

恒力石化（600346.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年2月5日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	24.85
总市值	1749.22亿
PE-TTM	25.13
PB-MRQ	2.71

估值结果

	价值	1586亿
DDM估值	上行空间	-9.3%
	状态	合理估值
	价值	1595亿
动态估值	上行空间	-8.8%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内民营大炼化龙头之一，是全球最大的PTA生产商之一。

公司成长空间一般，主要系国内炼能达到上限，公司只能向下游新材料领域拓展；盈利趋势向好，主要系在化工产能周期、反内卷以及汇率升值的影响下，公司产品供需将持续改善；产业格局尚可，主要系公司是民营大炼化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系公司拥有规模、先进程度世界领先的炼厂。

基于1）人民币升值带来成本改善，2）2000万吨规模炼厂的盈利中枢为50-100亿元的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

我们区别于市场的观点

市场观点：产能周期以及反内卷会提升大炼化行业的盈利能力，是公司短期业绩增长的主要驱动力。

我们的观点：除市场观点外，我们认为大炼化行业是个汇率敏感型行业，人民币的升值也会带动公司业绩增长。在当前宏观环境下，汇率也是公司短期业绩的重要影响因素。

风险提示

原油价格大幅波动风险：公司作为炼化一体化企业，其成本端高度依赖原油。若油价短期内剧烈上涨或下跌，可能导致库存贬值、产品与原料价差（裂解价差）收窄，从而严重挤压利润空间，影响整体盈利稳定性。

汇率波动风险：公司大量采购进口原油，以外币（主要是美元）结算，而收入主要为人民币。若人民币兑美元汇率大幅贬值，将直接推高原材料采购成本。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是国内最早、最快实施聚酯新材料全产业链战略发展的行业领军企业，积极推动各大业务板块的协同均衡化发展，大力拓展上下游高端产能，致力于打造从“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯—民用丝、工业丝、薄膜、塑料”世界级全产业链一体化协同的上市平台发展模式。恒力2000万吨/年炼化一体化项目、150万吨/年乙烯项目已全面投产，实现了公司在炼化、芳烃、烯烃关键产能环节的战略突破，公司成为行业内首家实现从“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯新材料”全产业链一体化经营发展的企业。

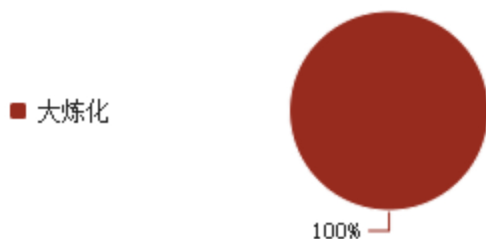
2. 业务介绍

对于恒力石化公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

大炼化：

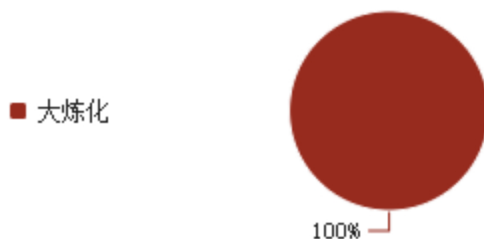
恒力石化的大炼化业务以2000万吨/年炼油能力为核心，配套建设大型乙烯、芳烃（如PX）等化工装置，形成“原油—芳烃/烯烃—PTA/乙二醇—聚酯”一体化产业链。该模式通过规模化、集约化降低单位加工成本，同时最大化化工品收率（化工品产出占比超40%），显著优于传统炼厂。其选址在大连长兴岛，拥有自建码头和原油储运设施，保障了原料供应并降低了物流成本。大炼化平台不仅为下游PTA、新材料等提供稳定、低成本的原料，还通过灵活调节产品结构应对市场波动，构筑成本优势与抗周期能力。公司产品主要在国内销售，因此我们将公司该业务的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司以“大炼化一体化”为核心，依托超大规模炼油与化工装置，实现从原油到高端化工品的全流程自主生产。该模式通过规模效应和产业链协同，降低单位成本并增强抗周期能力。其重资产、低人力、低研发的运营特征，契合石化行业资本密集、技术成熟的特性。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

恒力石化采用重资产运营模式，炼化项目投资动辄数百亿元，固定资产占总资产比重极高。这种高资产强度源于行业特性——规模化装置是降本增效的关键。虽然前期投入巨大、折旧压力重，但一旦投产，可显著降低单位加工成本，并形成规模优势护城河。2024年，公司固定资产1470亿元，占总资产比例为54%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的技术路线以成熟工艺为主，研发聚焦工程放大与集成优化，而非前沿材料原创。公司研发投入占营收比例偏低，主因在于大炼化环节技术相对标准化，公司竞争焦点在规模与成本，而非产品差异化。公司更倾向通过引进、消化和工艺微创新提升效率，研发策略服务于降本与稳产，而非技术突破。2024年公司研发费用17亿元，研发费用率为0.72%。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

得益于高度自动化与流程化生产，公司单位产值所需人力较少，属于典型的人力轻量型制造企业。核心岗位集中于设备运维、工艺控制与安全管理，一线操作人员配置精简。这种低人力密集度有助于控制人工成本、减少管理复杂度。2024年公司单位收入薪酬为0.02元。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司产品涵盖PX、PTA、聚酯切片、工程塑料等大宗及通用化学品，下游客户分散于纺织、包装、电子等多个行业，单一大客户占比极小。这种低客户集中度降低了议价风险和订单波动影响，增强了经营稳定性。2024年公司前五大客户集中度为9.9%。

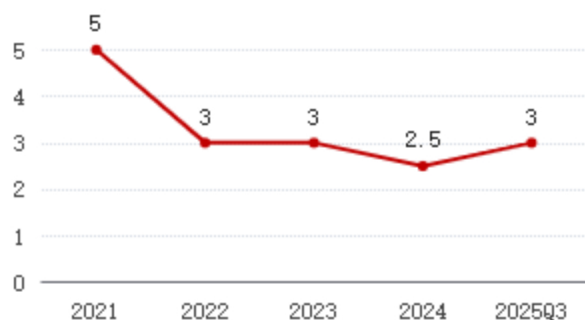
4. 历史经营绩效

过去几年，公司的经营绩效受行业周期下行影响。化工行业产能集中释放导致产品价差收窄，使公司收入、利润及盈利能力持续承压；股东回报随之走弱。但公司凭借一体化布局和强营运管理，在收现与占款能力上保持优势，体现出扎实的业务控制力。整体来看，其业绩下滑更多反映行业共性困境，而非个体经营失当。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



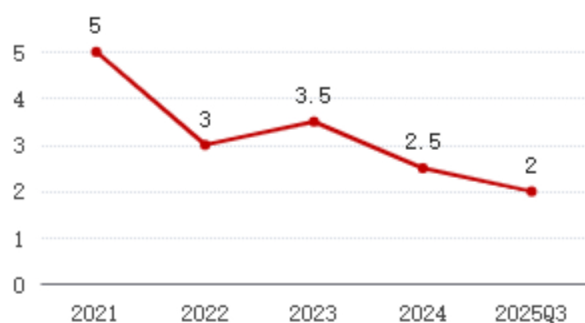
数据来源：公司财报，壹评级

大炼化项目资本开支巨大，产品同质化竞争使毛利承压。尽管公司通过一体化降低原料成本，但在化工品价格下行周期中，单位盈利空间被显著压缩。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



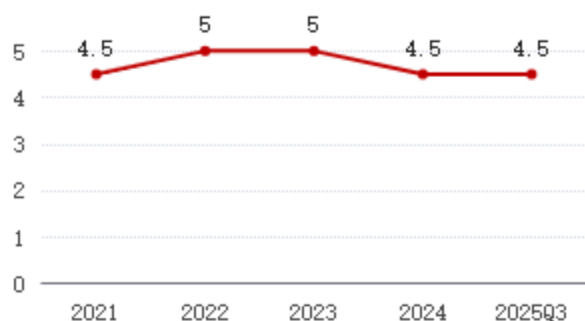
数据来源：公司财报，壹评级

2021年后全球炼化行业进入产能释放高峰期，尤其是中国民营大炼化集中投产，导致PX、乙烯、聚酯等环节供应过剩。叠加疫情后需求恢复不及预期，产品价差收窄，公司虽维持高负荷运行，但营收增长乏力。同时，原油价格剧烈波动压缩加工利润，导致净利润连续下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

作为大宗商品生产商，公司产品标准化程度高、交易频次高、市场流动性好，公司通常在发货前或货到即收付款，回款周期短；同时，面对上游供应商（如国际原油贸易商）可争取较优的信用条件。这种“快收慢付”的营运节奏，使其在收入尚未转化为利润的阶段，已能稳定产生经营性现金流，体现出对现金流转和产业链资金占用的较强掌控力。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

盈利下滑直接制约分红能力，公司近年分红比例虽稳定，但绝对金额减少。同时，市场对炼化行业周期见顶、新增产能消化压力及新能源替代预期形成悲观情绪，导致股价长期承压，投资者资本利得为负，整体股东回报显著弱于前期高景气阶段。

5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系国内炼能达到上限，公司只能向下游新材料领域拓展；盈利趋势向好，主要系在化工产能周期、反内卷以及汇率升值的影响下，公司产品供需将持续改善；产业格局尚可，主要系公司是民营大炼化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系公司拥有规模、先进程度世界领先的炼厂。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司在完成2000万吨炼化一体化项目后，资本开支高峰已过，战略重心转向提升经营质效与产品附加值。公司正推进“高附加值技改+精品项目建设”并举的内生式增长路径，加快向高端新材料领域延伸，并强化成本管控与数字化转型，以巩固其成本优势。整体成长战略表现为规模导向转变为效益导向。

大炼化(3星)：

过去几年，中国民营大炼化集中投产，叠加全球化工需求增速放缓，导致PX、乙烯、聚酯等环节严重过剩，行业进入深度调整期。产能扩张红利消退，加工价差持续收窄，企业普遍面临“高营收、低利润”困境。在此背景下，整个炼化行业成长性显著放缓。另外，国内存在10亿吨炼能上限（目前基本达到上限），公司难以在炼能规模上实现扩张。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势正显现出向好的迹象。从行业周期看，化工板块历经多年下行调整，2026年有望迎来产能周期拐点——大规模扩产已近尾声，另外“反内卷”政策推动行业自律，竞争格局趋于理性，为龙头企业盈利修复铺平道路。同时，作为高度依赖进口原油的“油头”炼化企业，人民币升值直接降低了其核心原材料成本，显著增厚利润空间。

大炼化(3.5星):

炼化行业经历2021-2024年产能集中释放后,新增项目审批趋严,供给扩张明显放缓,行业从“跑马圈地”进入存量优化阶段。产能周期触底叠加政策引导避免低效重复建设,有效缓解恶性竞争。同时,人民币升值利好以进口原油为主的民营炼厂,行业整体加工利润有望企稳回升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司凭借其“炼化-化工-聚酯”全产业链一体化布局,在行业中构筑了良好的竞争优势。上游议价能力方面,公司通过长期协议锁定原油供应,但对国际油价波动仍较为敏感。下游客户分散,议价能力相对有限。新进入者威胁较低,因行业资本、政策壁垒高。替代品威胁在短期内不构成主要矛盾。最核心的竞争来自现有同行,尤其是其他民营大炼化企业以及煤化工、其化工企业。

大炼化(3星):

大炼化作为重资产、高壁垒领域,潜在进入者威胁极小。供应商主要是国际石油巨头,公司虽有长协保障,但对原油这一单一关键原料的依赖使其议价能力受限。下游则面向广泛的化工品市场,买方议价能力普遍偏弱。当前,行业供给增量已明显放缓,但龙头企业间的竞争仍然激烈。公司2000万吨级炼化一体化项目凭借规模效应和内部物料互供,构建了一定成本优势,使得公司在与现有竞争者的对抗中占据相对有利位置。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河主要在于2000万吨/年炼厂的规模优势,护城河持续性较强。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
大炼化	(3.5星) 公司是国内民营大炼化行业龙头之一,国内市占率约3%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为13%,具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(3星) 公司该业务的护城河主要在于规模优势,该优势持续性较强。公司的护城河主要体现在其超大规模、高度一体化的炼化装置上。该模式通过集约化生产有效降低单位加工成本,并实现内部原料与副产品的高效互供,提升整体运营效率。同时,项目在资本投入、技术集成和政策审批等方面具备较高门槛,使得这一模式难以被快速复制,因此护城河持续性较强。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强,为了方便估值,我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法,我们认为公司估值状态为合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为大炼化，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：公司产品价格随油价波动，且未来随行业供需修复存在小幅提价空间，我们预计2026年油价受供需影响将小幅下跌，此后持续回升，远期为65美元/桶（页岩油成本支撑）。产品销量方面，我们预计公司持续推进下游新材料的业务拓展，预计产销量可以维持低个位数增长。因此我们预计公司2029年收入可以超2500亿元。

盈利能力假设：一方面，在产能周期及反内卷的影响行业供需将持续修复，这将带来公司盈利能力提升；另一方面，人民币升值将降低公司成本，因此我们预计公司毛利率可以修复至13%。

表2：公司整体业绩预测

恒力石化	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2223.7	2348.7	2364.0	2193.3	2278.3	2408.8	2548.2	2576.0
归母净利润(亿)	23.2	69.3	70.5	53.7	86.6	113.3	132.0	141.5
归母净利润增速(%)	-85.0	198.4	1.8	-23.9	61.3	30.9	16.5	7.2
经营性净利润(亿)	25.6	65.3	70.0	50.8	83.6	110.2	128.9	138.3
经营性净利润增速(%)	-83.4	155.4	7.2	-27.4	64.6	31.8	16.9	7.3
经营性归母净利润(亿)	25.6	65.3	69.9	50.8	83.6	110.2	128.9	138.3
经营性归母净利润增速(%)	-83.4	155.4	7.1	-27.3	64.6	31.8	16.9	7.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

大炼化	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2223.7	2348.7	2364.0	2193.3	2278.3	2408.8	2548.2	2576.0
收入增速(%)	12.3	5.6	0.7	-7.2	3.9	5.7	5.8	1.1
经营性净利润(亿)	25.6	65.3	70.0	50.8	83.6	110.2	128.9	138.3
经营性净利率(%)	1.1	2.8	3.0	2.3	3.7	4.6	5.1	5.4
经营性净利润增速(%)	-83.4	155.4	7.2	-27.4	64.6	31.8	16.9	7.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
大炼化	2.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	159.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
大炼化(亿)	491.1	1099.2	1590.3	-	-	5.0	1595.3
公司整体测算(亿)	491.1	1099.2	1590.3	-	-	5.0	1595.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
大炼化(亿)	718.4	862.2	1580.7	-	-	5.0	1585.7
公司整体测算(亿)	718.4	862.2	1580.7	-	-	5.0	1585.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处行业信息透明度一般，关键数据获取难度一般，跟踪难度一般；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率较高，交流充分度较高。业绩预测层面：公司业务周期性强，因此预测准确度较低。总体而言，公司估值确定性较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。