

2025年04月23日

买入(维持)

报告原因: 业绩点评

恒力石化(600346): 盈利显韧性, 分红重回报

——公司简评报告

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

投资要点

- **2024年净利润微增, 2025年一季度环比改善:** 2024年, 公司实现营业总收入2364.01亿元, 同比+0.65%; 实现归母净利润70.44亿元, 同比+2.01%, 扣非归母净利润52.09亿元, 同比-13.14%。公司2025年第一季度营收为570.24亿元, 同比-2.34%, 环比-2.56%; 归母净利润为20.51亿元, 同比-4.13%, 环比+5.78%, 扣非归母净利润12.39亿元, 同比-31.88%, 环比+112.89%。
- **能源成本下降, 有助发挥公司“油煤化”融合综合成本优势:** 2024年原油价格呈现前高后低、宽幅震荡走势。全年布伦特原油均价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%。全年煤炭供需处于宽松状态, 库存维持高位, 价格震荡下行。2024年公司采购原油/煤炭均价分别同比+0.16%/-14.69%, 公司成本有效降低。预计2025年原油价格中枢同比下行, 煤炭继续供需宽松, 公司“油煤化”综合成本优势凸显。
- **聚酯新材料产品放量, 盈利贡献突出:** 2024年, 公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目、恒力化纤年产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均全面投产。2024年公司聚酯新材料板块产品销量达564.17万吨, 同比+38%; 板块营业收入达417.66亿元, 同比+22%; 板块毛利率达14.11%, 同比+3.71pct。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, 康辉新材有望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。
- **现金流稳健, 资本开支减少, 具备长期优质分红能力:** 公司2024年和2025年一季度经营活动现金流量净额分别达227.33亿元和77.46亿元, 经营韧性十足。2024年股利支付率44.97%, 分红金额31.68亿元。随着公司本轮资本开支高峰渐进尾声, 我们预计2025年公司资本开支或将进一步减少, 后续公司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”, 持续打造价值“成长+回报”型上市公司。
- **盈利预测与投资评级:** 根据最新季报及审慎原则, 我们调整2025年-2026年公司EPS分别为1.10元、1.57元(原值为1.50元、1.80元), 新增预测2027年EPS为1.83元。对应PE(以2025年4月22日收盘价计算)分别为14.15倍、9.90倍和8.52倍。油价在下跌过程中, 下游的石化企业会有一定的库存跌价损失, 但是以需求带动的底部上涨的过程中, 下游价差则会扩大; 公司作为民营大炼化龙头, 产业链全、具有一体化成本优势, 有望未来受益炼化新一轮景气周期。我们看好公司分红持续增强的龙头属性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 能源原料价格剧烈波动; 项目建设不及预期等。

相关研究

《恒力石化(600346): 原料波动影响产品价差及库存, 不改炼化优质龙头属性——公司简评报告》
2024.10.29

《恒力石化(600346): 业绩稳定向好, 第二增长极兑现可期——公司简评报告》 2024.08.26

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	222323.58	234790.67	236273.28	253463.46	259744.67	267117.14
同比增速(%)	12.30%	5.61%	0.63%	7.28%	2.48%	2.84%
归母净利润(百万元)	2318.30	6904.60	7043.57	7749.26	11076.40	12872.32
同比增速(%)	-85.07%	197.83%	2.01%	10.02%	42.93%	16.21%
毛利率(%)	8.21%	11.25%	9.86%	10.49%	11.81%	12.21%
每股盈利(元)	0.33	0.98	1.00	1.10	1.57	1.83
ROE(%)	4.39%	11.51%	11.11%	11.12%	14.07%	14.44%
PE(倍)	47.31	15.88	15.57	14.15	9.90	8.52

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所 数据截至2025/4/22

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30836.64	38019.52	38961.70	40067.57	营业收入	236273.28	253463.46	259744.67	267117.14
应收票据及账款	7236.29	7111.48	7282.60	7489.54	营业成本	212983.33	226863.66	229077.24	234497.71
预付账款	2432.13	2253.30	2309.14	2374.69	营业税金及附加	6423.61	6890.96	7061.73	7262.17
其他应收款	441.30	715.58	733.32	754.13	销售费用	326.43	371.59	380.80	391.61
存货	24251.46	28827.22	29497.62	30195.60	管理费用	2204.68	2225.07	2280.21	2344.93
其他流动资产	8071.74	7304.70	7475.10	7675.12	研发费用	1702.88	1826.78	1872.05	1925.18
流动资产总计	73269.56	84231.80	86259.48	88556.64	财务费用	5233.63	6718.54	6323.42	5678.49
长期股权投资	745.87	804.75	863.64	922.52	其他经营损益	127.30	83.92	83.92	83.92
固定资产	147444.49	151643.74	158015.86	161654.86	投资收益	-137.20	-58.03	-58.03	-58.03
在建工程	38393.83	33795.37	22196.92	12598.46	公允价值变动损益	325.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	9147.17	9312.18	9469.18	9618.18	营业利润	8549.50	9593.99	13760.15	16008.96
长期待摊费用	1980.55	2128.44	2140.33	2016.22	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2101.40	2088.27	2075.14	2062.01	利润总额	8819.79	9703.44	13869.60	16118.41
非流动资产合计	199813.31	199772.76	194761.07	188872.26	所得税	1766.78	1943.79	2778.36	3228.84
资产总计	273082.87	284004.56	281020.55	277428.89	净利润	7053.01	7759.65	11091.24	12889.57
短期借款	79041.95	78903.80	71630.86	61775.23	少数股东损益	9.44	10.38	14.84	17.25
应付票据及账款	20936.96	28371.38	28648.21	29326.09	归属母公司股东净利润	7043.57	7749.26	11076.40	12872.32
其他流动负债	30900.39	31875.75	32341.16	33145.81	EBITDA	25091.84	27601.42	32343.59	34824.60
流动负债合计	130879.31	139150.92	132620.24	124247.14	NPOLAT	9771.20	13044.80	16060.43	17343.02
长期借款	72593.90	68932.70	63458.36	57756.13	EPS(元)	1.00	1.10	1.57	1.83
其他非流动负债	6192.10	6192.10	6192.10	6192.10					
非流动负债合计	78786.00	75124.80	69650.46	63948.23					
负债合计	209665.31	214275.72	202270.69	188195.37					

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	7053.01	6395.16	9726.76	11525.09	营收增长率	0.63%	7.28%	2.48%	2.84%
折旧与摊销	11038.42	11179.44	12150.57	13027.70	EBIT增长率	-1.30%	16.85%	22.96%	7.94%
财务费用	5233.63	6718.54	6323.42	5678.49	EBITDA增长率	4.69%	10.00%	17.18%	7.67%
其他经营资金	316.68	1706.29	1706.29	1706.29	归母净利润增长率	2.01%	10.02%	42.93%	16.21%
经营性现金净流量	22732.57	30687.86	29621.82	32286.83					
投资性现金净流量	-20902.27	-11538.72	-7538.72	-7538.72					
筹资性现金净流量	7817.28	-11966.27	-21140.92	-23642.24					
现金流量净额	9521.14	7182.88	942.18	1105.87					

资料来源：同花顺，东海证券研究所

数据截至 2025/4/22

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8621) 20333619
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8610) 59707105
传真：(8610) 59707100
邮编：100089