

中国石化 (600028.SH) / 中国石油化工股份 (00386.HK)

2025 年一季报点评: 业绩环比大幅改善, 化工板块同比减亏

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,212,215	3,074,562	2,852,291	2,872,652	2,932,933
同比 (%)	(3.19)	(4.29)	(7.23)	0.71	2.10
归母净利润 (百万元)	60,463	50,313	54,626	60,330	65,459
同比 (%)	(9.87)	(16.79)	8.57	10.44	8.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.41	0.45	0.50	0.54
P/E (A)	11.45	13.76	12.68	11.48	10.58
P/E (H)	7.35	8.83	8.14	7.37	6.79

投资要点

- **事件:** 2025Q1, 公司实现营收 7354 亿元, 同比-7%, 环比+4%; 归母净利润 133 亿元, 同比-28%, 环比+119%, 业绩符合我们预期。
- **上游板块盈利缩窄:** 2025Q1, 勘探及开发板块经营利润 117 亿元, 同比-10 亿元 (同比-8%)。 (1) **价:** 2025Q1, 油实现价格为 71.5 美元/桶 (同比-5.2%); 自产气实现价格 1.91 元/方 (同比-3.5%)。 (2) **量:** 天然气贡献油气产量增量。 2025Q1, 油气当量产量 131 百万桶油当量 (同比+1.7%), 其中石油净产量 70 百万桶 (同比-1.2%), 天然气 104 亿立方米 (同比+5.1%)。
- **下游炼油景气度尚未恢复, 化工板块同比减亏:** (1) **炼油:** 2025Q1, 炼油板块经营利润 20 亿元, 同比-44 亿元 (同比-69%), 主要系成品油价格随原油价格下降。成品油产量 3719 万吨, 同比-164 万吨 (同比-4%)。 (2) **化工:** 2025Q1, 化工板块经营利润-14 亿元, 同比减亏 4 亿元。公司坚持低成本“油转化”、高价值“油转特”, 持续优化装置负荷和产品结构。
- **成品油销售板块盈利下降:** 2025Q1, 营销及分销板块经营利润 40 亿元, 同比-40 亿元 (同比-50%), 主要系成品油需求下降。柴油消费疲弱, 以及电动汽车快速发展, 替代部分汽油需求。成品油总销量 5559 万吨, 同比-422 万吨 (同比-7%)。
- **公司注重股东回报:** 我们预计公司 2025 年归母净利润 546 亿元, 按 73% 的派息率, 按 2025 年 4 月 28 日收盘价, 中石化 A 股股息率为 5.8%; 中石化 H 股税前股息率为 9.0%, 按 20% 扣税, 中石化 H 股税后股息率为 7.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 根据公司稳油增气战略的推进情况, 以及成品油需求情况, 我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 546、603、655 亿元。根据 2025 年 4 月 28 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 12.7、11.5、10.6 倍, 对应 H 股 PE 分别 8.1、7.4、6.8 倍。我们看好油价基本见底情况下, 公司下游炼化板块盈利提升, 且公司炼化一体化产业链优势明显, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地缘政治风险; 宏观经济波动; 成品油需求复苏不及预期。

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 周少玟

执业证书: S0600123070007

zhoushm@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

人民币/港币	600028 SH	00386 HK
收盘价	5.71	3.94
52 周价格范围	5.38/7.18	3.76/5.43
市净率 (倍)	0.84	0.59
市值 (百万)	692,517.68	477,849.33

相关研究

《中国石化(600028): 2024 年报点评: 油价震荡下行公司业绩承压, 高分红回馈股东》

2025-03-26

《中国石化(600028): 2024 年三季报点评: Q3 布伦特油价走低, 公司业绩承压》

2024-10-29

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	524,515	379,154	556,454	469,980	营业总收入	3,074,562	2,852,291	2,872,652	2,932,933
货币资金及交易性金融资产	146,803	155,517	174,740	230,662	营业成本(含金融类)	2,598,935	2,377,635	2,390,919	2,440,656
经营性应收款项	53,375	37,530	55,462	39,323	税金及附加	267,315	275,039	273,990	274,624
存货	256,595	133,073	252,131	141,086	销售费用	61,422	57,046	57,453	58,659
合同资产	0	0	0	0	管理费用	58,021	54,194	54,580	55,726
其他流动资产	67,742	53,034	74,121	58,909	研发费用	15,215	14,261	14,363	14,665
非流动资产	1,560,256	1,572,508	1,578,157	1,576,863	财务费用	11,174	15,371	15,593	15,458
长期股权投资	246,819	266,819	286,819	306,819	加:其他收益	12,253	11,409	11,491	11,732
固定资产及使用权资产	881,447	905,448	916,097	914,403	投资净收益	15,889	14,261	14,363	14,665
在建工程	208,747	174,998	147,998	126,398	公允价值变动	(4,147)	0	0	0
无形资产	137,983	138,983	139,983	140,983	减值损失	(6,810)	(5,000)	(4,000)	(4,579)
商誉	6,493	6,493	6,493	6,493	资产处置收益	1,967	570	575	587
长期待摊费用	12,131	13,131	14,131	15,131	营业利润	72,257	79,986	88,182	95,550
其他非流动资产	66,636	66,636	66,636	66,636	营业外净收支	(1,744)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
资产总计	2,084,771	1,951,662	2,134,610	2,046,843	利润总额	70,513	78,486	86,682	94,050
流动负债	673,237	518,716	677,860	564,138	减:所得税	12,966	15,697	17,336	18,810
短期借款及一年内到期的非流动负债	112,833	126,292	139,751	144,862	净利润	57,547	62,789	69,345	75,240
经营性应付款项	256,597	139,676	272,094	148,241	减:少数股东损益	7,234	8,163	9,015	9,781
合同负债	127,697	106,994	119,546	122,033	归属母公司净利润	50,313	54,626	60,330	65,459
其他流动负债	176,110	145,755	146,470	149,002	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.45	0.50	0.54
非流动负债	435,241	433,741	432,241	430,741	EBIT	81,379	85,525	92,836	100,336
长期借款	184,934	184,934	184,934	184,934	EBITDA	191,622	208,273	223,188	237,051
应付债券	25,562	25,562	25,562	25,562	毛利率(%)	15.47	16.64	16.77	16.78
租赁负债	154,904	153,404	151,904	150,404	归母净利率(%)	1.64	1.92	2.10	2.23
其他非流动负债	69,841	69,841	69,841	69,841	收入增长率(%)	(4.29)	(7.23)	0.71	2.10
负债合计	1,108,478	952,457	1,110,101	994,879	归母净利润增长率(%)	(16.79)	8.57	10.44	8.50
归属母公司股东权益	819,922	834,671	850,960	868,634					
少数股东权益	156,371	164,534	173,548	183,330					
所有者权益合计	976,293	999,205	1,024,509	1,051,964					
负债和股东权益	2,084,771	1,951,662	2,134,610	2,046,843					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	149,360	181,607	196,571	245,297	每股净资产(元)	6.76	6.88	7.02	7.16
投资活动现金流	(161,240)	(126,668)	(126,562)	(126,249)	ROIC(%)	4.65	4.65	4.92	5.20
筹资活动现金流	(19,237)	(46,225)	(50,785)	(63,126)	ROE-摊薄(%)	6.14	6.54	7.09	7.54
现金净增加额	(30,464)	8,714	19,223	55,922	资产负债率(%)	53.17	48.80	52.00	48.61
折旧和摊销	110,243	122,748	130,351	136,715	P/E (A)	13.76	12.68	11.48	10.58
资本开支	(137,342)	(119,930)	(119,925)	(119,913)	P/B (A)	0.84	0.83	0.81	0.80
营运资本变动	(27,833)	(13,905)	(12,391)	23,562	EV/EBITDA	5.96	4.93	4.57	4.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注: 首页盈利预测与估值表格、三大财务预测表都为中石化A股模型数据, 首页P/E(H)采用中石化H股2025年4月28日收盘价计算, 港元兑人民币汇率0.93。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>