

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

2025 年半年报业绩预告点评: 25H1 业绩承压, 未来受益于成品油反内卷与消费税改革 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	2,959,498	3,005,165	3,200,236
同比 (%)	(3.19)	(4.29)	(3.74)	1.54	6.49
归母净利润 (百万元)	60,463	50,313	50,172	60,401	72,302
同比 (%)	(9.87)	(16.79)	(0.28)	20.39	19.70
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.41	0.41	0.50	0.60
P/E (A)	12.05	14.48	14.52	12.06	10.08
P/E (H)	8.38	10.07	10.09	8.38	7.00

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年报业绩预告, 2025H1, 公司预计实现归母净利润 201-216 亿元, 同比下降 39.5%至 43.7%, 主要受国际原油价格大幅下跌、石油石化市场竞争激烈、化工市场毛利低迷等因素影响。2025Q2 单季度, 公司预计实现归母净利润 68-83 亿元, 同比下降 52.1%至 60.7%, 相比于 2025Q1 归母净利润 133 亿元, 环比下滑 37.2%至 48.5%。
- **公司公布 2025H1 生产经营数据:** 1) 上游油气勘探开发: 天然气贡献油气产量增量。2025H1, 油气当量产量 263 百万桶油当量 (同比+2%), 其中石油净产量 140 百万桶 (同比-0.3%), 天然气净产量 208 亿立方米 (同比+5.1%)。2) 下游炼油: 原油加工量同比下滑, 汽油&柴油产量同比下滑。2025H1, 原油加工量 1.2 亿吨 (同比-5.3%); 汽油产量 0.31 亿吨 (同比-4.8%), 柴油产量 0.24 亿吨 (同比-17.2%), 煤油产量 0.16 亿吨 (同比+4.3%)。3) 下游化工: 乙烯产量同比增加。2025H1, 乙烯产量 756 万吨 (同比+16.4%); 合成树脂产量 1104 万吨 (同比+12.8%); 合成纤维产量 60 万吨 (同比-5.1%); 合成橡胶产量 80 万吨 (同比+18.6%)。4) 境内成品油销售: 境内成品油销售量同比下滑。2025H1, 境内成品油总经销量 0.87 亿吨 (同比-3.4%), 其中零售 0.55 亿吨 (同比-4.3%), 直销及分销 0.33 亿吨 (同比-2.0%)。
- **严厉打击黑加油站&加大成品油消费税监管力度, 炼油及销售行业集中度有望进一步提高:** 1) 我国部署从 2025 年 6 月至 12 月, 在全国范围内开展黑加油点“大扫除”专项整治行动, 专项整治行动严厉打击非法成品油生产和销售行为。2) 国家继续推进成品油消费税改革。合法经营的企业将面临更公平的竞争环境, 而非法经营的企业或将被逐步清除, 导致行业集中度提高。3) 国有石油公司拥有更完善的供应链和销售网络, 消费税改革后, 这一优势将更加凸显。主营企业通过优化服务和提升技术, 核心竞争力将进一步增强, 市场份额有望扩大。
- **公司注重股东回报:** 我们预计公司 2025 年归母净利润 502 亿元, 按 73%的派息率, 按 2025 年 7 月 31 日收盘价, 中石化 A 股股息率为 5.0%; 中石化 H 股税前股息率为 7.2%, 按 20%扣税, 中石化 H 股税后股息率为 5.8%。
- **盈利预测与投资评级:** 根据油价上半年单边下行对经营的负面影响, 我们调整盈利预测, 2025-2027 年公司归母净利润分别为 502、604、723 亿元 (前值为 546、603、655 亿元)。根据 2025 年 7 月 31 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 14.5、12.1、10.1 倍, 对应 H 股 PE 分别 10.1、8.4、7.0 倍。我们看好油价基本见底情况下, 成品油消费税加快推进, 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 08 月 01 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

人民币/港币	600028 SH	00386 HK
收盘价	6.01	4.60
52 周价格范围	5.38/7.18	3.76/5.43
市净率 (倍)	0.87	0.67
市值 (百万)	728,683.88	557,728.09

相关研究

《中国石化(600028): 2025 年一季度报点评: 业绩环比大幅改善, 化工板块同比减亏》

2025-04-29

《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

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	524,515	410,790	568,321	534,848	营业总收入	3,074,562	2,959,498	3,005,165	3,200,236
货币资金及交易性金融资产	146,803	160,119	183,691	243,224	营业成本(含金融类)	2,598,935	2,512,081	2,534,986	2,702,108
经营性应收款项	53,375	40,742	56,686	46,478	税金及附加	267,315	258,510	266,275	270,754
存货	256,595	155,107	253,307	182,032	销售费用	61,422	59,190	60,103	64,005
合同资产	0	0	0	0	管理费用	58,021	53,271	54,093	57,604
其他流动资产	67,742	54,821	74,637	63,114	研发费用	15,215	11,838	12,021	12,801
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	15,501	15,279
长期股权投资	246,819	266,819	286,819	306,819	加:其他收益	12,253	11,838	12,021	12,801
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	14,797	15,026	16,001
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	592	601	640
长期待摊费用	12,131	13,131	14,131	15,131	营业利润	72,257	71,466	85,834	102,548
其他非流动资产	66,636	66,636	66,636	66,636	营业外净收支	(1,744)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
资产总计	2,084,771	1,983,298	2,146,478	2,111,711	利润总额	70,513	70,466	84,834	101,548
流动负债	673,237	553,516	694,423	632,698	减:所得税	12,966	14,093	16,967	20,310
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	56,373	67,867	81,239
经营性应付款项	256,597	162,083	274,498	190,865	减:少数股东损益	7,234	6,201	7,465	8,936
合同负债	127,697	113,044	126,749	135,105	归属母公司净利润	50,313	50,172	60,401	72,302
其他流动负债	176,110	152,098	153,425	161,865	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.41	0.50	0.60
非流动负债	435,241	433,741	432,241	430,741	EBIT	81,379	76,447	89,707	105,765
长期借款	184,934	184,934	184,934	184,934	EBITDA	191,622	199,195	220,059	242,480
应付债券	25,562	25,562	25,562	25,562	毛利率(%)	15.47	15.12	15.65	15.57
租赁负债	154,904	153,404	151,904	150,404	归母净利率(%)	1.64	1.70	2.01	2.26
其他非流动负债	69,841	69,841	69,841	69,841	收入增长率(%)	(4.29)	(3.74)	1.54	6.49
负债合计	1,108,478	987,257	1,126,664	1,063,439	归母净利润增长率(%)	(16.79)	(0.28)	20.39	19.70
归属母公司股东权益	819,922	833,468	849,777	869,298					
少数股东权益	156,371	162,572	170,037	178,974					
所有者权益合计	976,293	996,040	1,019,814	1,048,272					
负债和股东权益	2,084,771	1,983,298	2,146,478	2,111,711					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	149,360	181,900	199,782	252,014	每股净资产(元)	6.76	6.87	7.01	7.17
投资活动现金流	(161,240)	(125,611)	(125,373)	(124,359)	ROIC(%)	4.65	4.16	4.77	5.50
筹资活动现金流	(19,237)	(42,973)	(50,837)	(68,122)	ROE-摊薄(%)	6.14	6.02	7.11	8.32
现金净增加额	(30,464)	13,316	23,572	59,533	资产负债率(%)	53.17	49.78	52.49	50.36
折旧和摊销	110,243	122,748	130,351	136,715	P/E (A)	14.48	14.52	12.06	10.08
资本开支	(137,342)	(119,408)	(119,399)	(119,360)	P/B (A)	0.89	0.87	0.86	0.84
营运资本变动	(27,833)	(6,138)	(6,512)	26,170	EV/EBITDA	5.96	5.32	4.76	4.09

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7月31日收盘价计算, 港元兑人民币汇率0.91。

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>