

非经贡献 Q1 业绩超预期，低价原料 Q2 价差有望扩大

核心观点

2026 年一季度，恒力石化实行保价销售策略，整体产品销量有所回落，但有效提振了 PTA、聚酯产品价格。此外，受益于原油采购成本下行，公司整体毛利率明显改善。未来国内炼能严控叠加海外欧日韩产能退出，炼化行业迎来周期拐点，同时美伊局势暴露海外供应链短板，我国石化供应链稳定性突出，国内优质大石化资产价值迎来重估机遇。

事件

恒力石化发布 2026 年一季度报告，实现营收 492.1 亿元，同比-13.7%，实现归母净利润 39.1 亿元，同比+90.7%，实现扣非归母净利润 24.1 亿元，同比+94.3%。

简评

26Q1 销量略有下滑，毛利率改善明显。26Q1 公司炼化产品/PTA/聚酯产品三大业务板块分别实现营收 216.8 亿元、144.9、97.8 亿元，同比-23.0%、-19.6%、+5.1%，实现销量分别为 471.7、308.2、127.8，同比-13.2%、-25.0%、-4.3%，实现销售价格分别为 4597.4、4701.0、7648.7 元/吨，同比-11.3%、+7.1%、+9.8%。整体来看，公司通过保价销售策略，阶段性限制了整体产品的销量，对下游 PTA 及聚酯价格起到了提振作用，但炼化产品因成品油价格调整不及预期及产品销售的结构变动在均价上有所下滑。由于公司原油采购价同比-14.13%，毛利率在 26Q1 同比+3.4pct 至 14.0pct。

公允价值变动影响非经，低价库存推动 Q2 盈利改善。26Q1，公司非经常性损益 15.0 亿元，其核心来源是公允价值变动收益，其对非经常性损益的影响达 15.5 亿，我们认为原因可能是原油期货合约的公允价值变动影响。本季度公司经营性现金流净额环比下滑明显，但存货环比+84.9 亿元，原因与公司保价销售策略有关，产品阶段性累库。另一方面从公司 Q1 原油进价同比-14.1%，远低于同期布伦特原油现货均价同比+7.5%，我们认为公司可能在 1-2 月的低油价时期对原油进行了超量的屯库，与限价销售一同导致了存货的上涨，但为 Q2 做宽价差打下了坚实的基础。

恒力石化 (600346.SH)

维持

买入

吴宇

wuyu1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030001

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

发布日期：2026 年 04 月 25 日

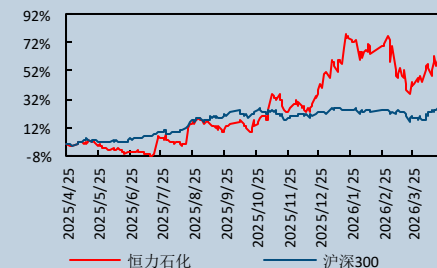
当前股价：23.44 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	15.64/8.65	-10.36/-9.00	50.55/26.78
12 月最高/最低价 (元)			26.74/13.87
总股本 (万股)			703,909.98
流通 A 股 (万股)			703,909.98
总市值 (亿元)			1,649.96
流通市值 (亿元)			1,649.96
近 3 月日均成交量 (万)			4724.75
主要股东			
恒力集团有限公司			29.84%

股价表现



国内炼能收紧，欧日韩退出，行业有望迎来周期拐点。国内方面，2025 年，工信部等七部门印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，要求严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目。海外方面，过去几年，受盈利收窄的压制，全球炼化行业资本开支持续下行，欧日韩产能持续退出。在国内政策收紧、海外装置退出的大背景下，炼化行业转型升级有望加速，公司作为民营大炼化的优质企业有望充分受益。

美伊局势暴露海外供应链的脆弱性，利好我国大石化资产。2026 年初，在美伊局势的扰动下，霍尔木兹海峡断航，日韩及东南亚对中东原油的高度依赖导致其炼厂大规模减产、停产，该地区石化供应链的脆弱性暴露。短期来看，油价的快速攀升使得炼厂成本承压，有望加速欧日韩产能的退出；长期来看，东南亚供应链脆弱性的暴露将延缓资本开支速度，工业化速度有望下滑。我国原油采购呈现多元化分布，供应链稳定性优势明显，大石化资产价值有望得到重估。

投资建议：考虑到炼化行业正处于周期拐点，美伊局势的爆发将加速海外的退出，公司新材料正处于释放期，我们预计公司 2026-28 年归母净利润预测分别至 113.6、146.0、179.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 14.5x、11.3x、9.2x，维持“买入”评级。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	236,273.28	200,986.04	240,961.74	255,413.43	270,827.56
YoY(%)	0.63	-14.93	19.89	6.00	6.03
净利润(百万元)	7,043.57	7,074.58	11,358.61	14,598.84	17,921.43
YoY(%)	2.01	0.44	60.56	28.53	22.76
毛利率(%)	9.86	13.14	14.85	15.25	15.64
销售净利率(%)	2.98	3.52	4.71	5.72	6.62
ROE(%)	11.11	10.59	15.29	17.38	18.69
EPS(摊薄/元)	1.00	1.01	1.61	2.07	2.55
P/E(倍)	23.43	23.32	14.53	11.30	9.21
P/B(倍)	2.60	2.47	2.22	1.96	1.72

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

一、油价波动与产业链利润失衡风险。公司炼化一体化业务对原油价格高度敏感，2025 年油价震荡下行但 PX 价格波动较小支撑了炼化端盈利，若未来油价快速上行或与化工品价格传导失衡，将挤压盈利空间。PTA 环节持续受供需宽松影响，聚酯端则因需求传导滞后盈利承压，三大业务板块毛利率分化明显，产业链利润向上游集中的格局若生变，将直接影响整体收益。

二、项目投产与转型风险。公司三大新材料项目正处转固期，技术壁垒高、商业化周期长，存在投产进度延迟、产能爬坡缓慢或市场接受度低的风险。生物基材料、尼龙产业链等转型项目若未能如期贡献收益，将影响盈利中枢上行节奏。

三、环保安全与政策合规风险。石化行业环保监管趋严，“双碳”目标下减排压力加剧，环保投入持续增加。工信部等七部门严控新增炼油产能，“减油增化”政策推进或影响产品结构调整节奏。若发生安全事故或环保违规，可能导致停产整顿、巨额罚款，损害品牌声誉。

四、供应链与国际贸易风险。虽我国原油采购多元化，但美伊局势等地缘冲突仍可能引发供应中断或价格暴涨，霍尔木兹海峡断航事件已导致部分化工原料供应紧张。公司海外业务占比高，汇率波动可能产生汇兑损益，全球贸易保护主义抬头也可能增加出口成本，削弱产品竞争力。

分析师介绍

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

吴宇

石化能源及化工团队分析师，同济大学工学学士、管理学硕士，2026 年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责石油石化/改性塑料/维生素/甜味剂/高分子助剂等领域研究及跟踪。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk