

2025年08月25日

 买入（维持）
 报告原因：业绩点评

恒力石化(600346): 石化周期底部盈利暂时承压,“反内卷”下龙头优势有望凸

——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

数据日期	2025/08/25
收盘价	17.15
总股本(万股)	703,910
流通A股/B股(万股)	703,910/0
资产负债率(%)	76.89%
市净率(倍)	1.91
净资产收益率(加权)	4.74
12个月内最高/最低价	17.50/12.13



投资要点

- **2025上半年石化行业供需承压,公司业绩同比下降:** 2025年上半年,恒力石化实现营业收入1038.87亿元,同比下降7.69%;归属于上市公司股东的净利润为30.5亿元,同比下降24.08%。其中,第二季度的业绩压力更为明显,营收同比减少13.5%,环比减少17.8%;归母净利润同比下滑46.8%,环比下滑51.3%。业绩下滑主要受两方面因素影响:一是产品价差收窄。上半年,国际原油价格宽幅震荡,布伦特原油均价同比下跌约15%,炼化企业承受一定库存损失,同时,石化需求恢复缓慢,炼化产能仍在释放,周期底部产品价格承压。二是第二季度公司对乙烯装置进行了计划检修,短期内影响相关化工品的产量并推高单位生产成本,对当季业绩造成了一定扰动。
- **经营性现金流净额同比大增,首次将实施中期分红:** 尽管盈利下滑,但公司2025年上半年经营性现金流净额同比大幅增长55.42%至194.77亿元,说明主营业务回款能力非常健康,现金流管理出色。截至上半年末,公司货币资金较上年末增加14.08%。基于充裕的现金流量与良好的盈利状况,公司已积极推出2025年半年度利润分配方案(该方案尚需股东大会审议通过后实施),计划每股派发现金红利0.08元(含税),合计派现5.63亿元(含税),进一步增强市场信心。
- **坚持创新驱动,调整管理架构,积极布局新赛道:** 2025年上半年公司研发投入为8.29亿元,同比增长1.36%。8月15日,恒力石化公告宣布旗下全资子公司恒力炼化吸收合并恒力化工,后者将依法注销,全部资产、负债及业务由前者承继。此次合并后,既能降低恒力化工的负债水平,又可通过业务协同拉高恒力石化整体利润率,实现资源优化配置。当前恒力石化正与中科院大连化物所深度合作,推进己二腈新工艺研发。相关信息显示,已有6项关键技术已进入中试阶段。合并后形成的统一研发平台,能避免资源分散,加快关键技术产业化进程,为高端材料布局奠定基础。
- **盈利预测与投资评级:** 自2024年起,国家层面多次强调要综合整治“内卷式”竞争,规范地方招商引资行为。石化行业近年供给过剩现象突出,有望成为“反内卷”重要领域。另外,近期韩国石化企业已开启产能重组,我国炼化一体化优势有望更具国际竞争力。恒力石化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。根据最新财报,我们维持预测2025年-2027年公司EPS分别为1.10元、1.56元、1.81元。对应PE(以2025年8月25日收盘价计算)分别为15.62倍、10.97倍和9.48倍。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:** 炼化下游需求不及预期;能源原料价格剧烈波动;新材料项目建设不及预期等。

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	7728.85	11005.92	12737.11
同比增速(%)	-85.07%	197.83%	2.01%	9.73%	42.40%	15.73%
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	1.56	1.81
ROE(%)	4.39%	11.51%	11.11%	11.28%	14.52%	15.11%
PE(倍)	52.07	17.48	17.14	15.62	10.97	9.48

资料来源:同花顺,东海证券研究所 数据截至2025/8/25

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	6744.10	6411.67	5847.80
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	9568.43	13671.89	15839.65
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	9677.88	13781.35	15949.10
非流动资产合计	199813.31	199772.76	194761.07	188872.26	所得税	1766.78	1938.67	2760.68	3194.92
资产总计	273082.87	284004.56	281020.55	277428.89	净利润	7053.01	7739.21	11020.67	12754.18
短期借款	79041.95	80079.01	74513.32	66677.17	少数股东损益	9.44	10.36	14.75	17.07
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	7728.85	11005.92	12737.11
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	140326.14	135502.70	129149.07	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	1.56	1.81
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	215450.94	205153.15	193097.30					

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	6374.72	9656.18	11389.69	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	6744.10	6411.67	5847.80	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%	9.73%	42.40%	15.73%
经营性现金净流量	22732.57	30692.98	29639.50	32320.74	盈利能力				
投资性现金净流量	-20902.27	-11538.72	-7538.72	-7538.72	毛利率	9.86%	10.49%	11.81%	12.21%
筹资性现金净流量	7817.28	-11971.39	-21158.60	-23676.16	净利率	2.99%	3.05%	4.24%	4.77%
现金流量净额	9521.14	7182.88	942.18	1105.87	ROE	11.11%	11.28%	14.52%	15.11%
					ROA	2.58%	2.72%	3.92%	4.59%
					ROIC	4.95%	6.06%	7.38%	8.11%
					估值倍数				
					P/E	17.14	15.62	10.97	9.48
					P/S	0.51	0.48	0.46	0.45
					P/B	1.90	1.76	1.59	1.43
					股息率	2.63%	2.16%	3.07%	3.55%
					EV/EBIT	18.49	16.43	12.82	11.25
					EV/EBITDA	10.35	9.78	8.00	7.04
					EV/NOPLAT	26.59	20.69	16.11	14.14

资料来源：同花顺，东海证券研究所

数据截至 2025/8/25

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