

600346.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 15.58

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.3	0.2	6.1	0.1
相对上证综指	3.1	2.1	3.4	(8.3)

发行股数 (百万)	7,039.10
流通股 (百万)	7,039.10
总市值 (人民币 百万)	109,669.17
3个月日均交易额 (人民币 百万)	200.11
主要股东	
恒力集团有限公司	29.84%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 4 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

- 《恒力石化》20240826
- 《恒力石化》20240415
- 《恒力石化》20230829

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

恒力石化

经营业绩持续稳健, 新材料销量快速提升

公司发布 2024 年年报, 全年实现营业总收入 2364.01 亿元, 同比增长 0.65%, 归母净利润 70.44 亿元, 同比增长 2.01%。其中, 第四季度营收同比降低 5.12% 至 585.44 亿元, 归母净利润同比增长 61.03% 至 19.39 亿元。

公司发布 2025 年一季度报告, 实现营业总收入 570.46 亿元, 同比降低 2.34%, 归母净利润 20.51 亿元, 同比降低 4.13%, 扣非归母净利润 12.39 亿元, 同比降低 31.88%。公司经营业绩持续稳健, 实控人坚定增持提升市场信心, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **经营管理稳中有进, 财务指标逐步优化。**2024 年公司炼化产品/PTA/新材料产量分别为 2549.55 万吨/1683.59 万吨/650.93 万吨, 同比+3.41%/+16.56%/+51.73%, 销量 1996.97 万吨/1367.47 万吨/564.17 万吨, 同比-7.73%/-3.85%/+37.93%。2024 年公司销售毛利率为 9.86%, 同比降低 1.39 pct, 期间费用率 (销售+管理+研发+财务) 为 4.00%, 同比增加 0.16 pct, 资产负债率为 76.78%, 同比降低 0.20%, 截至 2025 年一季度末, 公司资产负债率为 76.55%, 环比降低 0.23 pct。
- **新材料产能快速释放, 研发投入持续加大。**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; 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。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 年逐步投产。2024 年公司持续在差异化功能性材料的前沿技术和尖端产品的研发上发力, 全产业链多项技术和产品突破“卡脖子”瓶颈, 恒力化工高密度聚乙烯管材专用料 23050, 取得 PE100 等级认证, 恒力化纤超细纤维 27D/144f 实现量产, 9000 米的单丝重量仅 0.18g, 纤度指标达国际领先水平。公司创新动能持续增强, 新材料业务快速增长, 产品附加值有望稳步提升。
- **分红比例保持高位, 增持计划提升信心。**公司拟派发 2024 年年末股息, 每股派发现金红利人民币 0.45 元, 合计现金分红 31.68 亿元, 分红比例为 44.97%, 高于公司五年分红规划 40% 的承诺水平。此外, 公司实际控制人之一陈建华计划自 2025 年 4 月 9 日起 12 个月内以集中竞价交易方式增持公司股份不低于 5 亿元, 不超过 10 亿元。公司实际控制人坚定增持, 提升市场信心, 同时分红金额及比例保持高位, 长期投资价值凸显。

估值

- 基于石化行业受部分产品下游需求不足, 市场竞争加剧等因素影响, 行业景气度提升缓慢, 调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 85.57 亿元、91.55 亿元、107.16 亿元。预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.22 元、1.30 元、1.52 元, 对应的 PE 分别为 12.8 倍、12.0 倍、10.2 倍。公司经营业绩持续稳健, 实控人坚定增持提升市场信心, 维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 原油价格剧烈波动; 经济大幅下行; 政策风险导致生产受限; 下游需求不及预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	234,791	236,273	242,675	247,651	252,374
增长率(%)	5.6	0.6	2.7	2.1	1.9
EBITDA(人民币 百万)	22,573	22,150	26,762	28,355	30,891
归母净利润(人民币 百万)	6,905	7,044	8,557	9,155	10,716
增长率(%)	197.8	2.0	21.5	7.0	17.1
原归母净利润预测(人民币 百万)	/	/	9,794	12,037	/
调整幅度(%)	/	/	(12.63)	(23.94)	/
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.98	1.00	1.22	1.30	1.52
市盈率(倍)	15.9	15.6	12.8	12.0	10.2
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	13.7	15.1	11.2	10.1	8.6
每股股息 (人民币)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	4.2	2.9	3.5	3.8	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2024 年年度财务报告摘要

(亿元)	2024 年度	2023 年度	同比增长(%)
一、营业总收入	2,364.01	2,348.66	0.65
二、营业总成本	2,288.75	2,266.11	1.00
其中：营业成本	2,129.83	2,083.84	2.21
营业税金及附加	64.24	92.01	(30.18)
销售费用	3.26	2.93	11.23
管理费用	22.05	19.97	10.38
研发费用	17.03	13.71	24.20
财务费用	52.34	53.65	(2.44)
资产减值损失	(15.02)	(5.94)	(152.94)
三、其他经营收益	23.53	10.16	131.72
公允价值变动收益	3.25	3.71	(12.29)
投资收益	(1.37)	(0.37)	(275.20)
四、营业利润	85.50	89.00	(3.94)
加：营业外收入	2.79	0.80	249.05
减：营业外支出	0.08	1.06	(92.19)
五、利润总额	88.20	88.73	(0.60)
减：所得税	17.67	19.69	(10.26)
六、净利润	70.53	69.04	2.15
少数股东损益	0.09	(0.00)	6,845.47
七、归属母公司净利润	70.44	69.05	2.01
EPS(元)	1.00	0.98	2.04

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

图表 2.公司 2024 年第四季度财务报告摘要

(亿元)	2024 年第四季度	2023 年第四季度	同比增长(%)
一、营业总收入	585.44	617.04	(5.12)
二、营业总成本	568.90	599.35	(5.08)
其中：营业成本	536.35	560.25	(4.27)
营业税金及附加	12.69	21.16	(40.00)
销售费用	0.08	0.70	(89.20)
管理费用	5.97	3.14	90.04
研发费用	4.33	3.91	10.60
财务费用	9.48	10.19	(6.95)
资产减值损失	(11.68)	(5.86)	(99.21)
三、其他经营收益	13.27	3.76	252.75
公允价值变动收益	3.07	1.93	58.89
投资收益	(1.88)	(0.98)	(91.33)
四、营业利润	19.32	15.94	21.25
加：营业外收入	2.65	0.66	303.70
减：营业外支出	0.05	1.03	(94.92)
五、利润总额	21.92	15.56	40.84
减：所得税	2.53	3.52	(28.34)
六、净利润	19.39	12.04	61.09
少数股东损益	0.00	(0.00)	191.94
七、归属母公司净利润	19.39	12.04	61.03

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

图表 3.公司 2025 年第一季度财务报告摘要

(亿元)	2025 年第一季度	2024 年第一季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	570.46	584.12	(2.34)
二、营业总成本	554.61	562.01	(1.32)
其中：营业成本	509.94	518.75	(1.70)
营业税金及附加	19.08	18.79	1.58
销售费用	1.63	1.05	54.44
管理费用	5.81	5.14	13.00
研发费用	3.80	3.57	6.47
财务费用	14.34	14.71	(2.48)
三、其他经营收益	0.00	0.00	
公允价值变动收益	2.80	0.47	495.43
投资收益	(0.09)	(0.20)	52.04
资产处置收益	0.02	0.02	(38.52)
资产减值损失	0.00	0.00	/
信用减值损失	(0.54)	0.07	(898.98)
其他收益	7.97	4.69	69.90
四、营业利润	26.01	27.16	(4.25)
加：营业外收入	0.09	0.03	168.36
减：营业外支出	0.01	0.01	(31.36)
五、利润总额	26.09	27.19	(4.03)
减：所得税	5.57	5.74	(2.91)
六、净利润	20.52	21.44	(4.33)
减：少数股东损益	0.01	0.05	(88.51)
七、归属母公司净利润	20.51	21.39	(4.13)

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	234,866	236,401	242,675	247,651	252,374
营业收入	234,791	236,273	242,675	247,651	252,374
营业成本	208,384	212,983	216,710	221,011	223,925
营业税金及附加	9,201	6,424	6,552	6,687	6,814
销售费用	293	326	328	334	341
管理费用	1,997	2,205	2,184	2,229	2,271
研发费用	1,371	1,703	1,577	1,610	1,640
财务费用	5,365	5,234	5,135	4,845	4,498
其他收益	1,016	2,353	1,300	1,300	1,300
资产减值损失	(594)	(1,502)	(800)	(800)	(800)
信用减值损失	(108)	(19)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	(3)	3	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	371	325	(5)	(5)	0
投资收益	(37)	(137)	(50)	(50)	(50)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	8,900	8,550	10,617	11,365	13,318
营业外收入	80	279	120	120	120
营业外支出	106	8	30	30	30
利润总额	8,873	8,820	10,707	11,455	13,408
所得税	1,969	1,767	2,141	2,291	2,682
净利润	6,904	7,053	8,566	9,164	10,727
少数股东损益	0	9	9	9	11
归母净利润	6,905	7,044	8,557	9,155	10,716
EBITDA	22,573	22,150	26,762	28,355	30,891
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.98	1.00	1.22	1.30	1.52

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,083	73,270	62,957	66,740	64,843
货币资金	20,469	30,837	21,841	22,289	22,714
应收账款	538	579	567	534	518
应收票据	0	29	0	0	0
存货	31,268	24,251	23,906	26,435	24,570
预付账款	1,736	2,432	2,263	2,403	2,200
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	12,073	15,142	14,380	15,080	14,841
非流动资产	194,516	199,813	196,615	191,948	183,613
长期投资	646	746	746	746	746
固定资产	129,987	147,008	147,419	145,860	141,948
无形资产	9,035	9,147	9,133	9,088	9,013
其他长期资产	54,848	42,912	39,318	36,255	31,905
资产合计	260,599	273,083	259,572	258,688	248,456
流动负债	123,862	130,879	139,823	139,339	128,263
短期借款	66,995	79,042	89,612	88,178	77,490
应付账款	15,599	9,490	9,773	9,872	9,784
其他流动负债	41,268	42,348	40,437	41,290	40,989
非流动负债	76,739	78,786	51,614	46,166	41,103
长期借款	70,621	72,289	45,574	40,000	35,000
其他长期负债	6,118	6,497	6,041	6,166	6,103
负债合计	200,600	209,665	191,437	185,506	169,366
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
少数股东权益	6	18	27	36	47
归属母公司股东权益	59,992	63,399	68,108	73,146	79,043
负债和股东权益合计	260,599	273,083	259,572	258,688	248,456

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,904	7,053	8,566	9,164	10,727
折旧摊销	9,731	11,038	12,254	13,389	14,324
营运资金变动	(1,315)	(3,416)	1,072	(3,075)	2,278
其他	8,216	8,057	4,584	5,204	4,397
经营活动现金流	23,536	22,733	26,475	24,682	31,726
资本支出	(39,741)	(21,814)	(8,700)	(8,900)	(5,900)
投资变动	426	394	(5)	(5)	0
其他	500	518	(51)	(51)	(51)
投资活动现金流	(38,814)	(20,902)	(8,756)	(8,956)	(5,951)
银行借款	9,952	13,715	(16,146)	(7,008)	(15,688)
股权融资	1,188	(2,311)	(3,848)	(4,117)	(4,819)
其他	(1,230)	(3,587)	(6,721)	(4,154)	(4,843)
筹资活动现金流	9,910	7,817	(26,715)	(15,278)	(25,350)
净现金流	(5,369)	9,648	(8,996)	448	425

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	5.6	0.6	2.7	2.1	1.9
营业利润增长率(%)	282.8	(3.9)	24.2	7.0	17.2
归属于母公司净利润增长率(%)	197.8	2.0	21.5	7.0	17.1
息税前利润增长率(%)	156.0	(13.5)	30.6	3.2	10.7
息税折旧前利润增长率(%)	55.0	(1.9)	20.8	6.0	8.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	197.8	2.0	21.5	7.0	17.1
获利能力					
息税前利润率(%)	5.5	4.7	6.0	6.0	6.6
营业利润率(%)	3.8	3.6	4.4	4.6	5.3
毛利率(%)	11.2	9.9	10.7	10.8	11.3
归母净利润率(%)	2.9	3.0	3.5	3.7	4.2
ROE(%)	11.5	11.1	12.6	12.5	13.6
ROIC(%)	3.6	3.1	4.5	4.8	5.6
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	2.2	2.1	1.9	1.6	1.3
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	515.5	422.9	423.5	450.0	480.0
应付账款周转率	19.2	18.8	25.2	25.2	25.7
费用率					
销售费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
研发费用率(%)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.0	1.2	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	3.2	3.8	3.5	4.5
每股净资产(最新摊薄)	8.5	9.0	9.7	10.4	11.2
每股股息	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.9	15.6	12.8	12.0	10.2
P/B(最新摊薄)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.7	15.1	11.2	10.1	8.6
价格/现金流(倍)	4.7	4.8	4.1	4.4	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371