

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

经营现金流大幅改善，炼化龙头投资价值有望凸显

2026年4月15日

事件: 2026年4月14日晚，恒力石化发布2025年年度报告。2025年公司实现营业总收入2,010.87亿元，同比下降14.94%；实现归母净利润70.75亿元，同比增长0.44%；实现扣非后归母净利润59.49亿元，同比上涨14.21%；实现基本每股收益1.01元，同比增长1.00%。

其中，第四季度公司实现营业总收入436.20亿元，同比下降25.49%，环比下降18.50%；实现归母净利润20.52亿元，同比增长5.83%，环比增长4.04%；实现扣非后归母净利润17.64亿元，同比增长202.86%，环比下降6.62%；实现基本每股收益0.29元，同比增长5.81%，环比增长3.57%。

点评:

- **产品跌价低于成本端，公司经营业绩稳中向好，经营现金流大幅改善。价格方面**，2025年国际油价在产油国增产、美国对等关税政策导致需求拖累等多因素影响下震荡下跌。2025年布伦特平均油价为68美元/桶，同比下跌15%，公司原油进价同比下降21%，但炼化产品平均售价仅下跌11%，明显小于原料成本端，推动炼化盈利改善。**盈利方面**，公司核心参控股公司恒力炼化、恒力石化（大连）、恒力化纤分别实现净利润55、6、2亿元，同比+11%、+2%、-9亿元。**毛利率方面**，2025年公司炼化产品、PTA、聚酯实现毛利率分别为21%、5%、7%，同比+8pct、+1pct、-7pct。**现金流方面**，2025年公司实现经营现金流净额311亿元，同比大幅增长84亿元。
- **一季度聚酯、芳烃环比修复，看好全年业绩贡献。**根据我们测算，2026年一季度纯苯、PX、PTA、POY、FDY、DTY平均价差分别环比+23%、+20%、+34%、+112%、+98%、+8%，在美伊冲突后油价大幅上行背景下，全球炼化产品价格持续推高，芳烃板块价格传导顺畅，聚酯板块受益于行业反内卷和行业协同深化推进。我们认为，未来国内芳烃增量供给相对有限，聚酯板块行业集中度有望进一步提升，在行业景气度复苏背景下，2026年公司业绩值得期待。
- **成本优势显著，民营炼化龙头强者恒强。**从当前炼能供给格局看，根据卓创资讯数据，目前全国仍有约4880万吨规模不足200万吨的小产能尚未退出，占现有炼能约5%。此外，炼能在200至300万吨/年的产能有1.45亿吨，占比约15%，行业供给格局优化仍有较大空间，规模化、低成本的民营炼化龙头竞争优势有望增强。公司已构建以2000万吨/年原油和600万吨/年原煤加工及耦合能力为核心的原料转化体系，叠加公司近年来持续深挖装置节能潜力，推动能源结构优化，其成本优势有望进一步凸显。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司业绩预期，我们预测公司2026-2028年归母净利润分别为97.55、107.43和118.99亿元，同比增速分别为37.9%、10.1%、10.8%，EPS（摊薄）分别为1.39、1.53和1.69元/股，按照2026年4月14日收盘价对应的PE分别为16.44、

14.93 和 13.48 倍。考虑到公司受益于自身成本管控优势和装置优化，在油价中高位背景下产品价格推升与公司低成本优势有望共振，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。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	236,401	201,087	247,848	242,783	231,693
增长率 YoY %	0.7%	-14.9%	23.3%	-2.0%	-4.6%
归属母公司净利润 (百万元)	7,044	7,075	9,755	10,743	11,899
增长率 YoY%	2.0%	0.4%	37.9%	10.1%	10.8%
毛利率%	9.9%	13.2%	12.7%	13.6%	14.6%
净资产收益率 ROE%	11.1%	10.6%	12.7%	12.5%	12.6%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.01	1.39	1.53	1.69
市盈率 P/E(倍)	15.34	22.42	16.44	14.93	13.48
市净率 P/B(倍)	1.70	2.38	2.10	1.87	1.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 14 日收盘价

研究团队简介

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。