

## 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

刘红光 石化行业联席首席分析师  
执业编号: S1500525060002  
邮箱: liuhongguang@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

## 炼化板块带来拖累, 公司业绩静待修复

2025年8月22日

**事件:** 2025年8月21日晚, 中国石化发布2025年半年度报告。2025年上半年公司实现营业收入14090.52亿元, 同比下降10.60%; 实现归母净利润214.83亿元, 同比下降39.83%; 实现扣非后归母净利润212.15亿元, 同比下降40.40%; 实现基本每股收益0.18元, 同比下降40.2%。

其中, 第二季度公司实现营业收入6,736.96亿元, 同比下降14.31%, 环比下降8.39%; 实现归母净利润82.19亿元, 同比下降52.73%, 环比下降38.04%; 实现扣非后归母净利润79.92亿元, 同比下降54.06%, 环比下降39.56%; 实现基本每股收益0.07元, 同比下降50%, 环比下降36%。

**点评:**

- **库存减利叠加供需偏弱, 公司上半年业绩整体承压。油价端,** 2025年上半年国际油价整体呈现震荡下行态势, 主要受OPEC+超预期增产叠加美国关税政策冲击需求预期影响, 虽6月伊以冲突推升国际油价, 但地缘溢价在停火后边际走弱, 油价震荡下跌。2025年上半年布伦特平均油价为71美元/桶, 同比下降15%。油价和产品价格有所下跌, 导致公司库存减利, 叠加炼化板块供需偏弱, 公司业绩整体承压。**分板块盈利看,** 2025年上半年公司勘探开发、炼油、营销、化工板块分别实现经营收益236、35、80、-42亿元, 同比-55、-36、-67、-11亿元, 各板块业绩均同比走弱。从二季度看, 各板块单季度经营收益分别为119、15、40、-28亿, 上游勘探开发经营收益环比略有增长、营销板块经营收益环比持平, 炼油及化工板块环比有所回落。
- **上游增储增产持续推进, 油气当量产量创历史同期新高。** 公司持续加强高质量勘探和效益开发, 在海域油气、四川盆地超深层页岩气等勘探取得重大突破, 上游增储增产持续推进。上半年公司实现油气当量产量262.81百万桶, 同比增长2.0%, 其中原油产量140.04百万桶, 同比-0.3%, 天然气产量7362.8亿立方英尺, 同比+5.1%, 油气当量产量创历史同期新高。在降本方面, 上半年公司油气现金操作成本为人民币718.0元/吨, 同比降低4.7%, 降本增效作用有效发挥。
- **炼化板块大力降本减费, 化工产品产销持续改善。炼油板块,** 上半年整体油品需求仍相对偏弱, 公司统筹优化装置负荷, 做大有效益的加工量, 化工原料和航煤产量继续增长, 上半年公司加工原油1.2亿吨, 生产成品油7140万吨, 同比-7.6%, 生产化工轻油2206万吨, 同比增长11.5%。**销售板块,** 受国内成品油需求疲软影响, 公司成品油销售量同比仍萎缩, 上半年成品油总经销量11214万吨, 同比下降5.8%。**化工板块,** 上半年国内石化化工行业景气度仍显低迷, 公司大力降本减费, 提升有边际效益的加工负荷, 持续推进原料轻质化、多元化, 优化装置运行, 上半年化工品产销整体改善, 其中乙烯产量756万吨, 同比+16.4%, 合成树脂产量1104万吨, 同比+12.8%, 化工产品经营总量4008万吨, 并实现全产全销。
- **存量竞争时代来临, 石化龙头或长期受益。** 根据发改委政策, 2025年

国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，当前炼化扩能接近尾声，总量逼近政策“红线”。2025 年 5 月国家发改委再次强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能，此外近期中央密集释放“反内卷”信号，叠加税改进一步压缩地炼生存空间，或推动落后炼能加速退出。公司作为国内石化龙头，或在当前增量有限、减量出清的竞争格局优化背景下持续受益，我们仍看好公司长期投资价值。

- **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 461.69、478.60 和 517.26 亿元，归母净利润增速分别为-8.2%、3.7% 和 8.1%，EPS（摊薄）分别为 0.38、0.39 和 0.43 元/股，对应 2025 年 8 月 21 日的收盘价，对应 2025-2027 年 PE 分别为 15.39、14.85 和 13.74 倍。我们看好公司在行业存量竞争背景下的长期发展优势和未来炼化行业景气上行带来的业绩弹性，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	3,243,214	3,318,329	3,415,351
增长率 YoY %	-3.2%	-4.3%	5.5%	2.3%	2.9%
归属母公司净利润 (百万元)	60,463	50,313	46,169	47,860	51,726
增长率 YoY%	-9.9%	-16.8%	-8.2%	3.7%	8.1%
毛利率%	15.6%	15.5%	15.1%	15.0%	15.1%
净资产收益率 ROE%	7.5%	6.1%	4.7%	4.7%	5.1%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.41	0.38	0.39	0.43
市盈率 P/E(倍)	11.75	14.12	15.39	14.85	13.74
市净率 P/B(倍)	0.88	0.87	0.73	0.70	0.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 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
<b>流动资产</b>	534,435	524,515	725,909	750,491	754,309	<b>营业总收入</b>	3,212,215	3,074,562	3,243,214	3,318,329	3,415,351
货币资金	164,960	146,799	295,963	329,078	302,293	营业成本	2,709,656	2,598,935	2,754,132	2,820,453	2,900,990
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	272,921	267,315	275,673	282,058	290,305
应收账款	48,652	44,333	63,774	65,272	67,547	销售费用	61,164	61,422	61,621	63,048	64,892
预付账款	5,067	6,429	6,885	7,051	7,252	管理费用	59,664	58,021	58,378	59,730	61,476
存货	250,898	256,595	278,931	269,491	294,591	研发费用	13,969	15,215	13,509	14,891	13,595
其他	64,858	70,359	80,355	79,599	82,625	财务费用	9,922	11,174	16,394	14,706	14,655
<b>非流动资产</b>	1,492,239	1,560,256	1,637,321	1,672,009	1,702,084	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	6,486	6,637	6,831
无形资产	138,181	137,983	136,605	135,524	134,408	其他	4,786	590	7,784	9,906	9,477
其他	428,493	458,349	443,661	417,352	395,799	<b>营业利润</b>	86,744	72,257	67,399	69,903	75,631
<b>资产总计</b>	2,026,674	2,084,771	2,363,230	2,422,500	2,456,392	营业外收支	-628	-1,744	1,000	1,000	1,000
<b>流动负债</b>	647,076	673,237	750,969	759,170	780,211	<b>利润总额</b>	86,116	70,513	68,399	70,903	76,631
短期借款	59,815	48,231	49,231	50,731	51,931	所得税	16,070	12,966	17,100	17,726	19,158
应付票据	29,122	47,740	45,902	47,008	48,350	<b>净利润</b>	70,046	57,547	51,299	53,178	57,473
应付账款	229,878	208,857	229,511	235,038	241,749	少数股东损益	9,583	7,234	5,130	5,318	5,747
其他	328,261	368,409	426,324	426,394	438,181	<b>归属母公司净利润</b>	60,463	50,313	46,169	47,860	51,726
<b>非流动负债</b>	420,943	435,241	471,725	480,725	489,725	EBITDA	203,277	191,622	224,697	232,313	247,603
长期借款	179,347	184,934	194,934	204,934	214,934	EPS(当年)(元)	0.51	0.42	0.38	0.39	0.43
其他	241,596	250,307	276,791	275,791	274,791						
<b>负债合计</b>	1,068,019	1,108,478	1,222,694	1,239,895	1,269,936						
少数股东权益	152,861	156,371	161,501	166,819	172,566						
归属母公司股	805,794	819,922	979,035	1,015,786	1,013,890						
<b>负债和股东权益</b>	2,026,674	2,084,771	2,363,230	2,422,500	2,456,392						
<b>益</b>											

  

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	3,243,214	3,318,329	3,415,351
同比(%)	-3.2%	-4.3%	5.5%	2.3%	2.9%
归属母公司净利润	60,463	50,313	46,169	47,860	51,726
同比(%)	-9.9%	-16.8%	-8.2%	3.7%	8.1%
毛利率(%)	15.6%	15.5%	15.1%	15.0%	15.1%
ROE%	7.5%	6.1%	4.7%	4.7%	5.1%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.41	0.38	0.39	0.43
P/E	11.75	14.12	15.39	14.85	13.74
P/B	0.88	0.87	0.73	0.70	0.70
EV/EBITDA	4.64	5.96	4.25	4.02	3.92

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	161,475	149,360	207,048	235,000	223,443
净利润	70,046	57,547	51,299	53,178	57,473
折旧摊销	103,341	110,243	137,337	146,533	155,654
财务费用	11,241	12,666	18,963	19,885	20,414
投资损失	-275	-5,811	-15,889	-6,486	-6,637
营运资金	-27,846	-27,833	-3,896	15,234	-10,761
其它	10,504	12,626	9,831	6,808	7,494
<b>投资活动现金流</b>	-155,865	-161,240	-217,746	-181,392	-186,392
资本支出	-166,130	-137,342	-180,676	-173,736	-174,388
长期投资	-4,448	-10,126	-34,000	-14,293	-18,835
其他	14,713	-13,772	-3,071	6,637	6,831
<b>筹资活动现金流</b>	22,732	-19,237	15,366	-40,494	-43,835
吸收投资	1,509	15,458	20	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	-48,973	-50,994	-54,035
<b>现金流净增加额</b>	28,321	-30,464	4,668	13,114	-6,784

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，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，现任信达证券研发中心负责人。

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。