

## 公司研究

## 业绩韧性凸显，打造“成长+回报”型上市企业

## ——恒力石化（600346.SH）2024 年年报&amp;2025 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：15.58 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

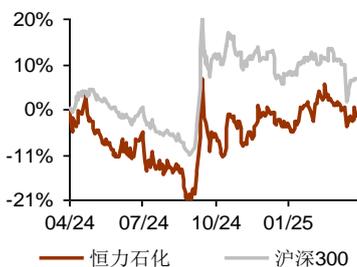
021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	70.39
总市值(亿元):	1096.7
一年最低/最高(元):	12.13/17.23
近3月换手率:	10.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.89	8.22	-2.97
绝对	0.58	6.98	4.22

资料来源：Wind

## 相关研报

油价下跌致公司 Q3 业绩承压，看好公司中长期成长空间——恒力石化（600346.SH）2024 年三季报点评（2024-10-27）

24H1 业绩稳健增长，持续推进新材料产能释放——恒力石化（600346.SH）2024 年半年报点评（2024-08-26）

24Q1 业绩大幅增长，控股股东与沙特阿美签署《谅解备忘录》——恒力石化（600346.SH）2024 年一季报点评（2024-04-23）

## 要点

**事件 1:** 公司发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业收入 2363 亿元，同比+0.6%；实现归母净利润 70.44 亿元，同比+2%。其中 Q4 单季度公司实现营业收入 585 亿元，同比-5%，环比-10%；实现归母净利润 19.39 亿元，同比+61%，环比+78%。

**事件 2:** 公司发布 2025 年一季度报告，2025 年 Q1，公司实现营业收入 570 亿元，同比-2.3%，环比-2.6%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比-4.1%，环比+5.8%。

## 点评：

**2024 年 Q4 业绩韧性凸显：**2024 年 Q4，布伦特原油均价 74 美元/桶，同比-11%，环比-6%；石脑油裂解价差-71 美元/吨，同比+13 美元/吨，环比-5 美元/吨；炼油价差 806 元/吨，同比+69 元/吨，环比+6 元/吨；PX 价差-3 元/吨，同比-1532 元/吨，环比-663 元/吨；PTA 价差 362 元/吨，同比-42 元/吨，环比-22 元/吨；涤丝 FDY 价差 2989 元/吨，同比+851 元/吨，环比+454 元/吨。2024 年 Q4，油价下跌需求刚性支撑，炼油、涤丝 FDY 价差同比扩大，PX 景气度下滑显著。公司在油价高位下游需求增长有限的背景下，2024 年 Q4 业绩依然实现大幅增长，业绩韧性凸显。

**芳烃景气延续下行，2025 年 Q1 业绩同比小幅下跌：**2025 年 Q1，布伦特原油均价 75 美元/桶，同比-8%，环比+1%；石脑油裂解价差-70 美元/吨，同比-6 美元/吨，环比持平；炼油价差 953 元/吨，同比+147 元/吨，环比+147 元/吨；PX 价差-564 元/吨，同比-1744 元/吨，环比-561 元/吨；PTA 价差 326 元/吨，同比-71 元/吨，环比-36 元/吨；涤丝 FDY 价差 2923 元/吨，同比+759 元/吨，环比-66 元/吨。2025 年 Q1，炼油价差持续改善，PX 延续景气下行，公司 2025 年 Q1 业绩同比小幅下跌。

**新增产能逐渐投产，持续打造高附加值新材料产业链：**截至 2024 年末，1) 公司位于大连长兴岛产业园的 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目全面建成投产，该项目产品主要包括双酚 A、聚碳酸酯、电子级 DMC、丙二醇、乙醇胺、乙撑胺、聚甲醛、醋酸等化工品，广泛应用于新能源、电子、汽车等新兴产业。2) 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，公司工业丝总产能达 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。3) 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。高端功能性聚酯薄膜广泛应用于电子电气领域，产品涵盖离型保护膜、MLCC 离型基膜和在线涂硅离型膜等多个产品；光学材料领域，产品涵盖偏光片离型保护膜、OCA 离型基膜、高亮基膜等产品；超薄应用领域，如 TTR 热转印基膜，公司产品主要为 4.5 微米以下 TTR 热转印基膜和 8 微米以下其他超薄膜。此外公司南通基地 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使公司子公司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。

**持续实施高分红政策，重视股东投资回报：**自上市以来，公司始终保持较高比例的现金分红，在兼顾可持续发展的前提下，利润分配一直保持连续性和稳定性。2024 年，公司拟每股派发现金红利 0.45 元，预计 2024 年派发现金红利约 31.7 亿元，占 2024 年归属于上市公司普通股股东的净利润比例约为 44.97%。公司 2022-2024 年，累计现金分红总额约 90 亿元。稳定分红政策助推股东回报提升，持续打造价值“成长+回报”型上市企业。

**盈利预测、估值与评级：**公司新产能逐步投产，依然具备较高成长性，持续实施高分红政策打造价值“成长+回报”型上市企业，我们维持公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 92.28/105.38/116.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.50/1.65 元，维持对公司的“买入”评级。

**风险提示：**新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，环保政策风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	234,791	236,273	249,606	265,313	283,573
营业收入增长率	5.61%	0.63%	5.64%	6.29%	6.88%
归母净利润 (百万元)	6,905	7,044	9,228	10,538	11,606
归母净利润增长率	197.83%	2.01%	31.01%	14.20%	10.14%
EPS (元)	0.98	1.00	1.31	1.50	1.65
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.51%	11.11%	13.29%	13.89%	14.03%
P/E	16	16	12	10	9
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-22

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	234,791	236,273	249,606	265,313	283,573
营业成本	208,384	212,983	222,937	236,200	252,202
折旧和摊销	9,080	10,313	10,682	11,478	12,287
税金及附加	9,201	6,424	6,786	7,213	7,710
销售费用	293	326	345	367	392
管理费用	1,997	2,205	2,329	2,476	2,646
研发费用	1,371	1,703	1,498	1,592	1,701
财务费用	5,365	5,234	5,449	5,650	5,861
投资收益	-37	-137	-58	-58	-58
营业利润	8,900	8,550	11,273	12,911	14,247
利润总额	8,873	8,820	11,543	13,181	14,518
所得税	1,969	1,767	2,312	2,640	2,908
净利润	6,904	7,053	9,231	10,541	11,609
少数股东损益	0	9	3	3	3
归属母公司净利润	6,905	7,044	9,228	10,538	11,606
EPS(元)	0.98	1.00	1.31	1.50	1.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,536	22,733	25,800	28,050	30,137
净利润	6,905	7,044	9,228	10,538	11,606
折旧摊销	9,080	10,313	10,682	11,478	12,287
净营运资金增加	2,942	3,609	1,535	1,902	2,237
其他	4,609	1,767	4,355	4,131	4,007
投资活动产生现金流	-38,814	-20,902	-20,066	-19,958	-19,933
净资本支出	-39,722	-21,799	-20,200	-20,200	-20,200
长期投资变化	-87	-100	0	0	0
其他资产变化	994	997	134	242	267
融资活动现金流	9,910	7,817	-3,994	-6,042	-7,820
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	14,101	15,099	4,489	3,597	2,592
无息负债变化	-2,011	-6,034	1,742	2,191	2,595
净现金流	-5,298	9,521	1,740	2,050	2,383

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	11.2%	9.9%	10.7%	11.0%	11.1%
EBITDA 率	10.6%	11.6%	11.3%	11.6%	11.7%
EBIT 率	6.5%	7.0%	7.0%	7.3%	7.3%
税前净利润率	3.8%	3.7%	4.6%	5.0%	5.1%
归母净利润率	2.9%	3.0%	3.7%	4.0%	4.1%
ROA	2.6%	2.6%	3.2%	3.5%	3.7%
ROE (摊薄)	11.5%	11.1%	13.3%	13.9%	14.0%
经营性 ROIC	5.4%	5.8%	5.8%	6.2%	6.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	77%	77%	76%	75%	73%
流动比率	0.53	0.56	0.57	0.58	0.60
速动比率	0.28	0.37	0.38	0.39	0.40
归母权益/有息债务	0.40	0.38	0.41	0.44	0.47
有形资产/有息债务	1.65	1.57	1.60	1.64	1.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	260,599	273,083	285,378	297,560	309,623
货币资金	20,469	30,837	32,577	34,627	37,010
交易性金融资产	299	428	428	428	428
应收账款	538	579	606	644	688
应收票据	0	29	0	0	0
其他应收款 (合计)	809	441	466	496	530
存货	31,268	24,251	25,385	26,895	28,717
其他流动资产	10,965	14,272	14,405	14,562	14,745
流动资产合计	66,083	73,270	76,413	80,349	84,998
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	646	746	746	746	746
固定资产	129,987	147,008	153,242	158,932	164,001
在建工程	47,031	37,725	38,794	39,596	40,197
无形资产	9,035	9,147	8,885	8,636	8,399
商誉	77	77	77	77	77
其他非流动资产	3,383	1,349	1,482	1,482	1,482
非流动资产合计	194,516	199,813	208,965	217,211	224,625
总负债	200,600	209,665	215,897	221,684	226,871
短期借款	66,995	79,042	81,531	83,128	83,720
应付账款	15,599	9,490	9,933	10,524	11,237
应付票据	12,002	11,447	11,982	12,695	13,555
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,718	6,387	6,920	7,548	8,279
流动负债合计	123,862	130,879	134,977	138,608	141,612
长期借款	70,621	72,289	74,289	76,289	78,289
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,949	3,851	3,984	4,141	4,324
非流动负债合计	76,739	78,786	80,919	83,076	85,259
股东权益	59,999	63,418	69,481	75,876	82,751
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
公积金	19,759	19,933	20,855	21,909	22,365
未分配利润	33,095	36,175	41,312	46,651	53,067
归属母公司权益	59,992	63,399	69,459	75,852	82,724
少数股东权益	6	18	21	24	27

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.12%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
管理费用率	0.85%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%
财务费用率	2.28%	2.22%	2.18%	2.13%	2.07%
研发费用率	0.58%	0.72%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税率	22%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.55	0.45	0.59	0.67	0.74
每股经营现金流	3.34	3.23	3.67	3.98	4.28
每股净资产	8.52	9.01	9.87	10.78	11.75
每股销售收入	33.36	33.57	35.46	37.69	40.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	16	12	10	9
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.2	10.3	9.9	9.2	8.6
股息率	3.5%	2.9%	3.8%	4.3%	4.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP