

石油石化

2026年05月13日

恒力石化 (600346)

——业绩符合预期，海外供给支撑提升，产品景气有望加速上行

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月13日

收盘价 (元)	22.57
一年内最高/最低 (元)	27.26/13.76
市净率	2.2
股息率% (分红/股价)	2.35
流通A股市值 (百万元)	158,872
上证指数/深证成指	4,242.57/16,089.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产 (元)	10.04
资产负债率%	74.43
总股本/流通A股 (百万)	7,039/7,039
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com

联系人

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报：**
- 2025 年公司实现营业总收入 2010.9 亿 (yoy-14.94%)；归母净利润 70.7 亿 (yoy+0.44%)；扣非归母净利润 59.5 亿 (yoy +14.21%)。其中 25Q4 实现营业总收入 436.2 亿 (yoy -25.49%，qoq-18.50%)；归母净利润 20.5 亿 (yoy +5.83%，qoq+4.04%)；扣非归母净利润 17.6 亿 (yoy +202.86%，qoq-6.62%)；业绩表现符合预期。费用方面，公司 2025 年期间费用率 4.37%，同比提升 0.37pct。
- 2026 年一季度公司实现营业总收入 492.1 亿元 (yoy -13.74%，qoq +12.82%)，归母净利润 39.1 亿元 (yoy +90.65%，qoq +90.55%)，扣非归母净利润 24.1 亿元 (yoy +94.27%，qoq +36.47%)，业绩表现符合预期。毛利率 13.98%，同比+3.41pct，环比+1.96pct，随产品供需改善，海外供应链冲击，产品景气明显回暖。此外，公司 Q1 确认公允价值变动净收益 17.0 亿元，支撑净利率同比提升 4.35pct，环比提升 3.25pct 至 7.95%。
- **盈利预测与估值：**考虑炼化下游供需改善，同时海外炼厂在地缘冲突下开工受损，我们预计国内炼化景气存在修复预期，上调 2026-2027 年盈利预测，预计实现归母净利润 128、150 亿元（调整前分别为 100.8、119.9 亿元），新增 2028 年盈利预测，预计实现归母净利润 168 亿元，对应 PE 估值分别为 12X、11X、9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动，下游竞争加剧，在建项目投产不达预期，重要子公司恒力石化（大连）炼化被美国财政部列入 SDN 清单等。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	201,087	49,210	286,323	285,497	294,567
同比增长率 (%)	-14.9	-13.7	42.4	-0.3	3.2
归母净利润 (百万元)	7,075	3,910	12,847	15,010	16,812
同比增长率 (%)	0.4	90.7	81.6	16.8	12.0
每股收益 (元/股)	1.01	0.56	1.83	2.13	2.39
毛利率 (%)	13.1	14.0	12.5	13.8	14.3
ROE (%)	10.6	5.5	16.8	17.9	18.5
市盈率	22	12	11	11	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 2025 年：业绩符合预期，炼化景气修复，聚酯需求旺盛，海外产能加速出清

2025 年公司实现营业总收入 2010.9 亿 (yoy-14.94%)；归母净利润 70.7 亿 (yoy+0.44%)；扣非归母净利润 59.5 亿 (yoy +14.21%)。其中 25Q4 实现营业总收入 436.2 亿 (yoy -25.49%, qoq-18.50%)；归母净利润 20.5 亿 (yoy +5.83%, qoq+4.04%)；扣非归母净利润 17.6 亿 (yoy +202.86%, qoq-6.62%)；业绩表现符合预期。费用方面，公司 2025 年期间费用率 4.37%，同比提升 0.37pct。

25 年油价下行，炼油景气明显提升，化工业务底部回暖。2025 年公司炼化板块实现毛利率 20.9%，同比增加 7.8pct，由于 2025 年全年油价整体呈单边下行趋势，波动较为平稳，炼油业务景气有所复苏，年内子公司恒力炼化吸收合并恒力化工，子公司恒力炼化全年实现净利润 54.78 亿，同比增长 25.9%。2025 年在地炼开工下滑、缩减供给的背景下，成品油景气有所提升，我们测算原油催化裂化价差均值为 1241 元/吨，同比提升 28.6%，其中 Q4 为 1374 元/吨，环比提升 12.5%；25 年全年受供需压力影响，PX 同比趋弱，但下半年随新增产能停滞，景气底部回暖，我们测算 PX-石脑油价差均值为 245 美元/吨，同比下滑 14.9%，其中 Q4 为 264 美元/吨，环比增加 7.6%；受供给宽松和油价下行影响，乙烯盈利有所下滑，我们测算裂解乙烯价差均值为 148 美元/吨，同比下滑 6.3%，其中 Q4 为 115 美元/吨，环比下滑 20.6%。26 年年初至今，油价大幅上涨，亚洲海外炼厂原材料短缺风险逐步上升，公司炼化景气存在修复预期。

聚酯景气已开始回升，长丝下游需求旺盛。2025 年公司聚酯产品实现毛利率 7.35%，同比下滑 6.76pct；PTA 产品实现毛利率 4.83%，同比提升 1.44pct，景气持续磨底。根据钢联数据，我们测算 2024 年 PTA-PX 价差均值为 242.5 元/吨，同比下滑 24.1%，其中 Q4 为 257.7 元/吨，环比提升 19.9%；涤纶长丝 POY 价差均值为 1216.1 元/吨，同比提升 5.8%，其中 Q4 为 1128.4 元/吨，环比下滑 2.1%。自 25Q4 以来，涤纶长丝行业协同效果良好，行业库存同比保持低位，1-2 月长丝及下游面料出口同比大幅增长，虽然油价快速提升，但长丝价差始终保持较高水平，聚酯产业链景气处于上行通道。

资本开支进入尾声，分红有望维持较高水平。2025 年度公司拟每股派发现金红利 0.29 元 (含税)，加上半年度已派发的每股 0.08 元，全年累计每股派发现金红利 0.37 元 (含税)，现金分红总额 26.04 亿元，占 2025 年度归属于上市公司股东净利润的比例为 36.81%。预期随着资本开支进入尾声，公司分红有望维持较高水平。

2. 2026 年一季度：业绩符合预期，海外供给支撑提升，产品景气有望加速上行

2026 年一季度公司实现营业总收入 492.1 亿元 (yoy -13.74%, qoq +12.82%)，归母净利润 39.1 亿元 (yoy +90.65%, qoq +90.55%)，扣非归母净利润 24.1 亿元 (yoy +94.27%, qoq +36.47%)，业绩表现符合预期。毛利率 13.98%，同比+3.41pct，环比+1.96pct，随产品供需改善，海外供应链冲击，产品景气明显回暖。此外，公司 Q1 确认公允价值变动净收益 17.0 亿元，支撑净利率同比提升 4.35pct，环比提升 3.25pct 至 7.95%。

Q1 炼油压力提升，化工品价差走扩，海外供给支撑力度提升。受到地缘政治扰动，26Q1 布伦特油价同环比快速提升，实现均价 78.38 美元/桶，同、环比分别提升 4.5%、24.3%。根据钢联数据，我们测算 26Q1 行业炼油价差 1186 元/吨，同比增长 7%，环比下滑 13.6%，26Q1 在原油成本大幅提升下，成品油景气传导有一定滞后，价差环比承压。下游化工品方面，PX 26 年开工明显提升，乙烯景气逐步触底，我们测算 26Q1 PX-石脑油价差均值为 286 美元/吨，同、环比分别提升 40.7%、8%，裂解乙烯价差均值 130 美元/吨，同比下滑 18%、环比提升 12.4%。油价 26 年大幅提升，亚洲海外炼厂原材料短缺风险逐步上升，公司炼化景气存在修复预期。

26 年聚酯供需明显改善，Q1 景气明显提升，下游需求韧性强。涤纶长丝方面，行业库存同比保持低位，1-2 月长丝及下游面料出口同比大幅增长，虽然油价快速提升，但长丝价差始终保持较高水平，下游需求仍具备较高韧性。根据钢联数据，我们测算 POY 价差 26Q1 均值为 1278 元/吨，同比持平，环比提升 13.3%。PTA 方面，行业协同效果良好，盈利能力显著改善，我们测算 PTA-PX 价差 26Q1 均值为 375 元/吨，同、环比分别改善 34.7%、45.4%，业务基本扭亏为盈，聚酯产业链景气处于上行通道。

煤化工业务持续发力，能源套利空间加大。公司拥有 600 万吨/年原煤加工能力，产品包括 80 万吨甲醇、58 万吨液氨、100 万吨醋酸、30 万吨己二酸等产品。由于海外原油价格快速提升，按原油 100 美金/桶价格测算，按发热值角度来看，对应 2394 元/吨 5000 大卡煤炭价格（假设单位热值价格相同），考虑 55%的折价率，对应约 1317 元/吨的煤炭价格。但截至 2026 年 5 月 12 日，5000 大卡秦皇岛煤炭价格约 750 元/吨，能源套利空间显著。

3. 风险提示

1. 油价大幅波动；
2. 下游竞争加剧；
3. 在建项目投产不达预期
4. 重要子公司恒力石化（大连）炼化被美国财政部列入 SDN 清单等。

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	236,401	201,087	286,323	285,497	294,567
其中：营业收入	236,273	200,986	286,323	285,497	294,567
减：营业成本	212,983	174,568	250,400	246,008	252,579
减：税金及附加	6,424	8,969	10,021	9,992	10,310
主营业务利润	16,866	17,449	25,902	29,497	31,678
减：销售费用	326	291	573	571	589
减：管理费用	2,205	2,496	2,577	2,569	2,651
减：研发费用	1,703	1,626	1,718	1,713	1,767
减：财务费用	5,234	4,383	5,413	5,171	4,776
经营性利润	7,398	8,653	15,621	19,473	21,895
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-19	-8	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-1,502	-1,329	-450	-300	-300
加：投资收益及其他	2,671	1,992	2,104	1,002	1,002
营业利润	8,550	9,308	17,275	20,174	22,597
加：营业外净收入	270	113	0	0	0
利润总额	8,820	9,420	17,275	20,174	22,597
减：所得税	1,767	2,346	4,319	5,044	5,649
净利润	7,053	7,074	12,956	15,131	16,947
少数股东损益	9	0	109	121	136
归属于母公司所有者的净利润	7,044	7,075	12,847	15,010	16,812

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。