

## 公司研究 | 点评报告 | 恒力石化（600346.SH）

# 反内卷下炼化景气度触底反弹在即

### 报告要点

公司公布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现营业收入 1038.87 亿元，同比下降 7.69%；归母净利润 30.50 亿元，同比下降 24.08%；扣非归母净利润 22.96 亿元，同比下降 35.16%。其中 2025 年第二季度实现营业收入 468.63 亿元，同比下降 13.45%，环比下降 17.82%；归母净利润 9.99 亿元，同比下降 46.81%，环比下降 51.28%；扣非归母净利润 10.57 亿元，同比下降 38.64%，环比下降 14.67%。

### 分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

恒力石化 (600346.SH)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 反内卷下炼化景气度触底反弹在即

### 事件描述

公司公布 2025 年半年度报告, 2025 年上半年实现营业收入 1038.87 亿元, 同比下降 7.69%; 归母净利润 30.50 亿元, 同比下降 24.08%; 扣非归母净利润 22.96 亿元, 同比下降 35.16%。其中 2025 年第二季度实现营业收入 468.63 亿元, 同比下降 13.45%, 环比下降 17.82%; 归母净利润 9.99 亿元, 同比下降 46.81%, 环比下降 51.28%; 扣非归母净利润 10.57 亿元, 同比下降 38.64%, 环比下降 14.67%。

### 事件评论

- 2025Q2 炼化景气度承压, 芳烃景气度持续改善。油品方面**, 2025Q2 汽油-原油价差均价 3611 元/吨, 环比微增 0.11%, 柴油-原油价差均价 2666 元/吨, 环比大增 8.71%; **芳烃链中**, 苯-石脑油价差均价 1196 元/吨, 环比降 31.74%, PX 均价 806 美元/吨, 环比降 6.34%, PX-石脑油价差均价 1717 元/吨, 环比涨 13.16%, PTA-0.655PX 价差均价 340 元/吨, 环比大涨 32.67%, 涤纶长丝价差均价 1085 元/吨, 环比降 11.05%; 涤纶工业丝价差均价 2775 元/吨, 环比涨 6.69%; **烯烃链中**, 乙烯-石脑油价差均价 1619 元/吨, 环比涨 4.07%, MEG-0.64 乙烯价差均价 156 元/吨, 环比大涨 108.50%, 丙烯-石脑油价差均价 1611 元/吨, 环比涨 25.11%, 聚乙烯-石脑油价差均价 2958 元/吨, 环比降 8.78%, 聚丙烯-丙烯价差均价 907 元/吨, 环比涨 26.50%; 醋酸均价 2482 元/吨, 环比降 9.50%。展望未来, 随着反内卷政策推行, 炼油及烯烃行业供给有望加速出清, 芳烃链由于 PX 供给增量有限, 而下游需求仍保持稳步增长, 景气度有望持续向好。
- 行业内独具“油、煤、化”深度融合的大化工企业**。业内首次将全球标杆级的 2000 万吨炼化、500 万吨煤化工、150 万吨乙烯和 1200 万吨 PTA 这四大产能集群布置在同一个产业园区内, 节省了大量的中间运行费用与物流运输成本, 主要产出年产 520 万吨 PX、180 万吨纤维级乙二醇、180 万吨纯苯、85 万吨聚丙烯、72 万吨苯乙烯、40 万吨高密度聚乙烯、85 万吨醋酸、14 万吨丁二烯、72 万吨甲醇等国内紧缺、高附加值的高端化工产品及少量的柴油、航空煤油等。同时, 公司在园区内自备了国内最大的煤制氢装置, 每年低成本自供 25 万吨稀缺的纯氢原料, 建造了行业能效领先的合计 520MW 的高功率自备电厂, 为炼厂提供了大量的廉价电力和各级蒸汽, 自营了 2 个 30 万吨级别的原油码头、600 万吨自备原油罐区以及其他各类齐备的原料、成品码头、罐区、储存等公用工程设施, 显著降低了各类生产与运行成本。
- 精细化工及新材料等项目陆续投产**。康辉新材拥有年产 66 万吨 PBT 工程塑料产能, 是国内最大的 PBT 生产商, 在聚酯薄膜方面, 康辉新材现有年产 61.1 万吨 BOPET 产能, 另有 72.7 万吨/年功能性聚酯薄膜、19.4 亿平/年锂电池隔膜产能逐步建设投产。
- 不考虑未来股本变动的情况下, 预计公司 2025 年-2027 年的归母净利润分别 64.9 亿元、89.5 亿元、118.3 亿元, 对应 2025 年 8 月 25 日收盘价 PE 分别为 18.6X、13.5X 和 10.2X, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 国际油价大幅下滑;
- 下游需求增速不及预期;
- 项目进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	17.15
总股本(万股)	703,910
流通A股/B股(万股)	703,910/0
每股净资产(元)	8.98
近12月最高/最低价(元)	17.50/12.13

注: 股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

- 《一季度业绩环比改善, 景气度企稳向好》2025-04-22
- 《油价中枢回落, 未来炼化景气度有望改善》2025-04-22
- 《油价下滑影响三季度业绩, 炼化景气度有望改善》2024-10-28


 更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、国际油价大幅下滑：油价大幅下滑将导致公司原料及产品出现大幅跌价损失，此外也将导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。
- 2、下游需求增速不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。
- 3、项目进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>236401</b>	<b>228650</b>	<b>239579</b>	<b>245747</b>	货币资金	30837	31277	31734	33728
营业成本	212983	204988	213065	216355	交易性金融资产	428	428	428	428
<b>毛利</b>	<b>23417</b>	<b>23663</b>	<b>26514</b>	<b>29393</b>	应收账款	579	560	587	602
%营业收入	10%	10%	11%	12%	存货	24251	23341	24261	24635
营业税金及附加	6424	6213	6510	6678	预付账款	2432	2341	2433	2471
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他流动资产	14742	14727	14748	14760
销售费用	326	316	331	339	<b>流动资产合计</b>	<b>73270</b>	<b>72674</b>	<b>74192</b>	<b>76625</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	746	746	746	746
管理费用	2205	2132	2234	2292	投资性房地产	208	194	181	168
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	147008	146159	142698	136438
研发费用	1703	1647	1726	1770	无形资产	9147	9260	9372	9484
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	77	77	77	77
财务费用	5234	6424	5948	5101	递延所得税资产	468	468	468	468
%营业收入	2%	3%	2%	2%	其他非流动资产	42159	49059	52559	54659
加: 资产减值损失	-1502	-950	-810	-710	<b>资产总计</b>	<b>273083</b>	<b>278636</b>	<b>280293</b>	<b>278665</b>
信用减值损失	-19	0	0	0	短期贷款	79042	71721	57769	39323
公允价值变动收益	325	0	0	0	应付款项	9490	9133	9493	9640
投资收益	-137	-133	-139	-143	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>8550</b>	<b>8127</b>	<b>11204</b>	<b>14809</b>	应付职工薪酬	493	475	494	501
%营业收入	4%	4%	5%	6%	应交税费	1023	989	1036	1063
营业外收支	270	0	0	0	其他流动负债	40832	40116	40839	41133
<b>利润总额</b>	<b>8820</b>	<b>8127</b>	<b>11204</b>	<b>14809</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>130879</b>	<b>122434</b>	<b>109631</b>	<b>91661</b>
%营业收入	4%	4%	5%	6%	长期借款	72289	79789	85289	89789
所得税费用	1767	1628	2244	2967	应付债券	0	0	0	0
净利润	7053	6499	8959	11842	递延所得税负债	39	39	39	39
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>7044</b>	<b>6490</b>	<b>8947</b>	<b>11827</b>	其他非流动负债	6458	6458	6458	6458
少数股东损益	9	9	12	16	<b>负债合计</b>	<b>209665</b>	<b>208720</b>	<b>201417</b>	<b>187947</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.00</b>	<b>0.92</b>	<b>1.27</b>	<b>1.68</b>	归属于母公司所有者权益	63399	69889	78837	90663
					少数股东权益	18	27	39	55
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>63418</b>	<b>69916</b>	<b>78876</b>	<b>90718</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>273083</b>	<b>278636</b>	<b>280293</b>	<b>278665</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>22733</b>	<b>23281</b>	<b>25448</b>	<b>27435</b>					
取得投资收益收回现金	6	-133	-139	-143	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-100	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-17133	-9565	-6954	-4154	每股收益	1.00	0.92	1.27	1.68
其他	-3675	-6898	-3497	-2097	每股经营现金流	3.23	3.31	3.62	3.90
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-20902</b>	<b>-16595</b>	<b>-10590</b>	<b>-6394</b>	市盈率	17.14	18.60	13.49	10.21
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.90	1.73	1.53	1.33
股权融资	3	0	0	0	EV/EBITDA	10.77	10.82	9.50	8.08
银行贷款增加(减少)	13715	179	-8451	-13946	总资产收益率	2.6%	2.3%	3.2%	4.2%
筹资成本	-9441	-6424	-5948	-5101	净资产收益率	11.1%	9.3%	11.3%	13.0%
其他	3540	0	0	0	净利率	3.0%	2.8%	3.7%	4.8%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7817</b>	<b>-6245</b>	<b>-14400</b>	<b>-19047</b>	资产负债率	76.8%	74.9%	71.9%	67.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>9648</b>	<b>440</b>	<b>458</b>	<b>1994</b>	总资产周转率	0.87	0.82	0.85	0.88

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。