

公司研究

中国石油集团入股助力股权优化，加强战略合作利好长远发展

——中石化炼化工程（2386.HK）公告点评

买入（维持）

当前价：5.54 港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

分析师：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002

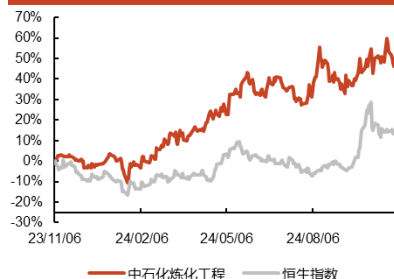
010-56513142

wanglimo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	44.00
总市值(亿港元):	243.74
一年最低/最高(港元):	3.56/6.00
近 3 月换手率:	64.7%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.0	-12.2	31.2
绝对	0.2	8.9	47.3

资料来源：Wind

相关研报

平台优势+海外机遇共筑未来，低估值+高分红驱动价值重估——中石化炼化工程（2386.HK）投资价值分析报告（2024-05-22）

要点

事件：

公司发布公告，为深化中国石化集团与中国石油集团的战略合作，优化公司的股权结构，中国石化集团已将持有的公司 21998 万股内资股股份划转给中国石油集团，约占公司公告日已发行总股本的 5%。

点评：

股权结构得到进一步优化，合作互补共谋发展

股权划转完成后，中国石化集团直接持有公司 268787.6 万股，约占公司总股本的 61.09%，中国石化集团仍为公司控股股东；中国石油集团直接持有公司 21998 万股，约占公司总股本的 5.00%，中国石油集团成为公司第二大股东。本次股权划转是继公司 2013 年在香港上市之后的再一次股权重大调整，公司股权结构得到进一步优化，有利于公司在全体股东的支持下，持续提升治理水平、增进市场认同并促进价值实现。

中国石化与中国石油是中国能源行业的两大巨头，股份划转可以进一步加深双方的战略合作关系，有助于双方在资源、技术、市场等方面的共享与协同，推动资源整合和优势互补，提高资源利用效率。公司通过引入中国石油作为新的股东，可以分散股权，降低单一股东的风险，同时增加公司的资本实力和股东背景多样性，为工程公司未来的发展提供更多可能性和支持，提升全球市场竞争力。

深化海内外市场开拓，前三季度新签合同额同比大增 65.6%

2024 年前三季度，公司国内新签合同额 469 亿元，同比增长 32%，境外新签订合同额 266 亿元，同比增长 202%，海外合同占比从 2023 年前三季度的 20%增至 36%，延续了强劲的发展势头。公司业务结构更加优化，EPC 合同占比从 2023 年前三季度的 54%增长至 74%，表明公司总承包施工能力日益增强，得到业主的高度认可。2024 年前三季度，在国内市场公司代表合同包括芒果乙烯项目（60.81 亿元）、华锦项目（58.07 亿元）等。在境外市场，公司代表性新合同包括哈萨克斯坦 Silleno 乙烷裂解项目（12.5 亿美元）、沙特 Jafurah 三期项目（9 亿美元）等。

分行业来看，2024 年前三季度公司新签合同涉及的行业呈现多元化趋势，炼油、新型煤化工、储运及其他行业的新签合同额快速增长，分别同比+95%、+1850%、+256%，而石油化工行业新签合同额同比+20%，石油化工行业新签合同占比从 2023 年前三季度的 80%下降至 58%。2024 年前三季度，中国石化内部合同额占比从 2023 年前三季度的 30.3%小幅增至 41.7%，公司对外部市场的拓展逐步稳固。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在手订单为 1658 亿元，同比增长 40%，达到历史高位，为公司未来业务持续发展提供有力支撑。

国内外市场迎新机遇，公司加强市场开拓有望充分受益

国内市场方面，中国现代化产业体系正加快构建，石化行业高质量发展扎实推进。一批大型炼化基地建设快速推进，石化下游产业链不断延伸，高端新材料项目资本开支保持增长；节能降碳改造、工艺优化升级、用能设备更新换代等相关政策相继出台，为公司主业发展带来更多机遇。海外市场方面，中东地区活跃资本开支已超千亿美元，产油国炼化生产能力逐年提升。中国石化集团深化“一带一路”合作，公司充分受益于平台优势，中东市场订单获取前景广阔。公司加强市场开拓工

作，随着国内外新签合同稳步推进，业务有望迎来高速增长。

盈利预测、估值与评级

公司背靠中石化集团资源优势，持续开拓海内外市场，业绩有望迎来快速增长，国企改革背景下公司低估值+高分红价值凸显。我们维持公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 26.38、29.15、31.82 亿元，对应的 EPS 分别为 0.60、0.66、0.72 元/股，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：炼化行业景气度波动风险，项目进度不及预期，海外市场风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	53,028	56,221	59,199	64,127	68,145
营业收入增长率	-8.19%	6.02%	5.30%	8.33%	6.27%
净利润（百万元）	2,282	2,335	2,638	2,915	3,182
净利润增长率	7.15%	2.35%	12.97%	10.47%	9.16%
EPS（元）	0.52	0.53	0.60	0.66	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.60%	7.57%	8.29%	8.80%	9.23%
P/E	9.8	9.6	8.5	7.7	7.0
P/B	0.75	0.73	0.70	0.67	0.65

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-01，汇率为 1HKD = 0.9159CNY 注：2024 年公司回购注销股份，总股本变为 44.00 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,028	56,221	59,199	64,127	68,145
营业成本	47,416	50,608	52,967	57,274	60,716
折旧和摊销	916	950	930	969	1,007
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	157	188	198	214	228
管理费用	1,274	1,353	1,425	1,543	1,640
研发费用	-935	-1,019	-1,130	-1,194	-1,224
财务费用	2,578	2,202	2,319	2,512	2,669
投资收益	16	18	18	18	18
营业利润	2,760	2,725	3,218	3,554	3,880
利润总额	2,762	2,764	3,218	3,554	3,880
所得税	480	428	579	640	698
净利润	2,282	2,336	2,638	2,915	3,182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,282	2,335	2,638	2,915	3,182
EPS(元)	0.52	0.53	0.60	0.66	0.72

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,809	2,517	7,650	4,257	5,793
净利润	2,282	2,335	2,638	2,915	3,182
折旧摊销	916	950	930	969	1,007
净营运资金增加	-6,430	797	-4,336	-107	-1,641
其他	10,041	-1,566	8,418	480	3,245
投资活动产生现金流	-905	-2,664	-479	-482	-482
净资本支出	-715	-353	-500	-500	-500
长期投资变化	178	187	0	0	0
其他资产变化	-369	-2,497	21	18	18
融资活动现金流	-1,528	-1,620	-510	-455	-595
股本变化	0	-9	0	0	0
债务净变化	0	0	19	0	0
无息负债变化	4,706	1,539	3,395	4,514	4,253
净现金流	4,376	-1,768	6,662	3,320	4,716

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	10.58%	9.98%	10.53%	10.69%	10.90%
EBITDA 率	4.22%	4.40%	5.07%	5.17%	5.35%
EBIT 率	2.82%	2.96%	3.50%	3.66%	3.88%
税前净利润率	5.21%	4.92%	5.44%	5.54%	5.69%
归母净利润率	4.30%	4.15%	4.46%	4.54%	4.67%
ROA	2.90%	2.88%	3.09%	3.20%	3.29%
ROE (摊薄)	7.60%	7.57%	8.29%	8.80%	9.23%
经营性 ROIC	5.76%	6.30%	9.69%	11.34%	14.62%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	62%	62%	63%	64%	64%
流动比率	1.51	1.51	1.51	1.50	1.49
速动比率	1.50	1.50	1.50	1.49	1.48
归母权益/有息债务	212	382	318	331	345
有形资产/有息债务	532	964	823	881	938

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	78,682	80,968	85,381	91,160	96,775
货币资金	24,110	24,970	31,631	34,951	39,666
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8,595	7,506	7,903	8,561	9,098
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	20,500	20,500	18,944	19,879	20,444
存货	757	473	495	535	567
其他流动资产	9,746	9,886	9,886	9,886	9,886
流动资产合计	70,369	72,562	77,408	83,657	89,779
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	178	187	187	187	187
固定资产	4,663	4,808	4,426	4,004	3,543
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	2,452	2,405	2,357	2,310	2,263
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	8,313	8,406	7,973	7,504	6,996
总负债	48,642	50,120	53,534	58,048	62,301
短期借款	142	81	100	100	100
应付账款	0	0	0	0	0
应付票据	19,792	19,806	21,419	22,788	24,355
预收账款	22,929	24,742	26,047	28,857	31,347
其他流动负债	2,971	2,673	3,120	3,415	3,576
流动负债合计	46,475	47,969	51,383	55,897	60,149
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,165	2,149	2,149	2,149	2,149
非流动负债合计	2,167	2,151	2,151	2,151	2,151
股东权益	30,040	30,848	31,847	33,112	34,474
股本	4,428	4,419	4,400	4,400	4,400
公积金	11,732	11,878	12,161	12,281	12,281
未分配利润	13,697	14,362	15,279	16,426	17,788
归属母公司权益	30,034	30,842	31,841	33,107	34,469
少数股东权益	5	6	6	6	6

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.30%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
管理费用率	2.40%	2.41%	2.41%	2.41%	2.41%
财务费用率	-1.76%	-1.81%	-1.91%	-1.86%	-1.80%
研发费用率	4.86%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%
所得税率	17.39%	15.50%	18.00%	18.00%	18.00%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.30	0.33	0.37	0.41	0.45
每股经营现金流	1.54	0.57	1.74	0.97	1.32
每股净资产	6.78	6.98	7.24	7.52	7.83
每股销售收入	11.98	12.72	13.46	14.58	15.49

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	9.8	9.6	8.5	7.7	7.0
PB	0.75	0.73	0.70	0.67	0.65
EV/EBITDA	6.6	6.1	3.4	2.5	1.3
股息率	5.4%	6.0%	6.8%	7.5%	8.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP