

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
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

公司一季度经营韧性足，看好全年业绩放量

2025 年 4 月 22 日

事件: 2025 年 4 月 21 日晚，恒力石化发布 2025 年一季度报告。2025 年一季度公司实现营业总收入 570.24 亿元，同比下降 2.34%，环比下降 2.54%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比下降 4.13%，环比增长 5.78%；实现扣非后归母净利润 12.39 亿元，同比下降 31.88%，环比增长 112.75%；实现基本每股收益 0.29 元，同比下降 3.33%，环比增长 3.57%。

点评:

- **公司盈利环比改善，现金流优异彰显经营韧性。油价端**，2025 年一季度国际油价整体呈现先跌后涨的两阶段态势，第一阶段受特朗普新政、美国计划提升原油产量、俄乌冲突缓和等因素影响，国际油价震荡下跌；第二阶段受美国加强对伊朗和委内瑞拉等产油国的制裁影响，国际油价有所反弹。2025 年一季度布伦特平均油价为 75 美元/桶，同比下降 8%，环比增长 1%。**公司产品价格方面**，2025 年一季度公司炼化产品、PTA、新材料产品价格分别同比-2.5%、-16.6%、-16.5%，一季度行业处于供需淡季且延续去年下半年以来宏观需求复苏转弱的影响，下游新材料产品的价格价差承压，公司炼化板块盈利相对较稳健，产品销售价同比降幅小于油价降幅。**公司产销方面**，2025 年一季度公司炼化产品、PTA、新材料产品产销率分别为 91%、98%、87%，同比+8、+13、+7pct，亦较去年全年水平明显改善。**现金流方面**，2025 年一季度公司经营现金流净额为 77.46 亿元，公司现金流创造能力优异，彰显经营韧性。
- **炼化行业进入存量竞争时代，先进龙头产能或持续受益**。2024 年 5 月，国务院发布《2024—2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置，生产成本较高、装置老旧的小型炼厂或逐步被淘汰，炼化行业逐步进入存量产能竞争时代，炼化行业集中度及大型先进炼厂竞争力有望提升。公司旗下拥有 2000 万吨先进炼油产能，在成本控制、原料协同、一体化耦合等方面优势突出，公司在园区内自备了国内最大的煤制氢装置，每年低成本自供 25 万吨稀缺的纯氢原料，建造了行业能效领先的合计 520MW 的高功率自备电厂，为炼厂提供了大量的低成本电力和各级蒸汽，自营 2 个 30 万吨级别的原油码头、600 万吨自备原油罐区以及其他各类齐备的原料、成品码头、罐区、储存等公用工程设施，显著降低了各类生产与运行成本。
- **技术突破提升产品竞争实力，高端化工产品增量空间可期**。公司下游聚酯与化工新材料产品种类丰富，定位于中高端市场需求，2024 年公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目、苏州汾湖基地 12 条线功能性薄膜生产线等项目全面建成投产，受益于高端化工品产能陆续落地，公司化工板块业绩贡献可观。展望未来，公司年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目、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

隔膜等项目在逐步推进中，增量高端产能释放仍在半途，化工新材料有望推动公司业绩更上一层楼。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 81.12、90.90 和 102.87 亿元，同比增速分别为 15.2%、12.0%、13.2%，EPS（摊薄）分别为 1.15、1.29 和 1.46 元/股，按照 2025 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 13.57、12.11 和 10.70 倍。考虑到公司受益于自身先进产能优势和行业整合有望加速，2025-2027 年公司业绩空间有望打开，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险。

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	13.57	12.11	10.70
市净率 P/B(倍)	1.55	1.70	1.52	1.34	1.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,083	73,270	87,576	88,382	96,370	营业总收	234,866	236,401	240,024	247,318	252,052
货币资金	20,469	30,837	46,303	47,830	56,938	营业成本	208,384	212,983	214,468	220,437	223,312
应收票据	0	29	29	30	30	营业税金及附加	9,201	6,424	6,481	6,678	6,805
应收账款	538	579	526	542	552	销售费用	293	326	360	371	378
预付账款	1,736	2,432	2,449	2,517	2,550	管理费用	1,997	2,205	2,400	2,390	2,478
存货	31,268	24,251	24,421	25,100	25,428	研发费用	1,371	1,703	1,800	1,693	1,811
其他	12,073	15,142	13,848	12,362	10,871	财务费用	5,365	5,234	5,991	6,132	6,189
非流动资产	194,516	199,813	202,821	214,931	219,206	减值损失	-594	-1,502	-601	-601	-603
长期股权投资	646	746	746	746	746	合计					
固定资产(合)	129,987	147,008	158,601	168,208	172,345	投资净收益	-37	-137	-139	-144	-146
无形资产	9,035	9,147	9,347	9,488	9,639	其他	1,275	2,662	2,392	2,465	2,512
其他	54,848	42,912	34,128	36,489	36,475	营业利润	8,900	8,550	10,175	11,337	12,842
资产总计	260,599	273,083	290,398	303,313	315,575	营业外收支	-27	270	122	122	171
流动负债	123,862	130,879	133,991	136,475	138,507	利润总额	8,873	8,820	10,297	11,459	13,013
短期借款	66,995	79,042	79,042	79,042	79,042	所得税	1,969	1,767	2,174	2,357	2,712
应付票据	12,002	11,447	11,527	11,848	12,002	净利润	6,904	7,053	8,123	9,102	10,301
应付账款	15,599	9,490	9,556	9,822	9,950	少数股东损益	0	9	11	12	14
其他	29,266	30,900	33,866	35,763	37,513	归属母公司净利润	6,905	7,044	8,112	9,090	10,287
非流动负债	76,739	78,786	83,811	84,811	85,811	EBITDA	23,350	23,798	25,585	27,555	29,543
长期借款	70,621	72,289	77,289	78,289	79,289	EPS(当年)(元)	0.98	1.00	1.15	1.29	1.46
其他	6,118	6,497	6,522	6,522	6,522						
负债合计	200,600	209,665	217,802	221,286	224,318						
少数股东权益	6	18	29	41	55						
归属母公司股	59,992	63,399	72,566	81,985	91,202						
负债和股东权益	260,599	273,083	290,398	303,313	315,575						
益											

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	234,866	236,401	240,024	247,318	252,052
同比(%)	5.6%	0.7%	1.5%	3.0%	1.9%
归属母公司净利润	6,905	7,044	8,112	9,090	10,287
同比(%)	197.8%	2.0%	15.2%	12.0%	13.2%
毛利率(%)	11.3%	9.9%	10.6%	10.9%	11.4%
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
P/E	13.43	15.34	13.57	12.11	10.70
P/B	1.55	1.70	1.52	1.34	1.21
EV/EBITDA	9.57	10.24	9.20	8.52	7.67

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,536	22,733	30,248	30,880	32,509
净利润	6,904	7,053	8,123	9,102	10,301
折旧摊销	9,731	11,038	11,070	11,805	12,275
财务费用	4,641	4,505	6,068	6,248	6,308
投资损失	-275	-138	-61	139	144
营运资金	1,423	-802	4,370	3,104	3,049
其它	974	999	477	477	429
投资活动现金流	-38,814	-20,902	-8,439	-17,604	-10,193
资本支出	-39,722	-21,799	-7,750	-17,461	-10,046
长期投资	472	386	-200	0	0
其他	435	511	-489	-144	-146
筹资活动现金流	9,910	7,817	-6,343	-11,748	-13,208
吸收投资	0	3	0	0	0
借款	13,806	14,355	5,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-5,773	-9,441	-11,468	-12,848	-14,308
现金流净增加额	-5,298	9,521	15,466	1,527	9,108

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，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，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

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。