

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国石化(600028.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@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

炼化板块拖累公司业绩，市值管理+高分红强化股东回报

2025年3月24日

事件: 2025年3月23日晚，中国石化发布2024年年度报告。2024年公司实现营业收入30745.62亿元，同比下降4.29%；实现归母净利润503.13亿元，同比下降16.8%；实现扣非后归母净利润480.57亿元，同比下降20.80%；实现基本每股收益0.415元，同比下降17.80%。

其中，第四季度公司实现营业收入7080.21亿元，同比下降4.61%，环比下降10.42%；实现归母净利润60.66亿元，同比下降19.09%，环比下降29.00%；实现扣非后归母净利润40.90亿元，同比下降60.72%，环比下降51.22%；实现基本每股收益0.05元，同比下降16.67%，环比下降28.57%。

点评:

- **需求承压+毛利收窄，炼化板块拖累公司业绩。** 油价端，2024年国际油价中高位震荡运行，上半年油价呈现冲高后回落企稳态势；下半年受全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓，国际油价震荡下行。2024年布伦特平均油价为79.86美元/桶，较2023年中枢下移2.31美元/桶。**分板块盈利看**，2024年公司勘探开发、炼油、营销、化工板块分别实现经营收益564、67、186、-100亿元，同比+114、-139、-73、-40亿元。整体来看，公司业绩贡献主要来自上游勘探开发板块，而下游板块受成品油需求疲弱和化工品毛利收窄影响，经营效益有所下滑，对公司业绩带来明显拖累。
- **稳油增气取得新进展，降本增效成果显著。** 2024年公司不断加强高质量勘探和效益开发，在四川盆地超深层页岩气、渤海湾盆地页岩油等勘探取得重大突破，胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进，新兴、溱潼油田1.8亿吨页岩油探明地质储量获自然资源部评审认定，境内油气储量替代率达144%。在油气上产方面，2024年公司实现油气当量产量515.35百万桶，同比增长2.2%，其中原油产量281.85百万桶，同比增长0.3%，天然气产量233.50百万桶油当量，同比增长4.7%；从销售角度看，2024年公司销售原油773万吨，同比+6.8%，原油平均实现价格3896元/吨，同比-1.7%，销售天然气408亿方，同比+10.4%，天然气平均实现价格2230元/千方，同比+3.4%，天然气量价齐升为公司上游板块贡献较大业绩增量。在降本增效方面，公司在控制整体勘探投资的基础上，进行勘探投入结构性调整，加大成功率较高的非常规油气勘探力度，优化成本支出，2024年公司勘探费用为人民币94亿元，同比降低15.2%，油气现金操作成本745.40元/吨，同比下降1.3%，公司进一步强化成本管控，全年上游板块毛利率25.2%，同比+3.1pct，单位盈利上行叠加油气产量释放，推动公司上游板块业绩提升。
- **成品油消费疲软与化工景气低迷，炼化板块盈利中枢下行。** 炼油板块，2024年公司原油加工量为252.3百万吨，同比-2.0%，成品油产量153.49百万吨，同比下降1.6%，汽油、煤油产量分别同比+2.6%、

+8.6%，产量下滑主要来自柴油。2024 年公司炼油现金操作成本为 209 元/吨，同比降低 1.6%，但由于航煤裂解价差同比变差，以及汇率差导致进口原油采购成本增加，公司炼油毛利为人民币 304 元/吨，同比减少人民币 49 元/吨。**成品油销售板块**，2024 年公司成品油总经销量 2.39 亿吨，同比基本持平，其中境内成品油总经销量 1.83 亿吨，同比下降 2.8%，汽油、柴油销售量分别-0.8%、-4.9%，平均实现价格分别-1.3%、-5.5%，国内成品油消费疲软，拖累板块业绩。**化工板块**，2024 年化工板块景气仍处于磨底阶段，公司持续优化原料、装置、产品结构，公司实现全年乙烯产量 1347 万吨，同比-5.9%，合成树脂产量 2009 万吨，同比-2.4%，从结构上稳步提升高附加值产品比例，并进一步扩大化工品出口，适当增加了合成橡胶、合成纤维单体及聚合物等相关产品产量，化工品出口量同比增长 13.1%。整体来看，公司下游各板块毛利率中枢均有所下移，炼油、销售、化工毛利率分别为 1.6%、5.1%、0.9%，同比-0.8%、-0.1%、-0.9%，炼化板块业绩短期承压。

- **市值管理机制落地，高分红强化股东回报。**公司首次制定市值管理机制，2024 年公司制定市值管理制度，重点提升资产质量、运营效率和企业的价值，并将市值管理作为一项长期战略管理行为。在股东回报方面，2024 年公司预计 2024 年全年派发现金股利每股人民币 0.286 元（含税），与回购金额合并计算后年度利润分派比例达到 75%。我们认为，公司市值管理机制落地彰显其长期投资价值，通过高分红与股东共享发展成果，强化股东回报。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 545.65、575.70 和 615.95 亿元，归母净利润增速分别为 8.5%、5.5% 和 7.0%，EPS（摊薄）分别为 0.45、0.47 和 0.51 元/股，对应 2025 年 3 月 21 日的收盘价，对应 2025-2027 年 PE 分别为 12.91、12.24 和 11.44 倍。我们看好公司上游增储上产和下游板块景气改善，叠加公司高股东回报，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅波动风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；新能源汽车销售替代风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,212,215	3,074,562	3,255,302	3,336,062	3,423,656
增长率 YoY %	-3.2%	-4.3%	5.9%	2.5%	2.6%
归属母公司净利润 (百万元)	60,463	50,313	54,565	57,570	61,595
增长率 YoY%	-9.9%	-16.8%	8.5%	5.5%	7.0%
毛利率%	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%	15.6%
净资产收益率 ROE%	7.5%	6.1%	5.5%	5.6%	6.0%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.41	0.45	0.47	0.51
市盈率 P/E(倍)	11.65	14.01	12.91	12.24	11.44
市净率 P/B(倍)	0.87	0.86	0.72	0.69	0.69

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	534,435	524,515	538,887	566,071	570,015	营业总收入	3,212,215	3,074,562	3,255,302	3,336,062	3,423,656
货币资金	164,960	146,799	192,949	168,635	184,079	营业成本	2,709,656	2,598,935	2,751,761	2,819,744	2,890,316
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	272,921	267,315	276,701	283,565	291,011
应收账款	48,652	44,333	46,092	65,110	68,032	销售费用	61,164	61,422	61,851	63,385	65,049
预付账款	5,067	6,429	6,879	7,049	7,226	管理费用	59,664	58,021	58,595	60,049	61,626
存货	250,898	256,595	232,607	253,016	228,704	研发费用	13,969	15,215	13,560	14,971	14,070
其他	64,858	70,359	60,359	72,261	81,974	财务费用	9,922	11,174	15,944	15,608	16,563
非流动资产	1,492,239	1,560,256	1,558,341	1,593,029	1,623,104	减值损失	-8,772	-6,702	-10,378	-10,082	-10,116
长期股权投资	234,608	246,819	276,819	291,112	309,946	合计					
固定资产(合)	690,957	717,105	780,236	828,022	861,931	投资净收益	5,811	15,889	6,511	6,672	6,847
无形资产	138,181	137,983	136,605	135,524	134,408	其他	4,786	590	7,813	9,959	9,501
其他	428,493	458,349	364,681	338,372	316,819	营业利润	86,744	72,257	80,837	85,288	91,252
资产总计	2,026,674	2,084,771	2,097,228	2,159,100	2,193,119	营业外收支	-628	-1,744	0	0	0
流动负债	647,076	673,237	578,890	585,216	601,832	利润总额	86,116	70,513	80,837	85,288	91,252
短期借款	59,815	48,231	49,231	50,731	51,931	所得税	16,070	12,966	20,209	21,322	22,813
应付票据	29,122	47,740	45,863	46,996	48,172	净利润	70,046	57,547	60,628	63,966	68,439
应付账款	229,878	208,857	137,588	140,987	144,516	少数股东损益	9,583	7,234	6,063	6,397	6,844
其他	328,261	368,409	346,208	346,502	357,214	归属母公司净利润	60,463	50,313	54,565	57,570	61,595
非流动负债	420,943	435,241	371,600	380,600	389,600	EBITDA	215,383	200,462	237,659	248,553	265,112
长期借款	179,347	184,934	194,934	204,934	214,934	EPS(当年)(元)	0.51	0.42	0.45	0.47	0.51
其他	241,596	250,307	176,666	175,666	174,666						
负债合计	1,068,019	1,108,478	950,490	965,816	991,432						
少数股东权益	152,861	156,371	162,434	168,830	175,674						
归属母公司股	805,794	819,922	984,304	1,024,454	1,026,012						
负债和股东权益	2,026,674	2,084,771	2,097,228	2,159,100	2,193,119						
益											

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,212,215	3,074,562	3,255,302	3,336,062	3,423,656
同比(%)	-3.2%	-4.3%	5.9%	2.5%	2.6%
归属母公司净利润	60,463	50,313	54,565	57,570	61,595
同比(%)	-9.9%	-16.8%	8.5%	5.5%	7.0%
毛利率(%)	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%	15.6%
ROE%	7.5%	6.1%	5.5%	5.6%	6.0%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.41	0.45	0.47	0.51
P/E	11.65	14.01	12.91	12.24	11.44
P/B	0.87	0.86	0.72	0.69	0.69
EV/EBITDA	4.38	5.69	3.92	3.89	3.63

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	161,475	149,360	214,505	184,436	272,666
净利润	70,046	57,547	60,628	63,966	68,439
折旧摊销	103,341	110,243	137,337	146,533	155,654
财务费用	11,241	12,666	18,513	18,985	19,514
投资损失	-275	-5,811	-15,889	-6,511	-6,672
营运资金	-27,846	-27,833	-16,967	-46,172	27,416
其它	10,504	12,626	21,505	7,796	8,490
投资活动现金流	-155,865	-161,240	-152,741	-182,845	-187,871
资本支出	-166,130	-137,342	-181,674	-174,724	-175,384
长期投资	-4,448	-10,126	-25,020	-14,793	-19,335
其他	14,713	-13,772	53,954	6,672	6,847
筹资活动现金流	22,732	-19,237	-160,110	-45,905	-49,351
吸收投资	1,509	15,458	2,351	0	0
借款	122,885	-5,997	11,000	11,500	11,200
支付利息或股息	-56,734	-56,164	-53,980	-56,405	-59,551
现金流净增加额	28,321	-30,464	-98,346	-44,314	35,444

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

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