

600346.SH

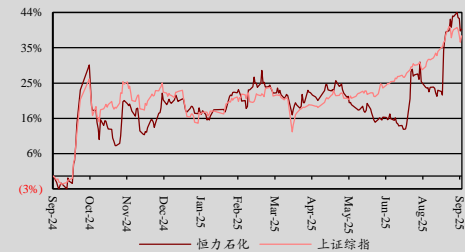
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.20

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.1	12.9	15.0	32.7
相对上证综指	(1.7)	7.5	2.3	(4.0)

发行股数 (百万)	7,039.10
流通股 (百万)	7,039.10
总市值 (人民币 百万)	121,072.52
3个月日均交易额 (人民币 百万)	359.89
主要股东	
恒力集团有限公司	29.84%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2025年9月5日收市价为标准

相关研究报告

- 《恒力石化》20250424
- 《恒力石化》20240826
- 《恒力石化》20240415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

恒力石化

经营韧性展现, 一体化优势增强

公司发布2025年半年报, 上半年实现营业总收入1039.44亿元, 同比降低7.68%, 归母净利润30.50亿元, 同比降低24.08%。其中, 第二季度实现营业总收入468.98亿元, 同比降低13.45%, 归母净利润9.99亿元, 同比降低46.81%, 公司管理效能提升, 财务指标优化, 产品销量稳步增长, 看好公司炼化一体化产业链优势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 经营韧性凸显, 财务指标优化。**2025年上半年公司销售毛利率为11.96%, 同比增长0.10 pct, 其中炼化产品/PTA/聚酯产品毛利率分别为17.95%/3.49%/11.82%, 同比分别+1.37pct/-1.33pct/-3.95pct; 子公司恒力炼化和恒力石化(大连)上半年分别实现净利润16.49亿元和4.71亿元, 同比分别增长51.24%和45.65%。2025年上半年, 期间费用(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)率为4.43%, 同比下降0.22 pct, 其中财务费用为25.07亿元, 同比降低18.41%, 截至2025年二季度末, 公司资产负债率为76.89%, 同比降低1.13 pct, 公司深化降本增效, 管理效能提升, 经营韧性凸显。
- 产销量稳步增长, 一体化优势提升。**2025年上半年公司炼化产品/PTA/新材料产量分别为1211.67万吨/843.27万吨/321.01万吨, 同比+9.53%/+1.64%/+8.64%, 销量分别为939.60万吨/760.37万吨/287.42万吨, 同比+9.89%/+3.52%/+10.59%。恒力石化构建“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯—民用丝/工业丝/薄膜/塑料”世界级一体化协同模式。公司以“大型化、规模化、一体化”为核心, 引入国际一流设备与工艺并创新优化, 在单位成本、物耗能耗、交付效率上具备优势。随着生产成本较高、装置老旧的小型炼厂逐步被淘汰, 炼化行业集中度持续提升, 大型新建炼厂竞争力将逐步凸显, 公司未来业绩有望修复。
- 分红回购政策稳健, 新材料业务扩张。**2025年上半年, 公司经营活动现金流净额达194.77亿元, 同比增长55.42%, 公司拟派发现金分红5.63亿元, 分红比例为18.46%。公司实际控制人之一陈建华计划自2025年4月9日起12个月内以集中竞价交易方式增持公司股份不低于5亿元, 不超过10亿元。公司实际控制人坚定增持, 提升市场信心。另一方面, 公司不断升级优化产业模式, 推动经营规模的量变与业务结构的质变, 公司2025年上半年研发费用为8.29亿元, 同比增长1.36%, 下属子公司康辉新材重点打造全球领先的高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料。公司注重股东回报, 长期投资价值凸显, 同时新材料业务有序扩张, 未来成长空间广阔。

估值

- 基于石化行业内部产能结构性矛盾凸显, 部分石化产品价格中枢震荡下行调整盈利预测。公司2025-2027年归母净利润分别为72.73亿元、86.09亿元、102.02亿元。预计公司2025-2027年每股收益分别为1.03元、1.22元、1.45元, 对应的PE分别为16.6倍、14.1倍、11.9倍。公司经营韧性展现, 一体化优势增强, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原油价格剧烈波动; 行业处于下行周期; 市场竞争加剧的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	234,791	236,273	234,167	236,286	243,482
增长率(%)	5.6	0.6	(0.9)	0.9	3.0
EBITDA(人民币 百万)	22,573	22,150	23,599	26,273	29,046
归母净利润(人民币 百万)	6,905	7,044	7,273	8,609	10,202
增长率(%)	197.8	2.0	3.3	18.4	18.5
原归母净利润预测(百万)	/	/	8557	9155	10716
调整幅度(%)	/	/	(15.01)	(5.96)	(4.80)
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.98	1.00	1.03	1.22	1.45
市盈率(倍)	17.5	17.2	16.6	14.1	11.9
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(倍)	13.7	15.1	13.7	11.5	9.5
每股股息(人民币)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	4.2	2.9	2.7	3.2	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2025 年半年度财务报告摘要

(亿元)	2025 年度上半年	2024 年度上半年	同比增长(%)
一、营业总收入	1,039.44	1,125.96	(7.68)
二、营业总成本	1,003.03	1,079.17	(7.06)
其中：营业成本	914.65	991.97	(7.79)
营业税金及附加	42.36	34.83	21.62
销售费用	1.69	1.73	(2.54)
管理费用	10.96	11.72	(6.50)
研发费用	8.29	8.18	1.36
财务费用	25.07	30.73	(18.41)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	1.15	(0.15)	854.48
投资收益	0.03	0.53	(94.82)
资产处置收益	0.01	0.02	(19.82)
资产减值损失	(7.85)	(3.78)	(107.48)
信用减值损失	(0.22)	(0.18)	(23.05)
其他收益	10.52	8.81	19.40
四、营业利润	40.05	52.03	(23.03)
加：营业外收入	0.15	0.11	34.91
减：营业外支出	0.02	0.01	74.56
五、利润总额	40.17	52.13	(22.94)
减：所得税	9.66	11.86	(18.54)
六、净利润	30.51	40.27	(24.24)
减：少数股东损益	0.01	0.09	(90.89)
七、归属母公司净利润	30.50	40.18	(24.08)

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

图表 2.公司 2025 年第二季度财务报告摘要

(亿元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	468.98	541.84	(13.45)
二、营业总成本	448.42	517.16	(13.29)
其中：营业成本	404.71	473.22	(14.48)
营业税金及附加	23.28	16.05	45.08
销售费用	0.06	0.68	(90.75)
管理费用	5.15	6.58	(21.73)
研发费用	4.49	4.61	(2.59)
财务费用	10.73	16.02	(33.04)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(1.66)	(0.62)	(166.13)
投资收益	0.12	0.73	(83.21)
资产处置收益	0.00	(0.01)	91.25
资产减值损失	(7.85)	(3.78)	(107.48)
信用减值损失	0.31	(0.25)	226.88
其他收益	2.55	4.12	(38.04)
四、营业利润	14.04	24.87	(43.55)
加：营业外收入	0.06	0.08	(23.47)
减：营业外支出	0.02	0.00	348.14
五、利润总额	14.08	24.94	(43.55)
减：所得税	4.08	6.12	(33.21)
六、净利润	9.99	18.83	(46.91)
减：少数股东损益	0.00	0.04	(93.75)
七、归属母公司净利润	9.99	18.78	(46.81)

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	234,866	236,401	234,167	236,286	243,482
营业收入	234,791	236,273	234,167	236,286	243,482
营业成本	208,384	212,983	210,108	210,987	216,193
营业税金及附加	9,201	6,424	7,727	7,325	7,304
销售费用	293	326	316	319	329
管理费用	1,997	2,205	2,107	2,127	2,191
研发费用	1,371	1,703	1,522	1,536	1,583
财务费用	5,365	5,234	4,209	3,944	3,641
其他收益	1,016	2,353	1,700	1,500	1,500
资产减值损失	(594)	(1,502)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
信用减值损失	(108)	(19)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	(3)	3	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	371	325	200	200	0
投资收益	(37)	(137)	(50)	(50)	(50)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	8,900	8,550	9,010	10,682	12,676
营业外收入	80	279	120	120	120
营业外支出	106	8	30	30	30
利润总额	8,873	8,820	9,100	10,772	12,766
所得税	1,969	1,767	1,820	2,154	2,553
净利润	6,904	7,053	7,280	8,618	10,213
少数股东损益	0	9	7	9	10
归母净利润	6,905	7,044	7,273	8,609	10,202
EBITDA	22,573	22,150	23,599	26,273	29,046
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.98	1.00	1.03	1.22	1.45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,083	73,270	60,049	64,658	62,630
货币资金	20,469	30,837	21,075	21,266	21,913
应收账款	538	579	527	523	491
应收票据	0	29	0	0	0
存货	31,268	24,251	22,439	25,619	23,625
预付账款	1,736	2,432	2,120	2,334	2,110
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	12,073	15,142	13,888	14,916	14,491
非流动资产	194,516	199,813	195,640	189,067	180,877
长期投资	646	746	746	746	746
固定资产	129,987	147,008	147,194	145,041	140,759
无形资产	9,035	9,147	9,133	9,088	9,013
其他长期资产	54,848	42,912	38,568	34,192	30,359
资产合计	260,599	273,083	255,689	253,725	243,507
流动负债	123,862	130,879	122,222	131,369	124,606
短期借款	66,995	79,042	73,940	81,065	75,103
应付账款	15,599	9,490	9,187	9,568	9,409
其他流动负债	41,268	42,348	39,095	40,736	40,094
非流动负债	76,739	78,786	66,041	50,183	41,103
长期借款	70,621	72,289	60,000	44,017	35,000
其他长期负债	6,118	6,497	6,041	6,166	6,103
负债合计	200,600	209,665	188,262	181,552	165,710
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
少数股东权益	6	18	26	34	44
归属母公司股东权益	59,992	63,399	67,401	72,139	77,753
负债和股东权益合计	260,599	273,083	255,689	253,725	243,507

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,904	7,053	7,280	8,618	10,213
折旧摊销	9,731	11,038	12,229	13,295	14,179
营运资金变动	(1,315)	(3,416)	1,285	(3,087)	2,220
其他	8,216	8,057	3,452	4,099	3,540
经营活动现金流	23,536	22,733	24,246	22,925	30,151
资本支出	(39,741)	(21,814)	(7,700)	(6,900)	(5,900)
投资变动	426	394	200	200	0
其他	500	518	(51)	(51)	(51)
投资活动现金流	(38,814)	(20,902)	(7,551)	(6,751)	(5,951)
银行借款	9,952	13,715	(17,391)	(8,858)	(14,979)
股权融资	1,188	(2,311)	(3,271)	(3,872)	(4,588)
其他	(1,230)	(3,587)	(5,795)	(3,254)	(3,986)
筹资活动现金流	9,910	7,817	(26,457)	(15,983)	(23,553)
净现金流	(5,369)	9,648	(9,762)	191	648

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	5.6	0.6	(0.9)	0.9	3.0
营业利润增长率(%)	282.8	(3.9)	5.4	18.6	18.7
归属于母公司净利润增长率(%)	197.8	2.0	3.3	18.4	18.5
息税前利润增长率(%)	156.0	(13.5)	2.3	14.1	14.6
息税折旧前利润增长率(%)	55.0	(1.9)	6.5	11.3	10.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	197.8	2.0	3.3	18.4	18.5
获利能力					
息税前利润率(%)	5.5	4.7	4.9	5.5	6.1
营业利润率(%)	3.8	3.6	3.8	4.5	5.2
毛利率(%)	11.2	9.9	10.3	10.7	11.2
归母净利润率(%)	2.9	3.0	3.1	3.6	4.2
ROE(%)	11.5	11.1	10.8	11.9	13.1
ROIC(%)	3.6	3.1	3.4	4.1	5.1
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	2.2	2.1	1.9	1.6	1.3
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	515.5	422.9	423.5	450.0	480.0
应付账款周转率	19.2	18.8	25.1	25.2	25.7
费用率					
销售费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
研发费用率(%)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	2.3	2.2	1.8	1.7	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	3.2	3.4	3.3	4.3
每股净资产(最新摊薄)	8.5	9.0	9.6	10.2	11.0
每股股息	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.5	17.2	16.6	14.1	11.9
P/B(最新摊薄)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.7	15.1	13.7	11.5	9.5
价格/现金流(倍)	5.1	5.3	5.0	5.3	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371