



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月27日

基础数据

08月26日收盘价（元）	17.53
总市值（亿元）	1,233.95
总股本（亿股）	70.39

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】恒力石化（600346）2025年一季报点评：扣非净利环比高增，分红潜力可观-2025.04.23

【兴证化工】恒力石化（600346）2024年年报点评：业绩稳健增长，回报股东能力有望持续增强-2025.04.21

【兴证化工】恒力石化（600346）2024年半年报点评：业绩彰显韧性，新产能逐步落地成长可期-2024.08.30

分析师：吉金

S0190522030003
jijin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002
zhangxun19@xyzq.com.cn

分析师：刘梓涵

S0190523070006
liuzihan@xyzq.com.cn

恒力石化(600346.SH)

油价回落及检修致单季盈利短暂下滑，“反内卷”与海外产能退出有望共振加速行业修复

投资要点：

- **事件：**恒力石化发布 2025 年半年报，报告期内公司实现营业收入 1038.87 亿元，同比下滑 7.69%（另有利息收入 1032 万元、手续费及佣金收入 4589 万元，营业总收入 1039.44 亿元）；实现归属上市公司股东的净利润 30.5 亿元，同比下滑 24.08%，实现扣非归母净利润 22.96 亿元，同比下滑 35.16%。其中 2025Q2 单季度实现营业收入 468.63 亿元，同比下滑 13.45%，环比下滑 17.82%；实现归母净利润 9.99 亿元，同比下滑 46.81%，环比下滑 51.28%；实现扣非归母净利润 10.57 亿元，同比下滑 38.64%，环比下滑 14.67%。
- **油价回调或带来一定库存损失，同时公司乙烯装置进行计划检修，单季盈利环比有所承压。原料方面，**根据我们统计，2025Q2 内 Brent 原油价格有所回落，平均录得 66.92 美元/桶，环比下跌 8.12 美元/桶。**价方面，**季度内行业总体仍处底部区间：根据我们统计，2025 年 Q2 汽油批发价（不含税）-原油均价差为 67.4 美元/吨，环比收窄 9.3 美元/吨，同比收窄 17.9 美元/吨；柴油批发价（不含税）-原油均价差为 76.7 美元/吨，环比收窄 6.3 美元/吨。同比收窄 17.2 美元/吨；乙烯-石脑油均价差为 223 美元/吨，环比扩大 5 美元/吨，同比扩大 40 美元/吨；PX-石脑油均价差 231 美元/吨，环比扩大 26 美元/吨，同比收窄 117 美元/吨。**量方面，**公司在二季度对乙烯装置进行了计划检修，乙烯装置单季度负荷率下行，影响了烯烃产品的产量和单位成本水平：据公司公告，Q2 内公司实现炼化产品、PTA、新材料产品销量 397 万吨、350 万吨、154 万吨，同比分别变化+10%、-5%、+8%，环比分别变化-27%、-15%、+15%。
- **国内“反内卷”有望同海外产能退出形成共振，行业修复进程加速可期。**国内来看，前期 7 月 18 日，工业和信息化部总工程师谢少锋在国新办新闻发布会上表示，石化等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工信部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能；7 月 24 日，国家发改委、市场监管总局研究起草的《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见；7 月 25 日，国家发展改革委员会官网修订印发《固定资产投资项 目节能审查和碳排放评价办法》。海外方面，据韩联社报道，韩国经济副总理具润哲 8 月 20 日呼吁石化业界主动开展业务重组，并承诺政府将全力配合。当天韩国 10 家主要石化企业签署了有关业务重组的协议，10 家企业需在年底之前提交关于去产能目标 370 万吨的具体重组计划。除韩国外，欧洲等地亦有多套乙烯装置存在退出/计划退出预期，有望助力行业供需修复。公司作为石化行业领军企业之一，有望充分受益于供给端结构不断优化。
- **维持“增持”的投资评级。**恒力石化是我国石油化工行业的领军企业之一，公司当前已成功打通“原油-芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯新材料”全产业链：上游方面，公司拥有 2000 万吨/年炼化一体化项目，配套 520 万吨/年 PX 产能及 150 万吨/年乙烯产能；中游方面，公司为 PTA 行业的龙头企业，现阶段拥有 PTA 产能 1660 万吨/年；下游方面，公司产品种类丰富，应用领域广泛。当前公司本轮资本开支高峰已过，后续相关新增产能放量有望带来产销规模进一步扩增，回报股东能力有望进一步增强。我们调整公司 2025-2027 年 EPS 预测分别为 1.04 元、1.32 元、1.51 元，维持“增持”的投资评级。

风险提示：油价及煤价大幅波动风险；新项目投产及建设进度不及预期风险；下游需求不及预期风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	236401	238081	245307	248633
同比增长	0.7%	0.7%	3.0%	1.4%
归母净利润（百万元）	7044	7314	9323	10659
同比增长	2.0%	3.8%	27.5%	14.3%
毛利率	9.9%	9.7%	10.3%	10.7%
ROE	11.1%	10.9%	13.0%	13.9%
每股收益（元）	1.00	1.04	1.32	1.51
市盈率	17.5	16.9	13.2	11.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	73270	78354	79870	76245
货币资金	30837	36188	37590	34343
交易性金融资产	428	628	808	958
应收票据及应收账款	608	602	615	621
预付款项	2432	2451	2507	2531
存货	24251	23133	22481	21624
其他	14713	15353	15868	16168
非流动资产	199813	195228	191825	189524
长期股权投资	746	746	746	746
固定资产	147008	163736	167939	168286
在建工程	38394	16558	8223	4889
无形资产	9147	9280	9437	9617
商誉	77	77	77	77
其他	4441	4832	5403	5908
资产总计	273083	273582	271695	265769
流动负债	130879	130109	126469	120149
短期借款	79042	76042	71042	64042
应付票据及应付账款	20937	21134	21621	21826
其他	30900	32933	33806	34280
非流动负债	78786	76581	73661	68711
长期借款	72289	70289	67289	62289
其他	6497	6292	6372	6422
负债合计	209665	206690	200130	188860
股本	7039	7039	7039	7039
未分配利润	36175	38658	41921	45652
少数股东权益	18	28	40	54
股东权益合计	63418	66892	71565	76909
负债及权益合计	273083	273582	271695	265769

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	7044	7314	9323	10659
折旧和摊销	11038	14151	15234	16154
营运资金的变动	-802	364	104	60
经营活动产生现金流量	22733	27882	30300	31981
资本支出	-21799	-8753	-10808	-12822
长期投资	386	-102	-81	-50
投资活动产生现金流量	-20902	-9560	-11737	-13647
债权融资	14355	-4013	-7720	-11800
股权融资	3	0	0	0
融资活动产生现金流量	7817	-12894	-17160	-21581
现金净变动	9521	5351	1403	-3247

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	236401	238081	245307	248633
营业成本	212983	214982	219937	222025
税金及附加	6424	6476	6648	6738
销售费用	326	333	335	340
管理费用	2205	2214	2281	2312
研发费用	1703	1714	1766	1790
财务费用	5234	4556	4272	3925
投资收益	-137	-119	-98	-75
公允价值变动收益	325	341	351	362
信用减值损失	-19	-10	-5	-3
资产减值损失	-1502	-1351	-1216	-1095
营业利润	8550	9049	11555	13181
营业外收支	270	109	118	166
利润总额	8820	9158	11673	13346
所得税	1767	1834	2338	2673
净利润	7053	7324	9335	10673
少数股东损益	9	10	12	14
归属母公司净利润	7044	7314	9323	10659
EPS(元)	1.00	1.04	1.32	1.51

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	0.7%	0.7%	3.0%	1.4%
营业利润增长率	-3.9%	5.8%	27.7%	14.1%
归母净利润增长率	2.0%	3.8%	27.5%	14.3%
盈利能力				
毛利率	9.9%	9.7%	10.3%	10.7%
归母净利率	3.0%	3.1%	3.8%	4.3%
ROE	11.1%	10.9%	13.0%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	76.8%	75.5%	73.7%	71.1%
流动比率	0.56	0.60	0.63	0.63
速动比率	0.30	0.34	0.37	0.36
营运能力				
资产周转率	88.6%	87.1%	90.0%	92.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.00	1.04	1.32	1.51
每股经营现金	3.23	3.96	4.30	4.54
估值比率(倍)				
PE	17.5	16.9	13.2	11.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另有说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载責任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn