

## 公司研究

## 24年归母净利润同比增长5.5%，新签合同额再创新高

## ——中石化炼化工程（2386.HK）2024年报点评

## 买入（维持）

当前价：5.63 港元

## 作者

## 分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

## 分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	43.98
总市值(亿港元)	247.60
一年最低/最高(港元)	4.28/6.87
近3月换手率	46.1

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.7	-35.3	-3.7
绝对	-8.0	-14.4	40.7

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2024年报，2024年公司实现营业收入642亿元，经重述后同比增长13.9%，实现归母净利润24.66亿元，经重述后同比增长5.5%。

## 点评：

## 25年净利润稳健增长，毛利率、现金流承压

2024年，国内外能源化工产业向着高端化、绿色化、智能化方向加速转型，能源化工产业工程建设投资强度稳步增长，旺盛的资本开支为公司的发展带来机遇。公司经营利润增速为-1.6%，归母净利润增速为5.5%，业绩稳中有增。公司资本结构保持稳健，截至24年末的资产负债率为61.3%，较23年末下降0.6pct。24年公司毛利率为8.3%，同比下降1.7pct，主要由于市场竞争加剧，项目盈利收窄。24年公司ROE为7.8%，同比增加0.2pct，投入资本回报率为7.9%，同比增长0.2pct，资本回报率基本保持稳定。24年公司经营活动现金流为-22.11亿元，主要由于经营性应收应付项目增加，导致现金流出49.63亿元。

## 新签合同额创历史新高，新型煤化工、海外市场发展强劲

2024年，公司新签订合同额为1006亿元，同比增长25.4%，创下历史同期最好成绩。其中，国内新签合同621亿元，同比增长6%，境外新签订合同53.49亿美元，同比增长79.6%，延续了强劲的发展势头。公司加大与国际同业伙伴强强联合，加强与战略客户的高层互访和推介交流，海外市场开发持续做强做大做优。在国内市场，公司代表性合同包括华锦项目（63.64亿元）、中沙古雷芒果乙烯项目（61.64亿元）、中煤榆林煤化工项目（31.17亿元）等。在境外市场，公司代表性新合同包括哈萨克斯坦乙烷裂解项目（12.50亿美元）、沙特Jafurah三期项目（9亿美元）、沙特北部硫磷化工项目（3.63亿美元）等。此外，24年公司战略新兴业务领域新签合同金额同比大幅增长63%。其中，来自清洁能源、新能源领域合同37个，新签合同额约为1亿元；来自新材料、新技术等新兴领域合同209个，新签合同额约为124亿元。

分行业来看，24年公司新签合同涉及的行业呈现多元化趋势，炼油、石油化工、新型煤化工、储运及其他行业的新签合同额分别同比-9%、+13%、+3070%、+20%，其中新型煤化工新签合同额增长120亿元，占合同额总增量的59%。2024年，来自中国石化集团及其联系人的新签合同额同比+73%，来自外部市场的新签合同额同比+8%，公司内部合同额有所复苏，同时对外部市场的拓展持续深化。截至2024年12月31日，公司在手订单为1727亿元，同比增长26.7%，为公司业务持续发展提供有力支撑。

2025年公司的新签合同额目标为境内630亿元，境外50亿美元。公司将以更大力度做好市场开发，实现合同数量和质量的有效提升；以更大力度做好项目管理，推动盈利质量提升。

### 维持高水平分红，持续推进回购工作

公司重视投资者回报，坚持每年分红两次，维持较高的派息率。综合考虑公司盈利水平和未来可持续发展需要，董事会决定派发末期股息 0.208 元/股，与中期股息合计的年度派息额为 0.358 元/股，派息率为 64%，以 2025 年 3 月 17 日股价计算的股息率为 6.83%。2024 年公司继续推进回购工作，全年公司累计回购 1730 万股，累计回购金额为 8651 万港元，公司将持续通过高分红与回购工作，积极回馈投资者。

### 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 24 年业绩稳健增长，整体符合我们的预期，考虑到市场竞争激烈，公司毛利率承压，我们下调 25-26 盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 25.95（下调 11%）、27.60（下调 13%）、29.02 亿元，对应的 EPS 分别为 0.59、0.63、0.66 元/股。公司背靠中石化集团资源优势，持续开拓海内外市场，业绩有望持续增长，国企改革背景下公司低估值+高分红价值凸显，我们仍然维持对公司的“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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,221	64,198	68,852	73,377	78,139
营业收入增长率	6.02%	14.19%	7.25%	6.57%	6.49%
净利润（百万元）	2,335	2,466	2,595	2,760	2,902
净利润增长率	2.35%	5.58%	5.25%	6.34%	5.16%
EPS（元）	0.53	0.56	0.59	0.63	0.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.57%	7.82%	8.01%	8.22%	8.35%
P/E	9.9	9.3	8.9	8.4	7.9
P/B	0.75	0.73	0.71	0.69	0.66

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-17，汇率为 1HKD = 0.93073CNY

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,221	64,198	68,852	73,377	78,139
营业成本	50,608	58,862	62,435	66,472	70,778
折旧和摊销	951	1,058	954	992	1,031
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	188	178	191	203	216
管理费用	1,353	1,344	1,441	1,536	1,636
研发费用	-1,019	-1,132	-1,059	-1,054	-1,070
财务费用	2,202	2,515	2,697	2,875	3,061
投资收益	18	5	5	5	5
营业利润	2,725	2,698	3,165	3,365	3,539
利润总额	2,764	2,852	3,165	3,365	3,539
所得税	428	378	570	606	637
净利润	2,336	2,474	2,595	2,760	2,902
少数股东损益	0	8	0	0	0
归属母公司净利润	2,335	2,466	2,595	2,760	2,902
EPS(元)	0.53	0.56	0.59	0.63	0.66

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,517	-2,211	1,703	2,928	3,044
净利润	2,335	2,466	2,595	2,760	2,902
折旧摊销	951	1,058	954	992	1,031
净营运资金增加	797	6,748	2,179	1,122	1,243
其他	-1,567	-12,483	-4,025	-1,946	-2,132
投资活动产生现金流	-2,664	2,528	-491	-495	-495
净资本支出	-353	-264	-500	-500	-500
长期投资变化	187	24	0	0	0
其他资产变化	-2,497	2,768	9	5	5
融资活动现金流	0	0	-654	-545	-613
股本变化	-9	-21	0	0	0
债务净变化	0	0	-9	0	0
无息负债变化	1,397	-217	411	1,676	1,612
净现金流	-1,620	-1,698	558	1,888	1,936

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.98%	8.31%	9.32%	9.41%	9.42%
EBITDA 率	4.40%	3.45%	4.44%	4.50%	4.47%
EBIT 率	2.96%	2.05%	3.05%	3.14%	3.15%
税前净利润率	4.92%	4.44%	4.60%	4.59%	4.53%
归母净利润率	4.15%	3.84%	3.77%	3.76%	3.71%
ROA	2.88%	3.03%	3.13%	3.22%	3.28%
ROE (摊薄)	7.57%	7.82%	8.01%	8.22%	8.35%
经营性 ROIC	6.30%	3.94%	5.62%	6.05%	6.32%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	62%	61%	61%	61%	61%
流动比率	1.51	1.54	1.56	1.57	1.59
速动比率	1.50	1.52	1.55	1.56	1.58
归母权益/有息债务	382	288	324	336	348
有形资产/有息债务	964	717	796	825	854

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	80,968	81,513	82,797	85,634	88,465
货币资金	24,970	21,633	22,191	24,079	26,015
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	7,506	8,419	9,029	9,623	10,247
应收票据	0	0	0	0	0
应收最终控股公司贷款	20,500	20,500	20,500	20,500	20,500
存货	473	537	570	606	646
其他流动资产	9,886	11,409	11,409	11,409	11,409
流动资产合计	72,562	73,466	75,208	78,537	81,899
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	187	24	24	24	24
固定资产	4,808	4,557	4,154	3,710	3,227
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	2,405	2,510	2,459	2,410	2,362
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	8,406	8,048	7,590	7,097	6,566
总负债	50,120	49,932	50,333	52,009	53,621
应付同系附属公司贷款	81	109	100	100	100
应付账款	0	0	0	0	0
应付票据	19,806	22,030	21,852	23,265	24,772
预收账款	24,742	22,221	22,032	22,013	21,879
其他流动负债	2,673	3,036	3,734	4,006	4,196
流动负债合计	47,969	47,854	48,255	49,931	51,543
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	2,149	2,075	2,075	2,075	2,075
非流动负债合计	2,151	2,078	2,078	2,078	2,078
股东权益	30,848	31,581	32,464	33,625	34,844
股本	4,419	4,398	4,398	4,398	4,398
公积金	11,878	11,986	12,197	12,197	12,197
未分配利润	14,362	14,929	15,805	16,982	18,201
归属母公司权益	30,842	31,512	32,395	33,555	34,774
少数股东权益	6	69	69	70	70

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.33%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%
管理费用率	2.41%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%
财务费用率	-1.81%	-1.76%	-1.54%	-1.44%	-1.37%
研发费用率	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%
所得税率	15.50%	13.26%	18.00%	18.00%	18.00%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.33	0.34	0.36	0.38	0.40
每股经营现金流	0.57	(0.50)	0.39	0.67	0.69
每股净资产	6.98	7.17	7.37	7.63	7.91
每股销售收入	12.72	14.60	15.66	16.68	17.77

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9.9	9.3	8.9	8.4	7.9
PB	0.75	0.73	0.71	0.69	0.66
EV/EBITDA	6.3	9.4	7.6	6.8	6.3
股息率	5.9%	6.1%	6.4%	6.8%	7.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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不曾与，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