



买入（首次）

所属行业：石油石化/炼化及贸易
当前价格(元)：5.67

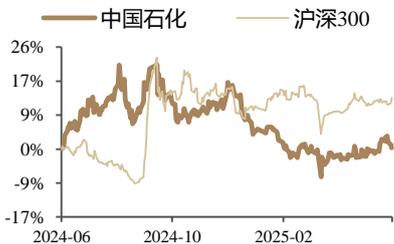
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇
邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|------|
| 绝对涨幅(%) | 2.05 | 1.87 | 1.33 |
| 相对涨幅(%) | 1.49 | -1.30 | 2.12 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中国石化(600028.SH):业绩环比显著改善，高分红彰显长期价值

投资要点

- 事件：**1) 3月23日，公司发布2024年年报。2024年公司实现营业收入30746亿元，同比-4.3%；归母净利润503亿元，同比-16.8%；扣非归母净利润481亿元，同比-20.8%。2) 4月28日，公司发布2025年一季报。2025Q1公司实现营业收入7354亿元，同比-6.9%，环比+3.9%；归母净利润133亿元，同比-27.6%，环比+118.7%；扣非归母净利润132亿元，同比-27.3%，环比+223.3%。
- 2024年：稳油增气持续推进，炼化板块景气承压。**根据公司公告，2024年公司勘探及开发、炼油、化工、营销与分销板块分别实现经营收益564、67、-100、186亿元，同比+114、-139、-40、-73亿元。**上游板块方面**，2024年国际油价走势整体呈现先涨后跌、宽幅震荡的特点，全年布伦特油价中枢79.86美元/桶，同比-2.8%，此背景下，公司通过加强高质量勘探和效益开发，取得稳油增气降本增效新进展，勘探及开发板块盈利同比增长。**下游板块方面**，受成品油消费不振与化工景气低迷影响，炼油、化工、营销与分销板块盈利承压，同比均有所下行，对公司业绩形成拖累。
- 2025Q1：优化结构提效控本，业绩环比显著改善。**根据公司公告，2025Q1公司勘探及开发、炼油、化工、营销及分销板块分别实现经营收益129、24、-12、42亿元，同比-11、-45、+4、-38亿元，环比-5、+23、+39、+28亿元，业绩环比得到改善。**上游板块方面**，2025Q1国际油价先跌后涨，前期受美国计划增产原油、俄乌局势出现缓和等因素影响有所下行，后期则在美国加强对伊朗和委内瑞拉制裁的背景下出现反弹，整体看2025Q1布伦特油价中枢74.98美元/桶，同比-8.3%，公司上游板块业绩同向收窄。**下游板块方面**，成品油需求仍较疲软，炼油及营销与分销板块盈利继续承压，同比大幅下滑，而环比有所改善。化工板块则通过以效益为导向优化原料、装置、产品结构，大幅提升装置负荷，增产盈利产品，同环比实现减亏。
- 市值管理方案落地，长期重视股东回报。**公司注重股东回报，实施“提质增效重回报”行动方案和未来三年股东分红回报规划，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%。同时公司将市值管理作为一项长期战略管理行为，首次制定市值管理制度。董事会审议并通过新一轮回购授权议案，2021-2024年公司回购股份金额累计86.35亿元。
- 盈利预测：**公司是国内油气化工龙头企业之一，具备显著的一体化优势。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为511.03、572.76、629.66亿元，同比+1.6%、+12.1%、+9.9%，对应EPS分别为0.42、0.47、0.52元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**国际油价大幅波动；全球经济下行风险；勘探开发进度不及预期；地缘政治风险等

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|--------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 总股本(百万股): | 121,245.24 | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流通 A 股(百万股): | 94,841.82 | 营业收入(百万元) | 3,212,215 | 3,074,562 | 3,019,631 | 2,999,112 | 2,990,423 |
| 52 周内股价区间(元): | 5.25-6.86 | (+/-)YOY(%) | -3.2% | -4.3% | -1.8% | -0.7% | -0.3% |
| 总市值(百万元): | 687,460.50 | 净利润(百万元) | 60,463 | 50,313 | 51,103 | 57,276 | 62,966 |
| 总资产(百万元): | 2,123,049.00 | (+/-)YOY(%) | -9.9% | -16.8% | 1.6% | 12.1% | 9.9% |
| 每股净资产(元): | 6.89 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.50 | 0.41 | 0.42 | 0.47 | 0.52 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 15.6% | 15.5% | 15.3% | 15.5% | 15.7% |
| | | 净资产收益率(%) | 7.5% | 6.1% | 6.1% | 6.7% | 7.2% |

资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 中国石化：国资控股的石化一体化龙头企业 | 6 |
| 2. 炼化板块景气偏弱，短期盈利有所承压 | 8 |
| 2.1. 勘探及开发：增储上产稳步推进，上游盈利同比提升 | 8 |
| 2.2. 炼油：需求低迷价差收窄，炼油板块盈利承压 | 10 |
| 2.3. 化工：供需格局趋向宽松，化工板块景气磨底 | 12 |
| 2.4. 营销与分销：稳步推进结构转型，拓展充换电与非油业务 | 13 |
| 3. 市值管理方案落地，长期重视股东回报 | 14 |
| 4. 盈利预测 | 15 |
| 5. 风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司是国内最大的一体化能源公司之一 | 6 |
| 图 2: 公司股权结构清晰, 石化集团直接控股 68.52% 股份 (截至 2025Q1) | 7 |
| 图 3: 四大业务构筑一体化产业链条 | 7 |
| 图 4: 2024 年公司营业收入同比-4.3% | 8 |
| 图 5: 2024 年公司归母净利润同比-16.8% | 8 |
| 图 6: 近年公司期间费用率稳定在 5% 附近 | 8 |
| 图 7: 公司资产负债率较为稳健 | 8 |
| 图 8: 2024 年公司油气当量产量同比+2.2% | 9 |
| 图 9: 2024 年公司原油产量同比+0.3% | 9 |
| 图 10: 公司原油产量以国内为主 | 9 |
| 图 11: 2024 年公司天然气产量同比+4.7% | 9 |
| 图 12: 公司上游板块资本支出维持高位 | 9 |
| 图 13: 公司油气现金操作成本下降 | 10 |
| 图 14: 2024 年公司勘探及开发业务经营收入同比-0.9% | 10 |
| 图 15: 2024 年公司勘探及开发业务经营收益同比+25.4% | 10 |
| 图 16: 2024 年全国成品油消费同比-2.8% | 11 |
| 图 17: 2024 年汽油裂解价差同比-1.8% | 11 |
| 图 18: 2024 年柴油裂解价差同比-7.7% | 11 |
| 图 19: 2024 年航空煤油裂解价差同比-14.6% | 11 |
| 图 20: 2024 年公司炼油业务经营收入同比-3.2% | 11 |
| 图 21: 2024 年公司炼油业务经营收益同比-67.4% | 11 |
| 图 22: 2024 年公司原油加工量同比-2.0% | 12 |
| 图 23: 2024 年公司汽油/柴油/煤油产量同比+2.6%/-10.3%/+8.6% | 12 |
| 图 24: 国内乙烯持续扩能 | 12 |
| 图 25: 2024 年公司化工业务经营收入同比+1.7% | 13 |
| 图 26: 2024 年公司化工业务经营收益同比-65.6% | 13 |
| 图 27: 2024 年公司六大类化工品销量总计同比+1.0% | 13 |
| 图 28: 2024 年公司销售业务经营收入同比-5.7% | 14 |
| 图 29: 2024 年公司销售业务经营收益同比-28.1% | 14 |
| 图 30: 2024 年公司成品油总经销量同比+0.1% | 14 |
| 图 31: 2024 年公司汽油/柴油/煤油/燃料油销量同比分别-0.8%/-4.9%/+6.9%/-16.5% .. | 14 |
| 图 32: 自 2014 年来公司股利支付率始终在 50% 以上 | 15 |

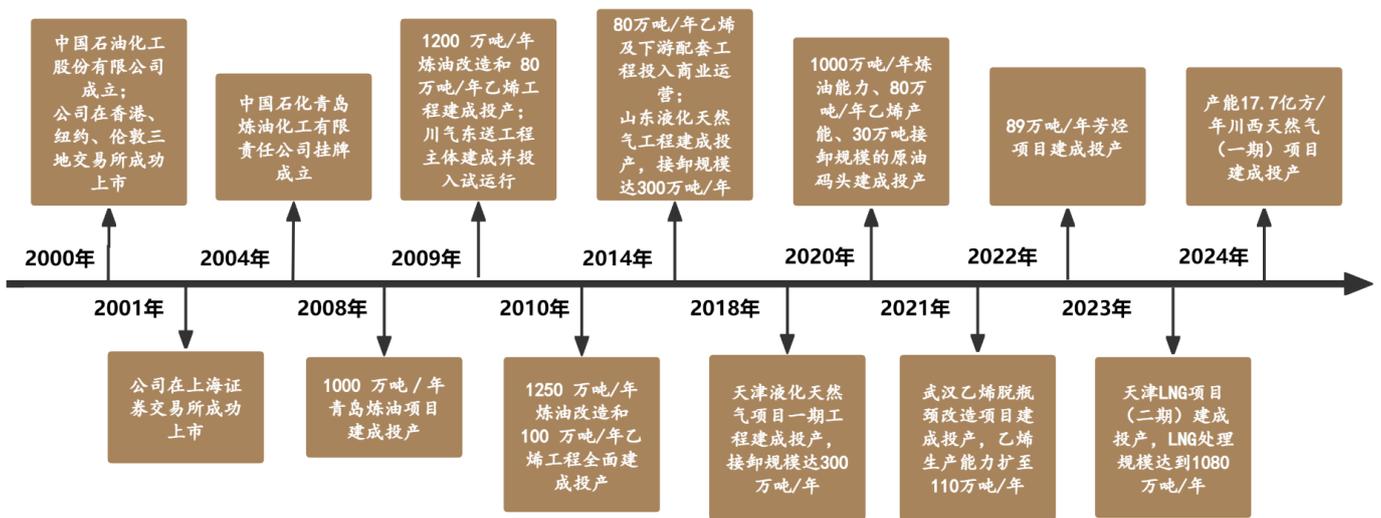
图 33: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 6 月 20 日) 17

表 1: 公司主营业务分拆及盈利预测 16

1. 中国石化：国资控股的石化一体化龙头企业

公司是国内最大的一体化能源公司之一。中国石油化工集团有限公司前身是成立于1983年7月的中国石油化工总公司。1998年7月按照党中央关于实施石油石化行业战略性重组的部署，在原中国石油化工总公司基础上重组成立中国石油化工集团有限公司，并于2000年2月发起设立股份制公司，同年10月，中国石化H股分别在香港、纽约和伦敦上市。2001年8月，中国石化A股在上海证券交易所上市。公司是一家上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、境内外上市的股份制企业，是国内第一大炼油公司和最大的成品油供应商。

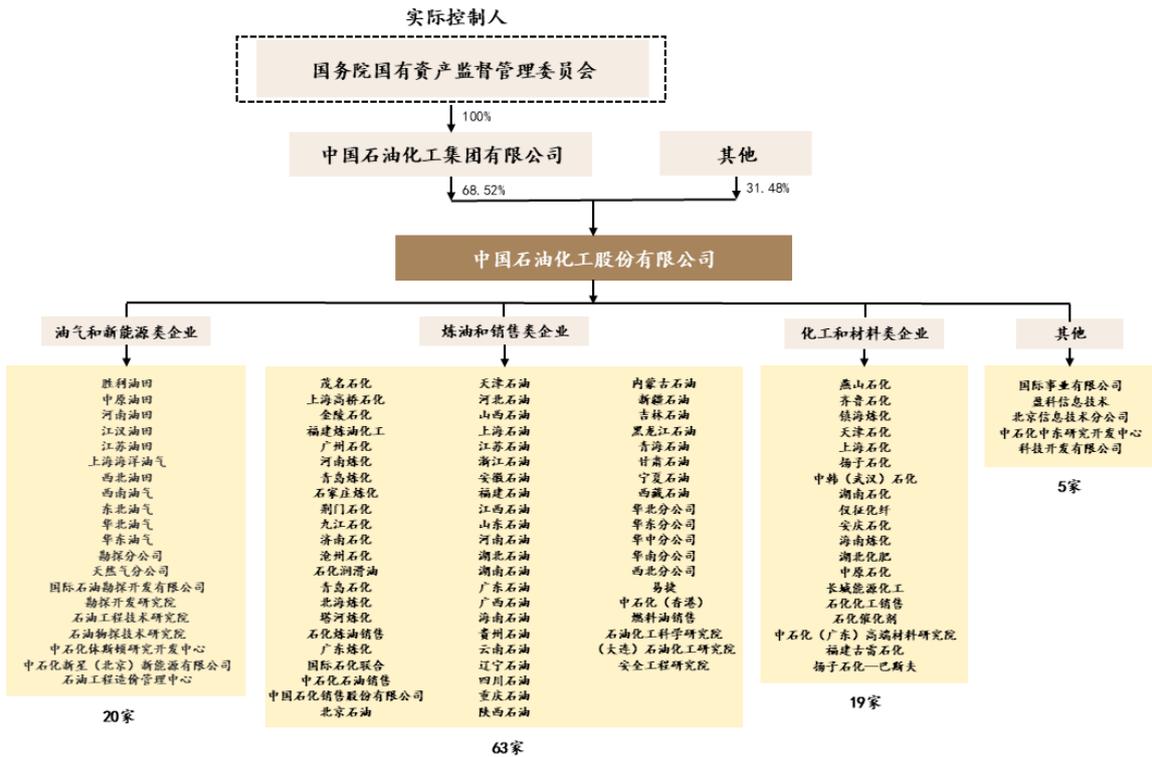
图 1：公司是国内最大的一体化能源公司之一



资料来源：公司官网、公司公告、德邦研究所

石化集团直接控股，下设众多分支机构。截至2025Q1，中国石油化工集团有限公司直接持有公司68.52%的股份，为公司控股股东，国务院国资委为公司的实际控制人与受益人。公司下设众多分支机构，全资子公司、控股和参股子公司、分公司等在内合计100余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。

图 2：公司股权结构清晰，石化集团直接控股 68.52% 股份（截至 2025Q1）



资料来源：Wind、公司官网、德邦研究所

四大事业部构筑一体化产业链条。公司主要从事石油与天然气勘探开发、管道运输、销售；石油炼制、石油化工、煤化工、化纤及其它化工生产与产品销售、储运；石油、天然气、石油产品、石油化工及其它化工产品和其它商品、技术的进出口、代理进出口业务；技术、信息的研究、开发、应用等在内各项业务，设有勘探及开发事业部、炼油事业部、营销及分销事业部、化工事业部等四大事业部，各事业部间紧密联系、协同发展，具备显著的一体化优势。

图 3：四大业务构筑一体化产业链条

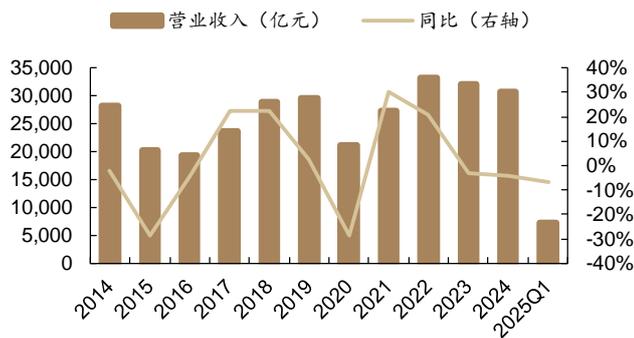


资料来源：公司官网、德邦研究所

2. 炼化板块景气偏弱，短期盈利有所承压

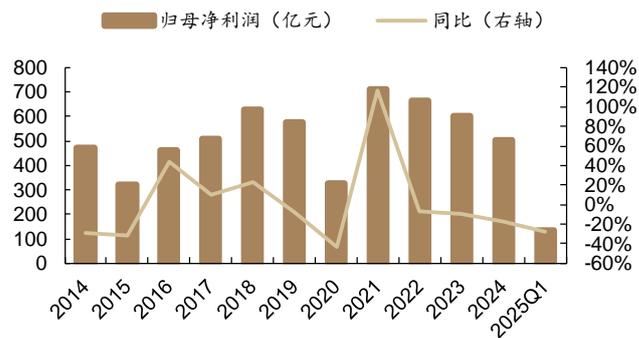
油价下行&炼化偏弱，公司盈利有所承压。2024 年公司实现营业收入 30746 亿元，同比-4.3%，主要系成品油等产品价格及销量下降所致；实现归母净利润 503 亿元，同比-16.8%。2025Q1 实现营业收入 7354 亿元，较去年同期-6.9%，归母净利润 133 亿元，较去年同期-27.6%。

图 4：2024 年公司营业收入同比-4.3%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

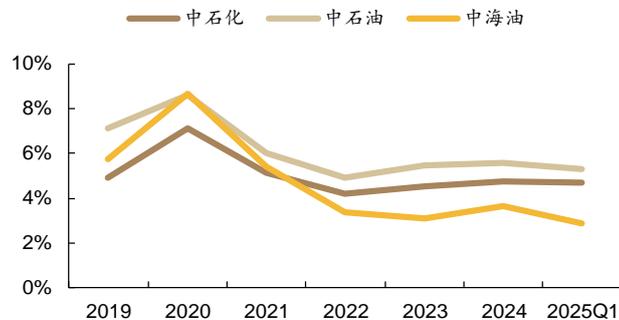
图 5：2024 年公司归母净利润同比-16.8%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

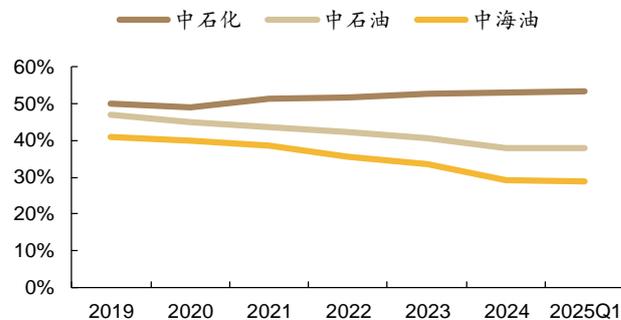
降本控费持续推进，资产结构保持稳健。公司持续深化降本控费，近年期间费用率长期稳定在 5% 附近，2024 年公司期间费用率 4.7%，同比+0.2pct；资产负债率处于在 50% 左右，保持稳健。

图 6：近年公司期间费用率稳定在 5% 附近



资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

图 7：公司资产负债率较为稳健



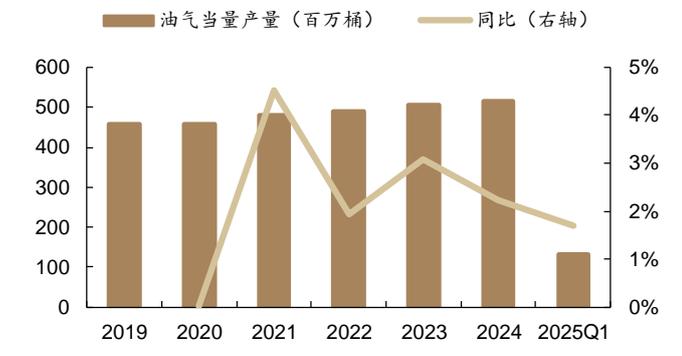
资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

2.1. 勘探及开发：增储上产稳步推进，上游盈利同比提升

资本开支维持高位，稳油增气成效显著。2024 年公司资本支出 1750 亿元，同比-1.0%；其中勘探及开发板块资本支出 823 亿元，同比+4.7%。公司持续加大上游板块勘探开发力度，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。2024 年油气当量产量 515 百万桶，同比+2.2%，

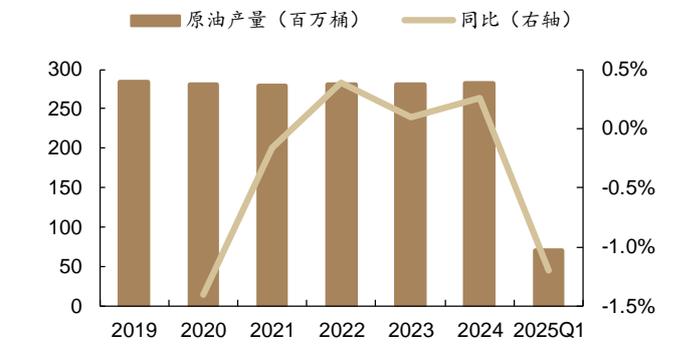
其中原油产量 282 百万桶，同比+0.3%，天然气产量 14004 亿立方英尺，同比+4.7%。向后展望，2025 年公司将继续保持上游板块勘探开发高投入，计划资本支出 1643 亿元，其中勘探及开发板块资本支出 767 亿元，主要用于济阳、塔河等原油产能建设、丁山-东溪、川西等天然气产能建设以及原油储运设施建设，持续助力公司增储上产。

图 8：2024 年公司油气当量产量同比+2.2%



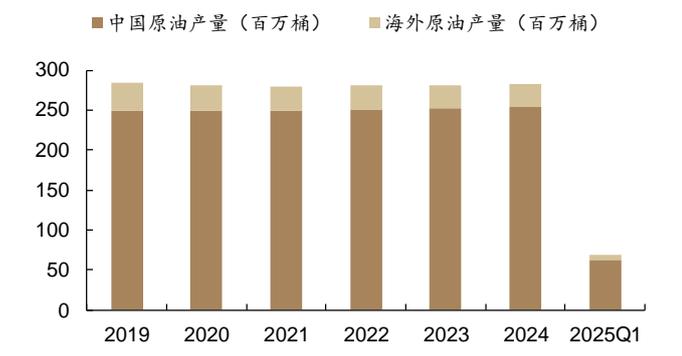
资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 9：2024 年公司原油产量同比+0.3%



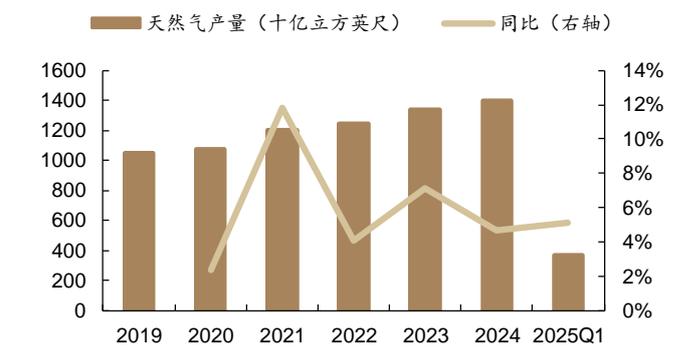
资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 10：公司原油产量以国内为主



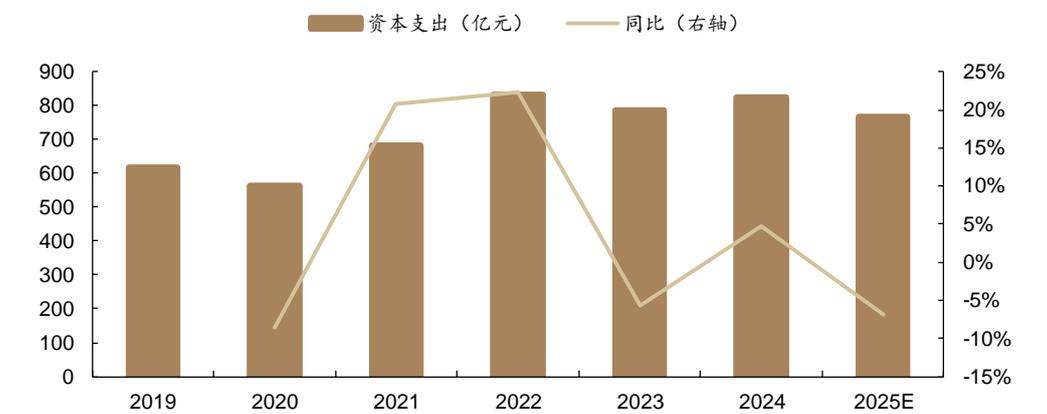
资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 11：2024 年公司天然气产量同比+4.7%



资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

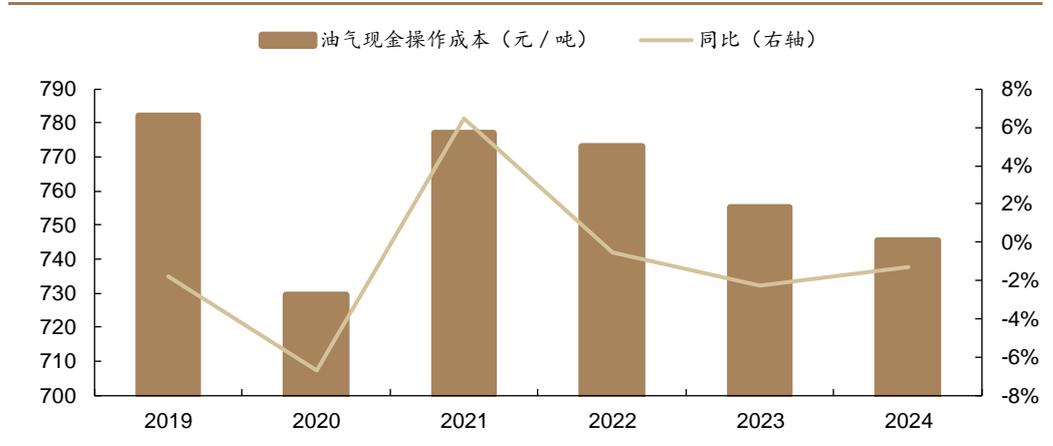
图 12：公司上游板块资本支出维持高位



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

油气现金操作成本同比下降。伴随公司进一步强化成本管控，2021 年来油气现金操作成本持续下降，其中 2024 年油气现金操作成本 745.4 元/吨，同比-1.3%。

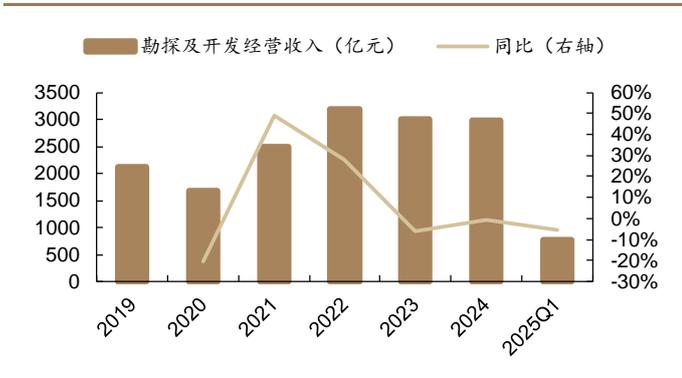
图 13：公司油气现金操作成本下降



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

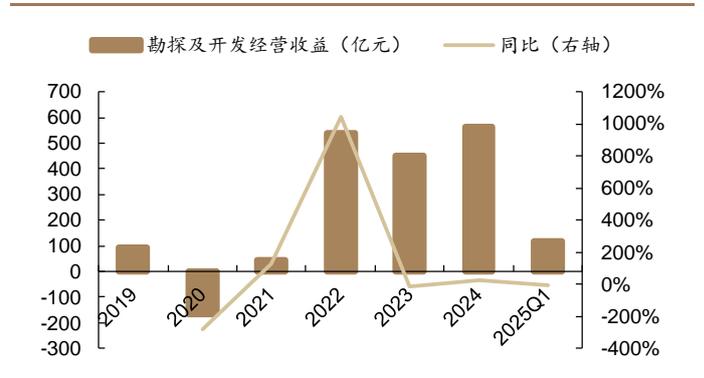
增储上产降本增效，上游盈利同比提升。在油气产量释放与成本优化的背景下，公司上游板块盈利同比提升，2024 年勘探与开发业务实现经营收入 2972 亿元，同比-0.9%，实现经营收益 564 亿元，同比+25.4%。

图 14：2024 年公司勘探及开发业务经营收入同比-0.9%



资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 15：2024 年公司勘探及开发业务经营收益同比+25.4%

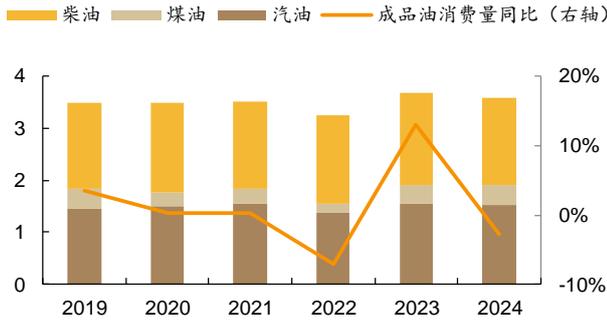


资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

2.2. 炼油：需求低迷价差收窄，炼油板块盈利承压

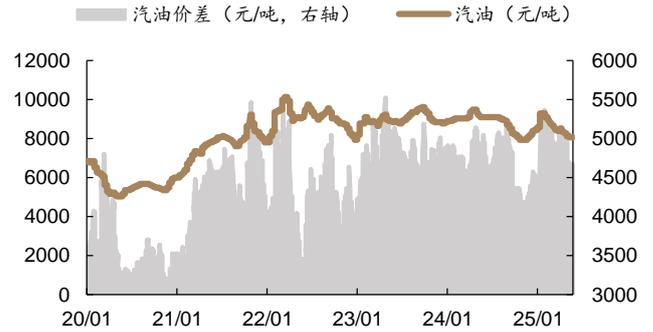
成品油消费疲软，裂解价差同比收窄。根据《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》，2024 年全国成品油消费 3.6 亿吨，同比-2.8%，其中汽油、柴油、煤油消费量分别为 1.52、1.68、0.39 亿吨，同比分别-1.9%、-6.1%、+11.4%。需求表现低迷下，成品油价差收窄，据我们测算，2024 年汽油、柴油、煤油裂解价差同比分别-1.8%、-7.7%、-14.6%。

图 16: 2024 年全国成品油消费同比-2.8%



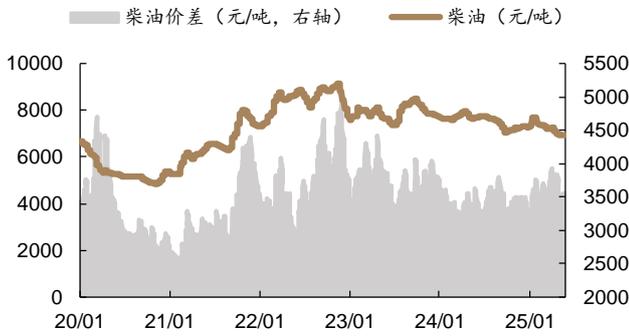
资料来源:《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》(孔劲媛等)、德邦研究所

图 17: 2024 年汽油裂解价差同比-1.8%



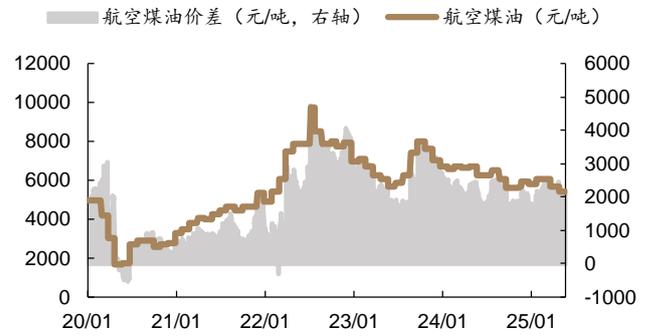
资料来源: Wind、德邦研究所

图 18: 2024 年柴油裂解价差同比-7.7%



资料来源: Wind、德邦研究所

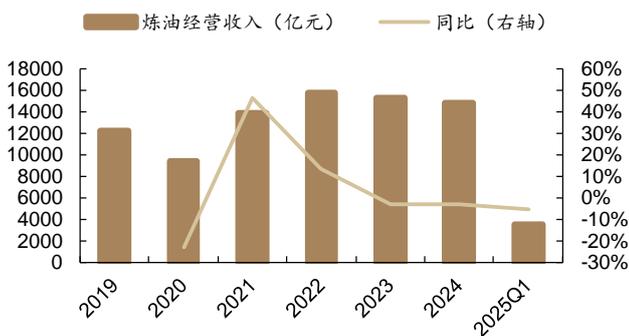
图 19: 2024 年航空煤油裂解价差同比-14.6%



资料来源: Wind、德邦研究所

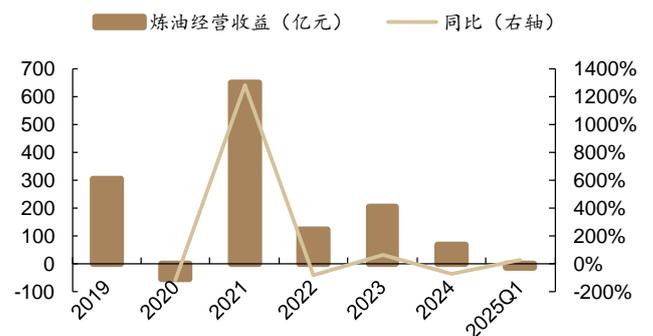
推进炼化结构升级，低成本应对市场变化。2024 年在部分产品需求疲软、毛利收窄的背景下，公司坚持产销一体运行，加强区域优化，保持较高负荷。同时紧贴产业链需求统筹原油资源，降低采购成本；根据市场需求灵活调整产品结构和出口节奏，增产航煤，持续压降柴汽比；推进低成本“油转化”、高价值“油转特”，增产高端碳材料、特种油品等适销产品；加快基地建设，有序推进炼油结构调整项目。2024 年加工原油 2.52 亿吨，生产成品油 1.53 亿吨，其中汽油/柴油/煤油产量同比分别+2.6%、-10.3%、+8.6%；炼油板块实现经营收入 14815 亿元，同比-3.2%，实现经营收益 67 亿元，同比-67.4%。

图 20: 2024 年公司炼油业务经营收入同比-3.2%



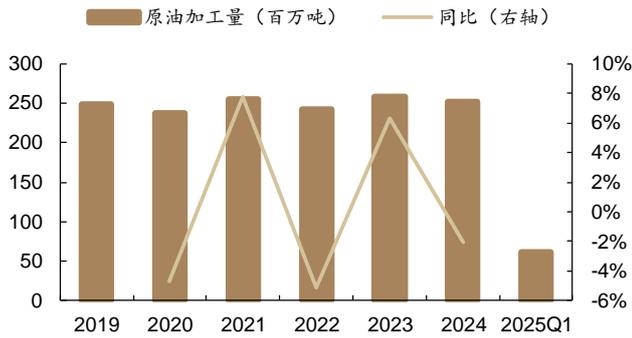
资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 21: 2024 年公司炼油业务经营收益同比-67.4%



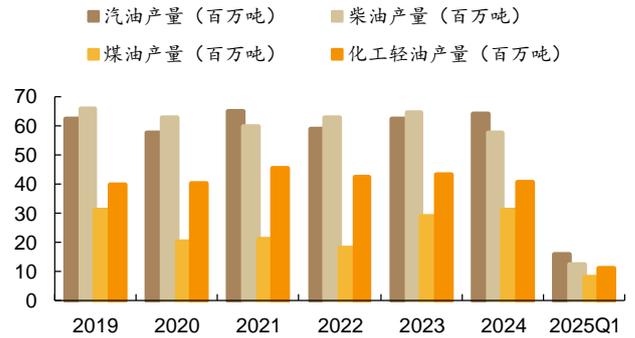
资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 22: 2024 年公司原油加工量同比-2.0%



资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 23: 2024 年公司汽油/柴油/煤油产量同比+2.6%/-10.3%/+8.6%

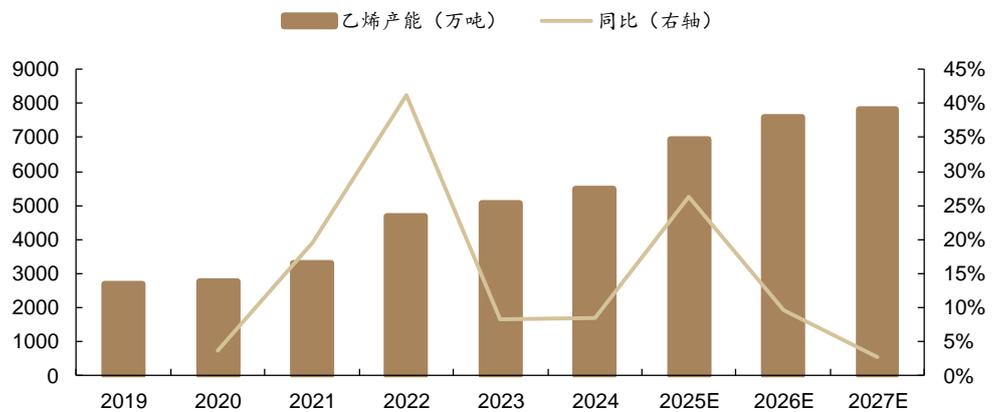


资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

2.3. 化工: 供需格局趋向宽松, 化工板块景气磨底

国内乙烯持续扩能, 供给侧压力或较大。根据百川盈孚, 2024 年国内乙烯产能 5499 万吨, 同比+8.5%, 且未来三年预计仍有多套产能释放, 2025-2027 年分别规划新增产能 1440、670、200 万吨, 供给侧或面临较大压力。

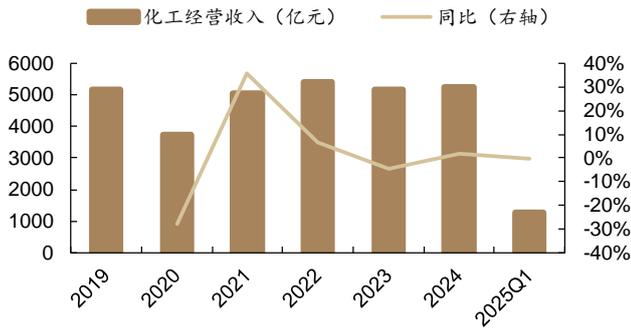
图 24: 国内乙烯持续扩能



资料来源: 百川盈孚、德邦研究所

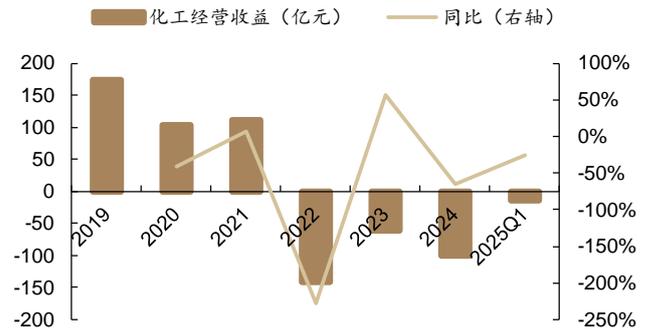
深化协同效益导向, 优化结构提效控本。2024 年公司紧贴市场需求, 大力开展经营优化和降本减费。以效益为导向优化原料、装置、产品结构, 高负荷运行芳烃等盈利装置; 持续推进原料多元化, 降低原料成本; 稳步提升高附加值产品比例; 加强战略客户合作和产品定制化服务, 积极开拓境内外市场, 2024 年化工产品经营总量为 8345 万吨, 同比+0.5%; 化工板块实现经营收入 5239 亿元, 同比+1.7%, 实现经营收益-100 亿元, 同比-65.6%。

图 25: 2024 年公司化工业务经营收入同比+1.7%



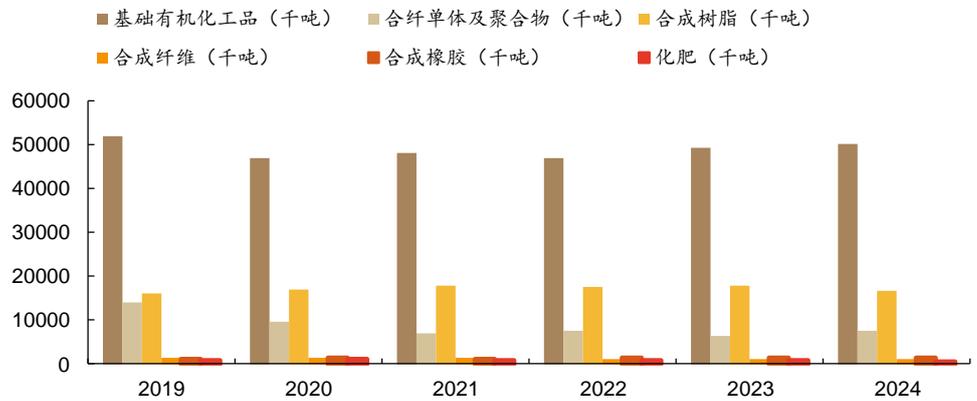
资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 26: 2024 年公司化工业务经营收益同比-65.6%



资料来源: 公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 27: 2024 年公司六大类化工品销量总计同比+1.0%

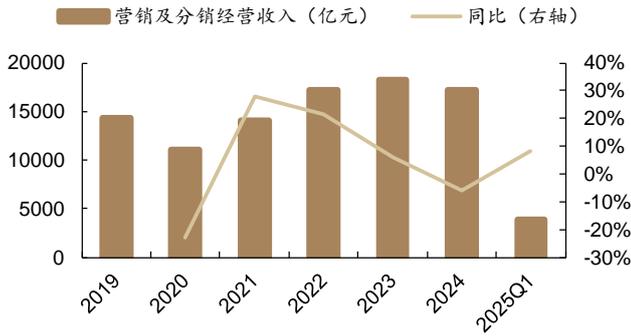


资料来源: 公司历年年报、德邦研究所

2.4. 营销与分销: 稳步推进结构转型, 拓展充换电与非油业务

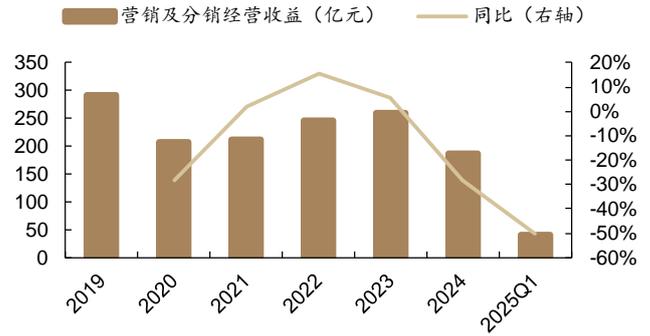
销售业务一体化优势, 打造“油气氢电服”综合能源服务商。2024 年公司积极推动“油气氢电服”综合加能站网络建设, 加快向综合能源服务商转型, 加快终端销售网络的改造, 发挥公司一体化优势, 同时不断加强易捷服务生态建设, 拓展充换电和非油等业务。2024 年成品油总经销量 239.3 百万吨, 同比+0.1%; 营销及分销板块实现经营收入 17144 亿元, 同比-5.7%, 实现经营收益 186 亿元, 同比-28.1%。

图 28：2024 年公司销售业务经营收入同比-5.7%



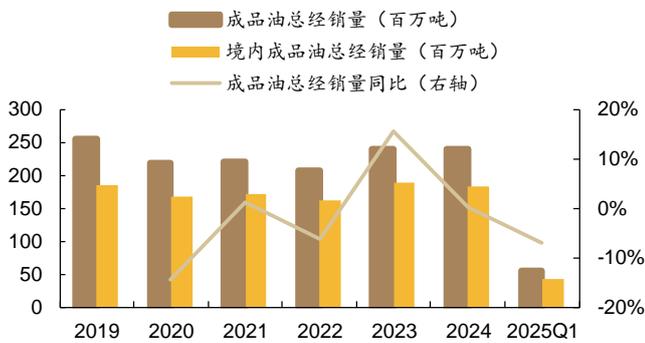
资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 29：2024 年公司销售业务经营收益同比-28.1%



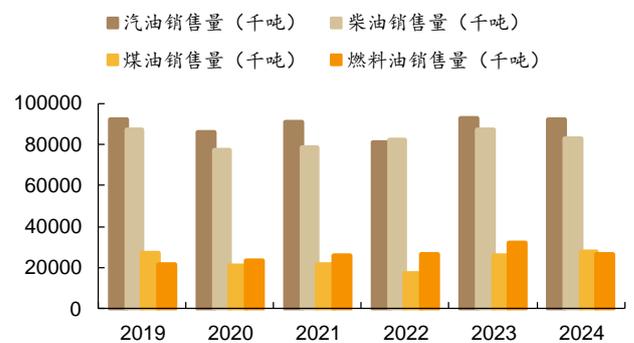
资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 30：2024 年公司成品油总经销量同比+0.1%



资料来源：公司历年年报、公司 25 年一季报、德邦研究所

图 31：2024 年公司汽油/柴油/煤油/燃料油销量同比分别-0.8%/-4.9%/+6.9%/-16.5%

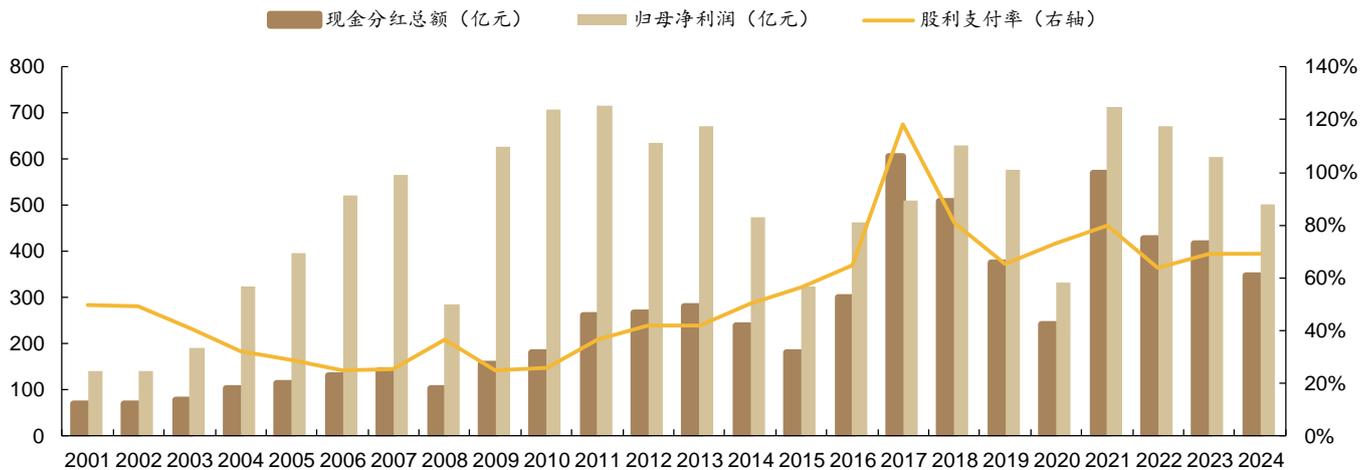


资料来源：公司历年年报、德邦研究所

3. 市值管理方案落地，长期重视股东回报

强化公司市值管理，长期注重股东回报。2024 年公司积极响应上交所《关于开展沪市公司“提质增效重回报”专项行动的倡议》，提出“提质增效重回报”行动及未来三年股东分红回报规划，公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的中国企业会计准则下的归属于母公司股东的净利润或国际财务报告会计准则下的公司股东应占利润（以二者孰低为准）的百分之六十五。2025 年中国石化发布中国石化市值管理办法，主要通过信息披露、投资者关系管理、现金分红、股份回购、并购重组等方式促进公司投资价值合理反映公司质量，提升投资价值，增强投资者回报。2024 年全年拟派发现金股利每股人民币 0.286 元，全年现金分红 347 亿元，按中国企业会计准则和国际财务报告会计准则计算现金派息率分别约 69%和 71%；公司长期注重股东回报，自 2014 年以来股利支付率始终在 50%以上。此外，在保持分红连续性和稳定性的同时，公司继续实施股份回购，合并计算后利润分派率分别约 73%和 75%，与股东共享发展成果。

图 32：自 2014 年来公司股利支付率始终在 50% 以上



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测

假设：

- 1) 勘探及开发业务：**2025 年来受全球不确定性关税及 OPEC+ 增产超预期等因素影响，油价中枢整体有所下移。公司层面，坚持推进稳油增气，加强效益开发，多措并举降低盈亏平衡点。原油开发方面，加快胜利海上、准西、塔河等产能建设，高质量建成胜利济阳页岩油国家级示范区，加强老区精细开发。天然气业务方面，加快四川须家河组、顺北二区、川西海相等产能建设，聚焦经营优化和市场开拓，增强天然气业务盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司勘探及开发业务收入分别为 2944、2926、2928 亿元，同比-1.0%、-0.6%、+0.1%，毛利率分别为 31.3%、31.0%、31.1%。
- 2) 炼油业务：**油价走弱叠加供需宽松，预计成品油价格有所下行。公司层面，持续优化原油加工量、装置负荷和产品结构，全力增产航煤，同时发挥全球资源优势，加大原油差异化采购力度，降低采购成本，有望持续提升板块盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司炼油业务收入分别为 14661、14622、14656 亿元，同比-1.0%、-0.3%、+0.2%，毛利率分别为 17.9%、18.2%、18.5%。
- 3) 化工业务：**当前化工品需求整体仍较疲软，后续伴随供给侧产能增速放缓，产品供需格局有望逐步向好，进而推动产品价格企稳回升。公司层面，持续推进原料多元化，多措并举降低原料成本；动态优化装置负荷，深化单一装置和产品运营模式，提升产品毛利；加大新产品、高附加值产品开发力度，拓展创效空间。我们预计 2025-2027 年公司化工业务收入分别为 5142、5118、5118 亿元，同比-1.9%、-0.5%、持平，毛利率分别为 1.4%、1.9%、2.2%。
- 4) 营销及分销业务：**成品油营销及分销板块价格预计在需求疲软等因素影响

下有所走弱。公司层面，推进加油站服务模式升级，加强自有品牌建设，拓展易捷综合服务场景，有望推动板块盈利能力提升。我们预计 2025-2027 年公司营销及分销业务收入分别为 16873、16749、16627 亿元，同比-1.6%、-0.7%、-0.7%，毛利率分别为 4.8%、4.8%、4.7%。

表 1：公司主营业务分拆及盈利预测

| | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 勘探及开发 | 收入 (亿元) | 3194 | 3000 | 2972 | 2944 | 2926 | 2928 |
| | yoy | | -6.1% | -0.9% | -1.0% | -0.6% | 0.1% |
| | 成本 (亿元) | 2148 | 2076 | 2024 | 2022 | 2020 | 2018 |
| | 毛利 (亿元) | 1046 | 924 | 949 | 922 | 906 | 910 |
| | 毛利率 | 32.7% | 30.8% | 31.9% | 31.3% | 31.0% | 31.1% |
| 炼油 | 收入 (亿元) | 15751 | 15298 | 14815 | 14661 | 14622 | 14656 |
| | yoy | | -2.9% | -3.2% | -1.0% | -0.3% | 0.2% |
| | 成本 (亿元) | 13178 | 12540 | 12163 | 12041 | 11963 | 11951 |
| | 毛利 (亿元) | 2573 | 2758 | 2652 | 2620 | 2659 | 2705 |
| | 毛利率 | 16.3% | 18.0% | 17.9% | 17.9% | 18.2% | 18.5% |
| 化工 | 收入 (亿元) | 5402 | 5153 | 5239 | 5142 | 5118 | 5118 |
| | yoy | | -4.6% | 1.7% | -1.9% | -0.5% | 0.0% |
| | 成本 (亿元) | 5292 | 5020 | 5174 | 5071 | 5020 | 5005 |
| | 毛利 (亿元) | 109 | 133 | 64 | 71 | 97 | 113 |
| | 毛利率 | 2.0% | 2.6% | 1.2% | 1.4% | 1.9% | 2.2% |
| 营销及分销 | 收入 (亿元) | 17139 | 18184 | 17144 | 16873 | 16749 | 16627 |
| | yoy | | 6.1% | -5.7% | -1.6% | -0.7% | -0.7% |
| | 成本 (亿元) | 16190 | 17202 | 16244 | 16065 | 15952 | 15841 |
| | 毛利 (亿元) | 949 | 982 | 900 | 809 | 797 | 786 |
| | 毛利率 | 5.5% | 5.4% | 5.2% | 4.8% | 4.8% | 4.7% |
| 其他 | 收入 (亿元) | 17905 | 15383 | 14572 | 14572 | 14572 | 14572 |
| | yoy | | -14.1% | -5.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 成本 (亿元) | 17575 | 15163 | 14375 | 14375 | 14375 | 14375 |
| | 毛利 (亿元) | 329 | 220 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| | 毛利率 | 1.8% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 内部抵消 | 收入 (亿元) | -26209 | -24896 | -23996 | -23996 | -23996 | -23996 |
| | 成本 (亿元) | -26191 | -24904 | -23990 | -23990 | -23990 | -23990 |
| | 毛利 (亿元) | -18 | 7 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| 合计 | 收入 (亿元) | 33182 | 32122 | 30746 | 30196 | 29991 | 29904 |
| | yoy | | -3.2% | -4.3% | -1.8% | -0.7% | -0.3% |
| | 成本 (亿元) | 28194 | 27097 | 25989 | 25584 | 25340 | 25199 |
| | 毛利 (亿元) | 4988 | 5026 | 4756 | 4613 | 4651 | 4705 |
| | 毛利率 | 15.0% | 15.6% | 15.5% | 15.3% | 15.5% | 15.7% |

资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

公司是国内油气化工龙头企业之一，具备显著的一体化优势。展望后续，公司上游板块有望持续受益增储上产的推进，下游炼化板块有望在宏观环境企稳、下游需求复苏的背景下盈利修复。此外，公司加速布局新能源及高端化工材料，

未来发展可期。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 511.03、572.76、629.66 亿元，同比+1.6%、+12.1%、+9.9%，对应 EPS 分别为 0.42、0.47、0.52 元。以 2025/6/20 收盘价测算，公司 PB 为 0.83，低于可比公司中国石油 (PB 1.07) 和中国海油 (PB 1.62)，具备一定估值优势。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 33：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 6 月 20 日）

| 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | | PB |
|-----------|------|------------|------------|----------|----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 601857.SH | 中国石油 | 16,125.10 | 1,646.76 | 1,674.78 | 1,723.53 | 1,783.45 | 9.52 | 9.63 | 9.36 | 9.04 | 1.07 |
| 600938.SH | 中国海油 | 8,079.69 | 1,379.36 | 1,382.93 | 1,417.25 | 1,439.67 | 6.36 | 5.84 | 5.70 | 5.61 | 1.62 |
| 平均 | | | | | | | 7.94 | 7.74 | 7.53 | 7.33 | 1.34 |
| 600028.SH | 中国石化 | 6,476.90 | 503.13 | 511.03 | 520.19 | 498.31 | 14.88 | 12.67 | 12.45 | 13.00 | 0.83 |

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所（注：中国石油、中国海油盈利预测取自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

国际油价大幅波动。公司业务与原油高度相关，若国际油价出现大幅波动，将通过上下游传导对各版块业务盈利造成影响。油价走势的影响因素较多，包括但不限于供需、地缘、政治等等。

全球经济下行风险。石化产品下游需求涉及国民生活衣食住行的方方面面，若全球经济下行，或将对下游需求复苏带来不利影响，进而影响公司盈利水平。

勘探开发进度不及预期。公司持续推进上游板块勘探开发，若项目进度不及预期，或对公司产量的可持续造成影响。

地缘政治风险。公司业务涉及全球多地，若经营所在地出现地缘政治冲突，将对公司经营带来不利影响。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.42 | 0.47 | 0.52 |
| 每股净资产 | 6.76 | 6.91 | 7.06 | 7.22 |
| 每股经营现金流 | 1.23 | 1.39 | 1.50 | 1.59 |
| 每股股利 | 0.29 | 0.29 | 0.33 | 0.36 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 16.10 | 13.64 | 12.17 | 11.07 |
| P/B | 0.99 | 0.83 | 0.81 | 0.80 |
| P/S | 0.26 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
| EV/EBITDA | 5.96 | 5.34 | 5.01 | 4.70 |
| 股息率% | 4.3% | 5.1% | 5.7% | 6.2% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 15.5% | 15.3% | 15.5% | 15.7% |
| 净利润率 | 1.9% | 1.9% | 2.2% | 2.4% |
| 净资产收益率 | 6.1% | 6.1% | 6.7% | 7.2% |
| 资产回报率 | 2.4% | 2.4% | 2.7% | 2.9% |
| 投资回报率 | 4.6% | 4.6% | 5.0% | 5.4% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -4.3% | -1.8% | -0.7% | -0.3% |
| EBIT 增长率 | -18.6% | 3.2% | 10.1% | 8.6% |
| 净利润增长率 | -16.8% | 1.6% | 12.1% | 9.9% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 53.2% | 52.6% | 51.7% | 50.8% |
| 流动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 现金比率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 5.4 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| 存货周转天数 | 35.1 | 35.5 | 34.6 | 33.9 |
| 总资产周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 固定资产周转率 | 4.4 | 4.0 | 3.8 | 3.6 |

| 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 净利润 | 50,313 | 51,103 | 57,276 | 62,966 |
| 少数股东损益 | 7,234 | 7,348 | 8,235 | 9,053 |
| 非现金支出 | 117,053 | 115,910 | 120,852 | 125,724 |
| 非经营收益 | 2,593 | 945 | -251 | -1,011 |
| 营运资金变动 | -27,833 | -6,481 | -4,842 | -4,087 |
| 经营活动现金流 | 149,360 | 168,824 | 181,270 | 192,645 |
| 资产 | -137,342 | -137,604 | -137,617 | -137,623 |
| 投资 | -10,126 | -9,467 | -9,467 | -9,467 |
| 其他 | -13,772 | 10,180 | 15,464 | 16,020 |
| 投资活动现金流 | -161,240 | -136,891 | -131,621 | -131,070 |
| 债权募资 | 44,398 | 9,355 | -7,340 | -7,340 |
| 股权募资 | 15,458 | 87 | 0 | 0 |
| 其他 | -79,093 | -45,865 | -53,870 | -57,590 |
| 融资活动现金流 | -19,237 | -36,423 | -61,210 | -64,930 |
| 现金净流量 | -30,464 | -4,257 | -11,561 | -3,354 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 3,074,562 | 3,019,631 | 2,999,112 | 2,990,423 |
| 营业成本 | 2,598,935 | 2,558,353 | 2,534,008 | 2,519,936 |
| 毛利率% | 15.5% | 15.3% | 15.5% | 15.7% |
| 营业税金及附加 | 267,315 | 262,539 | 260,755 | 260,000 |
| 营业税金率% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% |
| 营业费用 | 61,422 | 60,997 | 59,982 | 59,808 |
| 营业费用率% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 管理费用 | 58,021 | 57,675 | 57,283 | 57,117 |
| 管理费用率% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% |
| 研发费用 | 15,215 | 15,702 | 15,595 | 15,550 |
| 研发费用率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| EBIT | 81,379 | 84,008 | 92,453 | 100,391 |
| 财务费用 | 11,174 | 12,388 | 12,182 | 12,145 |
| 财务费用率% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 资产减值损失 | -6,702 | -4,603 | -4,603 | -4,603 |
| 投资收益 | 15,889 | 13,588 | 14,396 | 14,952 |
| 营业利润 | 72,257 | 73,364 | 82,016 | 89,990 |
| 营业外收支 | -1,744 | -1,744 | -1,744 | -1,744 |
| 利润总额 | 70,513 | 71,620 | 80,272 | 88,246 |
| EBITDA | 191,622 | 195,214 | 208,602 | 221,413 |
| 所得税 | 12,966 | 13,170 | 14,760 | 16,227 |
| 有效所得税率% | 18.4% | 18.4% | 18.4% | 18.4% |
| 少数股东损益 | 7,234 | 7,348 | 8,235 | 9,053 |
| 归属母公司所有者净利润 | 50,313 | 51,103 | 57,276 | 62,966 |

| 资产负债表(百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 146,799 | 142,542 | 130,981 | 127,627 |
| 应收账款及应收票据 | 44,333 | 43,441 | 43,045 | 42,820 |
| 存货 | 256,595 | 247,588 | 240,185 | 233,795 |
| 其它流动资产 | 76,788 | 79,568 | 82,777 | 86,145 |
| 流动资产合计 | 524,515 | 513,139 | 496,988 | 490,387 |
| 长期股权投资 | 246,819 | 256,819 | 266,819 | 276,819 |
| 固定资产 | 717,105 | 774,227 | 822,056 | 861,534 |
| 在建工程 | 208,747 | 186,998 | 169,598 | 155,678 |
| 无形资产 | 137,983 | 137,785 | 137,587 | 137,389 |
| 非流动资产合计 | 1,560,256 | 1,600,443 | 1,631,381 | 1,657,447 |
| 资产总计 | 2,084,771 | 2,113,583 | 2,128,369 | 2,147,834 |
| 短期借款 | 48,231 | 38,231 | 32,231 | 26,231 |
| 应付票据及应付账款 | 256,597 | 252,590 | 250,187 | 248,797 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 368,409 | 385,770 | 385,000 | 385,314 |
| 流动负债合计 | 673,237 | 676,591 | 667,417 | 660,343 |
| 长期借款 | 184,934 | 189,934 | 194,934 | 199,934 |
| 其它长期负债 | 250,307 | 245,601 | 238,601 | 231,601 |
| 非流动负债合计 | 435,241 | 435,535 | 433,535 | 431,535 |
| 负债总计 | 1,108,478 | 1,112,126 | 1,100,952 | 1,091,878 |
| 实收资本 | 121,282 | 121,282 | 121,282 | 121,282 |
| 普通股股东权益 | 819,922 | 837,738 | 855,463 | 874,950 |
| 少数股东权益 | 156,371 | 163,719 | 171,954 | 181,007 |
| 负债和所有者权益合计 | 2,084,771 | 2,113,583 | 2,128,369 | 2,147,834 |

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。