

恒力石化 (600346.SH)

一体化优势凸显, PTA 行业格局优化叠加新材料放量, 成长空间持续拓宽

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	236,273	200,986	244,139	252,579	261,565
增长率 yoy (%)	0.6	-14.9	21.5	3.5	3.6
归母净利润 (百万元)	7,044	7,075	13,657	15,687	17,719
增长率 yoy (%)	2.0	0.4	93.0	14.9	13.0
ROE (%)	11.1	10.6	17.4	17.1	16.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.00	1.01	1.94	2.23	2.52
P/E (倍)	18.5	18.4	9.6	8.3	7.4
P/B (倍)	2.1	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2026年4月15日, 恒力石化发布2025年年度报告, 公司2025年营业收入为2009.86亿, 同比下降14.93%; 归母净利润70.75亿元, 同比增长0.44%; 扣非归母净利润59.49亿元, 同比增长14.21%。

2026年4月21日, 恒力石化发布2026年第一季度报告, 公司2026年一季度营业收入为491.91亿元, 同比下降13.74%; 归母净利润39.10亿元, 同比增长90.65%。

点评: 2025年公司盈利能力结构性优化, 1Q26盈利水平大幅改善。2025年公司总体销售毛利率为13.14%, 较2024年上涨3.28pcts。2025年公司财务费用同比下降16.25%; 销售费用同比下降10.83%; 研发费用同比下降4.53%。根据公司2025年报, 公司2025年依靠一体化优势, 强化资源统筹配置, 优先发展高效益产品, 充分释放炼化、石化、化工及新材料产业园区的一体化协同效应, 助力公司盈利结构性优化; 我们认为, 1Q26由于地缘政治冲突带来的原油价格上涨, 带动了炼化产品的涨价, 使得公司盈利能力大幅改善。

2025年公司经营活动净现金流同比上涨。2025年公司经营活动产生的现金流量净额为311.22亿元, 同比上涨36.90%, 主要系付现成本降幅超过收入端降幅所致, 以及2025年期货经纪业务中收到客户备付金大幅增加; 投资性活动产生的现金流量净额为-91.49亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为-233.23亿元, 同比下降398.35%, 主要系公司偿还银行借款支付的现金增加所致。期末现金及现金等价物余额为231.17亿元, 同比下降5.82%。应收账款周转率下降, 从2024年同期的422.88次变为329.34次。存货周转率下降, 从2024年的7.67次变为7.28次。

2025年公司主营产品量价有所承压, 依靠一体化优势对冲周期压力。根据公司2025年年报及经营数据公告, 2025年公司核心产品销量基本保持稳定, 但产品均价普遍下行。2025年公司炼化产品销量1962.58万吨, 同比下降1.72%, 均价4803.95元/吨, 同比下降11.29%; 毛利率同比大幅提升7.78pcts至20.91%, 盈利表现改善; PTA产品销量1362.20万吨, 同比微降0.39%, 但受行业供给格局

买入 (维持评级)

股票信息

行业	石油石化
2026年05月26日收盘价(元)	18.69
总市值(百万元)	131,560.78
流通市值(百万元)	131,560.78
总股本(百万股)	7,039.10
流通股股本(百万股)	7,039.10
近3月日均成交额(百万元)	1,022.30

作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 王彤

SAC: S1070525100002

邮箱: wangtong@cgws.com

相关研究

- 1、《1H25 油价波动拖累公司业绩, 中期分红提振信心-恒力石化 2025 公司点评》2025-09-10

宽松影响，年度均价同比下 15.67%至 4200.97 元/吨；毛利率同比微升 1.44pcts 至 4.83%；新材料产品销量 565.75 万吨，同比增长 0.28%，均价 7065.97 元/吨，同比下降 4.55%。我们认为，面对行业周期波动，公司凭借“原油—PX—PTA—聚酯”全产业链一体化优势，维持业绩稳定，展现出公司较强的经营韧性。

2026 年中东冲突抬升原油价格中枢，驱动炼化产品涨价，利好公司业绩。 2026 年初以来的中东地缘冲突导致全球原油供应链紧张，国际油价飙升，根据 wind 数据，截至 2026 年 5 月 22 日，Brent 原油价格为 107.51 美元/桶，相较于 2026 年初 61.31 美元/桶的价格上涨 75.35%。原油价格上涨也带动了下游炼化产品及聚酯产品的价格上涨，根据 wind 数据，PX、PTA 在 1Q26 市场均价分别为 7895.27、5634.24 元/吨，同比分别上涨 14.03%、13.70%；聚酯产品方面，根据 wind 数据，POY、FDY、DTY、聚酯切片在 1Q26 市场均价分别为 7475.42、7700.00、8682.50、6327.92 元/吨，同比分别为 4.18%、3.22%、3.40%、2.39%。我们认为，由于地缘政治不确定性仍存，原油价格中枢中短期或将在较高位运行，公司有望在上行周期中进一步发挥一体化优势，进一步释放盈利弹性。

PTA 行业供需格局优化，炼化龙头企业显著受益。 根据 CCF 数据显示，2025 年新增 PTA 产能 870 万吨，长期停车退出产能 262.5 万吨，产能净增速约 7.1%，导致行业平均开工负荷降至 76.8%，供需阶段性宽松格局下产品效益承压。本轮 PTA 行业产能扩张周期已经结束，2026 年以后新产能投放进度将显著放缓，考虑到长期停车退出产能，2026 年 PTA 行业有效产能有望出现负增长，预计产能增速-1.7%，且由于地缘政治原因，自 2026 年 3 月以来，原材料持续紧缺，全球 PTA 开工率明显下滑，部分落后产能有望加速出清。需求方面，下游聚酯产能延续温和增长，对 PTA 需求形成稳定支撑。我们认为，行业集中度的提升，有利于具备一体化优势的头部企业获得更稳定的加工利润，利好公司业绩。

重点项目稳步落地，高端新材料布局持续完善。 根据公司 2025 年报，公司下游聚酯与化工新材料产品种类丰富，各类产品规格齐全，定位于中高端市场需求，涵盖民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、BOPET、PBT、PBS/PBAT 等聚酯与化工新材料产品。公司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。在功能性膜材料方面，康辉新材在中高端 MLCC 离型基膜、偏光片离型保护膜、OCA 离型基膜、环保 RPET 基膜、复合集流体基膜、锂电池制程保护膜、感光干膜用基膜、超薄电容膜等领域打破国外技术壁垒，具备行业一流的核心竞争能力与产业发展实力。在高性能工程塑料方面，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，主要应用于汽车、电子电器、工业机械、纺织、光缆、聚合物合金和共混工业等产业领域。在生物可降解材料方面，康辉新材拥有基于自主技术国内单套最大的年产 3.3 万吨 PBAT 产能，应用于 PBS/PBAT 的食品级购物袋、餐具、吸管、地膜领域等绿色环保应用。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。

投资建议：预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 2441.39/2525.79/2615.65 亿元，实现归母净利润分别为 136.57/156.87/177.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.94/2.23/2.52 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 9.6X、8.3X、7.4X。我们基于以下几个方面：1) 由于地缘政治不确定性仍存，原油价格中枢中短期或将在较高

位运行，公司有望进一步释放盈利弹性；2) PTA 行业供需格局持续优化，公司作为全产业链一体化龙头企业之一有望享受格局优化的红利；3) 高端新材料项目加速落地，持续完善产业布局，有望进一步打开成长空间。我们看好公司全产业链一体化优势及高端新材料业务的成长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：价格传导滞后风险；需求波动风险；原材料价格波动风险；重点项目进度不及预期；制裁风险等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	73270	71170	101906	105065	129455
现金	30837	29453	48383	61340	73964
应收票据及应收账款	608	651	684	790	686
其他应收款	441	939	738	997	799
预付账款	2432	1423	3260	1585	3432
存货	24251	23712	33387	25129	35234
其他流动资产	14700	14993	15455	15224	15339
非流动资产	199813	191089	186182	180920	177624
长期股权投资	746	797	904	1026	1146
固定资产	147008	148630	151048	151693	152902
无形资产	9147	8911	8966	9046	8883
其他非流动资产	42912	32752	25264	19155	14692
资产总计	273083	262259	288088	285985	307079
流动负债	130879	127743	145054	135563	147516
短期借款	79042	71126	75000	68521	61450
应付票据及应付账款	20937	14794	32981	27869	44163
其他流动负债	30900	41823	37073	39172	41903
非流动负债	78786	67725	64613	58575	52800
长期借款	72289	61313	57051	51588	45525
其他非流动负债	6497	6412	7562	6987	7275
负债合计	209665	195468	209667	194138	200316
少数股东权益	18	18	22	28	37
股本	7039	7039	7039	7039	7039
资本公积	18845	18880	18890	18894	18919
留存收益	37262	40606	49831	59153	70371
归属母公司股东权益	63399	66773	78399	91820	106726
负债和股东权益	273083	262259	288088	285985	307079

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	22733	31122	37615	37917	39976
净利润	7053	7074	13661	15693	17728
折旧摊销	10992	12345	10627	11365	12102
财务费用	5234	4383	6758	6141	5369
投资损失	137	34	52	65	72
营运资金变动	-1046	6622	4667	3104	2907
其他经营现金流	363	664	1849	1549	1798
投资活动现金流	-20902	-9149	-5783	-6235	-8925
资本支出	21814	7111	5612	5982	8685
长期投资	386	-946	-108	-122	-120
其他投资现金流	526	-1093	-64	-132	-119
筹资活动现金流	7817	-23323	-12901	-18725	-18428
短期借款	12047	-7916	-8100	-6479	-7071
长期借款	1668	-10976	-4263	-5463	-6063
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	82	35	10	4	25
其他筹资现金流	-5979	-4466	-549	-6787	-5319
现金净增加额	9521	-1429	18931	12957	12624

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	236273	200986	244139	252579	261565
营业成本	212983	174568	207818	212975	219700
营业税金及附加	6424	8969	8595	9232	9388
销售费用	326	291	357	350	371
管理费用	2205	2496	2365	2522	2709
研发费用	1703	1626	1615	1752	1887
财务费用	5234	4383	6758	6141	5369
资产和信用减值损失	-1520	-1337	-1838	-1482	-1750
其他收益	2353	2101	1766	1809	2008
公允价值变动收益	325	-180	-11	-67	-49
投资净收益	-137	-34	-52	-65	-72
资产处置收益	3	2	0	0	1
营业利润	8550	9308	16495	19802	22279
营业外收入	279	122	147	157	176
营业外支出	8	10	36	40	24
利润总额	8820	9420	16605	19918	22432
所得税	1767	2346	2944	4226	4704
净利润	7053	7074	13661	15693	17728
少数股东损益	9	0	4	6	9
归属母公司净利润	7044	7075	13657	15687	17719
EBITDA	23783	25490	33230	36563	38829
EPS (元/股)	1.00	1.01	1.94	2.23	2.52

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	0.6	-14.9	21.5	3.5	3.6
营业利润 (%)	-3.9	8.9	77.2	20.0	12.5
归属母公司净利润 (%)	2.0	0.4	93.0	14.9	13.0
获利能力					
毛利率 (%)	9.9	13.1	14.9	15.7	16.0
净利率 (%)	3.0	3.5	5.6	6.2	6.8
ROE (%)	11.1	10.6	17.4	17.1	16.6
ROIC (%)	4.3	4.4	8.0	8.4	8.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.8	74.5	72.8	67.9	65.2
净负债比率 (%)	223.2	192.3	134.4	89.4	55.5
流动比率	0.6	0.6	0.70	0.78	0.88
速动比率	0.3	0.3	0.40	0.53	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	422.9	329.3	376.1	352.7	364.4
应付账款周转率	17.0	17.1	17.0	17.1	17.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.00	1.01	1.94	2.23	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.23	4.42	5.34	5.39	5.68
每股净资产 (最新摊薄)	9.01	9.49	11.14	13.04	15.16
估值比率					
P/E	18.5	18.4	9.6	8.3	7.4
P/B	2.1	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.4	10.1	7.0	5.8	4.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686