证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号：S1500525060002
邮箱：liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号：S1500524040001
联系电话：13261695353
邮箱：liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

行业竞争格局或持续优化，现金流改善推动股东回报增强

2025年8月28日

事件：2025年8月22日晚，恒力石化发布2025年半年度报告。2025年上半年公司实现营业总收入1039.44亿元，同比下降7.68%；实现归母净利润30.50亿元，同比下降24.08%；实现扣非后归母净利润22.96亿元，同比下降35.16%；实现基本每股收益0.43元，同比下降24.56%。

其中，第二季度公司实现营业总收入468.98亿元，同比下降13.45%，环比下降17.79%；实现归母净利润9.99亿元，同比下降46.81%，环比下降51.28%；实现扣非后归母净利润10.57亿元，同比下降38.64%，环比下降14.67%；实现基本每股收益0.14元，同比下降46.81%，环比下降51.72%。

点评：

- **上半年化工及化纤板块有所拖累，公司盈利短期承压。油价端，**2025年上半年国际油价整体呈现震荡下行态势，主要受OPEC+超预期增产叠加美国关税政策冲击需求预期影响，虽6月伊以冲突推升国际油价，但地缘溢价在停火后边际走弱，油价震荡下跌。2025年上半年布伦特平均油价为71美元/桶，同比下降15%。一季度油价单边下跌，二季度油价波动较剧烈，叠加化工板块供需偏弱，公司盈利有所承压。**分板块看，**上半年公司主要子公司恒力炼化、恒力化工、恒力石化（大连）、恒力化纤分别实现净利润16.5、4.7、4.7、0.9亿元，同比变化+8.5、-7.3、+2.2、-5.7亿元。上半年原料价格波动剧烈，石化产品价格波动分化，芳烃产品盈利收窄，新材料产品价格跌幅高于原料价格跌幅，纺服终端需求相对偏弱，公司化工板块及化纤板块对业绩带来一定拖累。

- **存量竞争时代来临，炼化龙头竞争格局或将持续优化。**根据发改委政策，2025年国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，当前炼化扩能接近尾声，总量逼近政策“红线”。2025年5月国家发改委再次强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能，此外近期中央密集释放“反内卷”信号，叠加税改进一步压缩地炼生存空间，或推动落后炼能加速退出。根据万得数据，自2023年四季度以来，山东地炼厂开工负荷持续下行，当前开工率仅维持在50%左右。从炼能供给格局演变角度看，根据我们在2025年炼化中期策略报测算结论，在中性情景下，预计2025-2026年国内炼能增速将明显放缓，2027-2028年或出现炼能负增长。公司旗下恒力炼化是国内稀缺的民营炼化一体化产能，恒力炼化在政策支持、工艺技术、产业协同等方面优势突出；此外，未来吸收合并恒力化工后，运营效率有望进一步提升，并推进资源配置优化，其资产质量或持续增强，公司也有望在当前炼能增量有限、减量出清的竞争格局优化背景下持续受益。

- **公司自由现金流明显改善，积极推出中期股东回报方案。**2025年上半年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为38亿元，同比降幅约73%，当前主要在建项目已经逐步进入试生产阶段，

公司资本性支出明显放缓。公司资本开支放缓带来明显的自由现金流改善，2025 年上半年公司经营性现金流净额为 195 亿，同比增长 55%，自由现金流 130 亿，同比增长约 187 亿。我们认为，未来伴随公司增量项目逐步收尾，资本开支进程放缓，公司或将逐步进入发展“红利回收期”。基于公司上半年充裕的现金流量，公司积极推出 2025 年半年度利润分配方案，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），进一步强化股东回报，其长期投资价值或持续凸显。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 75.90、89.43 和 103.05 亿元，同比增速分别为 7.8%、17.8%、15.2%，EPS（摊薄）分别为 1.08、1.27 和 1.46 元/股，按照 2025 年 8 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 16.01、13.59 和 11.79 倍。考虑到公司受益于自身先进产能优势和行业整合有望加速，2025-2027 年公司业绩弹性有望持续释放，维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	234,866	236,401	240,024	247,318	252,052
增长率 YoY %	5.6%	0.7%	1.5%	3.0%	1.9%
归属母公司净利润(百万元)	6,905	7,044	7,590	8,943	10,305
增长率 YoY%	197.8%	2.0%	7.8%	17.8%	15.2%
毛利率%	11.3%	9.9%	10.4%	10.8%	11.4%
净资产收益率 ROE%	11.5%	11.1%	10.5%	11.1%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.98	1.00	1.08	1.27	1.46
市盈率 P/E(倍)	13.43	15.34	16.01	13.59	11.79
市净率 P/B(倍)	1.55	1.70	1.69	1.50	1.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,083	73,270	89,527	97,255	109,630
货币资金	20,469	30,837	48,170	56,680	70,198
应收票据	0	29	29	30	30
应收账款	538	579	526	542	552
预付账款	1,736	2,432	2,457	2,519	2,550
存货	31,268	24,251	24,496	25,122	25,428
其他	12,073	15,142	13,848	12,362	10,871
非流动资产	194,516	199,813	200,442	204,914	204,292
长期股权投资	646	746	746	746	746
固定资产（合	129,987	147,008	156,221	160,691	159,932
无形资产	9,035	9,147	9,347	9,488	9,639
其他	54,848	42,912	34,128	33,989	33,975
资产总计	260,599	273,083	289,969	302,169	313,922
流动负债	123,862	130,879	134,086	136,502	138,507
短期借款	66,995	79,042	79,042	79,042	79,042
应付票据	12,002	11,447	11,563	11,858	12,002
应付账款	15,599	9,490	9,585	9,830	9,950
其他	29,266	30,900	33,895	35,772	37,513
非流动负债	76,739	78,786	83,811	84,811	85,811
长期借款	70,621	72,289	77,289	78,289	79,289
其他	6,118	6,497	6,522	6,522	6,522
负债合计	200,600	209,665	217,897	221,313	224,318
少数股东权益	6	18	29	41	54
归属母公司股	59,992	63,399	72,043	80,816	89,550
负债和股东权益	260,599	273,083	289,969	302,169	313,922

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收	234,866	236,40	240,024	247,318	252,052
营业成本	208,384	212,98	215,132	220,627	223,312
营业税金及附加	9,201	6,424	6,481	6,678	6,805
销售费用	293	326	360	371	378
管理费用	1,997	2,205	2,400	2,390	2,478
研发费用	1,371	1,703	1,800	1,693	1,811
财务费用	5,365	5,234	5,991	6,128	6,166
减值损失合计	-594	-1,502	-601	-601	-603
投资净收益	-37	-137	-139	-144	-146
其他	1,275	2,662	2,392	2,465	2,512
营业利润	8,900	8,550	9,512	11,152	12,864
营业外收支	-27	270	122	122	171
利润总额	8,873	8,820	9,633	11,274	13,035
所得税	1,969	1,767	2,034	2,319	2,717
净利润	6,904	7,053	7,600	8,955	10,319
少数股东损益	0	9	10	12	14
归属母公司净利润	6,905	7,044	7,590	8,943	10,305
EBITDA	23,350	23,798	24,801	27,003	28,939
EPS (当年)(元)	0.98	1.00	1.08	1.27	1.46

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	234,866	236,401	240,024	247,318	252,052
同比（%）	5.6%	0.7%	1.5%	3.0%	1.9%
归属母公司净利润	6,905	7,044	7,590	8,943	10,305
同比（%）	197.8%	2.0%	7.8%	17.8%	15.2%
毛利率（%）	11.3%	9.9%	10.4%	10.8%	11.4%
ROE%	11.5%	11.1%	10.5%	11.1%	11.5%
EPS (摊薄)(元)	0.98	1.00	1.08	1.27	1.46
P/E	13.43	15.34	16.01	13.59	11.79
P/B	1.55	1.70	1.69	1.50	1.36
EV/EBITDA	9.57	10.24	9.87	8.79	7.77

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,536	22,733	29,615	30,362	31,919
净利润	6,904	7,053	7,600	8,955	10,319
折旧摊销	9,731	11,038	10,950	11,443	11,671
财务费用	4,641	4,505	6,068	6,248	6,308
投资损失	-138	-61	139	144	146
营运资金	1,423	-802	4,382	3,096	3,046
其它	974	999	477	477	429
投资活动现金流	-38,814	-20,902	-5,939	-10,104	-5,193
资本支出	-39,722	-21,799	-5,250	-9,961	-5,046
长期投资	472	386	-200	0	0
其他	435	511	-489	-144	-146
筹资活动现金流	9,910	7,817	-6,343	-11,748	-13,208
吸收投资	0	3	0	0	0
借款	13,806	14,355	5,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-5,773	-9,441	-11,468	-12,848	-14,308
现金流净增加额	-5,298	9,521	17,334	8,510	13,518

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。