

Q4 炼化产品价格差修复，上调业绩预期

华泰研究

2025 年 1 月 02 日 | 中国内地/中国香港

动态点评

石油化工

Q4 以来伴随北半球进入季节性淡季，Brent 季度均价同环比-10.7%/-6.0%至 74.01 美元/桶，在全球供给整体显现宽松背景下，油价中枢短期或面临下行压力。炼油及化工方面，Q4 以来国内 PMI 回归荣枯线以上，基建活动及物流运输显现转暖迹象，柴油及部分炼化产品价格差有所修复。我们认为公司上下游协同优势显著，25 年伴随需求复苏以及部分产品供给格局优化，盈利有望持续改善，维持“买入”评级。

北半球需求淡季来临，OPEC+减产再延续，国际油价震荡下行

在北半球进入季节性淡季、OPEC+延长额外自愿减产以及地缘政治冲突反复的共同影响下，Q4 以来国际油价整体震荡下行。据 Wind，12 月 31 日 WTI/Brent 原油期货价格分别收于 71.72/74.64 美元/桶，Q4 Brent 均价同环比-10.7%/-6.0%至 74.01 美元/桶，24 年以来 Brent 均价同比-2.8%至 79.86 美元/桶。我们认为中国石化需求、OPEC+协同减产意愿以及美国供应增速仍为 24Q4-25H1 的重要边际影响因素，即使 25 年 OPEC+继续维持 220 万桶/天额外自愿减产，全球供应或依然显宽松，叠加美元降息后全球宏观需求修复仍需时间，我们认为油价中枢短期或面临下行压力。

国内制造业小幅转暖叠加成本下移，柴油及部分炼化产品价格差修复

成品油方面，据 Wind，12 月 27 日我国汽油/柴油/综合生产价差分比为 1144/909/1027 元/吨，10 月初以来分别-18/+41/+12 元/吨；汽油/柴油零批价差分别为 1714/978 元/吨，10 月初以来分别-565/-390 元/吨。化工方面，Q4 以来国内石脑油裂解平均价差/乙烯石脑油裂解平均价差分别为 955/1678 元/吨，环比 Q3 提升 98/164 元/吨。10 月以来中国制造业 PMI 连续 3 个月位于荣枯线以上，基建活动以及物流运输行业显现转暖迹象，叠加成本端国际油价回落，国内柴油、石脑油及乙烯等炼化产品价格差有所修复。

盈利预测与估值

考虑 Q4 国内柴油及部分炼化产品价格差有所提升，我们上调 24 年公司炼油/化工板块毛利率假设 0.3pct/0.1pct 至 1.7%/1.6%，由此调整公司 24-26 年归母净利润预测至 565/677/756 亿元（前值 549/680/758 亿元，较前值变化 +3%/0%/0%），同比增速为 -6.6%/+19.9%/+11.6%，对应 EPS 为 0.47/0.56/0.62 元，以 0.92 港币对人民币汇率折算，结合 A/H 股可比公司估值（Wind、Bloomberg 一致预期 25 年平均 12.0/7.4xPE），考虑公司氢能及新材料领域转型升级，给予 25 年 14.5x/10.0xPE，对应 A/H 目标价 8.12 元/6.09 港元（前值 13.5x/10.0xPE，7.56 元/6.15 港元），维持“买入”。

风险提示：国际油价波动风险；石化行业竞争格局恶化风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	3,318,168	3,212,215	3,191,445	3,210,587	3,234,887
+/-%	21.06	(3.19)	(0.65)	0.60	0.76
归属母公司净利润 (人民币百万)	66,302	60,463	56,466	67,723	75,597
+/-%	(6.89)	(8.81)	(6.61)	19.94	11.63
EPS (人民币，最新摊薄)	0.55	0.50	0.47	0.56	0.62
ROE (%)	8.50	7.60	6.89	7.93	8.41
PE (倍)	12.00	13.16	14.09	11.75	10.52
PB (倍)	1.01	0.99	0.95	0.91	0.86
EV EBITDA (倍)	4.42	5.06	5.56	5.06	4.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	386 HK	600028 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：6.09	人民币：8.12

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

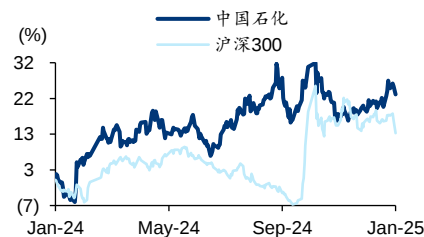
研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

联系人 刘开伊
SAC No. S0570124080033 liukaiei@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	386 HK	600028 CH
目标价	6.09	8.12
收盘价 (截至 1 月 2 日)	4.45	6.56
市值 (百万)	539,703	795,607
6 个月平均日成交额 (百万)	617.47	1,053
52 周价格范围	3.64-5.47	5.28-7.18
BVPS	6.71	6.75

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 可比公司估值表 (A股)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (x)		
		1月2日	1月2日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国石油	601857 CH	8.77	16,051	0.95	0.99	1.02	9.3	8.9	8.6
恒力石化	600346 CH	14.94	1,052	1.09	1.41	1.70	13.7	10.6	8.8
中国海油	600938 CH	28.88	13,727	3.13	3.32	3.48	9.2	8.7	8.3
荣盛石化	002493 CH	8.76	887	0.20	0.44	0.64	43.6	20.0	13.6
平均							18.9	12.0	9.8

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

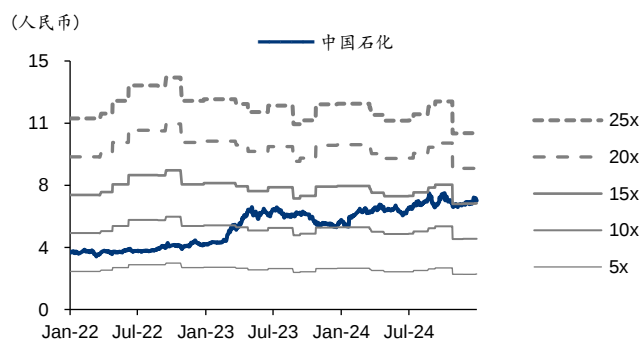
图表2: 可比公司估值表 (H股)

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)	市值 (亿港元)	EPS (港元)			P/E (x)		
		1月2日	1月2日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国石油股份	857 HK	6.03	11,036	0.97	0.96	0.98	6.2	6.3	6.2
中国神华	1088 HK	32.55	6,467	3.27	3.22	3.32	10.0	10.1	9.8
中国海洋石油	883 HK	18.88	9,088	3.27	3.27	3.18	5.8	5.8	5.9
平均							7.3	7.4	7.3

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

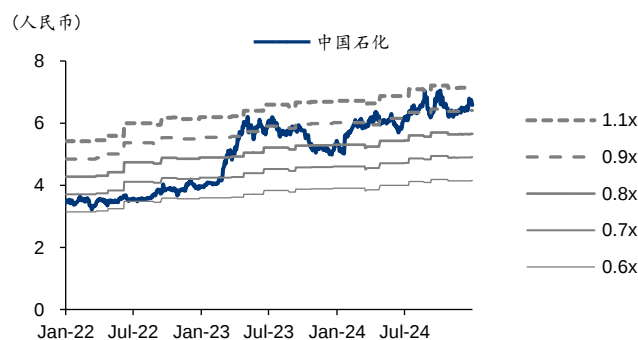
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表3: 中国石化 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 中国石化 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	523,140	534,435	512,155	533,077	517,850
现金	145,052	164,960	159,572	160,529	161,744
应收账款	46,364	48,652	31,134	49,131	31,742
其他应收账款	27,009	26,089	26,666	26,405	27,067
预付账款	7,956	5,067	7,872	5,145	7,970
存货	244,241	250,898	248,143	253,098	250,557
其他流动资产	52,518	38,769	38,769	38,769	38,769
非流动资产	1,425,500	1,492,239	1,592,517	1,655,035	1,684,665
长期投资	233,941	234,608	249,420	261,195	272,970
固定投资	630,758	690,957	773,851	826,862	850,084
无形资产	120,694	138,181	145,095	151,490	157,614
其他非流动资产	440,107	428,493	424,150	415,489	403,997
资产总计	1,948,640	2,026,674	2,104,672	2,188,112	2,202,515
流动负债	667,385	647,076	718,285	784,200	776,510
短期借款	21,313	59,815	80,471	184,035	132,116
应付账款	258,642	229,878	262,491	232,049	264,874
其他流动负债	387,430	357,383	375,322	368,116	379,521
非流动负债	344,102	420,943	392,344	359,685	322,646
长期借款	94,964	179,347	150,748	118,089	81,050
其他非流动负债	249,138	241,596	241,596	241,596	241,596
负债合计	1,011,487	1,068,019	1,110,629	1,143,885	1,099,156
少数股东权益	151,576	152,861	160,561	169,796	180,105
股本	119,896	119,349	121,700	121,700	121,700
资本公积	118,875	117,273	126,723	126,723	126,723
留存公积	540,921	563,515	585,973	612,908	642,975
归属母公司股东权益	785,577	805,794	833,482	874,431	923,255
负债和股东权益	1,948,640	2,026,674	2,104,672	2,188,112	2,202,515

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	116,269	161,475	218,904	126,478	270,441
净利润	75,758	70,046	64,165	76,958	85,906
折旧摊销	109,906	103,341	102,628	117,888	131,090
财务费用	9,974	9,922	2,157	3,614	5,918
投资损失	(14,462)	(5,811)	(7,812)	(9,775)	(9,775)
营运资金变动	(87,111)	(41,735)	62,768	(56,302)	62,783
其他经营现金	22,204	25,712	(5,002)	(5,906)	(5,481)
投资活动现金	(95,010)	(155,865)	(192,644)	(167,294)	(148,051)
资本支出	(172,527)	(171,493)	(168,652)	(148,652)	(128,652)
长期投资	(8,476)	(4,338)	(14,812)	(11,775)	(11,775)
其他投资现金	85,993	19,966	(9,180)	(6,867)	(7,625)
筹资活动现金	(39,699)	22,732	(75,953)	(58,857)	(63,327)
短期借款	(6,053)	38,502	20,656	103,564	(51,919)
长期借款	45,623	84,383	(28,599)	(32,659)	(37,039)
普通股增加	(1,175)	(547.00)	2,351	0.00	0.00
资本公积增加	(1,313)	(1,602)	9,450	0.00	0.00
其他筹资现金	(76,781)	(98,004)	(79,812)	(129,762)	25,632
现金净增加额	(15,152)	28,321	(49,694)	(99,674)	59,062

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,318,168	3,212,215	3,191,445	3,210,587	3,234,887
营业成本	2,819,363	2,709,656	2,731,007	2,743,047	2,756,261
营业税金及附加	263,991	272,921	255,316	250,426	249,086
营业费用	58,567	61,164	57,127	56,827	56,287
管理费用	57,208	59,664	58,403	57,470	56,611
财务费用	9,974	9,922	2,157	3,614	5,918
资产减值损失	(12,009)	(8,772)	(7,979)	(6,421)	(6,470)
公允价值变动收益	(1,715)	467.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14,462	5,811	7,812	9,775	9,775
营业利润	96,414	86,744	82,404	98,990	110,209
营业外收入	2,960	1,970	2,815	2,582	2,456
营业外支出	4,859	2,598	5,013	4,157	3,923
利润总额	94,515	86,116	80,207	97,416	108,742
所得税	18,757	16,070	16,041	20,457	22,836
净利润	75,758	70,046	64,165	76,958	85,906
少数股东损益	9,456	9,583	7,700	9,235	10,309
归属母公司净利润	66,302	60,463	56,466	67,723	75,597
EBITDA	214,924	200,698	184,992	218,918	245,749
EPS (人民币，基本)	0.55	0.51	0.46	0.56	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.06	(3.19)	(0.65)	0.60	0.76
营业利润	(14.23)	(10.03)	(5.00)	20.13	11.33
归属母公司净利润	(6.89)	(8.81)	(6.61)	19.94	11.63
获利能力 (%)					
毛利率	15.03	15.65	14.43	14.56	14.80
净利率	2.28	2.18	2.01	2.40	2.66
ROE	8.50	7.60	6.89	7.93	8.41
ROIC	14.36	11.93	9.71	10.28	12.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.91	52.70	52.77	52.28	49.90
净负债比率 (%)	6.52	13.18	13.18	19.36	10.20
流动比率	0.78	0.83	0.71	0.68	0.67
速动比率	0.36	0.39	0.32	0.32	0.30
营运能力					
总资产周转率	1.73	1.62	1.54	1.50	1.47
应收账款周转率	81.70	67.61	80.00	80.00	80.00
应付账款周转率	12.19	11.09	11.09	11.09	11.09
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.50	0.47	0.56	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.33	1.80	1.04	2.23
每股净资产(最新摊薄)	6.48	6.64	6.87	7.21	7.61
估值比率					
PE (倍)	12.00	13.16	14.09	11.75	10.52
PB (倍)	1.01	0.99	0.95	0.91	0.86
EV EBITDA (倍)	4.42	5.06	5.56	5.06	4.19

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国石化（600028 CH）、中国石油化工股份（386 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国石化（600028 CH）、中国石油化工股份（386 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司