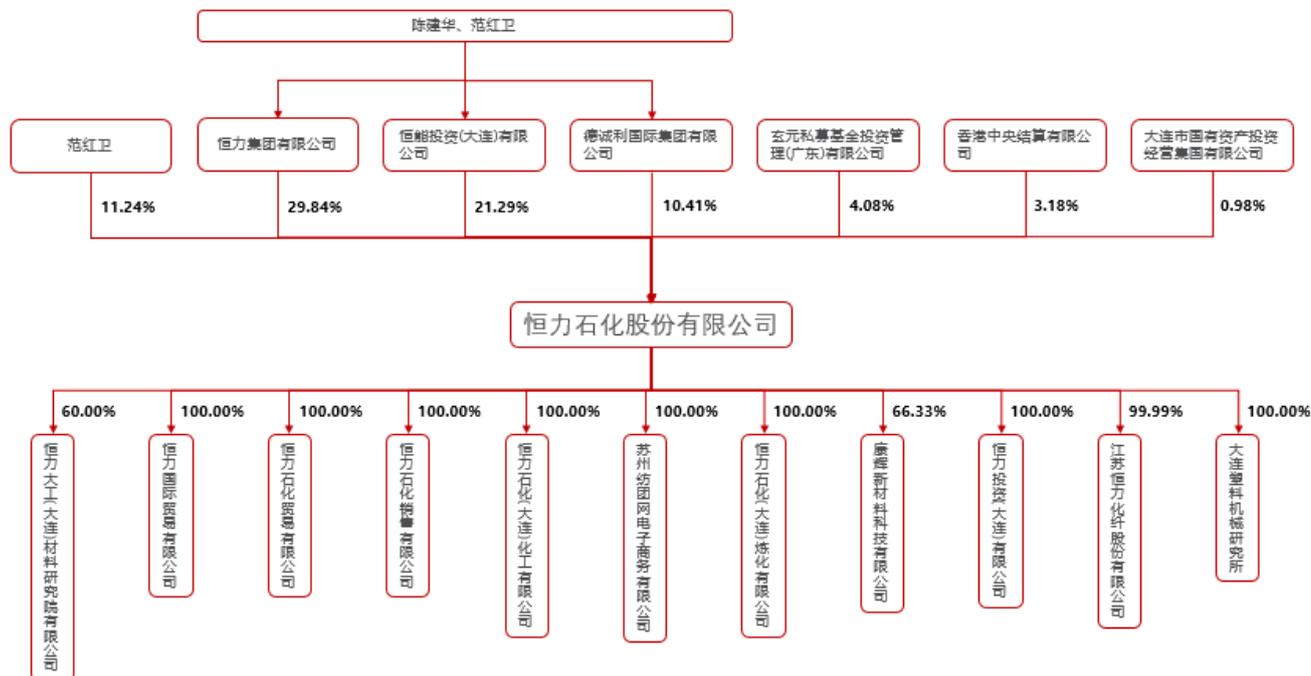
向上游延伸发展，实现“一滴油到万物”的业务布局。公司前身为吴江化纤织造厂，最初以销售原料外发织机加工方式发展生产；2002年，恒力化纤挂牌成立，公司开始向上游布局聚酯纺丝产能，随后几年公司的聚酯产能不断扩大，品类不断增多；2010年，恒力石化（大连长兴岛）产业园隆重奠基，公司正式进军石化产业，2012、2015年，公司PTA产线一期、二期投产成功；2015年底，公司炼化一体化项目开工建设；2016年，公司借壳上市成功；2019年，炼化一体化项目全面投产；2020年，公司乙烯项目一次开车成功。搭建完“油、煤、化”的大化工平台后，公司“平台化+新材料”的布局使得公司领先优势愈发明显。

图1：恒力石化历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图3：公司股权架构



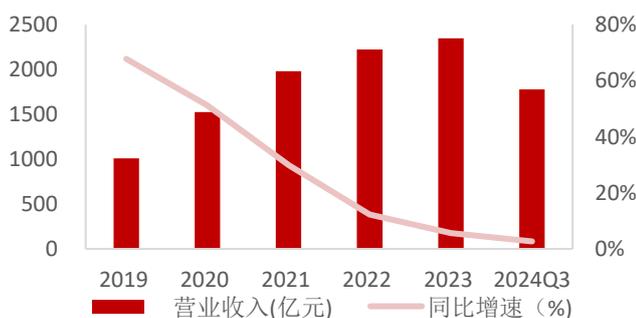
资料来源：iFind，民生证券研究院（截至 2025/04/08）

注：恒力集团、恒能投资（大连）有限公司、德诚利国际集团有限公司均为陈建华、范红卫控制

1.2 经营规模持续扩大，经营效率行业领先

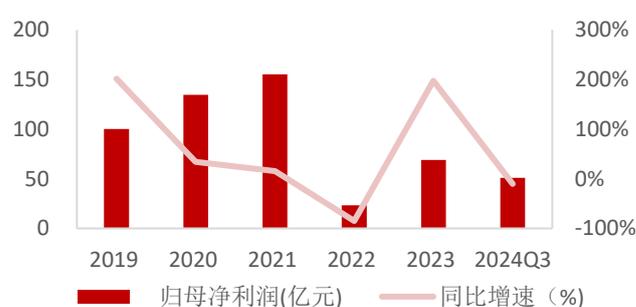
营收稳健增长，利润有所波动。公司营收自上市以来保持稳健的增长，2019 年炼厂全面投产，公司营收规模超过了千亿元的量级，到 2023 年，公司营业收入达到 2348 亿元，同比增长 5.61%；利润端，2019 受益于炼厂全面投产，公司归母净利润超过了百亿元量级，并且在 2020、2021 年持续实现正增长；2022 年公司利润有所下滑，主要是外部环境相对恶劣，成本端价格大幅上涨，布伦特原油现货均价全年同比上涨了 43%，而需求端相对较弱，价格传导不畅，挤压了公司的利润；2023、2024 年，公司的业绩逐渐恢复。

图4：公司 2019-2024Q3 营业收入（亿元）及增速



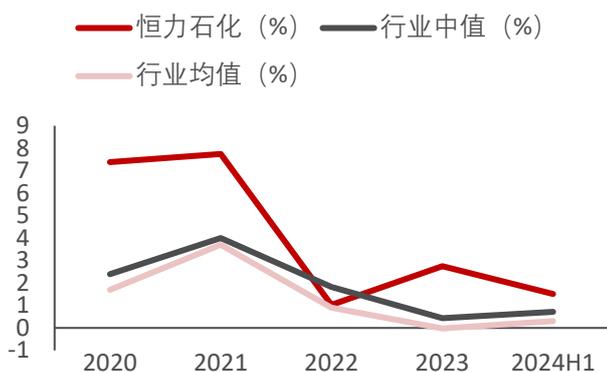
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：公司 2019-2024Q3 归母净利润（亿元）及增速

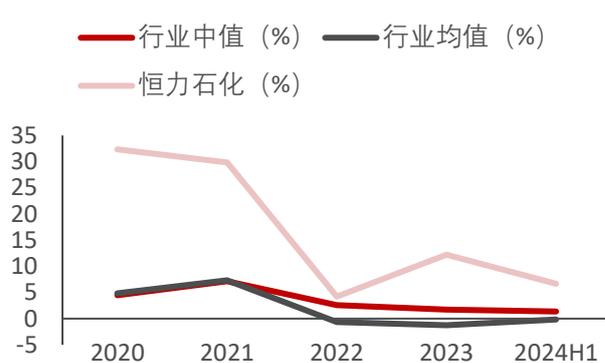


资料来源：iFind，民生证券研究院

公司经营效率处于行业前列。2020年至2024H1年，公司ROA、ROE显著领先行业，比如2024H1公司ROA为1.51%，高于行业均值的0.30%；ROE为6.68%，高于行业均值的-0.19%。通过其一体化产业链、成本控制、产品结构优化等，公司实现了经营效率的持续领先。

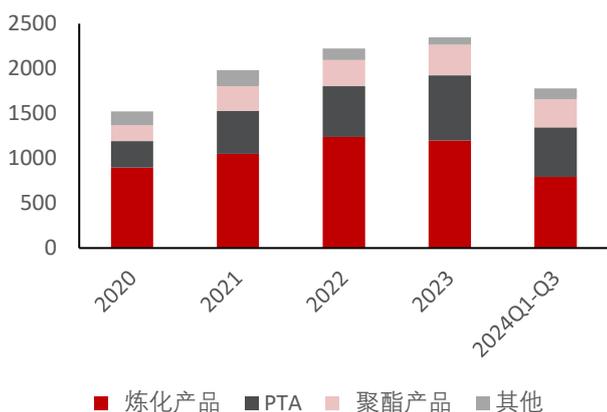
图6：公司及其所属申万二级行业 ROA 情况


资料来源：choice，民生证券研究院

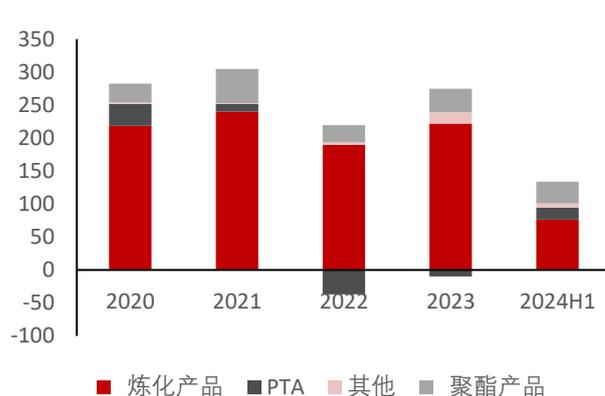
图7：公司及其所属申万二级行业 ROE 情况


资料来源：choice，民生证券研究院

炼化产品贡献了公司大部分利润。从营收结构上看，2023年炼化产品营收占比超过半成，达到51.08%，其次是PTA，占比达到30.91%，然后是聚酯产品，占比达到14.53%；利润结构上，近几年炼化产品的利润均占主导地位，2023年炼化产品的毛利润达到222亿元，占总毛利润的83.92%；2024年上半年同样是炼化产品毛利润占比最高，达到了56.84%。

图8：公司 2020-2024Q1-Q3 收入板块拆分 (亿元)


资料来源：iFind，民生证券研究院

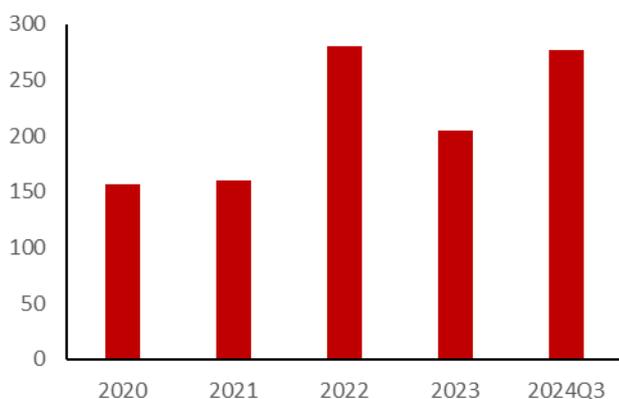
图9：公司 2020-2024H1 毛利润板块拆分 (亿元)


资料来源：iFind，民生证券研究院

1.3 稳健的经营业绩+逐渐下降的资本开支强度，公司的分红潜力有望提升

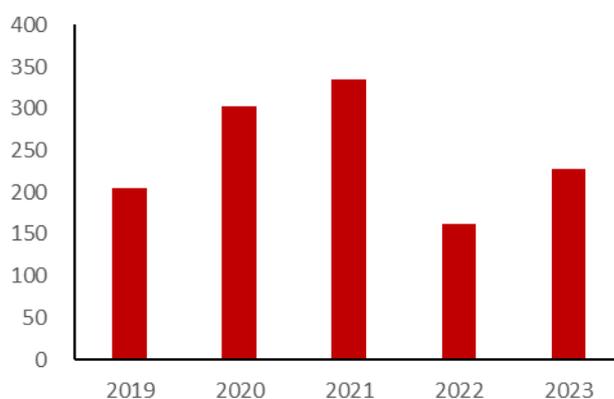
公司在手现金充足，业务布局也可以提供稳定的经营支撑。截至 2024Q3，公司货币资金 277 亿元，保持在高位；2023 年公司货币资金科目有所下降，主要是当年项目建设支出较多。同时，公司的业务布局也可以稳定的为公司贡献业绩，即使在 2022 年面临油价高企、需求承压的极端外部环境，公司也能实现正向的业绩表现，EBIDTA 达到 163 亿元。

图10：公司 2020-2024Q3 货币资金 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：公司 2019-2023 EBITDA (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司资本开支强度有望走低。公司上游炼厂和下游新材料平台基本搭建完成，我们预计接下去公司暂时没有强资本开支的项目规划，未来公司的资本开支强度有望逐渐走低。

表1：恒力石化在建工程的工程进度

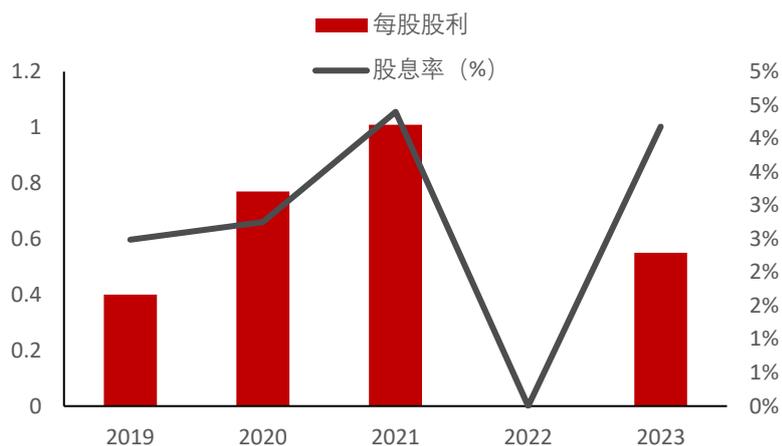
项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度
年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目	199.88	100.73	设备安装、部分试生产
年产 500 万吨 PTA 项目	114.5	101.8	试生产
年产功能性聚酯薄膜、功能性塑料 80 万吨项目	111.25	43.72	设备安装、部分试生产
年产 60 万吨功能性聚酯薄膜、功能性薄膜及 30 亿平方米锂电池隔膜项目	124.94	46.96	工程施工、设备安装
新材料产业园二期项目	78.68 亿	69.1	工程施工、设备安装

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：工程累计投入占比数据来自于 2024 年半年报

公司的分红潜力有望持续提升。稳定的业绩支撑叠加减弱的资本开支,公司的分红潜力有望持续提升,并且公司一贯注重股东回报,借壳上市以来公司大部分年份均进行现金分红,2020、2021年股利支付率超过4成,2023年股份支付率超过了5成,达到56.07%,高于股东回报承诺的指引。随着公司在建工程的陆续转固,公司的分红潜力有望持续提升。

图12: 公司近几年股息率(%,左)及每股股利(元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 股息率用各年年末收盘价(不复权)计算

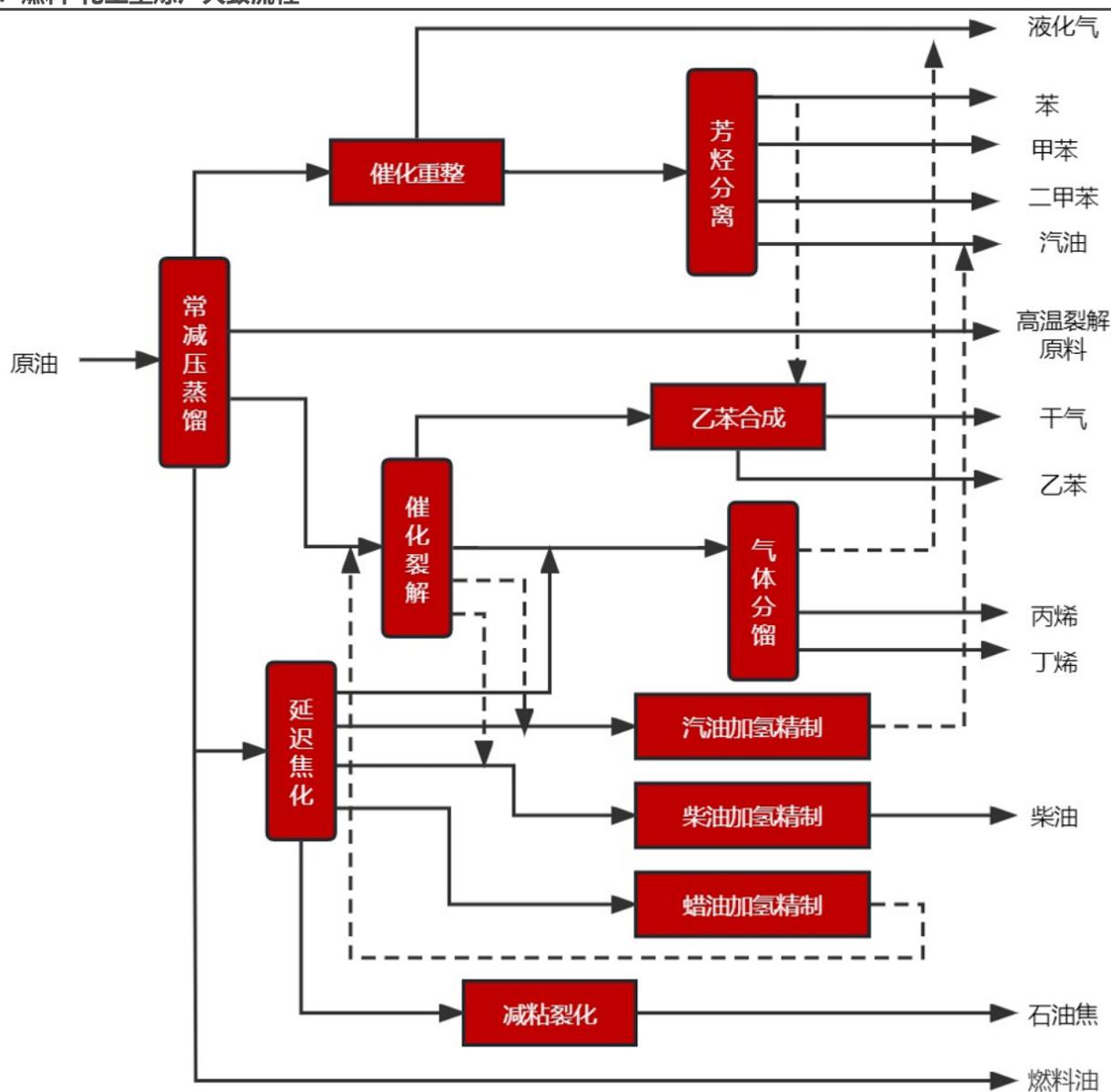
2 公司炼厂原油转化率更高，成本也更有优势

2.1 尽管重油进料比例更高，炼厂工艺依然展现出更高的复杂性和显著的领先优势

2.1.1 处理塔底重油以及减压渣油是炼厂脱颖而出的关键

大炼化是分离提纯的艺术。石油是复杂的混合物，组分的分子量分布从几十到几千，沸点也可以从常温到 500°C 以上，因此石油需要经过多道炼化加工，分离或调配出产品，才能在质量上符合使用要求。大炼化的主要任务就是高效、合理地将原油加工成各类产品。

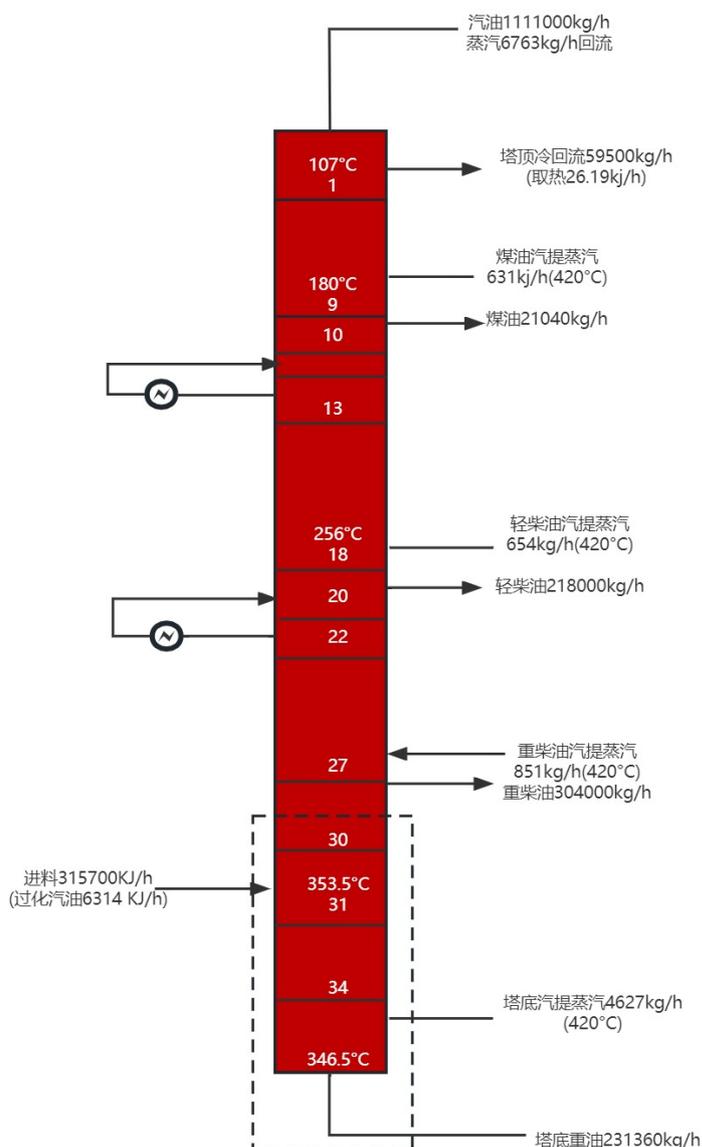
图13：燃料-化工型炼厂大致流程



资料来源：《石油炼制工程（第四版）》，民生证券研究院

处理塔底重油以及减压渣油是炼厂脱颖而出的关键。因为原油组份之间沸程比较宽，蒸馏技术就是原油复杂体系特征化最具有经济性的方法，通常情况下，从初馏点到 130°C上下的馏分被称为汽油馏分，130-230°C上下的馏分被称为航煤馏分，230-350°C上下的馏分被称为柴油馏分；当温度上升到 350°C以上时，为了防止部分馏分被分解，蒸馏需要在减压的条件下进行，换算回常压下的沸点在 350-500°C的馏分为润滑油馏分，高于 500°C为减压渣油馏分。渣油是多种烃类化合物组成的复杂混合物，含有较多的胶质和沥青质，因此传统中更多用于生产附加值较低的沥青和焦炭。如今世界范围内原油资源正逐步趋于重质化，用劣质的原油炼出最高的效益是各大厂商需要面临的机遇与挑战，因此可以说，提升重油转化加工水平，对重油进行高效深度转化是炼油企业提升竞争力的关键。

图14：常压装置中各温度范围的馏分



资料来源：《石油炼制工程（第四版）》，民生证券研究院

2.1.2 沸腾床加氢工艺使得炼厂转化率提升

公司进料中重质油占比较高。不同品质的原油成分和物理性质存在差别，轻油中短链烃的占比更高，而重油中长链烃占比更高，黏度也更大，后道深加工的难度也越高，产出品附加值相对更低，所以重质油价格相对更低。

表2：轻质油、中质油、重质油特性对比

	轻质油	中质油	重质油
主要成分	烷烃和芳烃	烷烃、芳烃和环烃	多环芳香烃、胶质、沥青质
密度(g/cm ³)	≤0.846	0.846-0.91	>0.91
API	>35	26-35	<26
黏度	较小	适中	较大
加工成本	较低	适中	较高
加工难度	较低	适中	较高
产品附加值	较高	适中	较低
应用	汽油、喷气发动机燃料和柴油		工业燃料、沥青和其他重产品，或经催化裂化、延迟焦化可制成轻质馏分

资料来源：上海期货交易所，中国石油，ICCT，韩国彤等《原油精细分档工艺的应用》，民生证券研究院整理

图15：轻重质原油价格对比（数据截至 2025/01）



资料来源：Choice，民生证券研究院

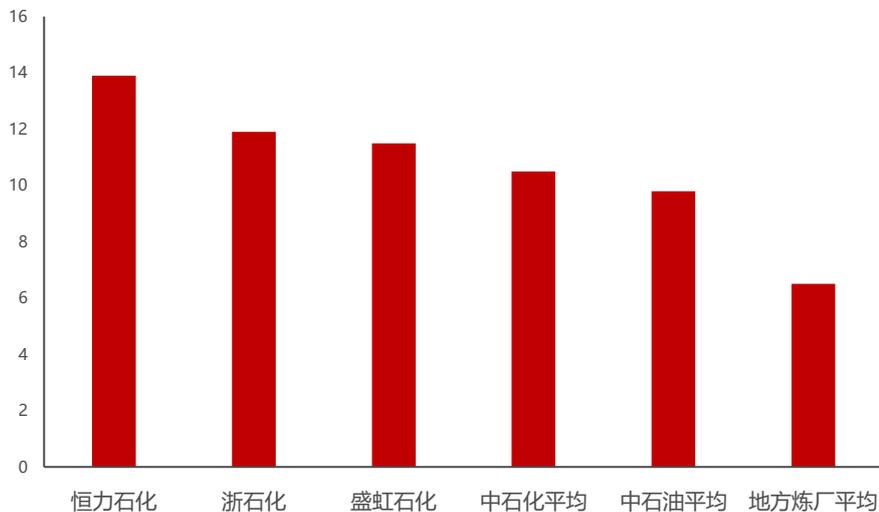
根据多个炼厂的环评报告计算，公司进料中重质油的比例比较高，达到了 60%。

表3：各大炼厂炼化一体化项目原油结构

炼厂项目	重质油	中质油	轻质油
恒力石化	60%	30%	10%
浙石化一期系列一	0	50%	50%
浙石化一期系列二	70%	30%	0
浙石化二期	50%	0	50%
盛虹炼化	50%	0	50%
旭阳石化	50%	0	50%
裕龙岛炼化	0	50%	50%

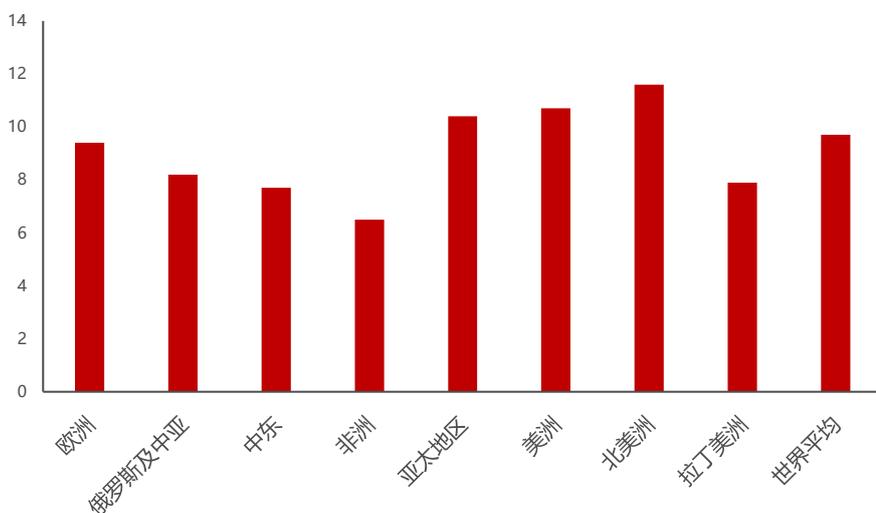
资料来源：各公司环评，恒力集团，民生证券研究院

尽管进料中重质油占比较高，公司的炼厂加工深度依然全球领先。 尼尔森系数是衡量炼厂竞争能力的一个重要指标，其通过加总炼厂各道设备复杂因子与通过率的乘积计算而来，因此后道深加工装置越多，炼厂整体的复杂程度就越高，而更高的复杂性系数意味着更灵活的原料选择及更强大的加工能力。通过横向比较全球各炼厂，公司的尼尔森系数领先明显，说明其炼厂竞争力全球领先。

图16：截至 2021 年各炼厂的尼尔森系数


资料来源：ENI，前瞻经济学人，证券市场周刊，民生证券研究院

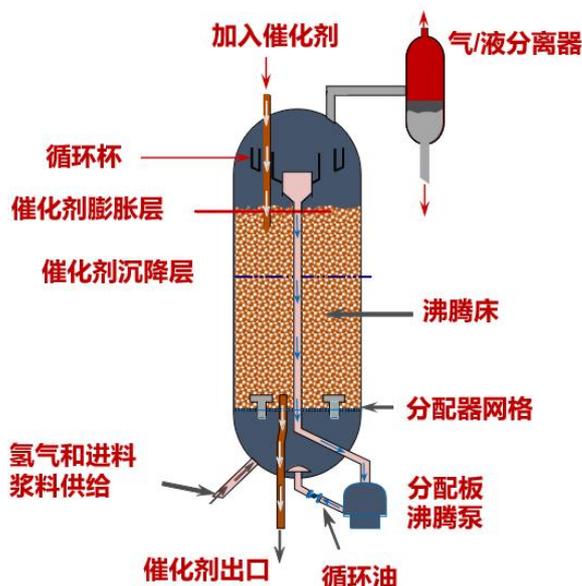
图17: 2023 年全球分地区的尼尔森系数



资料来源: ENI, 前瞻经济学人, 证券市场周刊, 民生证券研究院

沸腾床渣油加氢裂化技术的应用使得公司的炼厂竞争力大幅提升。加氢裂化是在催化剂存在条件下从外界补入氢气, 使得重质油品裂化为石脑油、煤油等轻质油品的过程。按照催化剂状态的不同, 加氢裂化可以分为固定床、沸腾床 (也称膨胀床)、悬浮床等工艺, 其中固定床是指催化剂在反应器中形成静态催化剂床层的工艺; 沸腾床是催化剂借助流体速度, 使得氢气、原料油和催化剂充分接触完成加氢反应的工艺, 因此沸腾床工艺转化效率会高于固定床, 工艺也更复杂; 悬浮床工艺类似沸腾床, 先将催化剂和原料预混合, 后再随氢气一并流动进行反应, 但该工艺装置投资较大, 目前距离工业化尚远。

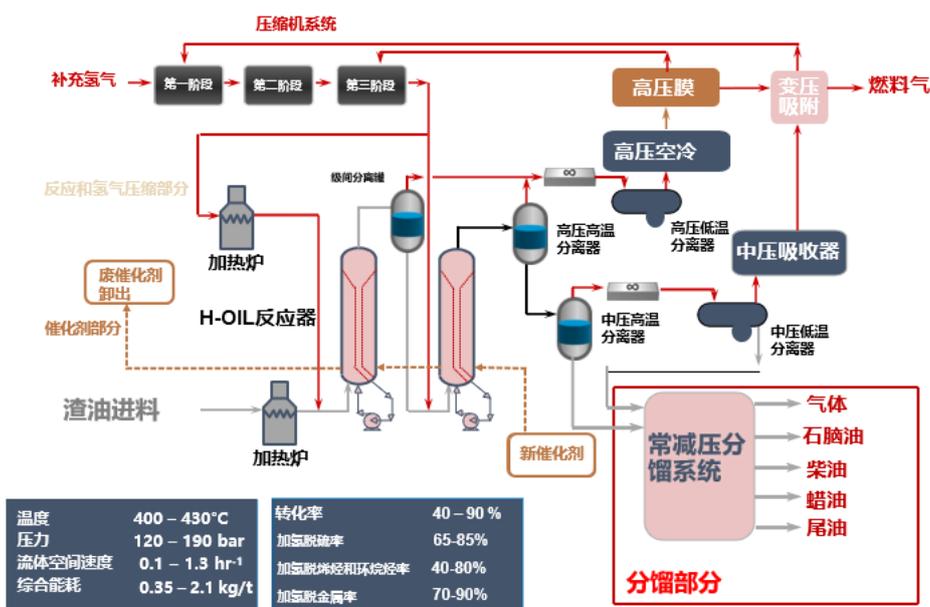
图18: 沸腾床渣油加氢工艺示意图



资料来源: Axens, 民生证券研究院

公司炼厂采用的是 Axens 的沸腾床加氢工艺，根据 Axens 技术描述，这套技术可以实现 40-90%的转化率，将渣油裂化成价值量更高的石脑油等组分进一步加工以实现更高的经济效益，未转化的部分也可以灵活加工成低硫燃料油或者去到焦化装置，实现炼厂效益最大化。

图19: Axens H-Oil 技术流程图概览

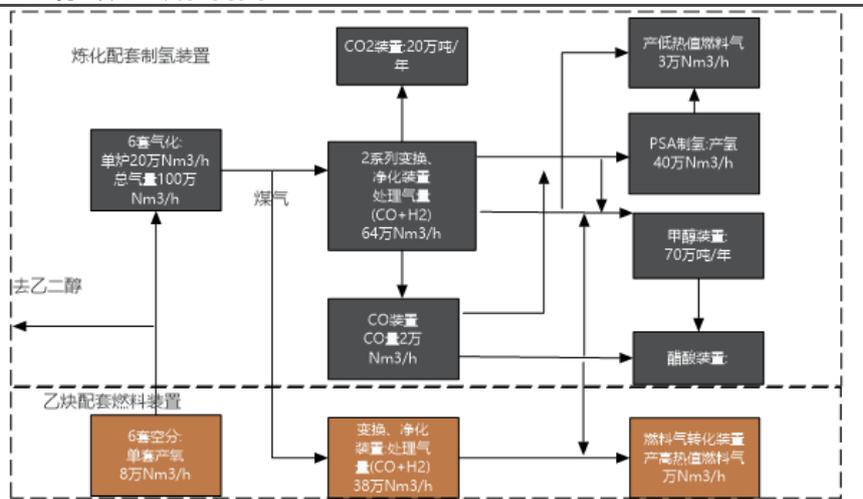


资料来源: Axens, 民生证券研究院

2.2 炼厂配套煤化工装置进一步确立成本优势

公司 500 万吨/年煤化工项目作为炼厂的配套项目，于 2019 年实现了六台气化炉的全投料，每年为炼厂稳定提供 30 万吨纯氢，同时还有 75 万吨的甲醇和 40 万吨的醋酸以及 12.6 万吨的液氮。

图20: 煤制氢装置流程图



资料来源: 恒力石化 (大连) 炼化有限公司煤制氢气化装置管理运行情况的汇报, 民生证券研究院

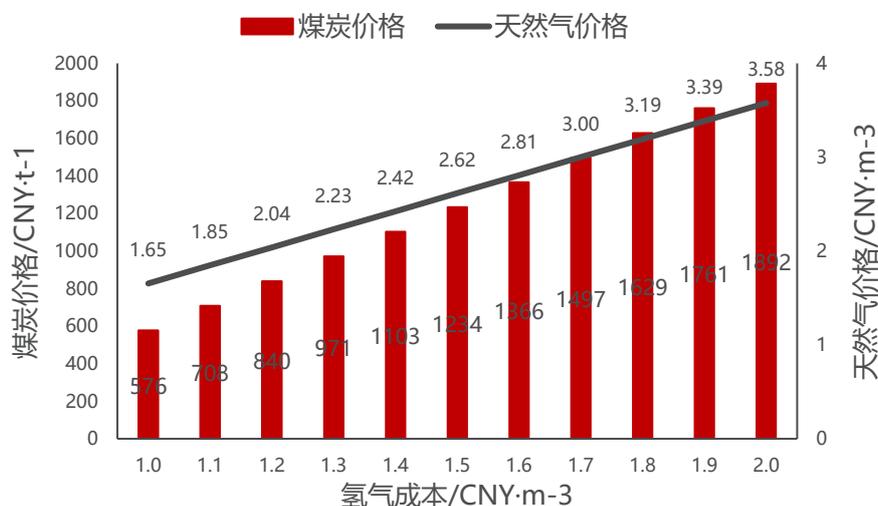
炼厂选择煤制氢路线成本会更有优势。炼厂的氢气一般有几个来源,包括(1)炼厂自身副产氢气,(2)炼厂配套制氢,(3)直接外购氢源。对于全加氢炼油流程而言,炼厂自身副产氢气难以满足需求,而考虑到经济性与稳定性,作为独立原料来源的天然气制氢以及煤制氢成为了两个可靠的制氢方案,相对而言气头路线的单位投资成本会有优势,但是煤头路线在大多数气煤比价关系下原料成本都更低,因此综合成本也会更有竞争力。

表4: 制备等量氢气时煤制氢和天然气制氢的成本测算

项目		煤制氢	天然气制氢
资源消耗	原料(煤炭(m ³)/天然气(kg))	0.74	1.29
	氧气/(元·m ⁻³)	0.21	-
	辅助材料/(元·m ⁻³)	0.04	0.01
	其他/(元·m ⁻³)	0.05	0.03
燃料动力能耗	燃料气/(元·m ⁻³)		0.39
	电/(元·m ⁻³)	0.02	0.02
	循环水/(元·m ⁻³)	0.01	0.01
	新鲜水/(元·m ⁻³)	0.01	0.01
	脱盐水/(元·m ⁻³)	0.03	0.02
	3.5MP 蒸汽/(元·m ⁻³)		-0.04
	总计/(元·m ⁻³)	0.05	0.38
固定成本	直接工资/(元·m ⁻³)	0.01	0.01
	制造费用/(元·m ⁻³)	0.14	0.07
	财务及管理费/(元·m ⁻³)	0.06	0.03
制氢成本	体积成本(标准状态)/(元·m ⁻³)	1.30	1.82
	质量成本/(元·kg ⁻¹)	14.48	20.24
	折吨成本/(元·t ⁻¹)	14476.67	20236.21

资料来源:邵乐等《天然气制氢及绿电制氢经济性分析》,张彩丽《煤制氢与天然气制氢成本分析及发展建议》,百川盈孚,大连华润,中国水网,南通市发展和改革委员会公告,民生证券研究院测算

图21: 不同制氢成本对应的煤炭及天然气价格



资料来源:邵乐等《天然气制氢及绿电制氢经济性分析》,张彩丽《煤制氢与天然气制氢成本分析及发展建议》,百川盈孚,大连华润,中国水网,南通市发展和改革委员会公告,民生证券研究院绘制

同时，煤化工产出的醋酸也可以供应到园区内 PTA 的产线，并且因为产业链集群，园区内各类大型装置均可以通过管道实现一体化耦合打通产业链，优化了运输、存储和冷却等中间环节，将公用工程的效益发挥到最大，因此公司诸多产品相比于同行均有一定的成本优势。

表5：恒力石化与可比公司的不同 PTA 工艺对比

项目	单耗/(kg·t ⁻¹)		成本/(元·t ⁻¹)		
	可比公司： INVISTA-P7	恒力石化 PTA-5： INVISTA-P8	可比公司： INVISTA-P7	恒力石化 PTA-5： INVISTA-P8	
原辅材料	PX	654.45	650.00	4738.87	4706.65
	醋酸	35.80	29.00	98.31	76.81
	氢溴酸	0.65	1.19	7.48	13.70
	碱液	32.00	8.23	66.62	17.13
	合计	-	-	4911.27	4814.30
公用工程	水	4390.00	664.94	15.15	2.13
	电/(kWh·t ⁻¹)	60.00	-105.00	38.43	-67.25
	蒸汽	700.00	573.90	193.20	155.69
	压缩空气/(m ³ ·t ⁻¹)	30.10	12.00	4.52	1.80
	合计	-	-	251.29	92.37
总计	-	-	5162.57	4906.67	

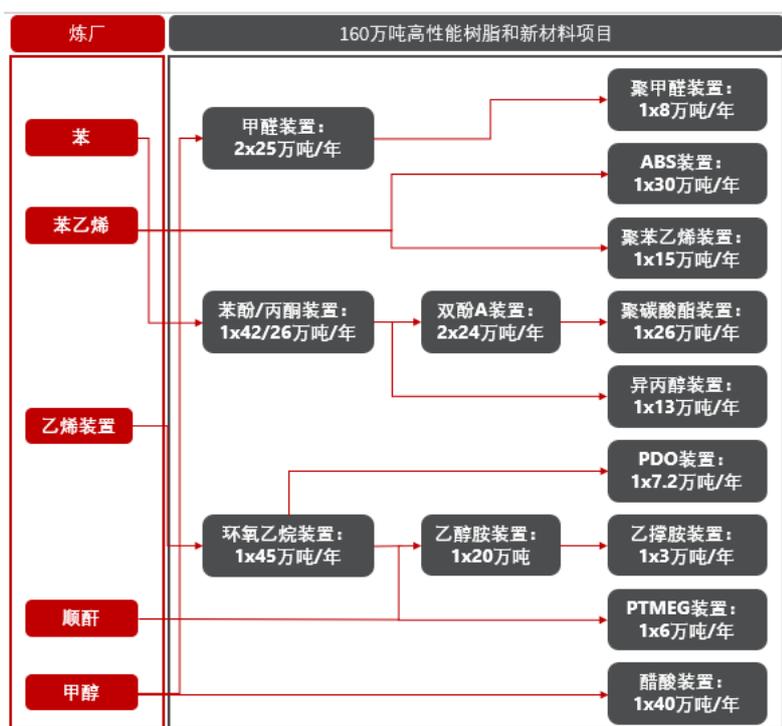
资料来源：恒力石化环评，恒力石化公告，中国水网，卓创资讯，政府公告，Chemical Book，ChemNet，euro-me，iFinD，百川盈孚，民生证券研究院

3 盈利能力有望持续改善，国产替代正当时

3.1 发力新材料，拓展产业链

公司 160 万吨/年的高性能树脂及新材料项目在 2024 年下半年实现全面投产，该精细化工项目侧重炼厂碳二产业链下游的延申以及煤化工相关产能的完善，降低了公司大宗化工品的比例，提升精细化学品和新材料产品的产出，也有助于我国突破部分材料“卡脖子”和“产能瓶颈”的受限环节。

图22：160万吨/年的高性能树脂及新材料项目进一步拓展了炼厂的产业链

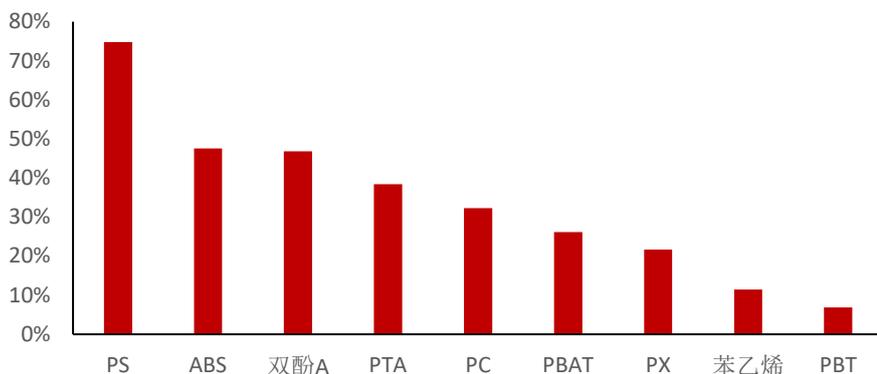


资料来源：公司公告，环评公告，民生证券研究院

3.2 芳烃板块：产品还存在一定进口依存度，涤纶长丝盈利有望复苏

催化重整是获取芳烃的主要方式，重整原料在抽提塔中与对芳烃溶解能力较好的溶剂（如环丁砜等）混合，混合物再经过汽提塔分离出溶剂和芳烃。得益于前文提到的沸腾床技术，公司可以用以重整的原料增多，因此公司芳烃产能也较大，以PX计可达到450万吨/年的产能。

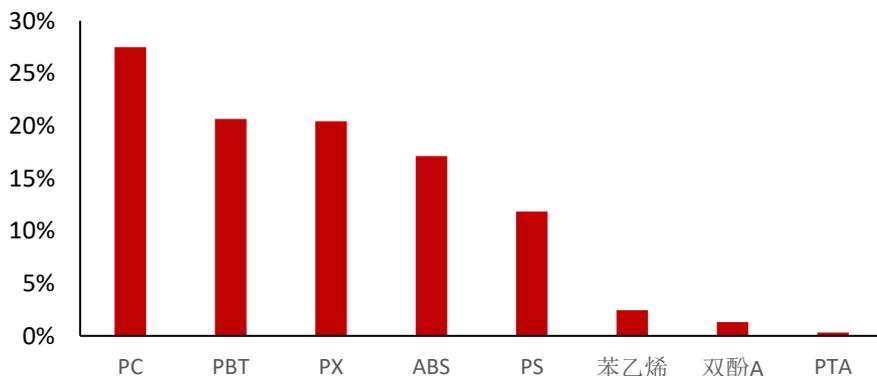
盈利能力的角度，目前公司芳烃产品的盈利能力有所分化，如PS的盈利分位数超过了7成，而PBAT、PX、苯乙烯、双酚A、PBT等产品的分位数水平还不到3成。

图23：公司部分芳烃产品毛利润分位数


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

注：各产品毛利润数据时间范围：PX、PS、ABS、PTA：2020.1-2025.1，苯乙烯、双酚A、PC：2020.1-2025.1，PBT：2021.1-2025.1，PBT：2021.5-2025.1

进口依存度角度，截至2024年，我国仍有约3成的PC需要进口，PBT和PX的进口依存度也达到了2成，还有国产替代的空间；我国对苯乙烯、双酚A和PTA的进口依存度较低，均不足5%。

图24：公司部分芳烃产品的行业进口依存度


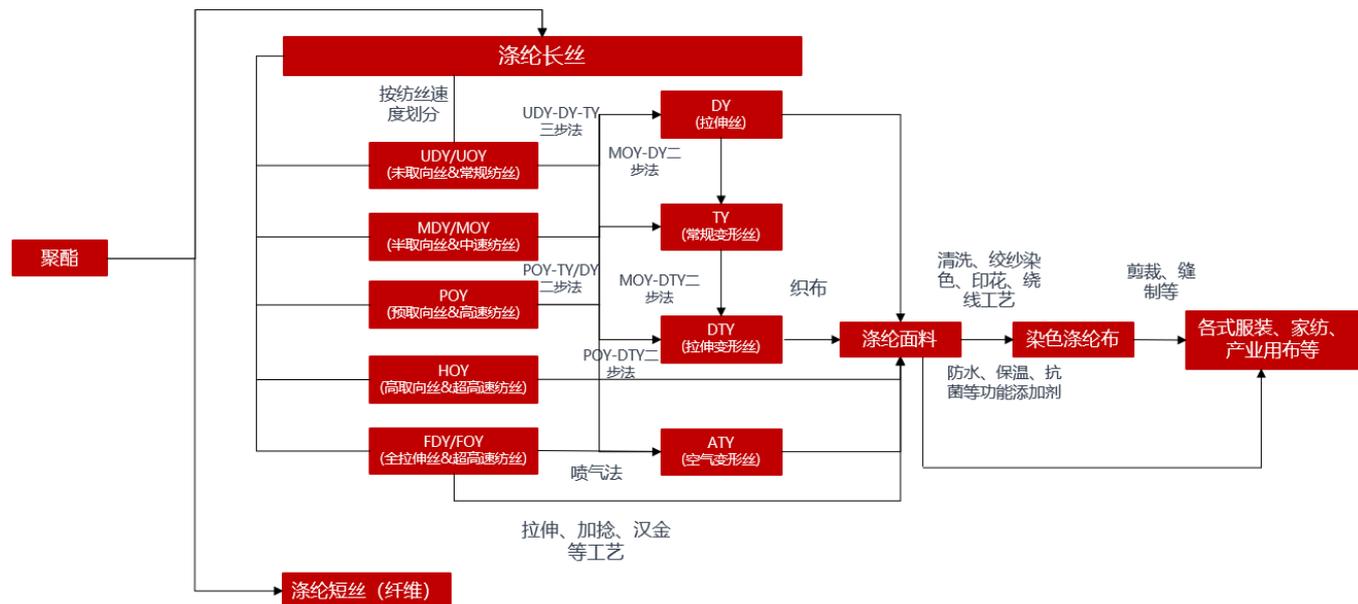
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

注：进口依存度是以2024年产品进口量除以表观消费量得到

3.2.1 涤纶长丝：供给端增速放缓，产品盈利有望回升

涤纶长丝产业链大方向上可以按照上游聚合—POY—加弹—织布—印染—服装、家纺厂等的产业链展开，不同布料工艺上也会有差别。

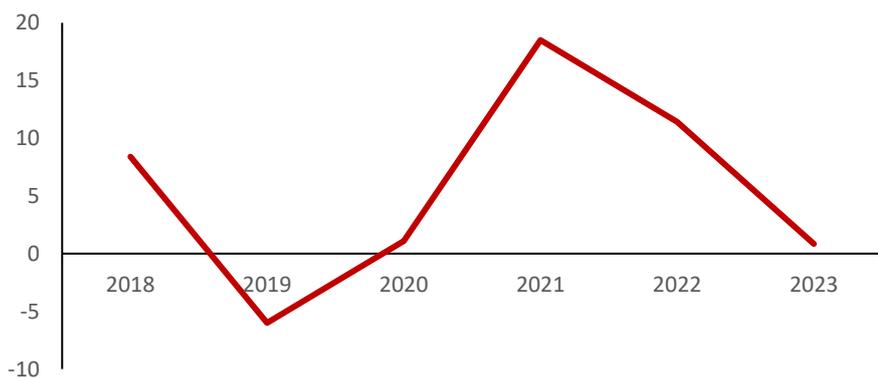
图25：涤纶长丝产业链概览



资料来源：sohu，民生证券研究院整理绘制

行业供给增速开始放缓。根据国家统计局的数据，2021、2022 年我国纺织业新建固定资产投资完成额增速分别为 18.5%和 11.4%，而 2023 年，该指标增速仅为 0.85%，下降幅度显著。

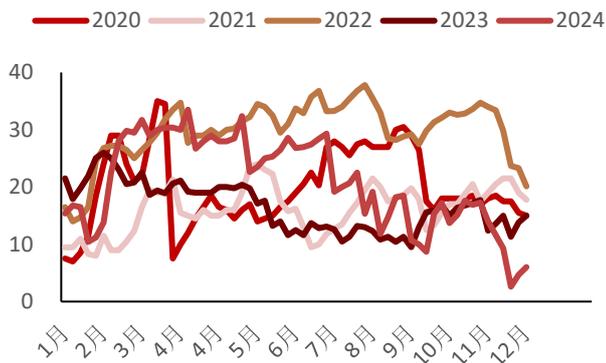
图26：纺织业新建固定资产投资完成额增速 (%)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

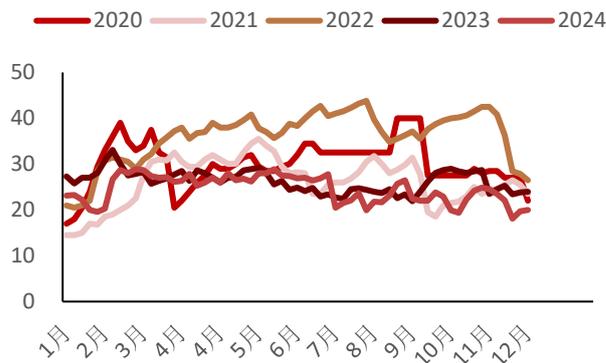
下游环节聚酯库存处于过去五年的低位，开工率保持在高位。根据 wind 的数据，从 2024 年 11 月开始，下游织机的涤纶库存处于过去五年同期的低位，而开工率在 2024 年全年均保持在高位，下游需求或将持续改善。

图27: 江浙织机 POY 的库存天数 (天)



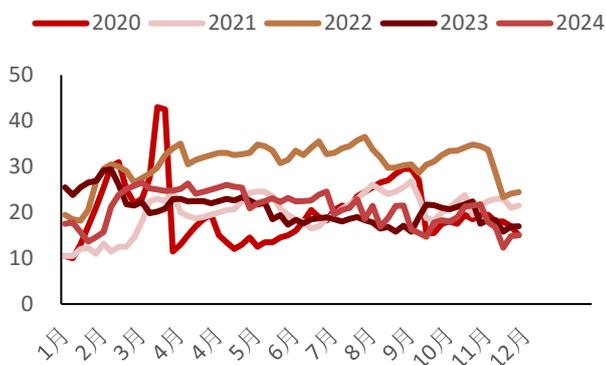
资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 江浙织机 DTY 的库存天数 (天)



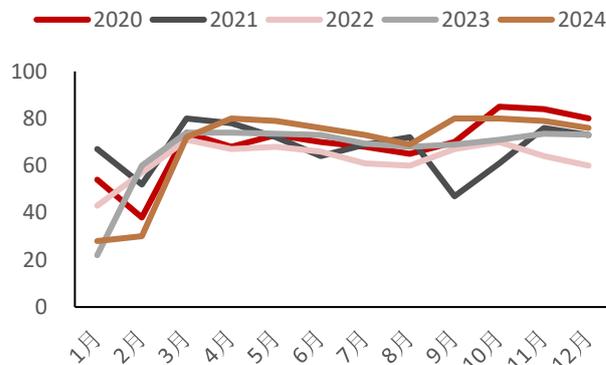
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图29: 江浙织机 FDY 的库存天数 (天)



资料来源: wind, 民生证券研究院

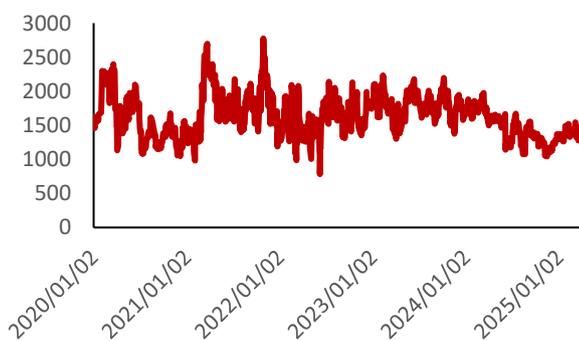
图30: 终端喷水、喷气织机开机率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

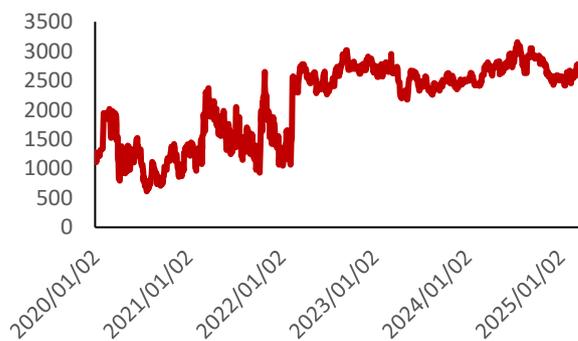
供给增速放缓叠加需求走好, 聚酯产品的盈利或将持续改善。根据百川盈孚的数据计算, 截至 2025 年 3 月 21 日, POY、DTY、FDY 的原料价差分别为 1292、2642、1692 元/吨, POY、FDY 位于过去五年各自价差的中低分位数水平, 行业供需共振下, 聚酯产品的盈利或将持续改善, 带动公司业绩持续增长。

图31: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)



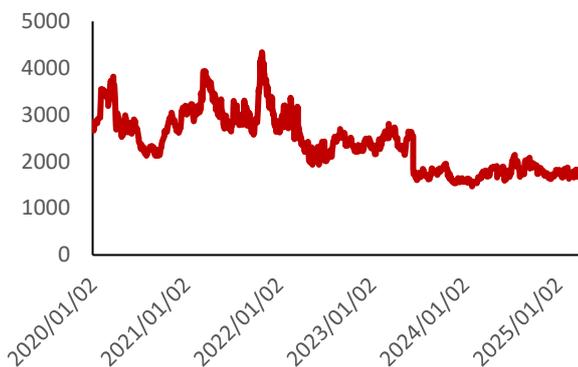
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图32: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图33: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)



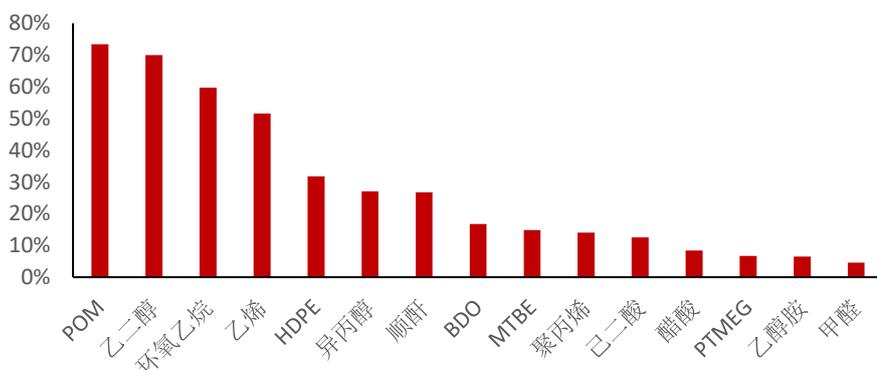
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

3.3 烯烃板块: 产品盈利能力分化, 部分产品进口依存度较高

炼厂轻烃主要来自各装置所产生的干气与液化气: 炼厂干气主要来自原油蒸馏以及催化裂化、延迟焦化、加氢裂化以及芳烃歧化等二次装置, 所含轻烃主要为 C2/C3 组分; 炼厂液化气主要来自常减压轻烃回收以及催化气分、延迟焦化、加氢裂化等二次加工装置, 所含轻烃主要为 C3/C4 组分。

盈利能力的角度, 烯烃板块产品的盈利能力提升空间较大, 大部分的烯烃类产品毛利润分位数水平没有达到 3 成, 随着下游需求走暖, 烯烃板块产品盈利有望回升。

图34: 公司部分烯烃产品毛利润分位数 (%)

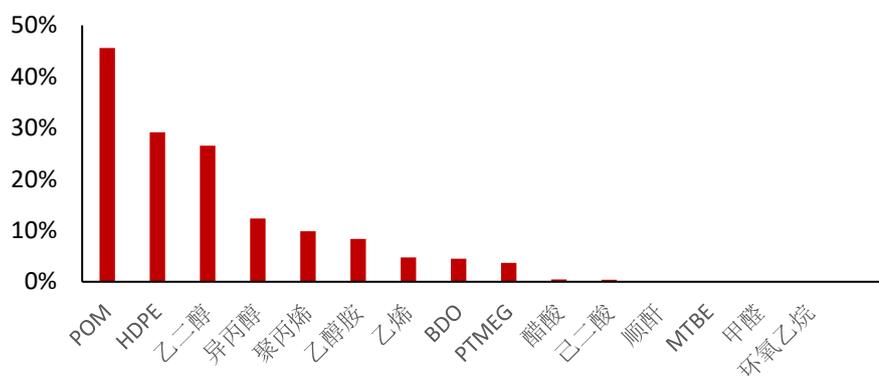


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

注: 毛利润数据时间范围: HDPE: 2020.5-2025.1, 聚丙烯、乙醇胺、乙二醇、BDO、醋酸、环氧乙烷、甲醛、乙烯、异丙醇、己二酸: 2020.1-2025.1, POM: 2020.7-2025.1, MTBE、PTMEG: 2021.1-2025.1, 顺酐: 2021.9-2025.1

进口依存度角度,截至 2024 年,我国仍有超 4 成的 POM 需要进口,HDPE、乙二醇的进口依存度也超过 2 成,还有国产替代的空间;我国对醋酸、环氧乙烷等烯烃产品的进口依存度较低。

图35: 公司部分烯烃产品的行业进口依存度 (% , 截至 2024 年)



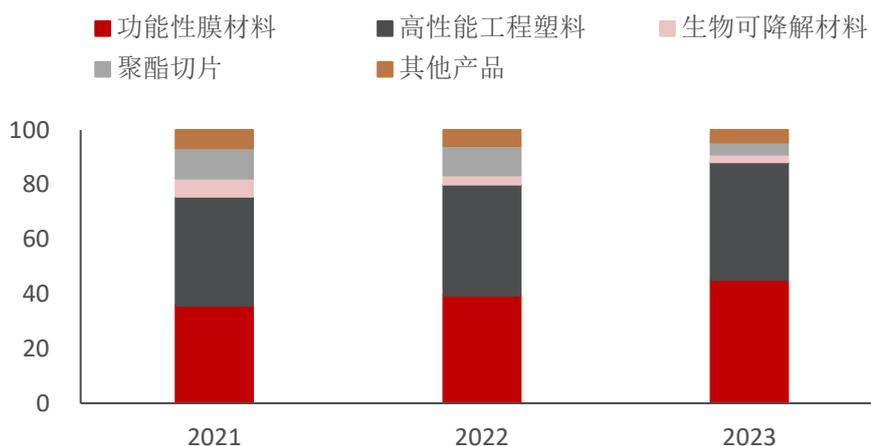
资料来源:百川盈孚,民生证券研究院

注:进口依存度是以 2024 年产品进口量除以表观消费量得到

4 康辉新材：产业链完善齐备，把握涌现的应用场景

康辉新材是恒力石化的全资子公司，于 2011 年落户于营口，目前拥有营口、大连、南通、苏州四个产研基地，是恒力石化下属重点打造高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料的子公司，2023 年上述业务营收占比分别达到了 45.14%、43.04%和 2.85%。

图36：康辉新材营收拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1 功能性膜材料

功能性膜材料是一种合成高分子材料，通过将不同涂层材料与基膜结合，提升了传统膜材料光学性、电学性、抗腐蚀性以及耐候性等特性。康辉新材的功能性膜材料领域主要布局了 BOPET 薄膜和锂电池隔膜两大产品类别。

表6：康辉主要布局的功能性膜材料

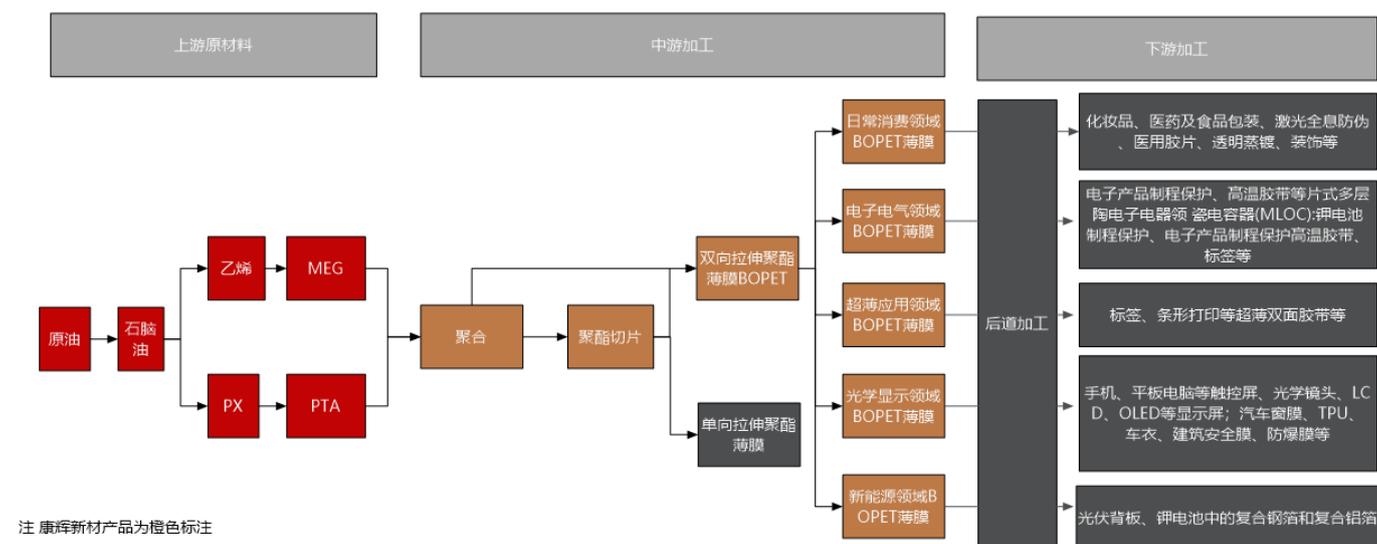
产品种类	应用领域	产品型号	产品应用
BOPET薄膜	日常消费领域	多功能薄膜	化妆品、医药及食品包装、激光全息防伪、医用胶片、透明蒸镀、装饰等
	电子电气领域	离型保护基膜	电子产品制程保护、高温胶带等
		MLCC离型基膜	片式多层陶瓷电容器(MLCC)
		在线涂硅离型膜	锂电池制程保护、电子产品制程保护、高温胶带、标签等
	超薄应用领域	TTR热转印基膜	标签、条形打印等
		其他超薄膜	超薄双面胶带等
	光学显示领域	OCA离型基膜	手机、平板电脑等触控屏、光学镜头
		偏光片离型保护基膜	LCD、OLED等显示屏
		高亮基膜	汽车窗膜、TPU车衣、建筑安全膜、防爆膜等
	新能源领域	光伏背板基膜	光伏背板
复合集流体基膜		锂电池中的复合铜箔和复合铝箔	
锂电池隔膜	新能源	锂电池隔膜	动力电池、储能、消费电子等领域

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1.1 BOPET 薄膜：引领国内市场向高端化发展

BOPET 薄膜是 PET 经过双向拉伸制成的薄膜，具有机械强度高、光学性能好、电绝缘性能佳、使用温度宽及耐化学腐蚀性强等优良特性。包装是 BOPET 薄膜最大的应用下游，通过对生产过程中切片、母料、涂布材料等原辅料的创新组合，BOPET 薄膜也被越来越广泛地应用于电子电气、光学显示、新能源和信息技术等领域。

图37: BOPET 产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前行业内主要采用直熔法和切片法两种 BOPET 的生产工艺。直熔法将聚酯熔体直接管道输送到薄膜产线，减少了熔体转化为固体切片的过程，所以具备一定的成本优势，但是产线灵活性不高，所以更多用于生产结构简单、功能性要求不高的产品；切片法是按照不同产品设定原料配比下料，经过酯化、缩聚反应形成切片，再从挤出机上进行后道工艺操作，灵活度更高，因此切片法被更多用于生产高性能、差异化、结构特殊的产品。

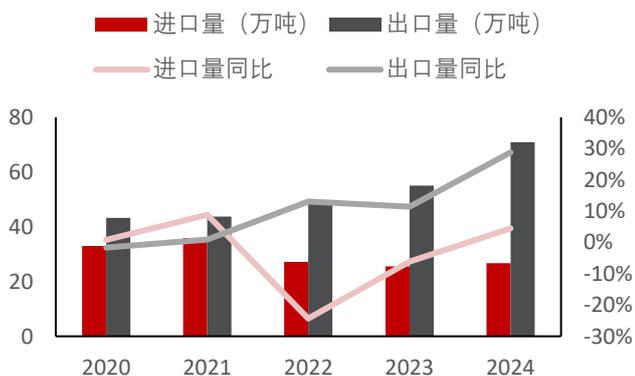
目前康辉新材熟练掌握了直熔法和切片法两种工艺，在营口基地布局了 9 条直熔法产线，包括 6 条 8.7m 宽幅产线以及 3 条 10.4m 的宽幅产线，充分发挥了营口基地靠近上游、靠近港口的优势；在南通和苏州基地，公司主要布局了切片法的产能，充分发挥地理优势贴近下游电子、新能源的市场。

表7：康辉新材分基地产能

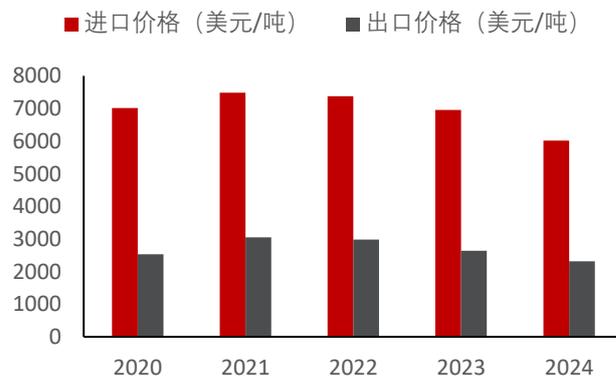
分基地	商品	企业产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	预计投产时间	投资额 (亿元)
营口	PBAT	3.3	-	-	12.2
营口	PBT	21	-	-	
营口	BOPET (直熔)	38.6	-	-	43.25
营口	BOPBAT	1.5	-	-	1.85
营口	锂电池隔膜+涂布	4.4 亿立方米/年锂电池隔膜 (湿法) +1.5 亿立方米/年锂电隔膜涂覆产能	-	-	10.49
南通	锂电池隔膜+涂布	3 亿立方米/年锂电池隔膜 (干法) +12 亿立方米/年锂电池隔膜 (湿法) +6 亿立方米/年锂电隔膜涂覆产能	-	-	30.84
南通	锂电池隔膜+涂布	-	15 亿立方米/年锂电池隔膜 +6 亿立方米/年锂电隔膜涂覆产能	规划中	规划中
南通	BOPET (切片)	-	50 万吨聚酯+10 万吨涂布	2027 年上半年	58.68
苏州	BOPET (切片)	47	-	-	51.67
苏州	BOPET 薄膜涂布+改性 PBT/PBAT	-	10 万吨 BOPET 薄膜涂布 +23 万吨改性 PBT/PBAT	规划中	规划中
大连	PBT/PBS 类 (含 PBAT) 柔性生产线	45	-	-	33.87

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我国中高端 BOPET 薄膜市场还有提升空间。受益于我国制造业的发展以及原料、运输端等成本优势，我国 BOPET 薄膜出口量近几年攀升显著，根据百川盈孚的数据，2024 年我国 BOPET 薄膜出口量已经从 2020 年的 43 万吨攀升到 71 万吨，出口规模增长显著，并且伴随日韩在普通 BOPET 薄膜市场的退出，我国 BOPET 薄膜出口竞争力有望保持。另一方面，由于我国早期缺乏中高端制造业，国内高端 BOPET 薄膜的产能相应欠缺，所以我国还需要以高价进口海外的产品。

图38：我国 BOPET 薄膜进出口量情况


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

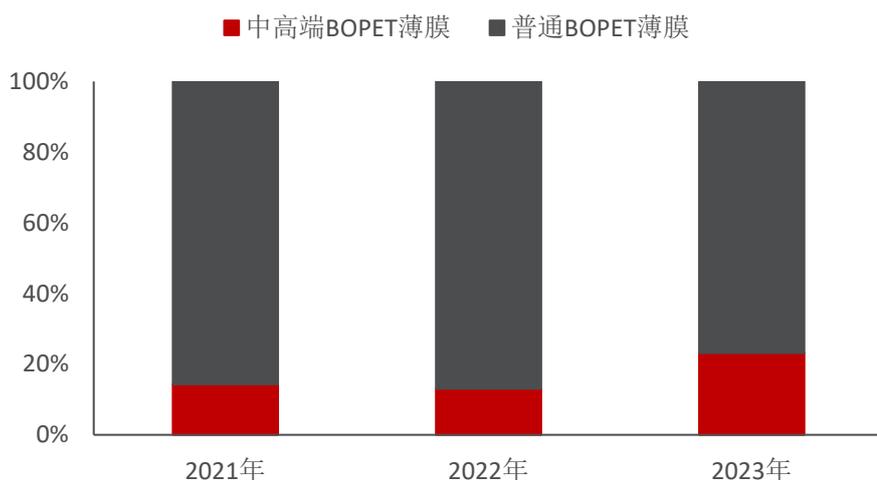
图39：我国 BOPET 薄膜进出口价格情况


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

生产中高端 BOPET 薄膜需要从多个方面发力。(1) 母料的产研能力是核心竞争力, 中高端母料需要根据薄膜需求调配粉体种类以及相应的添加比例, 使得薄膜的透光率、雾度、光泽度、清晰度、粗糙度等指标达到要求; (2) 工艺技术也是核心因素, BOPET 薄膜是高分子材料, 功能结构相对复杂, 因此工艺门槛较高, 对于不同批次产品之间的工艺稳定性也是挑战。

康辉新材在中高端 BOPET 生产上积极布局, 有望引领国内 BOPET 薄膜市场向高端化发展。(1) 在母料的布局上, 公司目前已经投产了母粒生产装置, 并且已经突破 MLCC 离型基膜、偏光片离型保护基膜等技术难度极高的母料配方, 成功研制并生产满足 MLCC 用膜对粗糙度特性极高的特殊粒径母料、满足 OCA 用膜、偏光片用膜对均一性、平整性要求极高的特种复配型母料; (2) 工艺技术上, 康辉新材掌握双向拉伸聚酯薄膜技术、涂布配方设计及应用技术等一系列核心技术, 不断突破技术壁垒。2023 年, 康辉新材中高端 BOPET 薄膜销售收入占比达到了 23.19%, 同比接近提升了 10pct。

图40: 公司中高端 BOPET 薄膜的销售收入占比在提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图41：康辉新材 BOPET 薄膜系列布局情况

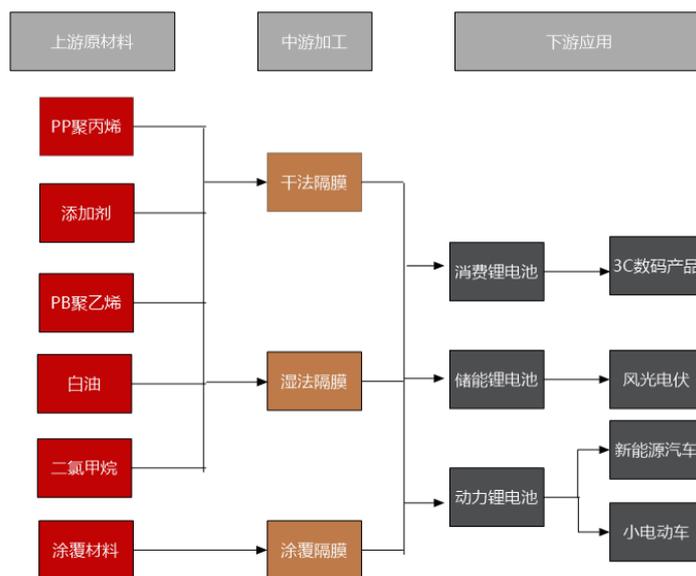


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1.2 锂电池隔膜：产线效率高，受益于产业链放量增长

在锂电池隔膜领域，康辉新材湿法基膜定制化引进日本芝浦生产线，车速可以达到 60-90m/min，幅宽在 5.5-6.0m，领先于行业平均水平；干法基膜进口 SML 流延产线，有效幅宽达到 1.6m、生产车速最高可达 120m/min，并且与供应商合作开发了在线退火拉伸产线，过程损耗率可降低 10%左右，综合来看康辉新材干法基膜成本可比同行降低 15-20%；涂布产线则采用了一体化涂布设备，提升效率也减少损耗。

图42：锂电隔膜产业链



注 康辉新材产品为橙色标注

资料来源：公司公告，民生证券研究院

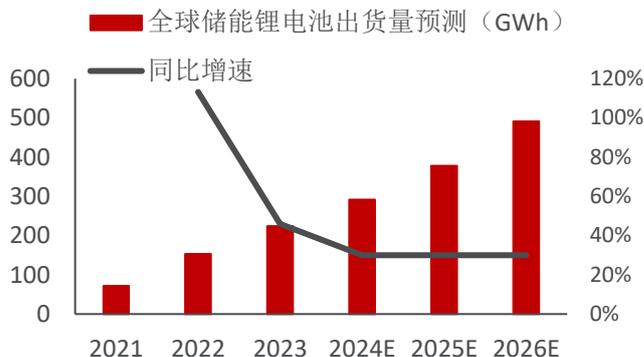
伴随着动力锂电池、储能锂电池的快速放量，以及小型锂电池在消费电子领域的更新换代，预计全球范围内锂电池隔膜的需求量还将保持快速增长，康辉新材有望凭借领先的产线充分受益于产业大趋势。

图43：全球动力锂电池出货量预测



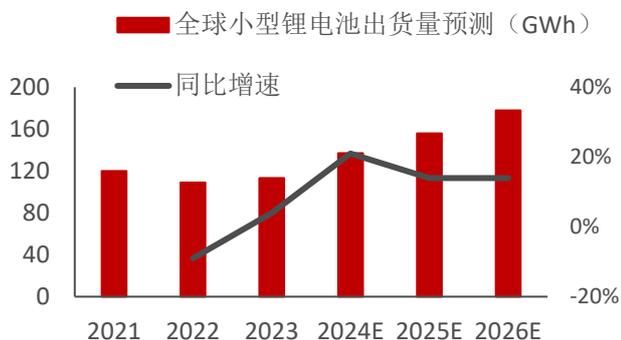
资料来源：起点研究院，EVTANK，公司公告，民生证券研究院

图44：全球储能锂电池出货量预测



资料来源：起点研究院，EVTANK，公司公告，民生证券研究院

图45：全球小型锂电池出货量预测

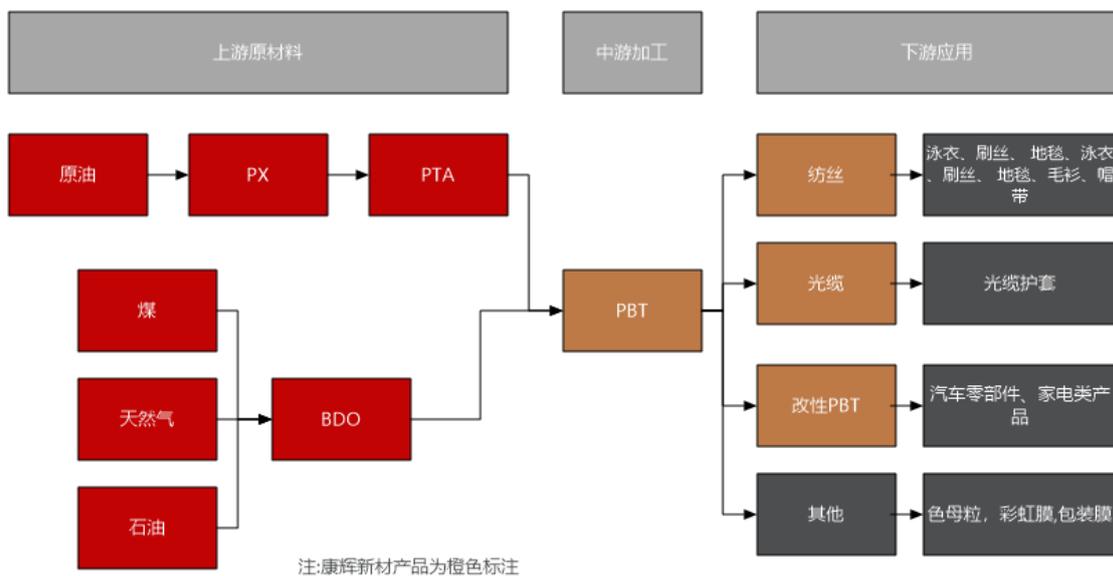


资料来源：起点研究院，EVTANK，公司公告，民生证券研究院

4.2 高性能工程塑料：需求稳定增长，公司龙头地位稳固

康辉新材高性能工程塑料产品主要包括 PBT 工程塑料与改性 PBT 工程塑料产品，不经改性的 PBT 工程塑料主要应用在纺丝领域，改性 PBT 工程塑料主要应用在汽车、家电、光缆领域。

图46：高性能工程塑料产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

PBT 工程塑料的需求量有望保持稳定增长。伴随着我国新能源汽车、人工智能技术等产业链的发展，预计国内的 PBT 市场需求量有望稳健增长，根据隆众资讯数据，截至 2022 年，我国 PBT 消费量为 71 万吨，2023 年我国 PBT 表观消费量增长至 77 万吨，年消费量约占全球总用量的三分之一，为世界 PBT 用量最多的国家；全球范围内，在“以塑代钢、以塑代木”的产业大趋势下，PBT 工程塑料的需求量也有望稳健增长。

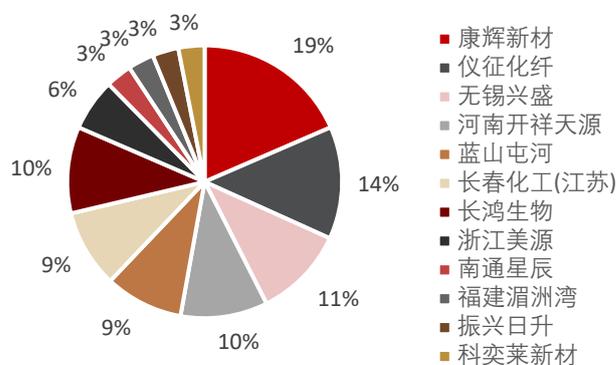
公司是国内 PBT 市场的龙头，截至 2025 年 4 月，公司 PBT 产能占国内总产能的 19%。考虑到公司 PBT 出口日韩的关税优势，以及业务的先发优势积累和地处营口基地带来的运距优势，公司 PBT 板块业务的龙头地位有望保持。

图47：2022-2025E 全球及中国 PBT 工程塑料消费量



资料来源：隆众资讯，观研报告网，民生证券研究院

图48：截至 2025 年 4 月国内 PBT 产能格局

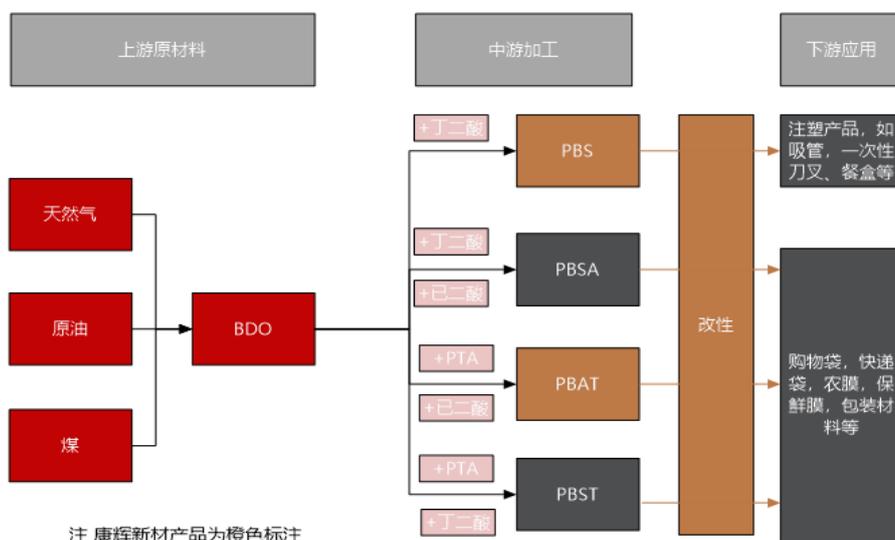


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

4.3 生物可降解材料：解决“白色污染”的重要材料

生物可降解材料是指在自然界如土壤或沙土条件下，或特定条件下，由自然界存在的微生物作用引起降解，并最终完全降解变成二氧化碳或（和）甲烷、水及其所含元素的矿物无机盐以及新的生物质的塑料。可降解材料的上游主要是 PTA 和 BDO 这类大宗材料，下游主要应用在包装袋（如商超购物袋、外卖餐盒、快递袋等）和农用地膜等日用及农用等领域。

图49：可降解材料产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

PBAT 的需求量有望保持增长。随着全球及中国的“限塑”和“禁塑”政策的逐步落地，PBAT 等生物可降解材料凭借其可降解和对环境无害等优势，将逐步取代传统塑料。未来，我国生物可降解材料 PBAT 需求量将快速增长。

表8：全生物降解地膜发展要求/目标

时间	内容
2007年	首次提出发展“可降解农膜”是在 2007年
2013年	首次提出地膜回收
2014年	提出推广高标准农膜和残膜回收等试点
2015年	农田残膜回收区域性示范
2018年	推进废弃农膜回收
2019年	农膜等农业废弃物资源化利用
2020年	第一次提出农膜污染问题，要求加强农膜污染治理
2021年	再提可降解农膜，全面实施秸秆综合利用和农膜、农药包装物回收行动，加强可降解农膜研发推广。
2022年	首次明确推广全生物降解地膜，要求加大加厚地膜与全生物降解地膜推广应用力度，全生物降解地膜 500万亩、加厚高强度地膜 5000万亩
2025年	推广应用全生物降解地膜 3000 万亩以上(即约需求24万吨 PBAT)，推广应用加厚高强度地膜2亿亩以上，推动全国地膜回收率达到85%以上，全国农田地膜残留量实现零增长

资料来源：公共资源网、金联创订阅号，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务涵盖炼化、芳烃、烯烃、基础化工、精细化工及下游多个领域材料产品的生产、研发与销售，随着公司上游 2000 万吨/年炼化一体化项目、150 万吨/年乙烯等产能的完全投产以及下游化工新材料产业链的持续推进，公司正在不断完善“大炼化产业链+化工新材料产业链”的全产业链经营模式。

业务拆分：我们预测公司 2024-2026 年，公司营业收入将分别达到 2418.12 亿、2520.11 亿、2628.25 亿元，分别同比增长 2.96%、4.22%、4.29%。具体拆分来看，恒力石化收入主要分为炼化产品、PTA、聚酯产品、其他主营业务、其他业务。

1) 炼化板块：目前来看，炼油产能接近达峰，小规模炼厂产能淘汰进程加快，公司作为炼化一体化龙头企业，未来存量竞争占据优势，业绩有望稳健增长。结合公司 2024 年前三季度的经营数据，炼化板块产量为 1733.54 万吨，同比减少 7.3%，平均售价同比减少 1.69%，整体在正常范围内波动；销量数据有所下滑，2024 年前三季度实现销量 1440.11 万吨，同比减少了 13.42%，考虑到公司该板块业务包含了贸易业务，预计是贸易量下滑导致了炼化板块营收在 2024 年有所下滑；而 2025、2026 年，炼厂开工率仍然有望保持在高位，炼化产品的产量和销量保持相对稳定，而销售均价因为下游需求复苏等原因有所增长，所以营收呈现小幅增长的态势。预计 2024-2026 年，公司炼化板块营业收入将分别达到 1031.67 亿、1062.62 亿、1094.50 亿元，分别同比-14%、+3%、+3%。

2) PTA 板块：公司 2024 年前三季度 PTA 产品平均售价达到 5159.0 元/吨，同比 2023 年上涨 1.49%，销量达 1069.29 万吨，同比增长 12.43%，考虑到公司有 500 万吨 PTA 产能处于爬坡，预计 2024 年公司 PTA 的销量同比有望进一步增长，售价保持相对稳定；而 2025、2026 年，公司 PTA 项目开工率有望进一步小幅提升，售价仍然保持相对稳定，因此我们预计 2024-2026 年，公司 PTA 板块营业收入将分别达到 827.72 亿、852.56 亿、878.13 亿元，分别同比+14%、+3%、+3%。

3) 聚酯产品板块：考虑到 2024 年公司年产功能性聚酯薄膜、功能性塑料 80 万吨项目等新材料项目产能投产，并且聚酯板块下涤纶长丝行业因为供给增速下降而需求平稳略增长，涤纶长丝价格有望保持相对坚挺。预计 2024-2026 年，公司聚酯产品板块营业收入将分别达到 443.50 亿、487.85 亿、536.64 亿元，分别同比+30%、+10%、+10%。

分板块来看，我们预计 (1) 炼化板块：炼化产品上游直接受到原油价格影响，下游产品又比较分散，与宏观需求相关，站在当前时间点我们预计未来油价中枢相对平稳，下游需求也将随着宏观经济复苏而走强，因此我们预计公司 2024-2026 年炼化板块毛利率将相对平稳，分别达到 16.0%、16.1%、16.2%；(2) PTA 板

块：公司是 PTA 行业龙头企业，装置生产运行稳定，生产成本也具有竞争力。目前公司后续没有新增 PTA 产能，并且同前假设成本端油价中枢相对平稳，我们预计 2024-2026 年 PTA 板块毛利率将相对稳定，分别达到 4.5%、4.5%、4.5%；

(3) 聚酯产品板块：考虑到聚酯行业新增产能增速放缓，公司聚酯产品盈利能力有望提升，预计 2024-2026 年聚酯产品板块毛利率将分别达到 12.0%、12.5%、13.0%。

总体来看，我们预计公司 2024-2026 年总毛利率分别为 10.97%、11.13%、11.31%。

表9：公司分板块营收与毛利润测算

		2023	2024E	2025E	2026E
炼化板块	营业收入 (百万元)	119,961.39	103,166.80	106,261.80	109,449.66
	营收增速 (%)	-3.00%	-14.00%	3.00%	3.00%
	毛利率 (%)	18.53%	16.00%	16.10%	16.20%
PTA 板块	营业收入 (百万元)	72,607.33	82,772.35	85,255.52	87,813.19
	营收增速 (%)	28.20%	14.00%	3.00%	3.00%
	毛利率 (%)	-1.36%	4.50%	4.50%	4.50%
聚酯产品板块	营业收入 (百万元)	34,115.42	44,350.05	48,785.06	53,663.56
	营收增速 (%)	17.09%	30.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	10.40%	12.00%	12.50%	13.00%
其他主营业务板块	营业收入 (百万元)	6,515.49	9,773.23	9,870.96	9,969.67
	营收增速 (%)	-46.75%	50.00%	1.00%	1.00%
	毛利率 (%)	12.41%	1.00%	1.00%	1.00%
其他业务板块	营业收入 (百万元)	1,666.49	1,749.82	1,837.31	1,929.17
	营收增速 (%)	141.95%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	53.29%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营业收入 (百万元)	234,866.13	241,812.25	252,010.65	262,825.25
	营收增速 (%)	5.62%	2.96%	4.22%	4.29%
	毛利率 (%)	11.28%	10.97%	11.13%	11.31%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

考虑到 A 股上市企业中有很多与公司业务模式相仿的标的企业，我们采用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股中荣盛石化、恒逸石化、中国石化作为可比公司，其中荣盛石化控股浙石化炼厂，恒逸石化在文莱建有炼厂，中国石化也有多块炼化资产，因此业务具备可比性。根据 2025 年 04 月 09 日的收盘价，2025、2026 年预计可比公司 PE 均值分别为 19、14 倍，而公司的 PE 为 13、12 倍，低于平均值。考虑到公司炼厂效率领先，产品结构也有望持续改善，我们认为公司估

值还有进一步提升的潜力。

表10: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002493.SZ	荣盛石化	7.96	0.13	0.38	0.59	61	21	13
000703.SZ	恒逸石化	5.88	0.13	0.24	0.36	45	25	16
600028.SH	中国石化	5.63	0.41	0.47	0.51	14	12	11
	平均					40	19	14
600346.SH	恒力石化	15.13	0.93	1.15	1.27	16	13	12

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 wind 一致预期, 股价时间为 2025 年 04 月 09 日; 中国石化 2024 年财报已披露

5.3 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 65.69、80.93、89.37 亿元, EPS 分别为 0.93、1.15 与 1.27 元, 04 月 09 日收盘价对应 PE 分别为 16、13 和 12 倍。考虑到公司炼厂装置全球领先, 产品盈利有望改善, 分红潜力有望提升, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 原油等原材料价格大幅波动风险。大炼化企业需要采购原油进行炼化加工,因此原油价格大幅波动会对公司业绩带来影响,比如原油价格大幅上涨,企业成本端将会承受压力,并且油价上涨也会带动其他相关原材料的价格上行;原油价格大幅下跌又会影响企业终端产品的售价,对公司业绩也带来影响;

2) 地缘政治关系恶化的风险。如果地缘政策关系恶化,如对某原油出口国实施原油禁运等,将会对原油价格造成影响;

3) 下游需求不及预期的风险。大炼化下游产品如长丝等与需求息息相关,如果下游需求不及预期,将影响大炼化产品的销售。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	234,866	241,812	252,011	262,825
营业成本	208,384	215,286	223,951	233,102
营业税金及附加	9,201	9,476	9,875	10,299
销售费用	293	363	378	394
管理费用	1,997	2,057	2,144	2,236
研发费用	1,371	1,412	1,472	1,535
EBIT	13,934	14,253	15,270	16,384
财务费用	5,365	5,448	4,491	4,505
资产减值损失	-594	-323	-336	-350
投资收益	-37	-38	-39	-41
营业利润	8,900	8,442	10,400	11,485
营业外收支	-27	0	0	0
利润总额	8,873	8,442	10,400	11,485
所得税	1,969	1,873	2,308	2,548
净利润	6,904	6,569	8,093	8,937
归属于母公司净利润	6,905	6,569	8,093	8,937
EBITDA	23,664	24,774	27,218	29,505

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,469	25,422	24,273	25,471
应收账款及票据	538	543	566	591
预付款项	1,736	1,793	1,865	1,941
存货	31,268	31,980	33,267	34,627
其他流动资产	12,073	12,696	12,912	13,141
流动资产合计	66,083	72,434	72,884	75,771
长期股权投资	646	646	646	646
固定资产	129,987	150,595	166,134	177,460
无形资产	9,035	9,035	9,035	9,035
非流动资产合计	194,516	204,059	209,636	212,858
资产合计	260,599	276,493	282,520	288,629
短期借款	66,995	73,067	73,067	73,067
应付账款及票据	27,601	28,515	29,663	30,875
其他流动负债	29,266	29,896	30,366	30,865
流动负债合计	123,862	131,479	133,096	134,807
长期借款	70,621	76,130	76,130	76,130
其他长期负债	6,118	6,145	6,145	6,145
非流动负债合计	76,739	82,274	82,274	82,274
负债合计	200,600	213,753	215,371	217,081
股本	7,039	7,039	7,039	7,039
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益合计	59,999	62,740	67,149	71,548
负债和股东权益合计	260,599	276,493	282,520	288,629

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.62	2.96	4.22	4.29
EBIT 增长率	109.16	2.29	7.13	7.30
净利润增长率	197.83	-4.86	23.20	10.43
盈利能力 (%)				
毛利率	11.25	10.97	11.13	11.31
净利润率	2.94	2.72	3.21	3.40
总资产收益率 ROA	2.65	2.38	2.86	3.10
净资产收益率 ROE	11.51	10.47	12.05	12.49
偿债能力				
流动比率	0.53	0.55	0.55	0.56
速动比率	0.18	0.21	0.20	0.21
现金比率	0.17	0.19	0.18	0.19
资产负债率 (%)	76.98	77.31	76.23	75.21
经营效率				
应收账款周转天数	0.70	0.81	0.79	0.79
存货周转天数	59.69	52.88	52.44	52.43
总资产周转率	0.94	0.90	0.90	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	0.93	1.15	1.27
每股净资产	8.52	8.91	9.54	10.16
每股经营现金流	3.34	3.12	3.54	3.82
每股股利	0.55	0.52	0.64	0.71
估值分析				
PE	15	16	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.24	9.78	8.90	8.21
股息收益率 (%)	3.64	3.46	4.26	4.71

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,904	6,569	8,093	8,937
折旧和摊销	9,731	10,521	11,949	13,121
营运资金变动	1,423	-13	-328	-341
经营活动现金流	23,536	21,950	24,899	26,920
资本开支	-39,722	-21,388	-17,496	-16,314
投资	472	-391	0	0
投资活动现金流	-38,814	-20,329	-17,535	-16,355
股权募资	0	0	0	0
债务募资	13,806	11,358	0	0
筹资活动现金流	9,910	3,331	-8,512	-9,367
现金净流量	-5,298	4,953	-1,148	1,197

插图目录

图 1: 恒力石化历史沿革.....	3
图 2: 公司产业链布局.....	4
图 3: 公司股权架构.....	5
图 4: 公司 2019-2024Q3 营业收入 (亿元) 及增速	5
图 5: 公司 2019-2024Q3 归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 6: 公司及其所属申万二级行业 ROA 情况	6
图 7: 公司及其所属申万二级行业 ROE 情况.....	6
图 8: 公司 2020-2024Q1-Q3 收入板块拆分 (亿元)	6
图 9: 公司 2020-2024H1 毛利润板块拆分 (亿元)	6
图 10: 公司 2020-2024Q3 货币资金 (亿元)	7
图 11: 公司 2019-2023EBITDA (亿元)	7
图 12: 公司近几年股息率 (% , 左) 及每股股利 (元)	8
图 13: 燃料-化工型炼厂大致流程.....	9
图 14: 常压装置中各温度范围的馏分	10
图 15: 轻重质原油价格对比 (数据截至 2025/01)	11
图 16: 截至 2021 年各炼厂的尼尔森系数.....	12
图 17: 2023 年全球分地区的尼尔森系数.....	13
图 18: 沸腾床渣油加氢工艺示意图	13
图 19: Axens H-Oil 技术流程图概览	14
图 20: 煤制氢装置流程简图.....	14
图 21: 不同制氢成本对应的煤炭及天然气价格.....	15
图 22: 160 万吨/年的高性能树脂及新材料项目进一步拓展了炼厂的产业链.....	17
图 23: 公司部分芳烃产品毛利润分位数	18
图 24: 公司部分芳烃产品的行业进口依存度.....	18
图 25: 涤纶长丝产业链概览.....	19
图 26: 纺织业新建固定资产投资完成额增速 (%)	19
图 27: 江浙织机 POY 的库存天数 (天)	20
图 28: 江浙织机 DTY 的库存天数 (天)	20
图 29: 江浙织机 FDY 的库存天数 (天)	20
图 30: 终端喷水、喷气织机开机率 (%)	20
图 31: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)	20
图 32: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)	20
图 33: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/3/21)	21
图 34: 公司部分烯烃产品毛利润分位数 (%)	21
图 35: 公司部分烯烃产品的行业进口依存度 (% , 截至 2024 年)	22
图 36: 康辉新材营收拆分	23
图 37: BOPET 产业链.....	25
图 38: 我国 BOPET 薄膜进出口量情况	26
图 39: 我国 BOPET 薄膜进出口价格情况	26
图 40: 公司中高端 BOPET 薄膜的销售收入占比在提升	27
图 41: 康辉新材 BOPET 薄膜系列布局情况	28
图 42: 锂电隔膜产业链	28
图 43: 全球动力锂电池出货量预测	29
图 44: 全球储能锂电池出货量预测	29
图 45: 全球小型锂电池出货量预测	29
图 46: 高性能工程塑料产业链.....	30
图 47: 2022-2025E 全球及中国 PBT 工程塑料消费量	30
图 48: 截至 2025 年 4 月国内 PBT 产能格局.....	30
图 49: 可降解材料产业链	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 恒力石化在建工程的工程进度	7
表 2: 轻质油、中质油、重质油特性对比	11
表 3: 各大炼厂炼化一体化项目原油结构	12
表 4: 制备等量氢气时煤制氢和天然气制氢的成本测算	15
表 5: 恒力石化与可比公司的不同 PTA 工艺对比	16
表 6: 康辉主要布局的功能性膜材料	24
表 7: 康辉新材分基地产能	26
表 8: 全生物降解地膜发展要求/目标	31
表 9: 公司分板块营收与毛利润测算	33
表 10: 可比公司 PE 数据对比	34
公司财务报表数据预测汇总	36

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048