

公司研究

增储上产成效显著，维持高分红积极回馈股东

——中国石化（600028.SH/0386.HK）2024 年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：5.81 元

H 股：买入（维持）

当前价：4.25 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：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1212.82
总市值(亿元):	7046.46
一年最低/最高(元):	5.61/7.64
近 3 月换手率:	6.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.20	-10.68	-12.50
绝对	-1.19	-11.16	-1.47

资料来源：Wind

相关研报

四十年腾飞跨越，石化航母再启航——中国石化（600028.SH/0386.HK）深度分析报告（2023-12-26）

要点

事件 1:

公司发布 2024 年报，2024 年，公司实现营业总收入 30746 亿元，同比-4.29%；实现归母净利润 503 亿元，同比-16.79%。2024Q4 单季，公司实现营业总收入 7080 亿元，同比-4.61%，环比-10.42%；实现归母净利润 61 亿元，同比-19.09%，环比-29.00%。

事件 2:

公司于 3 月 23 日宣布，公司部署在北部湾盆地海中凹陷的海 301 井获高产油气流，在两个层系分别试获日产 1108 立方米、167 立方米油当量，刷新北部湾海中凹陷油气日产纪录。

点评:

一、24H2 油价下跌叠加炼化产品需求低迷，2024 年归母净利润承压

2024 年布油均价为 79.86 美元/桶，同比-2.8%，总体维持高位，但 24 年 9 月至 12 月受中东地缘政治缓和、原油需求预期下行等因素影响，国际油价快速下跌，Q4 布油均价为 74.01 美元/桶，同比-10.7%，环比-6.0%。24 年境内天然气需求快速增长，表观消费量同比增长 8.0%；受柴油需求下降影响，境内成品油消费量同比下降 1.9%，其中汽油同比下降 1.2%，柴油同比下降 5.4%，煤油同比增长 13.3%；境内主要化工产品需求保持增长，乙烯当量消费量同比增长 2.4%，但受新增产能集中投放影响，化工行业盈利仍在低位。公司全力优化生产经营组织，大力降本减费，积极应对复杂多变的市场环境，全年归母净利润同比-17%，经营活动现金流净额 1494 亿元，同比-7.5%。

2024 年，公司上游业务受益于油价维持高位、“增储上产”持续推进和天然气产业链盈利能力提升，实现息税前利润 597 亿元，同比+24.3%。受炼油需求不振、炼油产品毛利下滑影响，公司炼油业务实现息税前利润 52 亿元，同比-73.9%。受成品油需求下滑影响，营销及分销业务实现息税前利润 223 亿元，同比-23.9%。化工行业景气度仍在底部，24 年公司化工业务实现息税前利润-117 亿元，同比增亏 9.14 亿元。

二、分业务解读：上游盈利能力显著提升，炼化业务成本控制成效凸显

1、上游坚持“增储上产”，天然气盈利能力创新高

2024 年公司上游板块实现息税前利润 597 亿元，同比+24.3%，Q4 单季实现息税前利润 145 亿元，同比+126.5%，环比+1.1%，主要由于公司增储上产持续推进，以及天然气全产业链盈利创历史新高。2024 年，公司原油实现价格 74.5 美元/桶，同比下降 2.1 美元/桶，天然气实现价格 2.23 元/方，同比增加 0.74 元/方。2024 年，公司生产原油 282 百万桶，同比+0.3%；生产天然气 397 亿方，同比+4.7%。公司积极降本增效，24 年油气现金操作成本为 14.7 美元/桶，同比下降 0.4 美元/桶。

2024 年，公司加强高质量勘探和效益开发，增储稳油增气降本增效取得新进展。勘探方面，全力拓矿权、增储量，四川盆地超深层页岩气、松辽盆地风险勘探、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。原油开发方面，加快推进塔河、准西、胜利海上等原油重点产能建设，加强老油田精细开发；天然气开发方面，积极推进顺北二区、川西海相等天然气重点产能建设。在北部湾海域，公司将该区域作为勘探战略接替新区，全面开展基础研究，建立完善复合油气成藏理论，为后续高产突破奠定了理论基础。

2、炼油需求下滑，现金操作成本小幅下降

2024 年公司炼油板块实现息税前利润 52 亿元，同比-73.9%，Q4 单季实现息税前利润-9.65 亿元，主要由于柴油需求疲弱、炼油产品毛利收窄，以及油价快速下跌带来库存损失。公司全力做大有效益的加工量，保持较高负荷率，灵活调整产品结构和出口节奏，推进低成本“油转化”、高价值“油转特”。2024 年公司加工原油 25230 万吨，同比-2.0%，生产成品油 15349 万吨，同比-1.6%，其中，汽油产量同比+2.6%，柴油产量同比-10.3%，煤油产量同比+8.6%。24 年公司炼油毛利为 5.8 美元/桶，同比下降 1 美元/桶，现金操作成本为 4.0 美元/桶，同比下降 0.1 美元/桶。

3、销售业务加快转型，非油利润稳步增长

2024 年公司销售板块实现息税前利润 223 亿元，同比-23.9%，Q4 单季实现息税前利润 24.55 亿元，同比-12.1%，环比-27.7%，主要由于柴油消费疲弱和电动汽车快速发展。公司充分发挥一体化优势和网络优势，加快加气和充换电网络发展，提升非油业务经营质量，积极向“油气氢电服”综合能源服务商转型。2024 年，公司成品油总经销量 23933 万吨，同比+0.1%，其中境内成品油零售量 11345 万吨，同比-5.6%，境内成品油直销分销量 6938 万吨，同比+2.0%。2024 年公司非油业务实现利润 47.21 亿元，同比+2.3%。

4、化工景气度触底，单位成本得到有效控制

2024 年公司化工板块实现息税前利润-117 亿元，同比增亏 9.14 亿元，Q4 单季实现息税前利润-69 亿元，同比增亏 28 亿元，环比增亏 43 亿元，主要由于化工景气度低迷，以及化工板块计提减值损失 15.47 亿元。24 年公司乙烯产量为 1347 万吨，同比-5.9%。公司大力降本减费，挖潜增效成效显著，稳步提升高附加值产品比例，加强战略客户合作和产品定制化服务。24 年化工单位完全加工成本为 1369 元/吨，同比下降 90 元/吨。

三、维持高分红叠加回购增持工作稳步推进，彰显投资者回报价值

公司 2024 年全年股息为 0.286 元/股，派息率为 69%，与上年基本持平，以 3 月 21 日收盘价计算的 A 股、H 股股息率分别为 4.9%、7.2%。2024 年，公司累计回购 A 股股份 1.30 亿股，H 股股份 3.28 亿股，回购 A 股总金额为 8.16 亿元，H 股总金额为 14.36 亿港元，若将分红与股份回购合并计算，24 年公司利润分派率约为 75%。2023 年 11 月 11 日至 2024 年 11 月 10 日期间，中国石化集团累计增持公司 3.74 亿股股份。公司维持高分红政策，回购增持工作稳步推进，彰显投资者回报价值，以及对公司未来发展前景的信心。

四、科技创新、降本增效成果斐然，看好公司长期投资价值

2024 年公司在科技创新方面收获新成果，上游方面，深层超深层页岩气勘探理论和技术取得突破，济阳、苏北等断陷盆地页岩油开发技术支撑效益建产。

炼油方面，轻循环油（LCO）加氢裂化-芳烃抽提生产轻质芳烃（BTX）产品的催化剂与技术实现应用，动物疫苗白油、超高压变压器油等特种油品实现应用。化工方面，全球首套环己烯酯化加氢制环己酮装置建成投产，超高分子量聚乙烯、线性 α -烯烃（LAO）等关键技术实现工业转化。此外，基于数字孪生的智能乙烯工厂建成投用，国内首个工厂化海水制氢示范项目成功建成。降本增效方面，24年公司上游、炼油现金操作成本分别同比下降2.3%、2.6%，化工单位完全成本同比下降6.2%。长期来看，公司将加强降本增效工作，推动炼化转型升级，加速“一基两翼三新”布局，我们认为公司长期角度仍具备优异投资价值。

盈利预测、估值与评级

24年公司业绩承压，成品油需求超预期下行，化工景气度复苏不及预期，我们下调公司25-26盈利预测，新增27年盈利预测，预计公司25-27年归母净利润分别为581（下调5%）/621（下调5%）/667亿元，对应的EPS分别为0.48、0.51、0.55元/股。展望2025年，油价中枢下行，利好公司炼化主业盈利提升，公司坚守长期主义，前瞻性布局新能源、新材料业务，未来随着化工行业景气度整体向好，公司新产能逐步投产，新能源领域布局落地，业绩有望增厚，我们看好公司长期成长前景，因此维持A股和H股的“买入”评级。

风险提示：原油价格下行风险，成品油和化工品景气度下行风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	32,122	30,746	30,592	31,179	31,918
营业收入增长率	-3.19%	-4.29%	-0.50%	1.92%	2.37%
归母净利润（亿元）	605	503	581	621	667
归母净利润增长率	-8.81%	-16.79%	15.48%	6.94%	7.33%
EPS（元）	0.51	0.41	0.48	0.51	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.50%	6.14%	6.75%	6.87%	7.02%
P/E（A股）	11.5	14.0	12.1	11.3	10.6
P/E（H股）	7.7	9.5	8.2	7.7	7.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-21；汇率：按1HKD=0.93285CNY换算 注：2023、2024年及以后公司总股本分别为1193.49、1212.82亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32122	30746	30592	31179	31918
营业成本	27097	25989	25910	26396	26966
折旧和摊销	885	943	1017	1051	1086
税金及附加	2729	2673	2660	2711	2775
销售费用	612	614	611	623	638
管理费用	597	580	577	588	602
研发费用	140	152	151	154	158
财务费用	99	112	75	100	119
投资收益	58	159	159	159	159
营业利润	867	723	818	867	923
利润总额	861	705	801	850	906
所得税	161	130	147	156	167
净利润	700	575	653	694	739
少数股东损益	96	72	72	72	72
归属母公司净利润	605	503	581	621	667
EPS(元)	0.51	0.41	0.48	0.51	0.55

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1615	1494	1431	1344	1818
净利润	605	503	581	621	667
折旧摊销	885	943	1017	1051	1086
净营运资金增加	224	52	(273)	411	44
其他	(99)	(5)	107	(739)	21
投资活动产生现金流	(1559)	(1612)	(1540)	(1509)	(1510)
净资本支出	(1661)	(1373)	(1615)	(1615)	(1615)
长期投资变化	2346	2468	(10)	(11)	(12)
其他资产变化	(2243)	(2707)	85	117	117
融资活动现金流	227	(192)	102	194	(273)
股本变化	(5)	19	0	0	0
债务净变化	860	452	348	480	44
无息负债变化	(295)	(47)	(294)	(308)	81
净现金流	283	(305)	(7)	28	35

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.6%	15.5%	15.3%	15.3%	15.5%
EBITDA 率	6.3%	6.1%	6.0%	6.0%	6.2%
EBIT 率	3.6%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%
税前净利润率	2.7%	2.3%	2.6%	2.7%	2.8%
归母净利润率	1.9%	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%
ROA	3.5%	2.8%	3.1%	3.1%	3.3%
ROE (摊薄)	7.5%	6.1%	6.7%	6.9%	7.0%
经营性 ROIC	9.1%	6.9%	5.8%	5.5%	5.8%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	53%	53%	52%	51%	50%
流动比率	0.83	0.78	0.72	0.72	0.73
速动比率	0.44	0.40	0.36	0.36	0.37
归母权益/有息债务	2.90	2.54	2.40	2.23	2.31
有形资产/有息债务	6.65	5.91	5.50	5.04	5.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	20267	20848	21385	22059	22718
货币资金	1650	1468	1461	1489	1524
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	487	443	415	423	433
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	261	321	297	303	310
存货	2509	2566	2558	2606	2662
其他流动资产	290	357	355	361	369
流动资产合计	5344	5245	5176	5273	5391
其他权益工具	5	4	4	4	4
长期股权投资	2346	2468	2478	2489	2501
固定资产	6909	7171	7718	8239	8727
在建工程	1803	2087	2166	2224	2268
无形资产	1382	1380	1302	1230	1163
商誉	65	65	65	65	65
其他非流动资产	335	474	473	473	473
非流动资产合计	14922	15603	16210	16786	17327
总负债	10680	11085	11139	11311	11436
短期借款	598	482	781	1211	1205
应付账款	2299	2089	2332	1993	2036
应付票据	291	477	476	485	495
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1139	1200	1199	1205	1212
流动负债合计	6471	6732	7235	7351	7418
长期借款	1793	1849	1899	1949	1999
应付债券	85	256	256	256	256
其他非流动负债	131	128	127	133	140
非流动负债合计	4209	4352	3904	3960	4017
股东权益	9587	9763	10246	10747	11282
股本	1193	1213	1213	1213	1213
公积金	3404	3530	3530	3530	3530
未分配利润	3404	3440	3852	4280	4742
归属母公司权益	8058	8199	8610	9039	9501
少数股东权益	1529	1564	1636	1708	1781

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	1.86%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%
财务费用率	0.31%	0.36%	0.24%	0.32%	0.37%
研发费用率	0.43%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.14	0.16	0.17	0.18
每股经营现金流	1.35	1.23	1.18	1.11	1.50
每股净资产	6.75	6.76	7.10	7.45	7.83
每股销售收入	26.91	25.35	25.22	25.71	26.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	11.5	14.0	12.1	11.3	10.6
PB (A 股)	0.86	0.86	0.82	0.78	0.74
EV/EBITDA	5.1	5.9	6.3	6.4	6.1
股息率	3.4%	2.4%	2.7%	2.9%	3.1%

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不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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