

公司研究 | 点评报告 | 恒力石化（600346.SH）

一季度业绩环比改善，景气度企稳向好

报告要点

公司发布 2025 年一季度报告，公司 2025 年第一季度营业收入 570.24 亿元，同比下降 2.34%，环比下降 2.54%；归母净利润 20.51 亿元，同比下降 4.13%，环比上升 5.78%；扣非归母净利润 12.39 亿元，同比下降 31.88%，环比上升 112.75%。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

恒力石化（600346.SH）

2025-04-22

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

一季度业绩环比改善，景气度企稳向好

事件描述

公司发布 2025 年一季度报告，公司 2025 年第一季度营业收入 570.24 亿元，同比下降 2.34%，环比下降 2.54%；归母净利润 20.51 亿元，同比下降 4.13%，环比上升 5.78%；扣非归母净利润 12.39 亿元，同比下降 31.88%，环比上升 112.75%。

事件评论

- **一季度煤炭价格大幅，成品油景气度显著改善。**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廉价电力和各级蒸汽。2024 年公司市场化采购动力煤达 1022 万吨，平均进价达到仅 692.68 元/吨，2025 年一季度动力煤平均进价进一步跌至 603.72 元/吨，原材料采购成本显著优化。此外，2025 年一季度，全国炼油 321 裂解价差及山东地炼 321 裂解价差分别为 3436 元/吨和 2991 元/吨，环比上涨 15.7%和 24.3%。展望未来，由于 PX 供给增量有限，而下游需求仍保持稳步增长，PX 景气度有望企稳向好。公司具备年产 520 万吨 PX、180 万吨纯苯等国内紧缺、高附加值的高端化工产品与国六以上高标汽油、柴油和航空煤油等成品油产品。
- **行业内独具“油、煤、化”深度融合的大化工企业。**业内首次将全球标杆级的 2000 万吨炼化、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，节省了大量的中间运行费用与物流运输成本。同时，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廉价电力和各级蒸汽，自营了 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。
- **降低资本开支，提高分红比率，加强股东回报。**公司自重组上市以来，公司始终保持较高比例的现金分红，2024 年现金分红金额占合并报表中归母净利润为 45%。公司在《未来五年股东回报规划（2020-2024 年）》规定资产负债率 < 70%，每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 50%，从 2024 年下半年开始，公司也将基本结束本轮投资建设与资本开支的高峰期，后续经营重心将更加突出精细化成本管控下的“优化运营、降低负债和强化分红”，随着公司负债率的不断下降，分红率有望持续提升。
- **精细化工及新材料等项目陆续投产。**公司苏州汾湖基地 12 条线功能性薄膜生产线全面投产，可年产高端功能性聚酯薄膜 47 万吨，持续提升康辉新材料在中高端功能性薄膜领域的行业竞争力。南通基地另外 12 条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目稳步推进中，项目预计 2025 年逐线投产。汾湖基地和南通基地相关项目的建成投产，将为康辉新材成为全球产能规模最大和工艺技术最领先的功能性膜材料企业。
- 不考虑未来股本变动的情况下，预计公司 2025 年-2027 年的归母净利润分别 71.2 亿元、83.7 亿元和 95.1 亿元，对应 2025 年 4 月 21 日收盘价 PE 分别为 15.5X、13.2X 和 11.6X，维持“买入”评级。

风险提示

1、国际油价大幅下滑；2、下游需求增速不及预期；3、项目进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	15.64
总股本(万股)	703,910
流通A股/B股(万股)	703,910/0
每股净资产(元)	9.01
近12月最高/最低价(元)	17.23/12.13

注：股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《油价下滑影响三季度业绩，炼化景气度有望改善》2024-10-28
- 《业绩保持稳定，高分红比率下股息率凸显》2024-08-25
- 《业绩显著改善，高分红比率下股息率凸显》2024-04-25



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、国际油价大幅下滑：油价大幅下滑将导致公司原料及产品出现大幅跌价损失，此外也将导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。
- 2、下游需求增速不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。
- 3、项目进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	236401	255576	262175	265324	货币资金	30837	32186	32035	31698
营业成本	212983	230161	235579	238138	交易性金融资产	428	428	428	428
毛利	23417	25416	26596	27186	应收账款	579	626	642	650
%营业收入	10%	10%	10%	10%	存货	24251	26207	26824	27116
营业税金及附加	6424	6945	7124	7210	预付账款	2432	2628	2690	2719
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他流动资产	14742	14780	14793	14799
销售费用	326	353	362	366	流动资产合计	73270	76856	77413	77410
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	746	746	746	746
管理费用	2205	2384	2445	2474	投资性房地产	208	194	181	168
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	147008	146159	142698	136438
研发费用	1703	1841	1889	1911	无形资产	9147	9260	9372	9484
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	77	77	77	77
财务费用	5234	6424	5948	5101	递延所得税资产	468	468	468	468
%营业收入	2%	3%	2%	2%	其他非流动资产	42159	49059	52559	54659
加: 资产减值损失	-1502	-950	-810	-710	资产总计	273083	282819	283515	279450
信用减值损失	-19	0	0	0	短期贷款	79042	71721	57769	39323
公允价值变动收益	325	0	0	0	应付款项	9490	10255	10496	10610
投资收益	-137	-148	-152	-154	预收账款	0	0	0	0
营业利润	8550	8919	10479	11903	应付职工薪酬	493	533	546	552
%营业收入	4%	3%	4%	4%	应交税费	1023	1105	1134	1148
营业外收支	270	0	0	0	其他流动负债	40832	42369	42854	43083
利润总额	8820	8919	10479	11903	流动负债合计	130879	125983	112799	94716
%营业收入	4%	3%	4%	4%	长期借款	72289	79789	85289	89789
所得税费用	1767	1787	2099	2385	应付债券	0	0	0	0
净利润	7053	7132	8380	9519	递延所得税负债	39	39	39	39
归属于母公司所有者的净利润	7044	7122	8369	9506	其他非流动负债	6458	6458	6458	6458
少数股东损益	9	10	11	13	负债合计	209665	212269	204585	191002
EPS (元)	1.00	1.01	1.19	1.35	归属于母公司所有者权益	63399	70522	78890	88397
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	18	28	39	52
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	63418	70550	78930	88449
经营活动现金流净额	22733	24205	24852	25115	负债及股东权益	273083	282819	283515	279450
取得投资收益收回现金	6	-148	-152	-154	基本指标				
长期股权投资	-100	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-17133	-9565	-6954	-4154	每股收益	1.00	1.01	1.19	1.35
其他	-3675	-6897	-3497	-2097	每股经营现金流	3.23	3.44	3.53	3.57
投资活动现金流净额	-20902	-16611	-10603	-6405	市盈率	15.63	15.46	13.15	11.58
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.74	1.56	1.40	1.25
股权融资	3	0	0	0	EV/EBITDA	10.33	10.10	9.42	8.72
银行贷款增加 (减少)	13715	179	-8451	-13946	总资产收益率	2.6%	2.5%	3.0%	3.4%
筹资成本	-9441	-6424	-5948	-5101	净资产收益率	11.1%	10.1%	10.6%	10.8%
其他	3540	0	0	0	净利率	3.0%	2.8%	3.2%	3.6%
筹资活动现金流净额	7817	-6245	-14400	-19047	资产负债率	76.8%	75.1%	72.2%	68.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	9648	1349	-151	-337	总资产周转率	0.87	0.90	0.92	0.95

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。