

## 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

## 炼化行业竞争格局有望重塑，炼化龙头强者恒强

2026年8月22日

**事件:** 2026年8月19日晚，恒力石化发布2026年半年度报告。2026年上半年公司实现营业总收入982.58亿元，同比下降5.45%；实现归母净利润72.06亿元，同比增长136.25%；实现扣非后归母净利润53.36亿元，同比上涨132.35%；实现基本每股收益1.02元，同比增长137.21%。其中第二季度公司实现营业总收入490.47亿元，同比增长4.58%，环比下降0.33%；实现归母净利润32.96亿元，同比增长229.83%，环比下降15.72%；实现扣非后归母净利润29.29亿元，同比上涨176.97%，环比增长21.66%；实现基本每股收益0.47元，同比增长229.95%，环比下降15.72%。

**点评:**

- **成本控制优异与炼化格局重塑，公司上半年业绩大幅提升。油价端，**2026年1、2月油价在供需偏宽松背景下小幅震荡，3月受美伊冲突升级、霍尔木兹海峡通航受阻影响，国际油价大幅上涨；二季度国际原油延续一季度地缘主导逻辑，月度走势呈“4、5月高位震荡、6月快速跳水”特征。根据iFind数据，2026年上半年布伦特平均油价为87.60美元/桶，同比上涨23.71%，但公司原材料中原油平均进价同比下降7%，依旧保持较好的成本控制能力。**产品实现价格方面，**2026年上半年，全球石化行业在地缘冲突与能源市场剧烈波动中经历了深度震荡，炼化行业在海外关停与地炼加速出清的共振中有望迎来格局重塑，供给端优化改善产品盈利空间，公司炼化产品、PTA、新材料产品售价分别同比-0.4%、+19%、+20%，公司核心产品价格整体稳中有涨，推动盈利改善。**分板块看，**核心子公司恒力炼化、恒力石化（大连）、恒力化纤上半年分别实现净利润46、4.6、7.5亿元，同比+25%、-0.1%、+6.6亿元。
- **二季度炼化及聚酯板块同步改善，推动扣非利润环比提升。**根据我们测算，2026年二季度纯苯、PX、聚乙烯、聚丙烯、PTA、POY平均价差分别环比+25%、+1%、+7%、+39%、+30%、+71%，二季度各板块价差环比有所改善，推动公司扣非净利润环比提升。我们判断，二季度公司归母净利润环比走弱主要系公司加工负荷调整带来炼化及下游新材料产出减少，以及一季度油价大幅抬升产生的非经常性损益高基数效应；此外，根据我们测算，二季度动力煤均价环比增长14%，对成本端也带来一定负面扰动。
- **地缘风险带来供给出清加速，行业有望进一步向头部集中。**海外方面，欧洲化工行业2022至2025年累计关停3700万吨产能，蒸汽裂解装置产能削减16%；亚洲方面，韩国十大化工巨头计划削减石脑油裂解产能270至370万吨，日本、新加坡等地裂解装置相继关闭。国内方面，地缘政治致霍尔木兹海峡持续受阻，独立炼厂开工率跌至43.47%；政策端10亿吨炼能红线叠加原油进口配额向头部集中，行业出清或不可逆转，在此背景下，规模化、低成本的民营炼化龙头竞争优势有望进一步增强。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，实现“油、煤”双原料耦合体系通过柔性切换，有效平抑了单一能源价格冲击带来的成本波动，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：**我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 123.49、132.20 和 147.65 亿元，同比增速分别为 74.6%、7.1%、11.7%，EPS（摊薄）分别为 1.75、1.88 和 2.10 元/股，按照 2026 年 8 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 10.76、10.05 和 9.00 倍。考虑到公司受益于全球炼化产能格局重塑和自身成本优势，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 | 241,795 | 241,708 | 230,539 |
| 增长率 YoY %         | 0.7%    | -14.9%  | 20.2%   | 0.0%    | -4.6%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 7,044   | 7,075   | 12,349  | 13,220  | 14,765  |
| 增长率 YoY%          | 2.0%    | 0.4%    | 74.6%   | 7.1%    | 11.7%   |
| 毛利率%              | 9.9%    | 13.2%   | 14.2%   | 15.0%   | 16.2%   |
| 净资产收益率 ROE%       | 11.1%   | 10.6%   | 15.6%   | 14.6%   | 14.4%   |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.00    | 1.01    | 1.75    | 1.88    | 2.10    |
| 市盈率 P/E(倍)        | 15.34   | 22.42   | 10.76   | 10.05   | 9.00    |
| 市净率 P/B(倍)        | 1.70    | 2.38    | 1.68    | 1.46    | 1.30    |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 8 月 21 日收盘价

| 资产负债表          |              |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |              |              |              |              |              | 单位:百万元          |              |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2024A        | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 会计年度            | 2024A        | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| <b>流动资产</b>    | 73,270       | 71,170       | 93,717       | 112,823      | 130,897      | <b>营业总收入</b>    | 236,401      | 201,087      | 241,795      | 241,708      | 230,539      |
| 货币资金           | 30,837       | 29,453       | 47,844       | 67,928       | 88,658       | 营业成本            | 212,983      | 174,568      | 207,391      | 205,463      | 193,104      |
| 应收票据           | 29           | 9            | 11           | 11           | 10           | 营业税金及附加         | 6,424        | 8,969        | 10,784       | 10,780       | 10,282       |
| 应收账款           | 579          | 641          | 530          | 530          | 505          | 销售费用            | 326          | 291          | 363          | 363          | 346          |
| 预付账款           | 2,432        | 1,423        | 1,690        | 1,674        | 1,574        | 管理费用            | 2,205        | 2,496        | 2,418        | 2,709        | 2,445        |
| 存货             | 24,251       | 23,712       | 28,170       | 27,909       | 26,230       | 研发费用            | 1,703        | 1,626        | 1,813        | 1,836        | 1,781        |
| 其他             | 15,142       | 15,932       | 15,472       | 14,771       | 13,919       | 财务费用            | 5,234        | 4,383        | 5,178        | 5,312        | 5,322        |
| <b>非流动资产</b>   | 199,813      | 191,089      | 189,585      | 184,897      | 179,521      | 减值损失合计          | -1,502       | -1,329       | -601         | -601         | -603         |
| 长期股权投资         | 746          | 797          | 797          | 797          | 797          | 投资净收益           | -137         | -34          | -40          | -40          | -38          |
| 固定资产(合计)       | 147,008      | 148,630      | 151,593      | 148,897      | 145,542      | 其他              | 2,662        | 1,916        | 2,529        | 2,529        | 2,412        |
| 无形资产           | 9,147        | 8,911        | 9,111        | 9,136        | 9,133        | <b>营业利润</b>     | 8,550        | 9,308        | 15,736       | 17,132       | 19,030       |
| 其他             | 42,912       | 32,752       | 28,084       | 26,067       | 24,049       | 营业外收支           | 270          | 113          | 192          | 192          | 165          |
| <b>资产总计</b>    | 273,083      | 262,259      | 283,302      | 297,720      | 310,417      | <b>利润总额</b>     | 8,820        | 9,420        | 15,928       | 17,324       | 19,195       |
| <b>流动负债</b>    | 130,879      | 127,743      | 131,131      | 132,897      | 133,198      | 所得税             | 1,767        | 2,346        | 3,579        | 4,104        | 4,430        |
| 短期借款           | 79,042       | 71,126       | 71,126       | 71,126       | 71,126       | <b>净利润</b>      | 7,053        | 7,074        | 12,349       | 13,220       | 14,765       |
| 应付票据           | 11,447       | 3,890        | 4,621        | 4,578        | 4,303        | 少数股东损益          | 9            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 9,490        | 10,904       | 12,954       | 12,834       | 12,062       | <b>归属母公司净利润</b> | 7,044        | 7,075        | 12,349       | 13,220       | 14,765       |
| 其他             | 30,900       | 41,823       | 42,429       | 44,359       | 45,707       | EBITDA          | 23,798       | 25,533       | 31,212       | 33,030       | 35,309       |
| <b>非流动负债</b>   | 78,786       | 67,725       | 72,991       | 73,991       | 74,991       | EPS(当年)(元)      | 1.00         | 1.01         | 1.75         | 1.88         | 2.10         |
| 长期借款           | 72,289       | 60,814       | 65,814       | 66,814       | 67,814       | <b>现金流量表</b>    |              |              |              |              |              |
| 其他             | 6,497        | 6,911        | 7,177        | 7,177        | 7,177        | 单位:百万元          |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 209,665      | 195,468      | 204,122      | 206,888      | 208,189      | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> |
| 少数股东权益         | 18           | 18           | 18           | 18           | 18           | <b>经营活动现金流</b>  | 22,733       | 31,122       | 30,214       | 35,015       | 37,013       |
| 归属母公司股东权益      | 63,399       | 66,773       | 79,162       | 90,814       | 102,210      | 净利润             | 7,053        | 7,074        | 12,349       | 13,220       | 14,765       |
| <b>负债和股东权益</b> | 273,083      | 262,259      | 283,302      | 297,720      | 310,417      | 折旧摊销            | 11,038       | 12,396       | 12,186       | 12,473       | 12,728       |
| <b>重要财务指标</b>  |              |              |              |              |              | 财务费用            | 4,505        | 3,557        | 5,251        | 5,431        | 5,491        |
| 单位:百万元         |              |              |              |              |              | 投资损失            | -138         | -61          | 34           | 40           | 40           |
| <b>会计年度</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 营运资金变动          | -802         | 6,628        | -19          | 3,443        | 3,555        |
| 营业总收入          | 236,401      | 201,087      | 241,795      | 241,708      | 230,539      | 其它              | 999          | 1,433        | 407          | 407          | 435          |
| 同比(%)          | 0.7%         | -14.9%       | 20.2%        | 0.0%         | -4.6%        | <b>投资活动现金流</b>  | -20,902      | -9,149       | -6,546       | -4,000       | -3,891       |
| 归属母公司净利润       | 7,044        | 7,075        | 12,349       | 13,220       | 14,765       | 资本支出            | -21,799      | -7,074       | -5,306       | -3,159       | -3,152       |
| 同比(%)          | 2.0%         | 0.4%         | 74.6%        | 7.1%         | 11.7%        | 长期投资            | 386          | -946         | -850         | -800         | -700         |
| 毛利率(%)         | 9.9%         | 13.2%        | 14.2%        | 15.0%        | 16.2%        | 其他              | 511          | -1,130       | -390         | -40          | -38          |
| ROE%           | 11.1%        | 10.6%        | 15.6%        | 14.6%        | 14.4%        | <b>筹资活动现金流</b>  | 7,817        | -23,323      | -5,276       | -10,931      | -12,391      |
| EPS(摊薄)(元)     | 1.00         | 1.01         | 1.75         | 1.88         | 2.10         | 吸收投资            | 3            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| P/E            | 15.34        | 22.42        | 10.76        | 10.05        | 9.00         | 借款              | 14,355       | -17,289      | 5,000        | 1,000        | 1,000        |
| P/B            | 1.70         | 2.38         | 1.68         | 1.46         | 1.30         | 支付利息或股息         | -9,441       | -8,353       | -10,651      | -12,031      | -13,491      |

|           |       |       |      |      |      |         |       |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|------|------|------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA | 10.24 | 11.00 | 7.75 | 6.75 | 5.75 | 现金流净增加额 | 9,521 | -1,429 | 18,392 | 20,084 | 20,730 |
|-----------|-------|-------|------|------|------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|

## 研究团队简介

刘红光，北京大学博士，高级工程师，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，中国矿业大学（北京）企业导师，《国际石油经济》青年编委。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理。牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、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的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，现任石化行业首席分析师。

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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。