

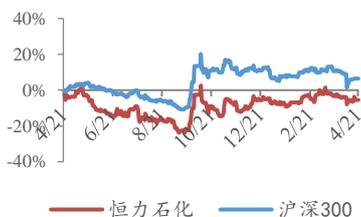
全年业绩稳健，维持高分红策略

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-25

收盘价（元）	15.53
近 12 个月最高/最低（元）	16.52/12.26
总股本（百万股）	7,039
流通股本（百万股）	7,039
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1093
流通市值（亿元）	1093

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 原料波动盈利承压，新材料全面开花 2024-10-24
- 二季度经营稳健，在建项目顺利推进 2024-08-26
- 全年业绩大幅改善，新材料产能逐步释放 2024-04-10

主要观点：

● 事件描述

4月16日晚，恒力石化发布2024年报，实现营收2364.01亿元，同比+0.65%，实现归母净利润70.44亿元，同比+2.01%；实现扣非净利润52.09亿元，同比-13.14%。Q4单季度实现营收585.44亿元，同比/环比-5.12%/-10.29%；实现归母净利润19.39亿元，同比/环比+61.03%/+78.39%；扣非归母净利润5.82亿元，同比/环比-42.91%/-46.30%。

● 炼化承压，PTA改善，新材料放量盈利贡献提升

2024年原油价格同比回落，炼化整体承压，PTA转正，聚酯改善。炼化产品是公司最重要的盈利来源，2024年全年炼化贡献毛利141.98亿元，同比减少36.11%；PTA板块贡献毛利23.12亿元，较2023年盈利大幅转正；聚酯板块实现毛利58.92亿元，同比增长66.10%。子公司口径来看，恒力炼化/恒力石化（大连）/恒力化纤/恒力化工分别实现净利润19.82/3.54/11.49/23.69亿元。

2024全年，恒力新材料科创园一期全面建成并投入运营带来新材料板块产销量大幅提升，炼化产品/PTA/新材料销量同比-7.73%/-3.85%/+37.93%。价格价差方面，炼化产品价格价差收窄，尽管原油/煤炭/PX平均进价+0.16%/-14.69%/-6.04%，但下游化工品需求孱弱叠加供应端仍有压力，价差进一步压缩。PX及聚酯环节供需改善盈利回升，新材料板块随恒力新材料科创园一期投产盈利贡献增加。

盈利能力指标方面，2024年整体销售毛利率9.86%，同比下降1.39pct；净利率2.98%，同比增长0.04pct。ROE为11.41%，同比下降0.82pct。

费用方面，2024全年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.14%/0.93%/2.21%。三费整体控制良好。研发费用率0.72%，同比+0.14pct，公司研发投入保持稳定增长。

● 借助平台化成本优势，新材料项目全面开花

基于炼化一体化良好现金流，公司持续增加资本开支，保证公司未来成长性。公司基于自身的C2-C4全产业链的大化工原料平台优势以及多年的研发积累，选择布局当前我国紧缺的高端涤纶、功能性薄膜、可降解材料、新能源化学品等新材料，加速“卡脖子”

和“产能瓶颈”等受限环节的国产替代。

报告期内，公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、年产 40 万吨高性能工业丝智能化项目、苏州汾湖基地 12 条线功能性薄膜项目实现全面投产，实现从原料供给到工艺技术到消费市场的高效渗透与深度链接，降低公司大宗化工品比例，提升精细化学品与新材料产品产出。

此外，公司目前在在建拟建项目中，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打下坚实的基础。

● **维持高分红积极回馈股东，打造价值“成长+回报”型上市企业**

从 2024 年下半年开始，公司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”，持续打造价值“成长+回报”型上市企业。本报告期现金分红（含税）31.68 亿元，股利分配率达到 44.97%，按照 2025/4/21 收盘股价计算，股息率 2.88%。按照公司的经营目标，后续分红潜力较大。

● **投资建议**

由于近期原油价格波动增大以及需求不及预期等因素，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 84.70 亿元、88.30 亿元、92.68 亿元（2025-2026 原值 111.91 亿元、114.66 亿元），对应当前股价 PE 分别为 12.91X/12.38X/11.80X，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原油和煤炭价格大幅波动；
 项目建设不及预期；
 不可抗力；
 宏观经济下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	236401	247695	248632	249568
收入同比 (%)	0.7%	4.8%	0.4%	0.4%
归属母公司净利润	7044	8470	8830	9268
净利润同比 (%)	2.0%	20.3%	4.3%	5.0%
毛利率 (%)	9.9%	10.7%	10.7%	10.8%
ROE (%)	11.1%	10.2%	8.3%	6.9%
每股收益 (元)	1.00	1.20	1.25	1.32
P/E	15.34	12.91	12.38	11.80

P/B	1.70	1.31	1.02	0.81
EV/EBITDA	10.24	10.57	10.47	10.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	73270	73336	70077	67731	营业收入	236401	247695	248632	249568
现金	30837	20579	18331	15406	营业成本	212983	221273	221904	222536
应收账款	579	530	570	572	营业税金及附加	6424	8669	7956	7986
其他应收款	441	699	674	616	销售费用	326	363	339	350
预付账款	2432	2178	2189	2309	管理费用	2205	2174	2205	2244
存货	24251	33140	30599	29785	财务费用	5234	5510	5517	5562
其他流动资产	14729	16210	17712	19043	资产减值损失	-1502	0	0	0
非流动资产	199813	227850	255536	287211	公允价值变动收益	-325	0	0	0
长期投资	746	839	933	1028	投资净收益	-137	-61	-81	-96
固定资产	147008	153787	162166	174145	营业利润	8550	9899	10815	11171
无形资产	9147	12196	13287	14704	营业外收入	279	155	171	201
其他非流动资产	42912	61027	79151	97334	营业外支出	8	45	53	36
资产总计	273083	301186	325613	354942	利润总额	8820	10009	10933	11337
流动负债	130879	134230	129943	128518	所得税	1767	1535	2098	2062
短期借款	79042	71938	69234	68037	净利润	7053	8474	8835	9275
应付账款	9490	12013	12848	11627	少数股东损益	9	3	5	7
其他流动负债	42348	50279	47860	48854	归属母公司净利润	7044	8470	8830	9268
非流动负债	78786	83786	88786	91786	EBITDA	23798	23959	24622	24844
长期借款	72289	77289	82289	85289	EPS (元)	1.00	1.20	1.25	1.32
其他非流动负债	6497	6497	6497	6497					
负债合计	209665	218016	218729	220304					
少数股东权益	18	22	27	34					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18845	18845	18845	18845					
留存收益	37515	57264	80973	108720					
归属母公司股东权益	63399	83148	106857	134604					
负债和股东权益	273083	301186	325613	354942					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22733	24668	23968	24203
净利润	7044	8470	8830	9268
折旧摊销	11038	10259	9984	10033
财务费用	4505	6018	5923	5945
投资损失	-61	61	81	96
营运资金变动	-802	-36	-738	-980
其他经营现金流	8855	8402	9457	10089
投资活动现金流	-20902	-26882	-22668	-23143
资本支出	-21799	-26675	-22441	-22766
长期投资	386	5	5	-73
其他投资现金流	511	-212	-232	-304
筹资活动现金流	7817	-8043	-3548	-3985
短期借款	12047	-7104	-2704	-1197
长期借款	1668	5000	5000	3000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	82	0	0	0
其他筹资现金流	-5979	-5939	-5844	-5788
现金净增加额	9521	-10257	-2248	-2925

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.7%	4.8%	0.4%	0.4%
营业利润	-3.9%	15.8%	9.3%	3.3%
归属于母公司净利	2.0%	20.3%	4.3%	5.0%
获利能力				
毛利率 (%)	9.9%	10.7%	10.7%	10.8%
净利率 (%)	3.0%	3.4%	3.6%	3.7%
ROE (%)	11.1%	10.2%	8.3%	6.9%
ROIC (%)	4.4%	4.7%	4.3%	4.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	76.8%	72.4%	67.2%	62.1%
净负债比率 (%)	330.6%	262.1%	204.6%	163.6%
流动比率	0.56	0.55	0.54	0.53
速动比率	0.36	0.28	0.29	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.82	0.76	0.70
应收账款周转率	408.27	467.53	436.00	435.93
应付账款周转率	22.44	18.42	17.27	19.14
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.20	1.25	1.32
每股经营现金流薄)	3.23	3.50	3.41	3.44
每股净资产	9.01	11.81	15.18	19.12
估值比率				
P/E	15.34	12.91	12.38	11.80
P/B	1.70	1.31	1.02	0.81
EV/EBITDA	10.24	10.57	10.47	10.56

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。