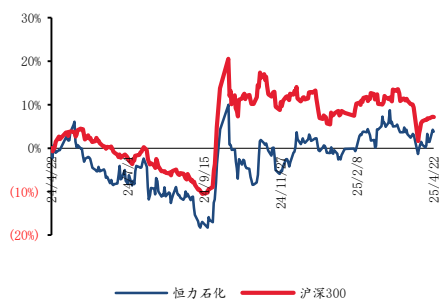


炼化板块盈利有望修复，新材料产能逐步投放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	70.39/70.39
总市值/流通(亿元)	1,096.69/1,096.69
12 个月内最高/最低价(元)	17.23/12.13

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

事件：公司近期发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业总收入 2364 亿元，同比增长 0.65%；实现归母净利润 70.44 亿元，同比增长 2.01%；拟每股派发现金红利 0.45 元（含税），约占 2024 年归母净利润的 44.97%。2025 年 Q1 实现营收 570 亿元，同比下降 2.34%；归母净利润 20.51 亿元，同比下降 4.13%。

油价中枢下行、原料成本降低，需求端企稳，叠加规模+工艺+配套优势，炼化板块盈利有望修复。公司是行业内首家实现从“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链一体化经营发展的企业，主营业务囊括从“一滴油到万物”。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 四大产能集群布置在同一个产业园区内，并配套了国内最大的煤制氢装置、自备电厂，2 个 30 万吨级原油码头、600 万吨自备原油罐区，实现了产能一体化布局，规模优势、配套优势明显。

据年报，2024 年布伦特原油均价 80 美元/桶，同比下降 2.8%；WTI 原油均价 76 美元/桶，同比下降 2.3%，煤炭价格震荡下行。在需求端，据国家统计局最新数据，2024 年石化行业实现营业收入 16.28 万亿元，同比增长 2.1%；油气板块表现稳健，营业收入 1.49 万亿元，同比增长 1.5%；纺织需求保持稳定增长，芳烃-PTA-聚酯产业链产品均不同程度受益。

2024 年公司的炼化产品/PTA/聚酯新材料产品营收分别为 1081/681/418 亿元，同比增速分别为-9.85%/-6.18%/+22.43%；毛利率分别为 13.13%/3.39%/14.11%，同比分别为-5.4%/+4.75%/+3.71%。2025 Q1 扣非后归母净利润 12.39 亿元，环比增长 112.75%。随着油价中枢下移，叠加公司的规模、配套优势，炼化板块盈利有望修复。

持续打造“平台化+新材料”的价值成长性企业，新材料产能逐步投放。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，涵盖民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、BOPET、PBT、PBS/PBAT等聚酯与化工新材料产品，应用于纺织、医药、汽车工业、环保新能源、电子电气、光伏产业、光学器材等规模化、差异化、高附加值的工业制造与民用消费的广泛需求领域。

公司持续延伸化工材料价值产业链，实现产业“优链、延链、补链”，四大经营主体企业恒力化纤、德力化纤、恒科新材料、康辉新材料均为国家高新技术企业。

2024 年，公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目全面建成投产；恒力化纤年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目全线投产，工业丝总产能达 80 万吨/年，恒力化纤成为全球产能最大的高性能工业丝生产基地。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。随着汾湖基地和南通基地相关项目的建成投产，康辉新材将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。

投资建议：公司炼化板块有望修复，新材料产能逐步释放；我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 76/85/97 亿元，对应当前股价 PE 分别为 14/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、产品价格波动、项目进展不及预期、行业产能过剩风险、需求下滑、行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	2,364	2,469	2,523	2,561
营业收入增长率(%)	0.65%	4.43%	2.21%	1.51%
归母净利润（亿元）	70	76	85	97
净利润增长率(%)	2.01%	7.87%	12.30%	13.26%
摊薄每股收益（元）	1.00	1.08	1.21	1.37
市盈率（PE）	15.35	14.43	12.85	11.35

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	205	308	457	660	893
应收和预付款项	23	30	31	32	32
存货	313	243	235	224	212
其他流动资产	121	151	164	176	187
流动资产合计	661	733	888	1093	1325
长期股权投资	6	7	8	9	10
投资性房地产	2	2	2	2	2
固定资产	1300	1470	1618	1707	1750
在建工程	488	384	269	188	132
无形资产开发支出	90	91	97	102	106
长期待摊费用	20	20	18	16	13
其他非流动资产	699	756	909	1113	1344
资产总计	2606	2731	2921	3137	3358
短期借款	670	790	869	947	1025
应付和预收款项	276	209	216	220	222
长期借款	706	723	790	857	925
其他负债	354	374	372	392	412
负债合计	2006	2097	2247	2416	2583
股本	70	70	70	70	70
资本公积	188	188	188	188	188
留存收益	341	373	414	461	514
归母公司股东权益	600	634	674	721	774
少数股东权益	0	0	0	0	1
股东权益合计	600	634	674	721	774
负债和股东权益	2606	2731	2921	3137	3358

现金流量表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	235	227	302	341	380
投资性现金流	(388)	(209)	(189)	(189)	(189)
融资性现金流	99	78	36	52	43
现金增加额	(53)	95	148	204	233

利润表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2349	2364	2469	2523	2561
营业成本	2084	2130	2197	2235	2258
营业税金及附加	92	64	79	81	82
销售费用	3	3	3	3	4
管理费用	20	22	23	24	24
财务费用	54	52	59	62	64
资产减值损失	(6)	(15)	(15)	(15)	(15)
投资收益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动	4	3	2	2	2
营业利润	89	85	93	105	119
其他非经营损益	(0)	3	2	2	2
利润总额	89	88	95	107	121
所得税	20	18	19	21	24
净利润	69	71	76	85	97
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归母股东净利润	69	70	76	85	97

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	11.25%	9.86%	10.97%	11.40%	11.81%
销售净利率	2.94%	2.98%	3.08%	3.38%	3.77%
销售收入增长率	5.62%	0.65%	4.43%	2.21%	1.51%
EBIT 增长率	109.16%	-2.45%	13.73%	9.18%	9.38%
净利润增长率	197.83%	2.01%	7.87%	12.30%	13.26%
ROE	11.51%	11.11%	11.28%	11.84%	12.49%
ROA	2.75%	2.64%	2.69%	2.82%	2.98%
ROIC	5.13%	4.73%	5.01%	5.07%	5.16%
EPS (X)	0.98	1.00	1.08	1.21	1.37
PE (X)	13.44	15.35	14.43	12.85	11.35
PB (X)	1.55	1.70	1.63	1.52	1.42
PS (X)	0.39	0.46	0.44	0.43	0.43
EV/EBITDA (X)	9.44	9.90	7.87	6.82	5.92

资料来源: WIND, 携宁, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。