

## 中石化炼化工程（02386.HK）

## 高股息优质红利资产，厚积成势加速出海拓疆土

中石化下属炼化建设龙头经营稳健、高分红高股息具备较强吸引力。公司为中石化下属大型国际炼化建设企业，具备工程全流程服务能力，竞争实力强劲。近年来公司经营稳健，2021-2024 年营收/业绩 CAGR 分别为 4%/5%，2025H1 营收/业绩增速分别为 10%/5%。新签订单持续增长，2024 年/2025Q1-3 分别同增 25%/24%；在手订单 2155 亿元，为 2024 年收入的 3.4 倍，业绩稳健性具备较强支撑。公司历史现金流表现较好，在手现金充裕（2025H1 末 343 亿元），利息收入丰厚（2024 年 12 亿，占税前利润 42%）。2021 年以来分红率保持在 63%以上的较高水平，2025/2026 年预期股息率 5.6%/6.3%，具备较强吸引力。

**国内炼化：反内卷驱动产能升级需求释放，集团资源赋能支撑基本盘稳固。**2023 年以来石化行业整体盈利承压，抑制资本开支意愿。今年以来反内卷政策密集发声，供给侧改革加力推进，9 月底《石化化工行业稳增长工作方案》正式出台，目标为 2025-2026 年石化化工行业增加值年均增长 5%以上，同时提出扩大有效投资、重点支持石化老旧装置改造，产能置换、更新改造需求有望加速释放。公司作为炼化工程龙头，受益大股东中国石化集团业务资源赋能，境内核心主业基本盘具备较强支撑。

**海外市场：中东、非洲等新兴市场需求旺盛，公司海外业务加速突破，成长空间广阔。**境外中东、非洲、中亚、东南亚等新兴市场石油化工建设需求旺盛。公司锚定国际业务占比超过 1/3 的发展目标，海外新签订单实现高速增长，2024 年/2025Q1-3 分别同比增长 80%/39%，收入贡献已初步显现，2024 年/2025H1 海外营收同比增长 92%/92%，占比由 2023 年的 10%提升至 2025H1 的 24%，海外市场成长动能充足。

**煤化工：行业景气上行投资加速趋势明确，公司相关订单及业绩有望进一步提升。**我国具有富煤、贫油、少气资源特性，国家能源安全保障需求下煤化工建设重要性凸显，投资加速趋势明确。新疆、陕西、内蒙等资源富集地区的多个大型煤化工项目正积极推进，其中新疆地区拟在建项目总投资规模近 9000 亿元，近期重点项目陆续启动核心装置 EPC 招标，26 年起有望逐步进入招标、建设高峰。公司 2024 年新型煤化工新签合同额 124 亿元，为 2023 年的 32 倍，占总订单比例提升至 12%，后续有望在新疆煤化工市场进一步取得突破，为国内业务提供新支撑点。

**投资建议：**根据公司在手订单储备及新签订单增长态势，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 25.6/29.1/32.7 亿元，同比增长 4%/14%/12%，当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，PB-MRQ 为 0.94 倍，处于较低水平。2025/2026 年预期股息率 5.6%/6.3%，具备较强投资吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**海外经营风险、石油化工资本开支不及预期风险、利率下行风险等。

| 财务指标          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万人民币）   | 56,221 | 64,198 | 70,613 | 78,327 | 87,140 |
| 增长率 yoy（%）    | 6.0    | 14.2   | 10.0   | 10.9   | 11.3   |
| 归母净利润（百万人民币）  | 2,335  | 2,466  | 2,562  | 2,911  | 3,267  |
| 增长率 yoy（%）    | 2.4    | 5.6    | 3.9    | 13.6   | 12.2   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.53   | 0.56   | 0.58   | 0.66   | 0.74   |
| 净资产收益率（%）     | 7.6    | 7.8    | 7.8    | 8.5    | 9.1    |
| P/E（倍）        | 12.8   | 12.1   | 11.7   | 10.3   | 9.2    |
| P/B（倍）        | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.8    |

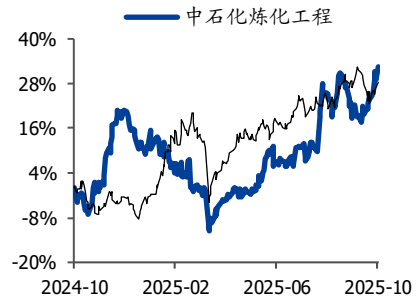
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

## 买入（首次）

## 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 专业工程      |
| 10 月 27 日收盘价（港元） | 7.46      |
| 总市值（百万港元）        | 32,779.42 |
| 总股本（百万股）         | 4,394.02  |
| 其中自由流通股（%）       | 32.47     |
| 30 日日均成交量（百万股）   | 4.09      |

## 股价走势



## 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 张天祚

执业证书编号：S0680525070001

邮箱：zhangtianyu@gszq.com

## 相关研究

### 财务报表和主要财务比率

**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 72562 | 73466 | 78640 | 84890 | 91852 |
| 现金             | 12865 | 11440 | 13235 | 15409 | 17538 |
| 应收票据及应收账款      | 19520 | 18382 | 19615 | 21322 | 23479 |
| 其他应收款          | 9228  | 10967 | 12004 | 12924 | 13942 |
| 预付账款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 存货             | 473   | 537   | 575   | 636   | 707   |
| 其他流动资产         | 30477 | 32140 | 33210 | 34599 | 36185 |
| <b>非流动资产</b>   | 8406  | 8048  | 7764  | 7515  | 7276  |
| 长期投资           | 253   | 254   | 254   | 254   | 254   |
| 固定资产           | 4808  | 4557  | 4378  | 4208  | 4046  |
| 无形资产           | 346   | 606   | 575   | 547   | 519   |
| 其他非流动资产        | 2999  | 2631  | 2557  | 2507  | 2457  |
| <b>资产总计</b>    | 80968 | 81513 | 86404 | 92406 | 99128 |
| <b>流动负债</b>    | 47969 | 47854 | 51464 | 55933 | 60998 |
| 短期借款           | 81    | 109   | 109   | 109   | 109   |
| 应付票据及应付账款      | 19806 | 22030 | 24098 | 26451 | 29170 |
| 其他流动负债         | 28082 | 25715 | 27257 | 29373 | 31719 |
| <b>非流动负债</b>   | 2151  | 2078  | 1950  | 1950  | 1950  |
| 长期借款           | 21    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 其他非流动负债        | 2130  | 2037  | 1909  | 1909  | 1909  |
| <b>负债合计</b>    | 50120 | 49932 | 53414 | 57884 | 62948 |
| 少数股东权益         | 6     | 69    | 77    | 86    | 96    |
| 股本             | 4419  | 4398  | 4398  | 4398  | 4398  |
| 资本公积           | 26422 | 27098 | 28499 | 30022 | 31670 |
| 留存收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权益      | 30842 | 31512 | 32913 | 34436 | 36084 |
| <b>负债和股东权益</b> | 80968 | 81513 | 86404 | 92406 | 99128 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2517  | -2211 | 2671  | 3232  | 3400  |
| 净利润            | 2335  | 2466  | 2562  | 2911  | 3267  |
| 折旧摊销           | 950   | 1059  | 259   | 249   | 239   |
| 财务费用           | 72    | 68    | 5     | 5     | 5     |
| 投资损失           | 18    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 营运资金变动         | -212  | -4963 | 231   | 393   | 232   |
| 其他经营现金流        | -648  | -846  | -390  | -330  | -348  |
| <b>投资活动现金流</b> | -2664 | 2528  | 289   | 334   | 353   |
| 资本支出           | -396  | -354  | -50   | -50   | -50   |
| 长期投资           | -3    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -2265 | 2883  | 339   | 384   | 403   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1620 | -1698 | -1670 | -1897 | -2128 |
| 短期借款           | -61   | 29    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 21    | 19    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | -62   | -82   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 807   | 676   | 1401  | 1523  | 1648  |
| 其他筹资现金流        | -2326 | -2341 | -3070 | -3420 | -3776 |
| <b>现金净增加额</b>  | -2109 | -1473 | 1795  | 2174  | 2129  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 56221 | 64198 | 70613 | 78327 | 87140 |
| 营业成本            | 50608 | 58862 | 64740 | 71598 | 79554 |
| 营业税金及附加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业费用            | 188   | 178   | 198   | 219   | 244   |
| 管理费用            | 1353  | 1344  | 1469  | 1614  | 1778  |
| 研发费用            | 2202  | 2515  | 2768  | 3055  | 3398  |
| 财务费用            | -1019 | -1132 | -1139 | -1200 | -1270 |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 114   | 415   | 388   | 329   | 349   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 18    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 1612  | 1300  | 1439  | 1842  | 2166  |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 2764  | 2852  | 2970  | 3375  | 3789  |
| 所得税             | 428   | 378   | 401   | 456   | 511   |
| <b>净利润</b>      | 2336  | 2474  | 2569  | 2920  | 3277  |
| 少数股东损益          | 0     | 8     | 8     | 9     | 10    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2335  | 2466  | 2562  | 2911  | 3267  |
| EBITDA          | 2695  | 2779  | 2091  | 2425  | 2758  |
| EPS (元/股)       | 0.53  | 0.56  | 0.58  | 0.66  | 0.74  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 6.0   | 14.2  | 10.0  | 10.9  | 11.3  |
| 营业利润 (%)        | -7.8  | -19.4 | 10.7  | 28.0  | 17.6  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 2.4   | 5.6   | 3.9   | 13.6  | 12.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 10.0  | 8.3   | 8.3   | 8.6   | 8.7   |
| 净利率 (%)         | 4.2   | 3.8   | 3.6   | 3.7   | 3.7   |
| ROE (%)         | 7.6   | 7.8   | 7.8   | 8.5   | 9.1   |
| ROIC (%)        | 4.8   | 4.7   | 4.8   | 5.4   | 6.0   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 61.9  | 61.3  | 61.8  | 62.6  | 63.5  |
| 净负债比率 (%)       | -41.4 | -35.7 | -39.7 | -44.2 | -48.1 |
| 流动比率            | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 速动比率            | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 3.0   | 3.4   | 3.7   | 3.8   | 3.9   |
| 应付账款周转率         | 2.6   | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.9   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.53  | 0.56  | 0.58  | 0.66  | 0.74  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.57  | -0.50 | 0.61  | 0.74  | 0.77  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 7.02  | 7.17  | 7.49  | 7.84  | 8.21  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 12.8  | 12.1  | 11.7  | 10.3  | 9.2   |
| P/B             | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA       | 1.3   | 5.7   | 8.1   | 6.1   | 4.5   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 能化工程龙头专业实力强劲，经营稳健财务质量优越       | 5  |
| 1.1. 公司简介：中石化下属能化工程龙头，业务实力全球领先   | 5  |
| 1.2. 主营业务：能化工程全产业链多领域布局，业务结构持续优化 | 6  |
| 1.3. 财务分析：业绩稳健、现金充裕，分红具备较强保障     | 7  |
| 1.4. 订单表现：新签订单持续增长，在手订单储备充裕      | 10 |
| 2. 石化反内卷促产能升级需求释放，集团资源赋能保障基本盘稳定  | 12 |
| 2.1. 落后产能出清为新建腾挪空间，反内卷加速升级改造需求释放 | 12 |
| 2.2. 炼化工程龙头竞争实力卓越，集团内业务资源提供底层保障  | 14 |
| 3. 海外市场厚积成势，星辰大海前景可期             | 16 |
| 4. 煤化工景气上行，有望打造新增长点              | 19 |
| 4.1. 国家能源安全保障需求强化，煤化工投资加速趋势明确    | 19 |
| 4.2. 煤化工技术实力领先，业务贡献度有望逐步提升       | 22 |
| 5. 盈利预测与估值                       | 25 |
| 风险提示                             | 27 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 中石化炼化工程发展历程图                   | 5  |
| 图表 2: 中石化炼化工程股权结构图                   | 6  |
| 图表 3: 中石化炼化工程业务布局图                   | 6  |
| 图表 4: 主营业务收入构成                       | 7  |
| 图表 5: 主营业务毛利构成                       | 7  |
| 图表 6: 2020-2025H1 营业收入及增速            | 7  |
| 图表 7: 2020-2025H1 归母净利润及增速           | 7  |
| 图表 8: 2020-2025H1 毛利率与归母净利率          | 8  |
| 图表 9: 2020-2025H1 各项主营业务毛利率          | 8  |
| 图表 10: 2020-2025H1 期间费用率             | 8  |
| 图表 11: 2020-2025H1 年经营性现金流净额         | 9  |
| 图表 12: 2025H1 末公司类现金资产及有息债务规模        | 9  |
| 图表 13: 公司利息收入及占税前利润比例                | 9  |
| 图表 14: 公司历年分红金额及分红率                  | 9  |
| 图表 15: 中石化炼化工程与可比公司分红率对比             | 10 |
| 图表 16: 中石化炼化工程与可比公司股息率对比             | 10 |
| 图表 17: 中石化炼化工程新签合同额                  | 10 |
| 图表 18: 中石化炼化工程新签合同额（单位：人民币亿元）        | 11 |
| 图表 19: 中石化炼化工程未完合同额（单位：人民币亿元）        | 11 |
| 图表 20: 中国炼油产能                        | 12 |
| 图表 21: 炼化一体化政策                       | 12 |
| 图表 22: 石油化工板块归母净利润及增速                | 13 |
| 图表 23: 石油化工板块资本开支增速                  | 13 |
| 图表 24: 炼油产能年龄结构                      | 13 |
| 图表 25: 中石化炼化工程研发费用及研发费用率             | 14 |
| 图表 26: 中石化资本开支计划及实际值                 | 14 |
| 图表 27: 中石化炼化工程集团内新签订单规模、增速及占比        | 15 |
| 图表 28: 中石化炼化工程集团内收入、增速及占比            | 15 |
| 图表 29: 中石化国内拟在建大型乙烯项目                | 15 |
| 图表 30: 非洲石油天然气资本开支预测（分地区；单位：十亿美元）    | 16 |
| 图表 31: 非洲石油天然气资本开支预测（分品类；单位：十亿美元）    | 16 |
| 图表 32: 2019-2025Q1-3 公司海外新签订单金额及同比增速 | 17 |
| 图表 33: 2019-2025Q1-3 公司海外新签订单占比      | 17 |

|        |                                       |    |
|--------|---------------------------------------|----|
| 图表 34: | 中石化炼化工程海外机构分布 .....                   | 17 |
| 图表 35: | 中石化炼化工程海外部分代表性项目 .....                | 17 |
| 图表 36: | 中石化炼化工程 2022-2025 年海外标志性项目 .....      | 17 |
| 图表 37: | 2019-2025H1 公司海外收入及增速 .....           | 18 |
| 图表 38: | 2019-2025H1 公司海外收入占比 .....            | 18 |
| 图表 39: | 公司在沙特阿拉伯市场收入情况 .....                  | 18 |
| 图表 40: | 煤炭、原油、天然气进口依赖度 .....                  | 19 |
| 图表 41: | 新疆煤化工支持政策梳理 .....                     | 19 |
| 图表 42: | 新疆原煤产量及占比 .....                       | 20 |
| 图表 43: | 新疆四大煤田预测储量及开发定位（2023 年） .....         | 20 |
| 图表 44: | 各地煤炭价格对比（2025 年 10 月） .....           | 21 |
| 图表 45: | 煤化工重点地区商业代理购电价格对比 .....               | 21 |
| 图表 46: | 新疆铁路网示意图 .....                        | 21 |
| 图表 47: | 各区域跨省天然气管道运输价格 .....                  | 21 |
| 图表 48: | 新疆煤化工项目投资结构（单位：亿元） .....              | 22 |
| 图表 49: | 新疆煤化工项目产能规模 .....                     | 22 |
| 图表 50: | 新疆煤化工项目开工情况（单位：亿元） .....              | 22 |
| 图表 51: | 新疆煤化工投资节奏预测 .....                     | 22 |
| 图表 52: | 中石化炼化工程已建成新型煤化工代表性项目 .....            | 23 |
| 图表 53: | 中石化炼化工程新型煤化工业务收入拆分（单位：亿元） .....       | 23 |
| 图表 54: | 中石化炼化工程新型煤化工新签订单金额及增速 .....           | 23 |
| 图表 55: | 公司 2024-2025 年新签代表性煤化工项目（单位：亿元） ..... | 24 |
| 图表 56: | 公司收入拆分预测（单位：亿元） .....                 | 25 |
| 图表 57: | 公司毛利率拆分预测 .....                       | 25 |
| 图表 58: | 公司期间费用率拆分预测 .....                     | 26 |
| 图表 59: | 公司盈利预测与估值 .....                       | 26 |
| 图表 60: | 可比公司估值表 .....                         | 26 |

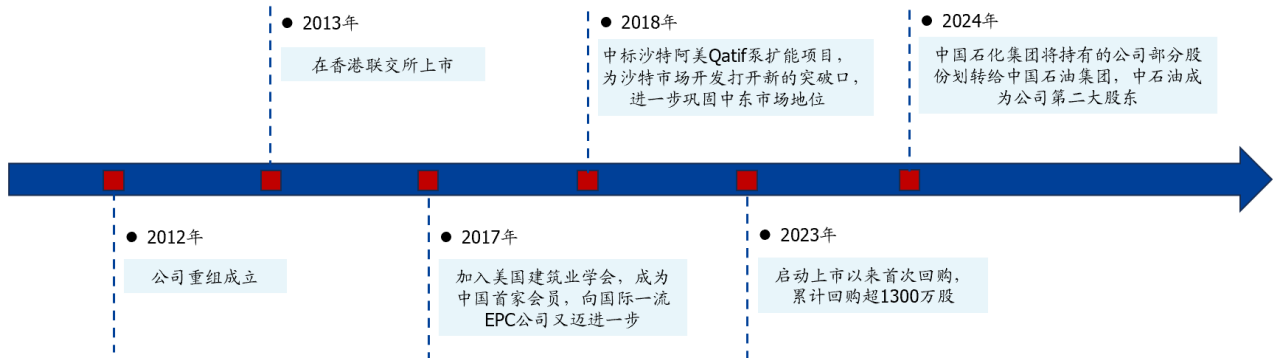
## 1. 能化工程龙头专业实力强劲，经营稳健财务质量优越

### 1.1. 公司简介：中石化下属能化工程龙头，业务实力全球领先

#### 公司概况

中石化下属全球领先的能源化工工程公司。2012 年 9 月，中石化集团旗下八家工程设计及设计公司重组成立中石化炼化工程（集团）股份有限公司，2013 年公司在香港联交所上市。公司主营业务覆盖炼油、石油化工、新型煤化工、无机化工、医药化工、清洁能源、储运工程、环境工程、公用工程等多个领域。近年来公司不断拓展国际业务，已进入中国能源境外化工工程的先锋企业行列，是面向境内外炼油化工工程市场的大型综合一体化工程服务商和技术专利商、目前国内最大的能化工程建设企业之一。

图表1：中石化炼化工程发展历程图

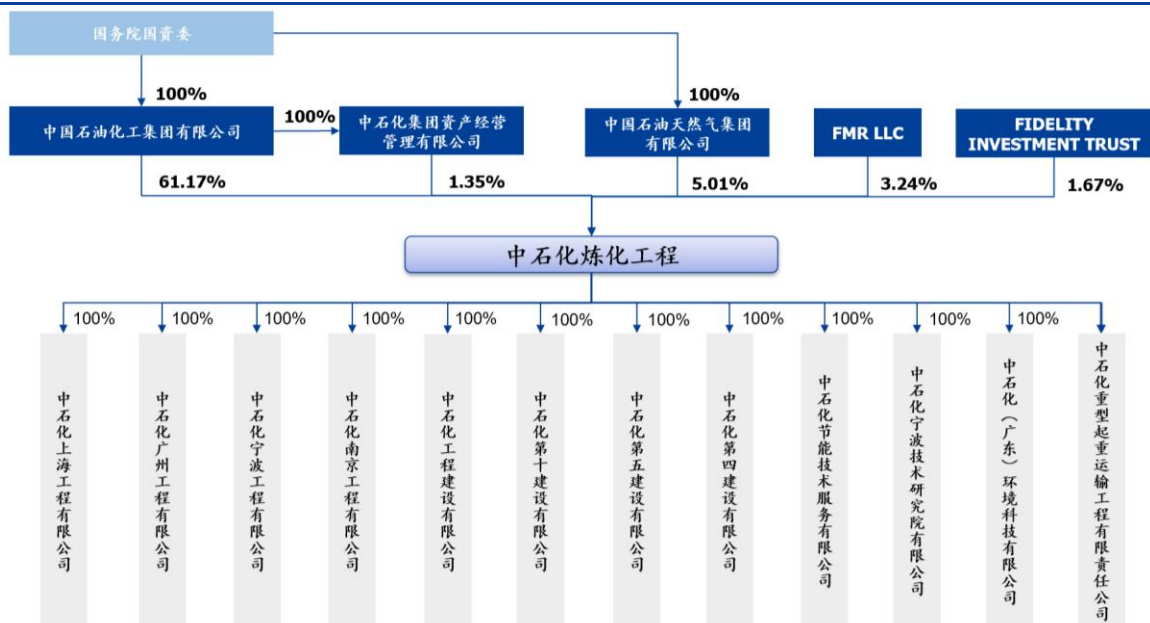


资料来源：公司官网、公司公告、Wind，国盛证券研究所

#### 股权结构

**股东背景雄厚，股权结构集中稳定。**公司控股股东为中石化集团，实控人为国资委。中石化集团直接持股比例为 61.2%，此外通过中石化资产管理有限公司间接持股 1.35%，合计持股比例为 62.5%。第二大股东为中石油集团，2024 年 11 月，为深化与中国石油集团的战略合作，中国石化集团将持有的公司 2.2 亿股股份划转给中国石油集团，占公司总股本的 5%。公司下设 12 家境内子公司，其中中石化宁波工程公司与中石化南京工程公司前身为化工部下属设计院；工程建设公司主要从事工程项目可行性研究、技术咨询、工程总承包、技术服务业务，覆盖炼化工程全产业链和全生命周期。

图表2: 中石化炼化工程股权结构图



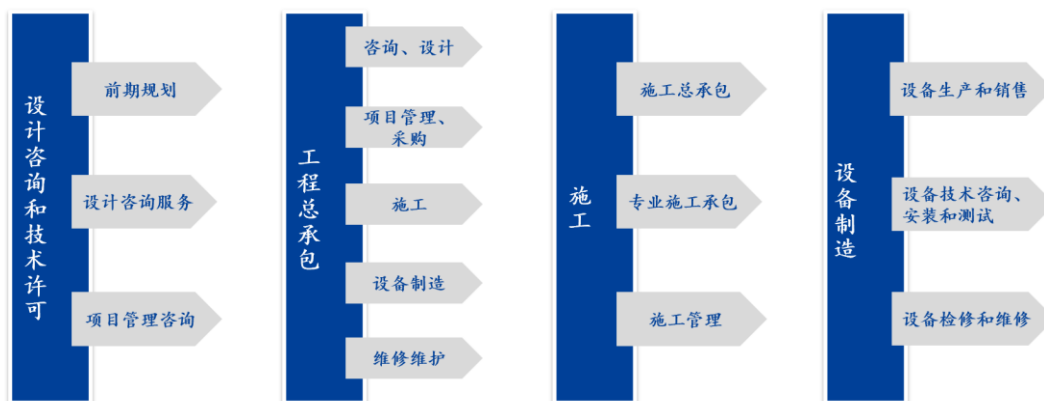
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2. 主营业务: 能化工程全产业链多领域布局, 业务结构持续优化

### 业务领域

**全产业链多领域布局, 技术实力领先。**公司是中国领先并具有较强的国际竞争力的能源化工工程公司, 可以为海内外客户提供石油炼制、石油化工、芳烃、煤化工、无机化工、医药化工、清洁能源、储运设施、环保节能等行业的整体解决方案。**服务环节方面,**公司是能源化工行业全产业链、全生命周期综合服务商, 可以提供包括工程咨询、技术许可、项目管理承包、融资支持、工程总承包以及设计、采购、施工安装、大型设备吊装和运输、预试车和开车等全产业链服务。**业务资质方面,**公司具备开展设计和咨询业务所需的最高资质, 其中四家子公司拥有高含金量工程设计综合甲级资质、一家子公司拥有化工石油行业工程设计甲级资质, 旗下子公司中石化工程建设 (SEI) 是中国最强的具备千万吨级炼油和百万吨级乙烯项目炼油和石油化工一体化设计能力的工程公司。公司以设计能力为核心, 具备工程全流程服务能力, 形成关键竞争优势。

图表3: 中石化炼化工程业务布局图

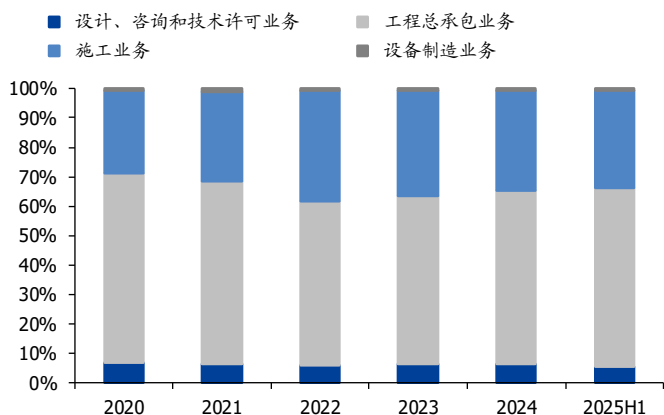


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 业务结构

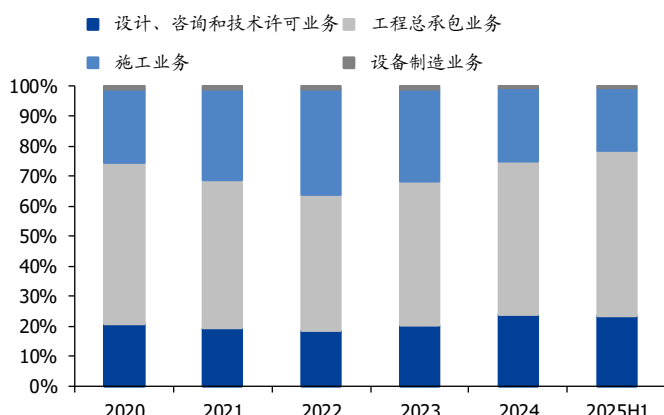
工程总承包为主要收入与利润来源，业务贡献度逐步提升。公司主营业务包括工程总承包业务、施工业务、设计咨询和技术许可、设备制造业务四大板块，2024 年收入占比分别为 59%/34%/6%/1%，毛利占比分别为 51%/24%/24%/1%，其中工程总承包业务贡献主要收入，近三年占比持续提升，2024 年实现营业收入 380 亿元，同比增长 19%，主要得益于华锦项目、吉化转型升级项目、芒果乙烯项目等大型总承包项目进入建设高峰期，2025H1 占比进一步提升至 60%。设计咨询业务收入占比较低，但盈利能力优异，毛利占比明显高于收入。

图表4：主营业务收入构成



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：主营业务毛利构成

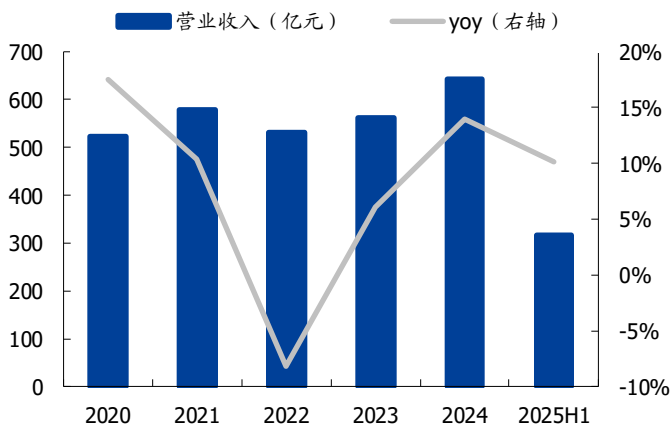


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3. 财务分析：业绩稳健、现金充裕，分红具备较强保障

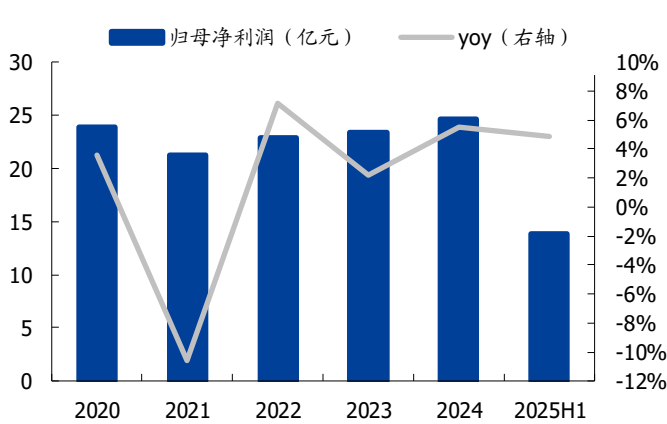
收入业绩稳健增长，展现较强经营韧性。2024 年公司实现营业总收入 642 亿元，同比增长 13.92%；实现归母净利润 24.7 亿元，同比增长 5.5%。整体看，2021-2024 年营收/业绩 CAGR 分别为 4%/5%，保持稳健增长。2025H1 实现营业收入 316 亿元，同增 10.1%，归母净利润 13.8 亿元，同增 4.8%，持续展现较强经营韧性。

图表6：2020-2025H1 营业收入及增速



资料来源：ifind，国盛证券研究所

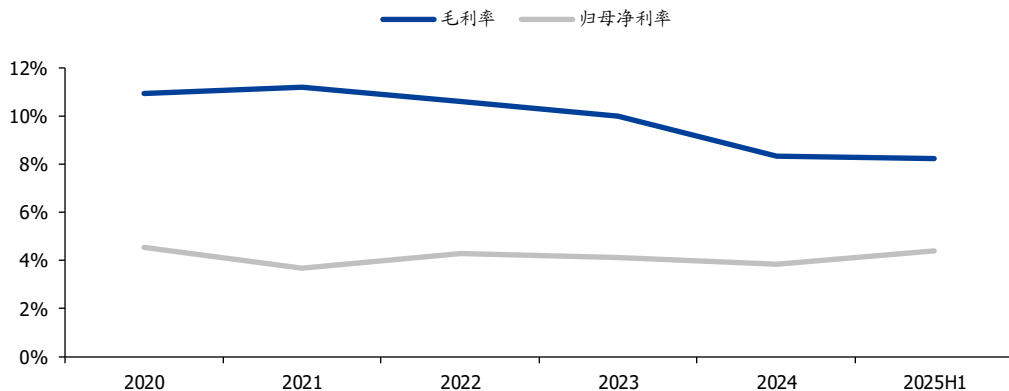
图表7：2020-2025H1 归母净利润及增速



资料来源：ifind，国盛证券研究所

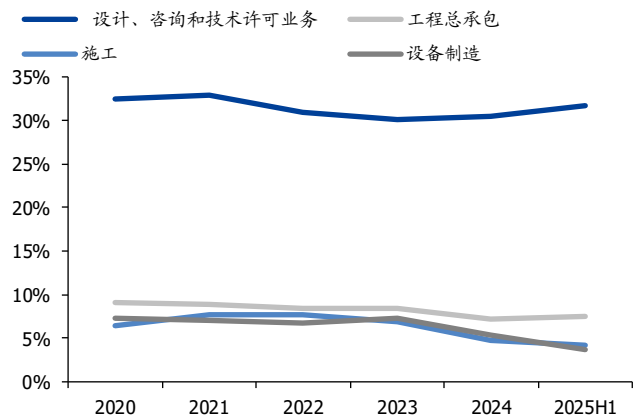
毛利率有所承压，费用率持续优化，净利率保持平稳。毛利率方面，2024 年毛利率为 8.3%，同比下降 1.7pct，分业务看，设计咨询/工程总承包/施工/设备制造毛利率分别为 30.5%/7.2%/4.8%/5.4%，同比变动+0.4/-1.2/-2.1/-1.9pct，工程总承包及施工业务利润率有所下滑。2025H1 综合毛利率为 8.2%，同比下降 0.5pct。费用率方面，公司近 3 年期间费用率呈下降趋势，其中管理费用率明显下降，费用管控能力持续强化。综合影响下，归母净利率略有提升。

图表8: 2020-2025H1 毛利率与归母净利率



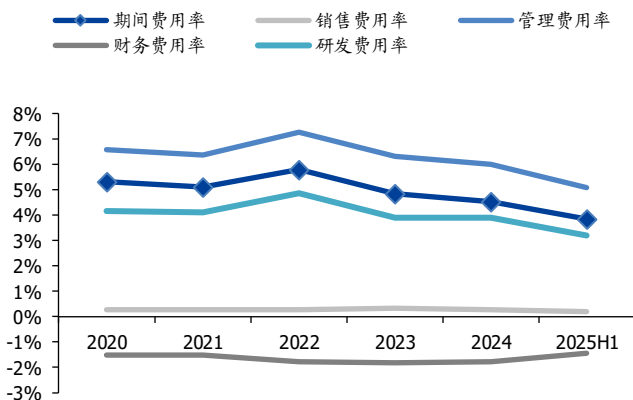
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表9: 2020-2025H1 各项主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

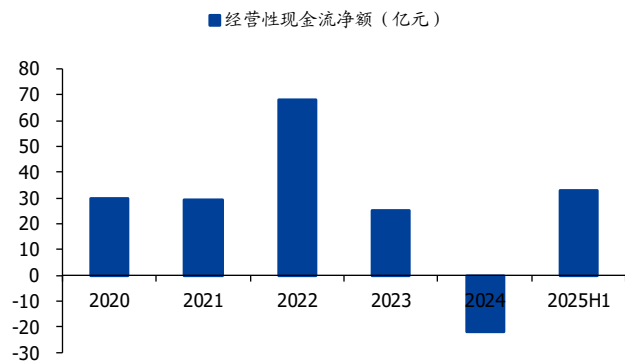
图表10: 2020-2025H1 期间费用率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

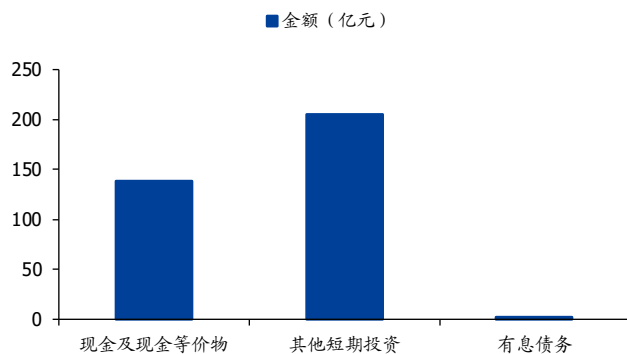
历史现金流表现较好，在手类现金资产充裕，利息收入丰厚。公司历史现金流表现较好，常年保持净流入，2024 年经营性现金流短期承压，净流出 22.1 亿元，预计主要受部分项目收款与支出节奏错配影响。2025H1 经营性现金流明显改善，净流入 33 亿元，同比多流入 75 亿元。截止 2025H1 末，公司账面现金及现金等价物、其他短期投资合计 343 亿元，在手类现金资产充裕，利息收入丰厚，2024 年利息收入 12 亿元，占税前利润比例为 42%；截止 2025H1 末，有息负债仅 1.58 亿元，有息负债率仅 0.2%，类现金资产-有息负债为 342 亿元，当前市值仅 299 亿元。

图表11: 2020-2025H1 年经营性现金流净额



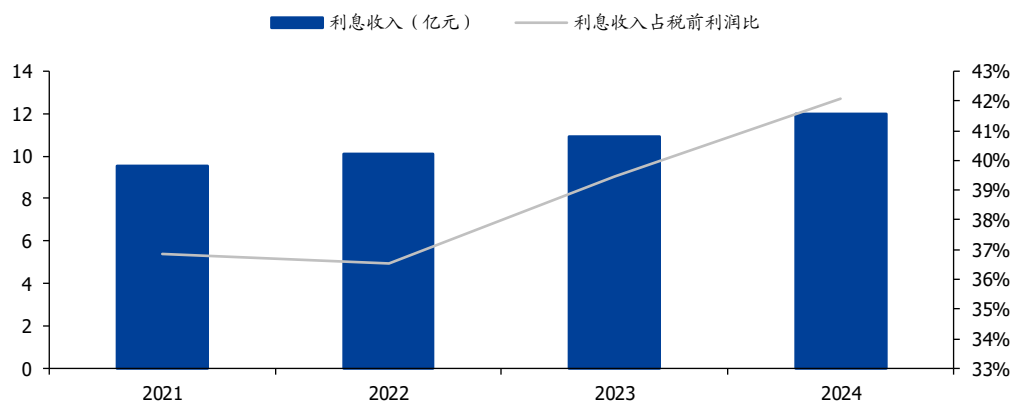
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表12: 2025H1 末公司类现金资产及有息债务规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

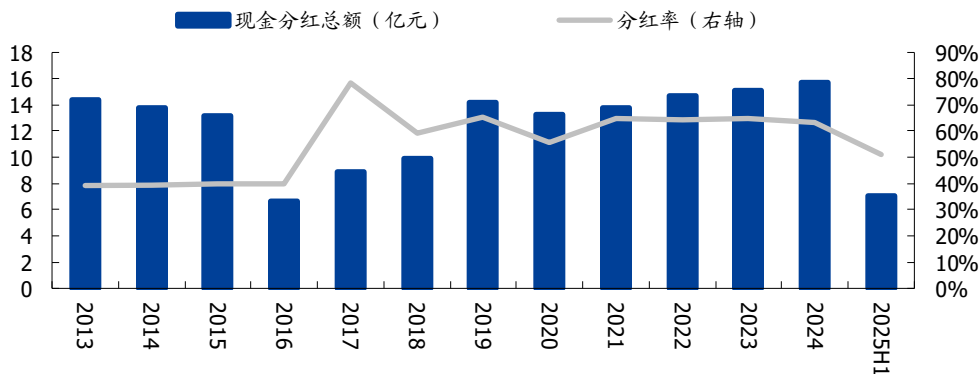
图表13: 公司利息收入及占税前利润比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

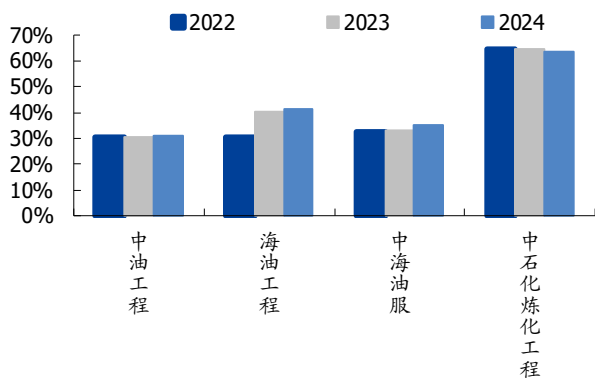
分红派息力度行业领先，股息率具备较强吸引力。公司 2024 年分红总额为 15.7 亿元，分红率为 63.5%，2021 年以来分红率保持在 63% 以上。2025H1 中期分红 7.05 亿元，占当期归母净利润的 51%，上市以来累计派息 160.5 亿元，已超过上市时募集资金总额。对比“三桶油”旗下同行业的工程油服公司，中石化炼化工程分红率与股息率均保持行业领先，2025 年预期股息率 5.6%，具备较强投资吸引力。

图表14: 公司历年分红金额及分红率



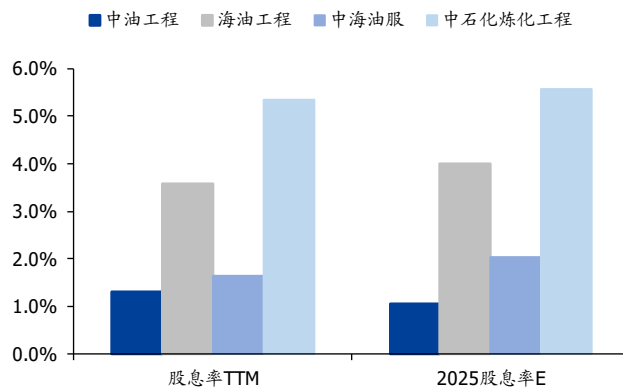
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 中石化炼化工程与可比公司分红率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 中石化炼化工程与可比公司股息率对比

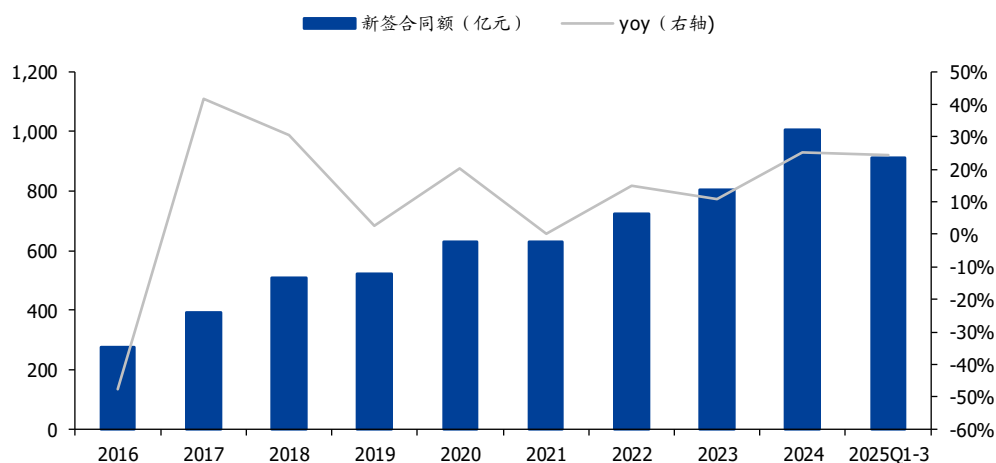


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 1.4. 订单表现: 新签订单持续增长, 在手订单储备充裕

**新签订单持续增长, 在手订单储备充裕。**2024 年公司新签合同额 1006 亿元, 同比增长 25%, 海外市场以及煤化工项目贡献重要增量, 2021-2024 年 CAGR 为 17%, 维持较高增速。公司 2025 年新签订单目标为境内 630 亿元, 境外 50 亿美元, 2025Q1-3 完成新签合同额 913 亿元, 同比增长 24%, 已接近全年目标值, 有望超额达成。分地区看, 境内新签 545 亿元, 同比增长 16%; 境外新签 369 亿元, 同比增长 39%。截止 2025Q3 末, 公司在手订单 2154.7 亿元, 较 2024 年底增长 25%, 为 2024 年全年收入的 3.4 倍, 订单储备充裕, 为后续收入业绩转化提供坚实支撑。

图表17: 中石化炼化工程新签合同额



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 中石化炼化工程新签合同额 (单位: 人民币亿元)

|               | 2024 年        | YoY        | 2025Q1-3     | YoY        |
|---------------|---------------|------------|--------------|------------|
| <b>新签合同额</b>  | <b>1006.1</b> | <b>25%</b> | <b>913.5</b> | <b>24%</b> |
| <b>业务类型分类</b> |               |            |              |            |
| 设计、咨询和技术许可    | 48.0          | 16%        | 37.8         | -11%       |
| 工程总承包         | 708.0         | 37%        | 667.2        | 23%        |
| 施工            | 239.9         | 2%         | 205.6        | 45%        |
| 设备制造          | 10.2          | 10%        | 2.9          | -61%       |
| <b>客户类型分类</b> |               |            |              |            |
| 炼油            | 147.3         | -9%        | 233.7        | 211%       |
| 石油化工          | 522.9         | 14%        | 474.7        | 11%        |
| 新型煤化工         | 124.3         | 3070%      | 41.8         | -43%       |
| 储运及其他         | 211.6         | 20%        | 163.3        | 2%         |
| <b>地区分类</b>   |               |            |              |            |
| 中国            | 621.0         | 6%         | 545.0        | 16%        |
| 海外            | 385.1         | 80%        | 368.5        | 39%        |
| <b>集团内外分类</b> |               |            |              |            |
| 中国石化集团及其联系人   | 379.7         | 73%        | 491.6        | 61%        |
| 非中国石化集团及其联系人  | 626.4         | 8%         | 421.9        | -2%        |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 中石化炼化工程未完合同额 (单位: 人民币亿元)

|                | 2025Q3 末      | 较 2024 年末变动 |
|----------------|---------------|-------------|
| <b>在手未完合同额</b> | <b>2154.7</b> | <b>25%</b>  |
| <b>业务类型分类</b>  |               |             |
| 设计、咨询和技术许可     | 138.0         | 12%         |
| 工程总承包          | 1649.8        | 28%         |
| 施工             | 342.0         | 19%         |
| 设备制造           | 24.9          | 0%          |
| <b>客户类型分类</b>  |               |             |
| 炼油             | 443.0         | 46%         |
| 石油化工           | 971.1         | 16%         |
| 新型煤化工          | 147.6         | 11%         |
| 储运及其他          | 593.0         | 31%         |
| <b>地区分类</b>    |               |             |
| 中国             | 1267.7        | 17%         |
| 海外             | 887.0         | 38%         |
| <b>集团内外分类</b>  |               |             |
| 中国石化集团及其联系人    | 991.5         | 48%         |
| 非中国石化集团及其联系人   | 1163.2        | 10%         |

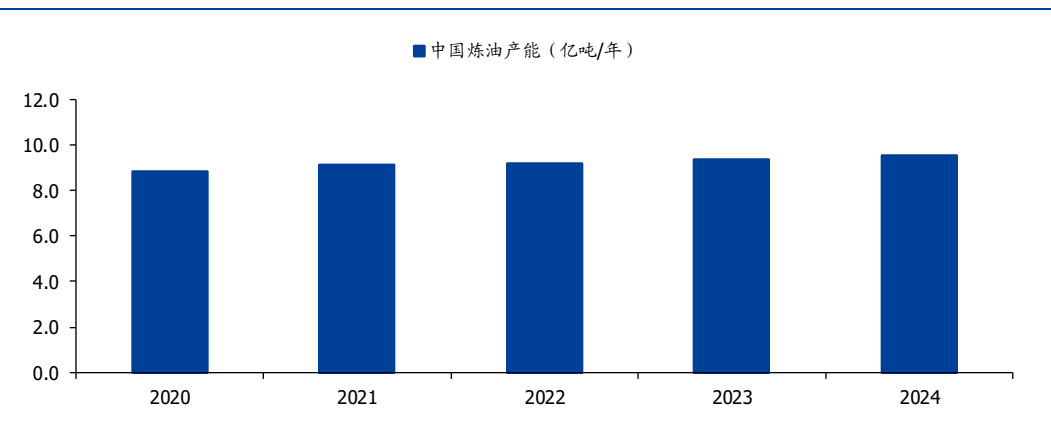
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 石化反内卷促产能升级需求释放，集团资源赋能保障基本盘稳定

### 2.1. 落后产能出清为新建腾挪空间，反内卷加速升级改造需求释放

国内大力推进炼化一体化建设，产能结构持续优化。近年来，新能源汽车高速发展对传统燃油消费形成持续挤压，与此同时下游化工原料需求持续增长，因此呈现出国内炼油总产能增长但成品油总收率持续下降的趋势。2017 年-2024 年国内炼油产能从 8.1 亿吨增长至 9.6 亿吨，同期成品油（汽柴煤）收率从 75% 下滑至 60.5%，2025 年进一步下降至 55%。2022 年 8 月，工信部等三部委发布《工业领域碳达峰实施方案》提出推动炼化一体化发展，国内石油公司积极推进产品结构调整，强化炼化一体化和产销协同，加快世界级炼化一体化基地建设。在需求与政策双重驱动下，“减油增化”已成为行业转型升级主线，大型炼化一体化项目成为新增产能主体。

图表20：中国炼油产能



资料来源：国家能源局、中国石油石化、中国能源报，国盛证券研究所

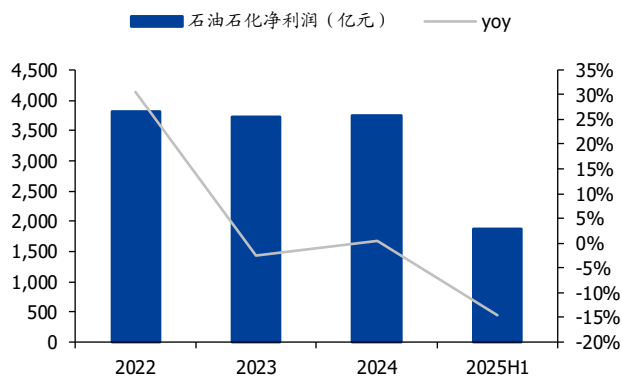
图表21：炼化一体化政策

| 时间         | 部门                    | 政策                             | 内容                                                                                                                       |
|------------|-----------------------|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022 年 8 月 | 工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部 | 《工业领域碳达峰实施方案》                  | 强化能源、钢铁、石化化工、建材、有色金属、纺织、造纸等行业耦合发展，推动产业循环链接，实施钢化联产、炼化一体化、林浆纸一体化、林板一体化。                                                    |
| 2022 年 9 月 | 国务院                   | 《关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》 | 扎实推进裕龙岛炼化一体化项目建设，严格落实产能置换指标，稳妥推动后续地炼产能整合。                                                                                |
| 2023 年 1 月 | 江苏省工业和信息化厅            | 《江苏省工业领域及重点行业碳达峰实施方案》          | 依托炼化一体化产业、多元化原料加工产业提供的各种资源，进行深度低碳延伸加工，发展各类化工新材料、专用精细化学品等高端石化产品。                                                          |
| 2023 年 3 月 | 天津市人民政府办公厅            | 《天津市石化化工产业高质量发展实施方案》           | 全市石化化工行业年均产值增长 10% 以上，形成全国重要的炼化一体化生产基地，烯烃、芳烃等基础原料的保障能力显著增强。                                                              |
| 2024 年 2 月 | 山东省委办公厅、山东省人民政府办公厅    | 《关于聚力推动工业经济高质量发展十大行动的意见》       | 坚持减量整小上大、减油增化延链，稳妥推进 200 万吨/年及以下淘汰类常减压炼油装置关闭退出，有序开展地炼产能整合转移工作，加快建设万华化学蓬莱化工产业园、东明石化 30 万吨 UPC 等重大项目，推动裕龙岛炼化一体化一期项目年内全面投产。 |

资料来源：国务院、工信部、天津市人民政府、山东省人民政府，国盛证券研究所

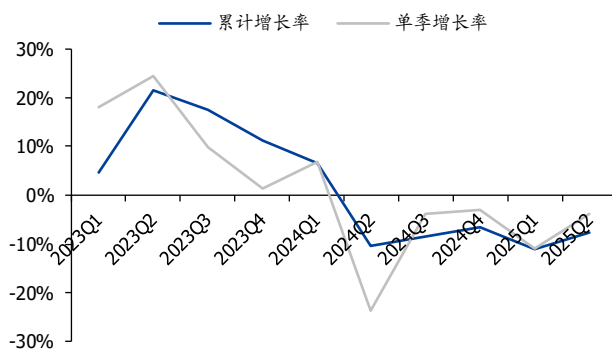
反内卷改善石化行业盈利预期，有望提振资本开支意愿。2023 年以来石化行业整体盈利承压，抑制资本开支意愿。今年以来反内卷政策密集发声，供给侧改革加力推进：6 月人民日报刊文指出应破除“内卷式”竞争；7 月中央财经委员会表示要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；9 月底工信部等七部委发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，目标为 2025-2026 年石化化工行业增加值年均增长 5% 以上，同时提出扩大有效投资、重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目。新一轮供给侧改革有望改善行业盈利能力，提振企业设备更新改造、产能置换升级等资本开支意愿。

图表22: 石油化工板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

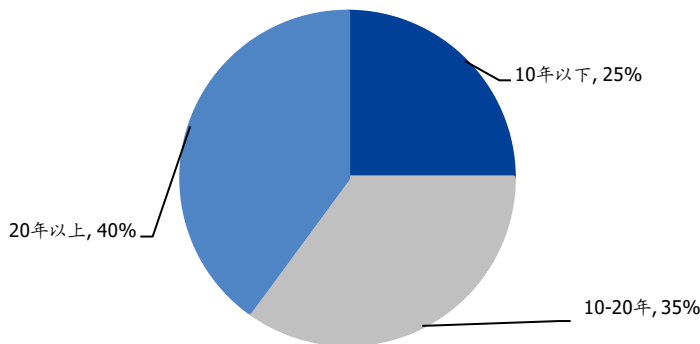
图表23: 石油化工板块资本开支增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

石化落后产能进入评估阶段，政策驱动下产能升级需求有望加速释放。工信部等五部委发布《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》，明确开展石化化工行业老旧装置摸底评估工作，摸底评估对象为截至 2025 年 5 月 30 日石化化工行业主体设备设施达到设计使用年限、或实际投产运行超过 20 年的生产装置；9 月《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》提出要制定加力推进石化化工老旧装置更新改造行动方案。在炼油产能 10 亿吨/年的政策红线之下，新增产能落地与落后产能淘汰预计双线并行。据隆众数据统计，投产运行年限超过 20 年的炼厂占总加工能力的 39.9%，落后产能加速清退将为新建产能腾挪空间，促进产能置换升级需求释放，公司作为石化工程建设龙头有望核心受益。

图表24: 炼油产能年龄结构

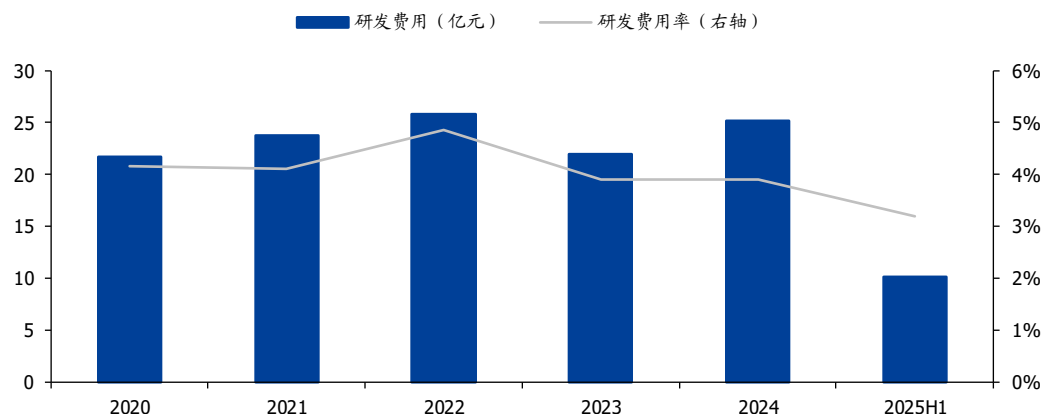


资料来源: 我的钢铁网, 国盛证券研究所

## 2.2. 炼化工程龙头竞争实力卓越，集团内业务资源提供底层保障

炼化工程领域技术实力卓越，全链条服务能力突出。公司为中国石化集团下属大型石油炼化工程公司，由洛阳工程、上海工程、南京工程等设计院整合而来。公司重视科技创新，研发投入保持一定强度并形成有效转化，2024 全年技术开发、技术许可、技术转化类合同额达到 11 亿元，同比增长超 30%，科研创效能力显著提升。公司在炼化工程全产业链设计与 EPC 方面具备竞争优势，全链条一体化服务能力突出。

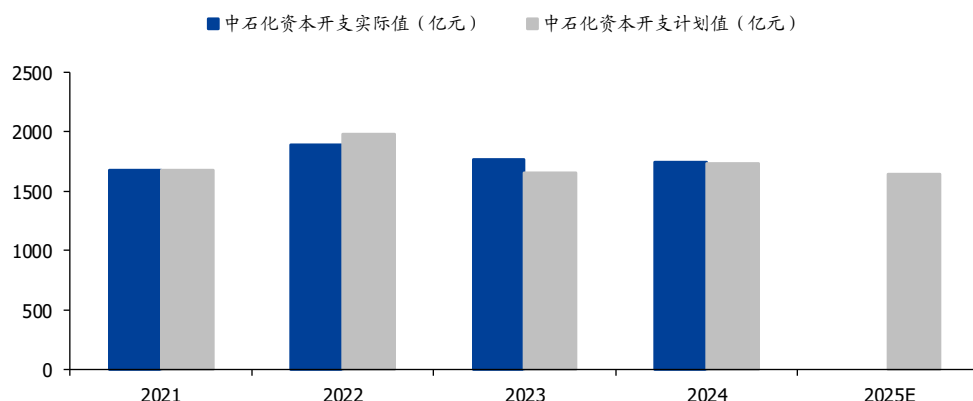
图表25：中石化炼化工程研发费用及研发费用率



资料来源：ifind、Wind，国盛证券研究所

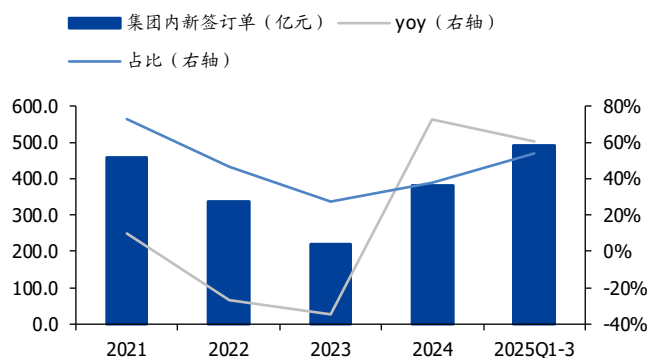
中石化资本开支维持一定强度，为公司业务基本盘提供坚实支撑。公司控股股东中石化是国内能源化工龙头，炼油能力、乙烯生产能力位列全国第一。2025 年中石化计划资本支出为 1643 亿元，规模相对平稳，资本开支维持一定强度。大股东为公司重要业主，提供充足项目资源。2024 年集团内新签订单规模为 380 亿元，同比增长 73%，占总订单的比例为 38%；2025Q1-3 集团业务赋能进一步强化，集团内新签订单 492 亿元，已超过去年全年规模，同比大幅增长 61%，占总订单比例为 54%，当前中石化集团仍有多个大型乙烯项目处于规划或建设前期，合计规模超 2400 亿元，后续有望为公司业务提供持续稳定支撑。

图表26：中石化资本开支计划及实际值



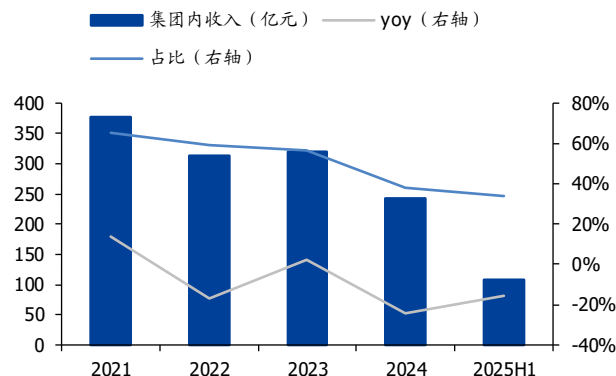
资料来源：中国石化公告、国盛证券研究所

图表27: 中石化炼化工程集团内新签订单规模、增速及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 中石化炼化工程集团内收入、增速及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: 中石化国内拟在建大型乙烯项目

| 项目名称                       | 投资额<br>(亿元) | 建设内容                                                            | 进度                                                        |
|----------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 茂名石化炼油转型升级及乙烯提质改造项目        | 超 300       | 项目投用后, 将减产成品油 185 万吨/年, 增产乙烯原料 167 万吨/年                         | 2023 年 11 月开工, 计划 2026 年底投产                               |
| 洛阳石化百万吨乙烯项目                | 278         | 建设 100 万吨/年乙烯装置等 13 套石油化工生产装置                                   | 2024 年 10 月开始陆续启动 EPC 招标                                  |
| 岳阳石化 100 万吨/年乙烯炼化一体化项目乙烯工程 | 357         | 新建 100 万吨/年乙烯装置及下游共 14 套装置                                      | 2025 年 3 月进入全面招标阶段                                        |
| 福建古雷炼化一体化工程二期项目            | 711         | 建设 1600 万吨/年炼油 150 万吨/年乙烯、200 万吨/年芳烃等 30 余套炼化装置                 | 2024 年 11 月开工, 计划 2028 年投产                                |
| 齐鲁石化鲁油鲁炼转型升级技术改造项目         | 245         | 建设 1000 万吨/年常减压、100 万吨/年乙烯等装置                                   | 2024 年 12 月开工, 建设周期 2 年 7 个月                              |
| 新疆库车塔河炼化一体化项目              | 300         | 在现有炼油加工能力 500 万吨/年基础上扩建至 850 万吨/年, 新建 80 万吨/年乙烯和 80 万吨/年芳烃等生产装置 | 2025 年 6 月环评获批, 计划 2028 年 6 月炼油和芳烃联合装置投产, 2029 年 10 月乙烯投产 |
| 上海石化新建 120 万吨/年乙烯项目        | 213         | 新建 120 万吨/年乙烯及下游新材料装置                                           | 2025 年 2 月环评公示, 项目主体建设期约为 3 年, 其他设施建设期约为 5 年              |
| 广东湛江中科炼化二期 120 万吨/年乙烯      | --          | 1500 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯工程, 包括 70 万吨/年聚丙烯, 45 万吨/年聚乙烯             | 规划中                                                       |
| 合计                         | 2404        |                                                                 |                                                           |

资料来源: 南方都市报、炼化及石化下游产业网、化工在线、福建发改委、流程工业网、中国聚氨酯工业协会、中国石油和化工网, 国盛证券研究所  
 注: 合计投资额不含湛江项目

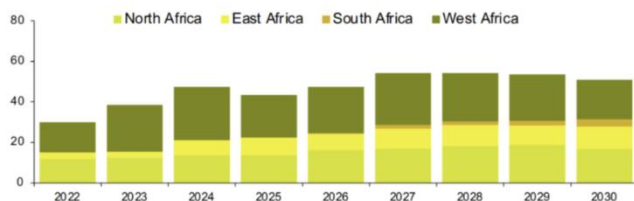
### 3. 海外市场厚积成势，星辰大海前景可期

全球能源化工产业一体化、集群化、高端化、绿色化和多元化趋势为行业资本开支提供支撑，境外中东、非洲、中亚、东南亚等新兴市场油气化工建设需求旺盛。

- **中东：**中东地区为油气及炼化产能扩张最大的区域市场，沙特阿拉伯、阿联酋和科威特等主要产油国的炼油产业快速发展，同时化工产品市场规模具有较大增长空间，据中研普华产业研究院，2024 年中东化工产品市场规模约 1800 亿美元，预计到 2030 年将突破 3500 亿美元，CAGR 为 12%。
- **中亚及东南亚：**中亚地区与中国在产能、资金、工程技术等方面互补性较强，石油化工和天然气化工的投资较为积极；东南亚地区经济高速增长推动成品油、天然气、化工品需求扩容。
- **非洲等其他地区：**非洲地区产能扩张以及拉美地区高端化转型也具备较大市场潜力，据《2025 年非洲能源展望报告》，预计 2025 年非洲石油天然气领域资本开支为 430 亿美元，2030 年将增长至 540 亿美元，2025-2030 年 CAGR 为 5%。

图表30：非洲石油天然气资本开支预测（分地区；单位：十亿美元）

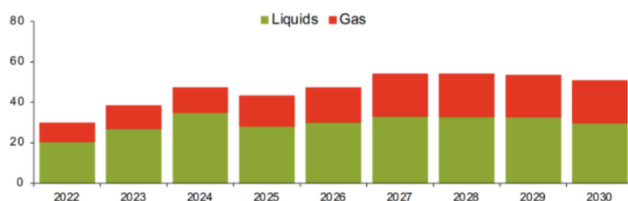
Africa CAPEX forecast split by region



资料来源：《2025 年非洲能源展望报告》，国盛证券研究所

图表31：非洲石油天然气资本开支预测（分品类；单位：十亿美元）

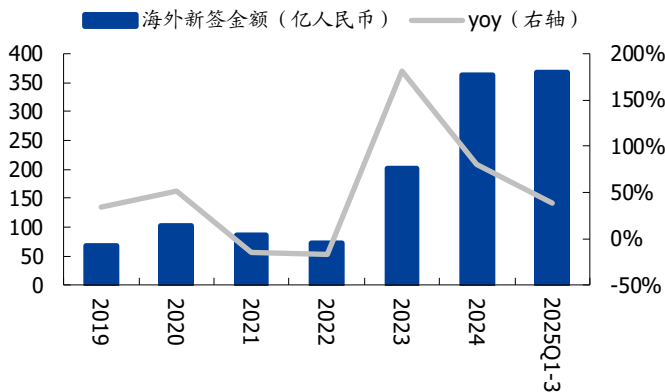
Africa CAPEX forecast split by hydrocarbon



资料来源：《2025 年非洲能源展望报告》，国盛证券研究所

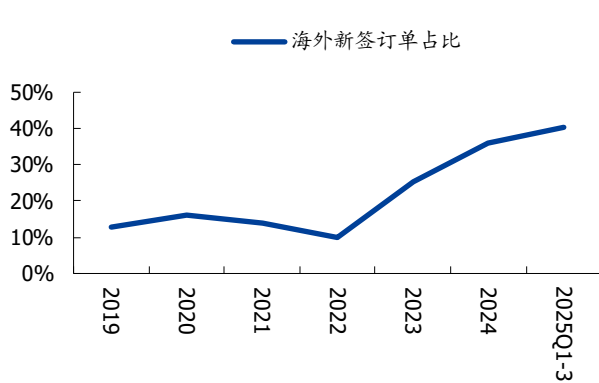
**境外订单高速增长，新领域、新市场持续突破。**公司锚定国际业务占比超过 1/3 的发展目标，海外新签订单实现高速增长。2024 年境外新签订合同 53.49 亿美元，同比增长 79.6%，超额完成年度目标（目标值 30 亿美元）。2025 年境外新签订单目标为 50 亿美元，Q1-3 新签 369 亿元，同比增长 39%，已超额完成全年目标，海外订单占比突破 40%。公司当前海外业务以中东为主，近年来在沙特、阿联酋等地成功完成多个大型炼化及天然气工程项目，与沙特阿美、ADNOC 等能源巨头的合作关系不断深化。2025H1 公司新签阿联酋 ADNOC NGL-5 天然气凝析液处理厂项目 FEED 合同、6 月在第二届中国-中亚峰会期间签署哈萨克斯坦首个煤制气项目合作协议、7 月签订沙特延布 ACWA 大型绿氢项目 FEED+可转化 EPC 合同，EPC 工程总承包合同额预计达数十亿美元。公司在海外市场持续取得重大突破，后续成长空间广阔。

图表32: 2019-2025Q1-3 公司海外新签订单金额及同比增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表33: 2019-2025Q1-3 公司海外新签订单占比



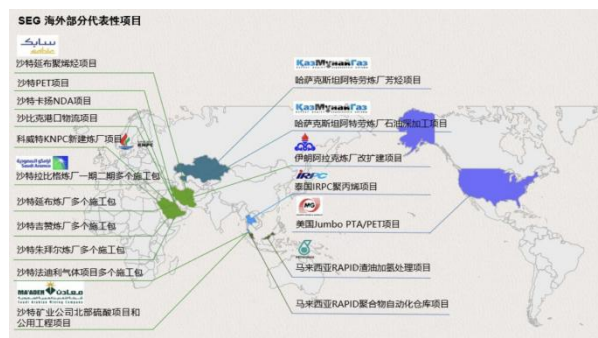
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表34: 中石化炼化工程海外机构分布



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表35: 中石化炼化工程海外部分代表性项目



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

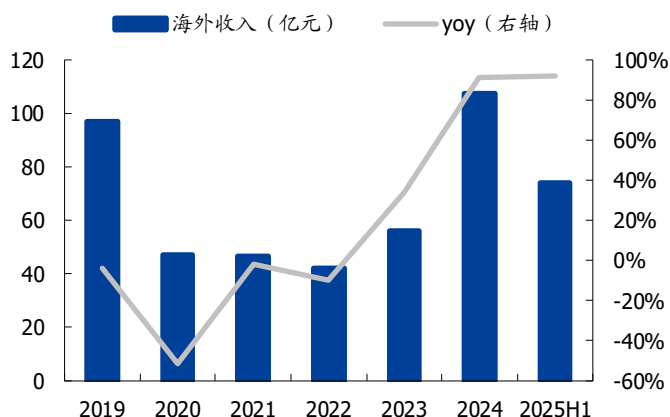
图表36: 中石化炼化工程 2022-2025 年海外标志性项目

| 签订时间   | 项目名称                                        | 金额（亿美元）   |
|--------|---------------------------------------------|-----------|
| 2025 年 | 沙特延布 ACWA 大型绿氢项目 FEED+可转化 EPC 合同            | EPC 预计数十亿 |
|        | 阿尔及利亚哈西迈萨乌德炼油厂 EPC 总承包合同                    | 20.58     |
|        | 哈萨克斯坦 Silleno 石化综合体项目之聚乙烯及公用工程项目 EPC 总承包合同  | 19.02     |
|        | 沙特阿美石油公司沙特 Haradh GOSP-3 油气分离增产项目 EPC 总承包合同 | 7.07      |
|        | 阿联酋 ADNOC NGL-5 天然气凝析液处理厂项目 FEED 合同         | --        |
| 2024 年 | 哈萨克斯坦 Silleno 石化综合体项目的乙烷裂解项目 EPC 总承包合同      | 12.5      |
|        | 沙特阿美 Jafurah 天然气扩建三期项目气体压缩（GCP）EPC 总承包合同    | 9         |
|        | 沙特矿业公司北部硫磷化工三期项目                            | 3.63      |
|        | 阿联酋 ADNOC MERAM 乙烷回收项目机电仪安装工程施工合同           | 2.15      |
| 2023 年 | 沙特阿美 Riyas NGL 项目 P1、P2 标段 EPC 总承包合同        | 11.73     |
|        | 沙特 AMIRAL 项目之罐区及与 SATORP 炼厂集成项目 EPC 总承包合同   | 7.27      |
|        | 沙特 NEOM 新城风电吊装工程合同                          | 0.48      |
|        | 阿联酋 ADNOC 乙烷回收项目前期设计等前端工程服务合同               | --        |
| 2022 年 | 阿尔及利亚国家石油公司 MTBE 项目 EPCC 总承包合同              | 3.15      |
|        | 阿尔及利亚国家石油公司 LNG 储罐项目 EPCC 总承包合同             | 1.82      |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

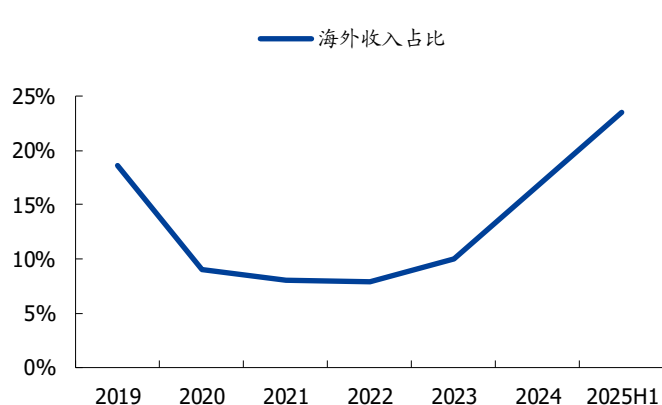
**海外营收高速增长，业务贡献度有望逐步提升。**公司 2024 年海外市场实现营业收入 108 亿元，同比高增 92%，海外收入占比由 2023 年的 10% 提升至 17%；2025H1 海外营业收入 74 亿元，同比增长 92%，延续强劲增势，占比进一步提升至 24%。境外收入主要来自阿尔及利亚、沙特阿拉伯及哈萨克斯坦等地项目，其中沙特阿拉伯作为核心市场收入增速亮眼。2024H1 实现收入 44 亿元，同增 84%，占比 14%。公司积极筹备境外区域项目低成本运营中心和资源分配中心，持续提升境外项目人力资源属地化管理能力，针对性开展境外项目采购管理提升专项工作，启动境外采购资源管理平台建设进一步降本增效。后续伴随海外签单快速增长，以及海外项目管理能力持续提升，境外市场营收业绩贡献有望进一步提升。

图表37: 2019-2025H1 公司海外收入及增速



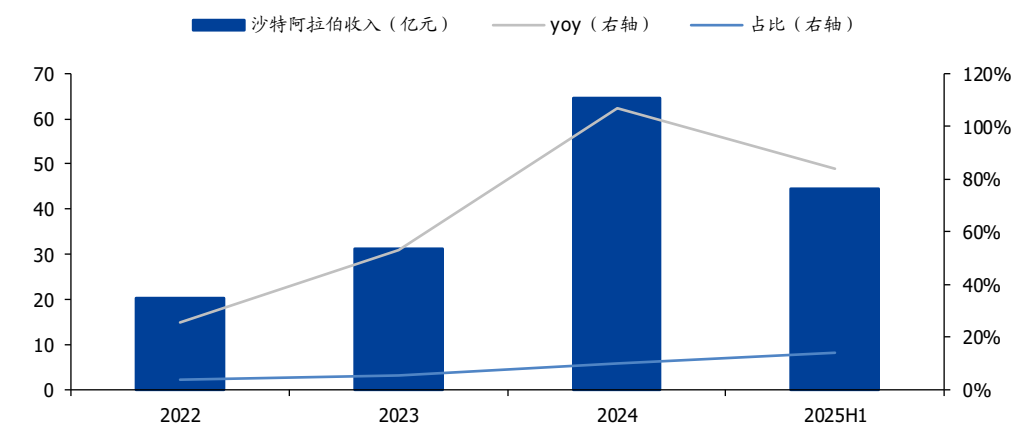
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 2019-2025H1 公司海外收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 公司在沙特阿拉伯市场收入情况



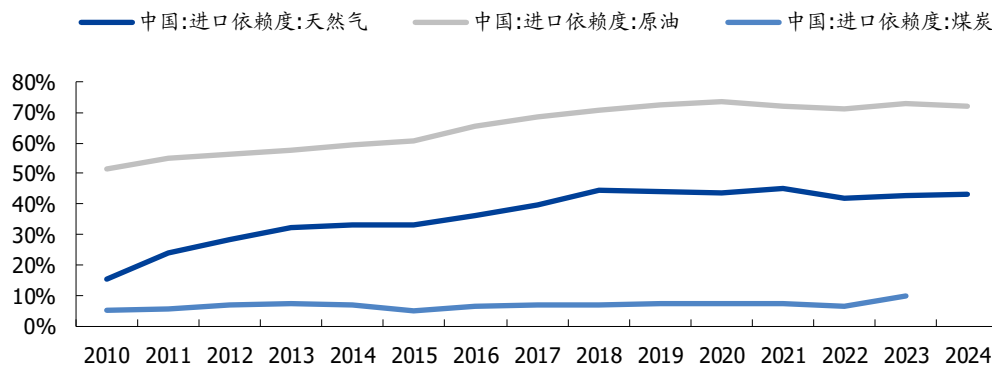
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 煤化工景气上行，有望打造新增长点

### 4.1. 国家能源安全保障需求强化，煤化工投资加速趋势明确

发展煤化工助力能源自给率提升，战略意义增强投资加码确定性。我国具有“富煤、贫油、少气”资源特性，当前石油、天然气进口依赖度较高（2024 年分别为 72%/43%），伴随国内能源需求持续上行，发展煤化工提高能源自给率重要性进一步凸显。截至 2023 年底，我国煤化工主要产品煤制气/油/烯烃/乙二醇年产能分别为 67 亿 m<sup>3</sup>/931 万吨/1865 万吨/1118 万吨，分别占国内总产能的 3%/2%/18%/33%，具备较大提升空间，当前能源安全保障战略需求驱动下，行业投资加码确定性较强。当前新疆、陕西、内蒙等煤炭资源富集地区有多个大型项目正在积极推进。

图表40: 煤炭、原油、天然气进口依赖度



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

新疆肩负国家能源安全保障重任，政策大力支持下煤化工产业迎发展机遇。2024 年新疆原煤/原油/天然气产量占全国比重分别为 11%/15%/17%，肩负我国能源安全保障重任。2021 年新疆维吾尔自治区“十四五”规划明确建设国家大型煤炭煤电煤化工基地；2025 年 1 月，新疆维吾尔自治区政府工作报告指出积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地，政策加力推进新疆煤化工产业发展。

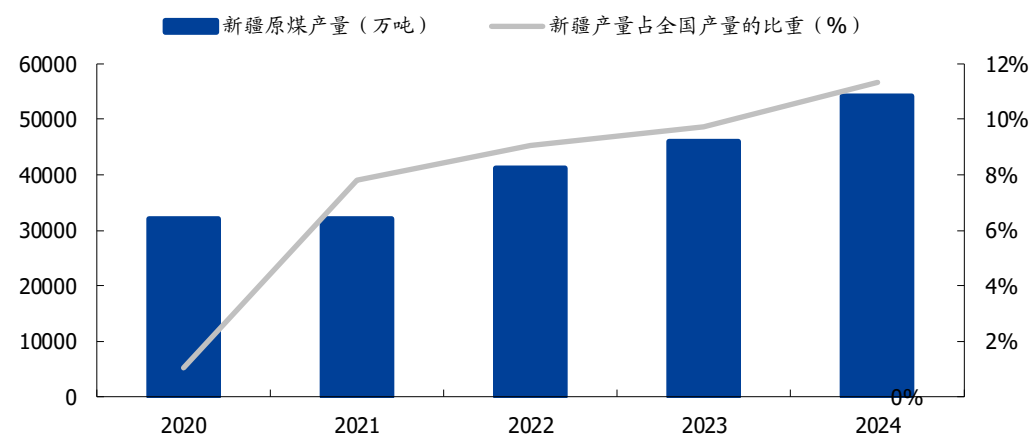
图表41: 新疆煤化工支持政策梳理

| 发布日期       | 政策文件                                      | 主要内容                                                                                                                                               |
|------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021 年 3 月 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》  | 强化举措推进西部大开发，切实提高政策精准性和有效性。支持新疆建设国家“三基地一通道”，支持西藏打造面向南亚开放的重要通道。                                                                                      |
| 2021 年 6 月 | 《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设，稳妥推进煤制油气战略基地建设。有序发展现代煤化工产业。                              |
| 2022 年 1 月 | 《“十四五”现代能源体系规划》                           | 加强安全战略技术储备。做好煤制油气战略基地规划布局和管控，在统筹考虑环境承载力等前提下，稳妥推进已列入规划项目有序实施，建立产能和技术储备，研究推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设。                                  |
| 2023 年 8 月 | 《新疆维吾尔自治区工业领域碳达峰实施方案》                     | 加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，释放煤炭先进产能，加强煤制油气、富氧低阶煤分质分级和清洁高效利用，大力发展现代煤化工，加快建设准东、哈密国家煤制油气战略基地，推进煤制油气产业向特种燃料、高端化学品等方向转变，发展煤制烯烃、芳烃、含氧化合物等基础化工原料以及高端聚烯烃、高性能聚酯、纤维等产品。 |
| 2025 年 1 月 | 《新疆维吾尔自治区政府工作报告》                          | 积极推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，加快准东煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇和哈密能源集成创新基地等现代煤化工项目建设，全力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。                                           |

资料来源: 国家发改委, 新华社, 新疆维吾尔自治区人民政府, 中国政府网, 国盛证券研究所

疆煤储量丰富、煤质优异，为煤化工提供充足优质资源保障。新疆煤炭资源预测储量高达 2.2 万亿吨，约占全国煤炭资源总量的 40%，当前已建成准东、伊犁、吐哈、库拜四大煤炭产业基地。疆煤变异程度相对较高、发热量高，属于优质动力煤、煤化工煤制油用煤。自 2022 年以来，国家发展改革委加快新疆露天煤矿产能核增许可，煤矿智能化改造加速推进，促进新疆煤炭优质先进产能快速释放，为煤炭供应增强保障。

图表42: 新疆原煤产量及占比



资料来源：国家统计局、新疆维吾尔自治区人民政府、中国能源报，国盛证券研究所

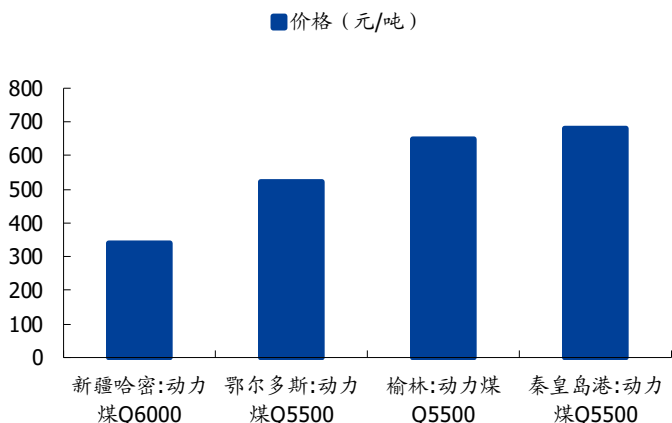
图表43: 新疆四大煤田预测储量及开发定位 (2023 年)

| 基地   | 预测储量 (亿吨) | 开发定位           |
|------|-----------|----------------|
| 吐哈基地 | 5708      | 煤炭 (西煤东运)、煤电   |
| 准东基地 | 3900      | 煤电 (西煤东运)、煤化工  |
| 伊犁基地 | 3009      | 煤电、煤化工         |
| 库拜基地 | 1370      | 煤炭 (南疆)、煤电、煤焦化 |

资料来源：国际煤炭网，国盛证券研究所

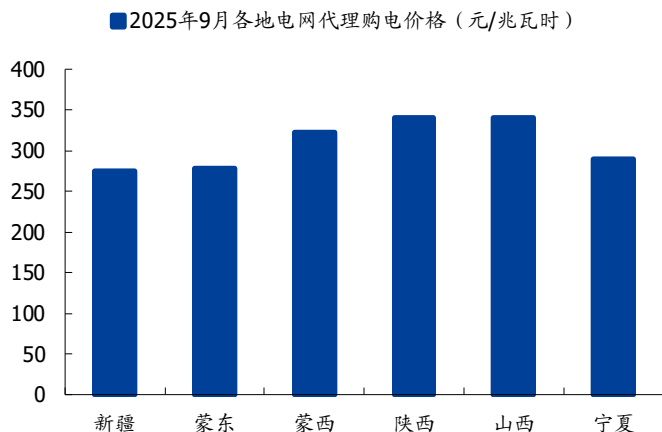
新疆煤价电价低廉构建生产成本优势，运输及水资源限制化解助推产业加速发展。新疆煤炭资源具有埋藏浅、开采条件简单等特点，煤炭开采成本较低，坑口价明显低于国内其他主产区。此外，新疆电价在煤化工重点地区中处于较低水平，进一步增强煤化工产品生产成本优势。近年来伴随新疆交通网络与水利工程建设持续完善，产品外运成本高、水煤资源区域错配等产业限制因素已逐步化解，新疆煤化工发展条件持续优化。2025 年 3 月 19 日，新疆准东煤制天然气管道支线工程开工，计划于 2026 年 10 月 30 日建成，将有力推动新疆准东煤制天然气资源外输，助力国家级煤制油气战略基地建设，推动煤炭清洁化利用、煤制天然气产业可持续发展。

图表44: 各地煤炭价格对比 (2025 年 10 月)



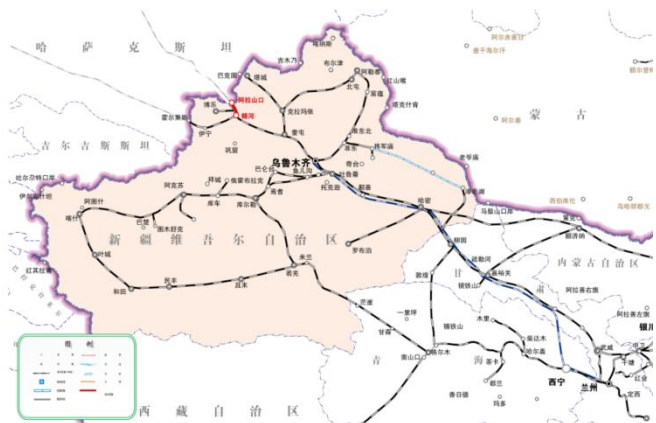
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表45: 煤化工重点地区商业代理购电价格对比



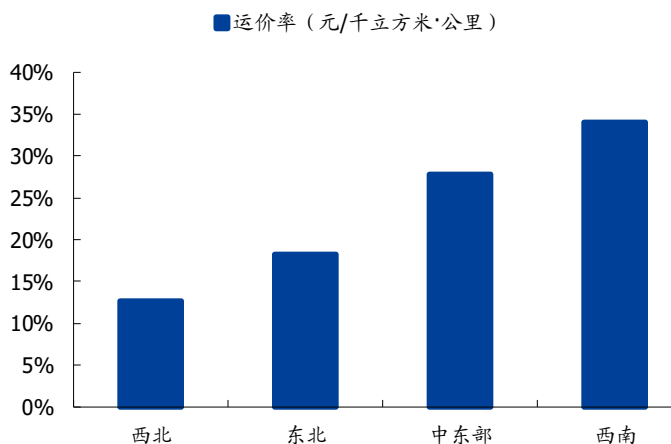
资料来源: 北极星售电网, 国盛证券研究所

图表46: 新疆铁路网示意图



资料来源: 天山网, 国盛证券研究所

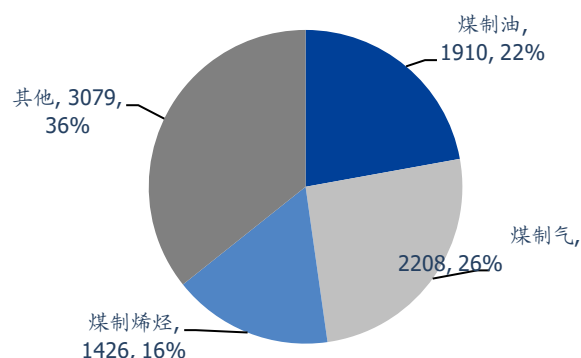
图表47: 各区域跨省天然气管道运输价格



资料来源: 国家发改委, 国盛证券研究所

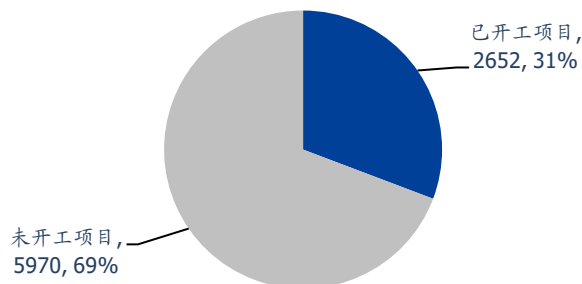
**新疆煤化工大型项目加速推进, 投资建设高峰将至。**我们根据公开信息不完全统计, 当前新疆在建及拟建煤化工项目投资总额超 8600 亿元。从项目类型上看, 煤制油/煤制气/煤制烯烃项目规划投资额分别约 1910/2208/1426 亿元, 占比分别为 22%/26%/16%。从项目进度看, 已开工 (以土建动工为节点) 项目规划投资总额约 2652 亿元, 占比约 31%, 另有多个项目前期筹备工作稳步推进, 2025Q4 起有望陆续启动。从项目投资节奏上看, 我们测算 2025-2027 年每年投资额约为 690/1293/2156 亿元, 2026 年项目招标及建设预计显著提速, 工程企业收入、利润有望加速转化。

图表48: 新疆煤化工项目投资结构 (单位: 亿元)



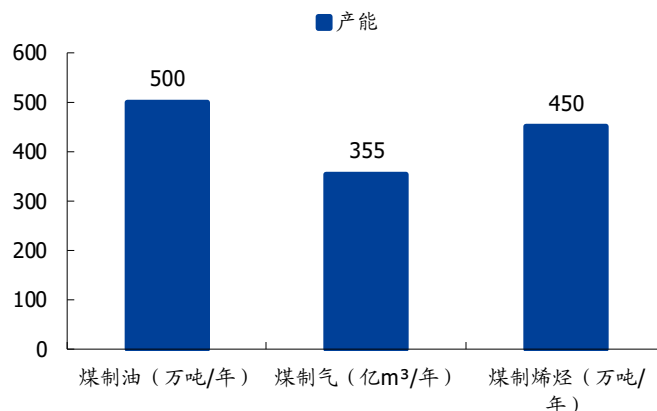
资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、煤化工信息网、伊泰煤炭公告、现代煤化工、石化 e 会、中国化工报、兰炭分会、中国新闻网、国际氢能网、中国石油和化工、千里马招标网、寻标宝、其亚集团官网、比地招标网、中国化工信息周刊、煤化工网、新疆阳光采购服务平台、化工在线、氯碱网、化工聚才网、江苏化工网、煤化工产业网、新疆生态环保产业协会、中国经济信息网, 国盛证券研究所

图表50: 新疆煤化工项目开工情况 (单位: 亿元)



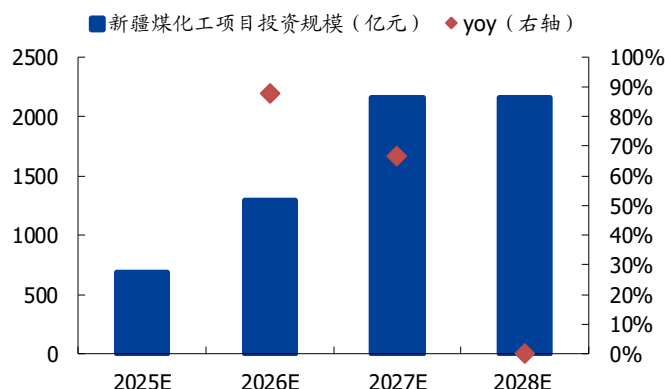
资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、煤化工信息网、伊泰煤炭公告、现代煤化工、石化 e 会、中国化工报、兰炭分会、中国新闻网、国际氢能网、中国石油和化工、千里马招标网、寻标宝、其亚集团官网、比地招标网、中国化工信息周刊、煤化工网、新疆阳光采购服务平台、化工在线、氯碱网、化工聚才网、江苏化工网、煤化工产业网、新疆生态环保产业协会、中国经济信息网, 国盛证券研究所

图表49: 新疆煤化工项目产能规模



资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、煤化工信息网、伊泰煤炭公告、现代煤化工、石化 e 会、中国化工报、兰炭分会、中国新闻网、国际氢能网、中国石油和化工、千里马招标网、寻标宝、其亚集团官网、比地招标网、中国化工信息周刊、煤化工网、新疆阳光采购服务平台、化工在线、氯碱网、化工聚才网、江苏化工网、煤化工产业网、新疆生态环保产业协会、中国经济信息网, 国盛证券研究所

图表51: 新疆煤化工投资节奏预测



资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、煤化工信息网、伊泰煤炭公告、现代煤化工、石化 e 会、中国化工报、兰炭分会、中国新闻网、国际氢能网、中国石油和化工、千里马招标网、寻标宝、其亚集团官网、比地招标网、中国化工信息周刊、煤化工网、新疆阳光采购服务平台、化工在线、氯碱网、化工聚才网、江苏化工网、煤化工产业网、新疆生态环保产业协会、中国经济信息网, 国盛证券研究所

## 4.2. 煤化工技术实力领先，业务贡献度有望逐步提升

过往业绩与业主认可度为核心竞争要素，公司煤化工领域业务积淀深厚。煤化工项目勘察设计咨询和工程总承包业务对企业的技术实力、专业资质有较高要求，同时工程实绩与过往合作基础也是业主关键考量因素。中石化炼化工程在煤化工领域深耕多年，掌握煤直接液化、煤间接液化、煤气化等世界先进技术，“煤制油品/烯烃大型现代煤化工成套技术开发及应用”、“高效甲醇制烯烃全流程技术”获得国家科技进步一等奖。下属中石化宁波工程与中石化南京工程前身分别为原化工部下属第五、第七设计院，在煤化

工领域具备丰富工程业绩，此外下属中石化广州（洛阳）工程公司也在现代煤化工领域形成了独具特色的工程技术优势和工程承包能力。

图表52：中石化炼化工程已建成新型煤化工代表性项目

| 中石化炼化工程新型煤化工代表性项目                        | 项目地位                      |
|------------------------------------------|---------------------------|
| 神华鄂尔多斯煤制油（煤直接液化年产 108 万吨和间接液化年产 18 万吨）项目 | 世界上采用煤直接液化方法生产成品油的第一套商业装置 |
| 中原石化年产 20 万吨 / 年 SMTO 项目                 | 中国第一套 IGCC 汽电联产装置         |
| 中天合创鄂尔多斯煤炭深加工项目                          | 世界上最大的煤制烯烃项目              |
| 神华包头年产 60 万吨 / 年 DMTO 项目                 |                           |
| 岳阳、湖北和安庆 2000 吨 / 天粉煤气化项目                |                           |
| 扬子石化日产 168 万标准立方米 / 天煤制氢项目               |                           |

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

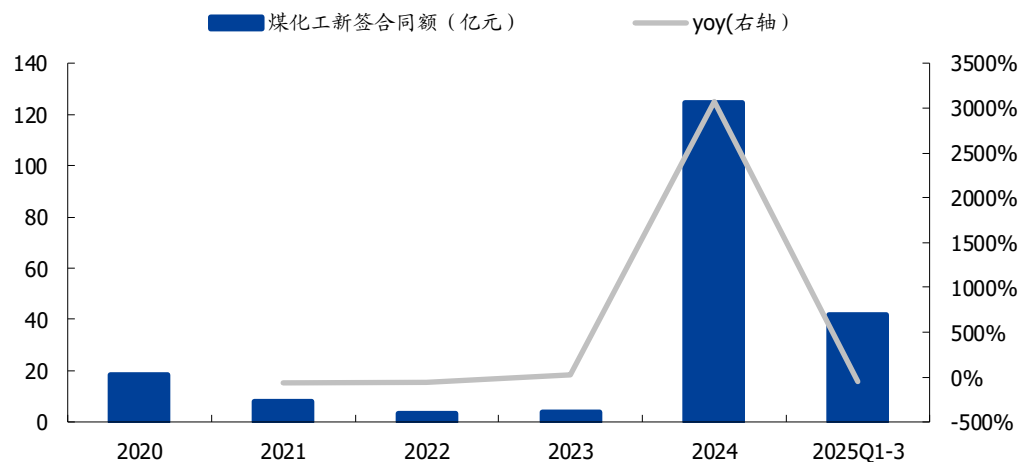
煤化工业务步入放量期，为国内市场提供重要支撑。2024 年公司新型煤化工新签合同额 124 亿元，为 2023 年的 32 倍。占总订单比例提升至 12%。受益联泓新材料、中煤榆林化工项目收入贡献增加，2024 年公司煤化工实现营业收入 10.8 亿元，同比增长 94%，2025H1 加速上行，同比高增 389%。截至 2025Q3 末，公司新型煤化工业务未完合同额 148 亿元，伴随国内新疆等煤化工产业聚集区的规划项目陆续启动，公司后续煤化工业务具备较大成长潜力，业绩贡献有望逐步提升，为国内市场提供新增长点。

图表53：中石化炼化工程新型煤化工业务收入拆分（单位：亿元）

|           | 2024 | yoy   | 2025H1 | yoy   |
|-----------|------|-------|--------|-------|
| 设计咨询和技术许可 | 2.5  | 41%   | 1.9    | 115%  |
| 工程总承包     | 7.3  | 2196% | 9.6    | 1138% |
| 施工        | 1.0  | -72%  | 1.5    | 50%   |
| 新型煤化工业务合计 | 10.8 | 94%   | 13.0   | 389%  |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表54：中石化炼化工程新型煤化工新签订单金额及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表55: 公司 2024-2025 年新签代表性煤化工项目 (单位: 亿元)

| 项目                                       | 时间         | 标段                          | 合同额   | 项目总投资 |
|------------------------------------------|------------|-----------------------------|-------|-------|
| 中煤榆林煤炭深加工基地项目                            | 2024 年     | 甲醇合成、DMTO、烯烃分离等部分装置 EPC 总承包 | 31.2  | 238.9 |
| 神华包头煤制烯烃升级示范项目                           | 2024 年     | 气化装置 EPC 总承包                | 13.51 | 171.5 |
|                                          | 2025 年 5 月 | 聚乙烯装置和烯烃罐区                  | 8.72  |       |
|                                          | 2025 年 5 月 | MTO 装置                      | --    |       |
|                                          | 2025 年 7 月 | 聚丙烯装置和聚烯烃包装及仓库 EPC 总承包      | 7.36  |       |
| 国家能源集团哈密能源集成创新基地项目 (一阶段煤制油工程)            | 2024 年 9 月 | 基础设施及部分公用工程施工监理服务           |       | 560   |
|                                          | 2025 年 2 月 | 储运系统基础设计和技术服务               | 0.006 |       |
| 中石化长城能源化工 (内蒙古) 有限公司大路 80 万吨/年煤制烯烃升级示范项目 | 2025 年 5 月 | 煤制甲醇装置及配套工程总体设计             | --    | --    |
|                                          | 2025 年 5 月 | 甲醇制烯烃装置及配套设施等总体设计           | --    |       |
| 新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目            | 2025 年 8 月 | 甲醇制烯烃装置                     | --    | 208.6 |

资料来源: 公司公告、阳光采购服务平台、流程工业网、煤化工信息网、国能 e 招、石化 e 会、煤化工网、丝路石油化工展、新疆石油及化工工业博览会、国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

**收入方面：**预计公司 2025-2027 年实现营业收入 706/783/871 亿元，同比增长 10%/11%/11%，其中核心主业工程总承包有望维持较好增长态势，预计 2025-2027 年收入分别为 437/503/578 亿元，同比增长 15%/15%/15%；设计咨询业务在公司技术优势支撑下有望保持较快增速，预计 2025-2027 年实现营收 46.9/53.9/62 亿元，同比增长 18%/15%/15%；施工业务与设备制造业务规模预计相对较为稳定，呈现小幅增长。

图表56: 公司收入拆分预测 (单位: 亿元)

| 项目         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 562.2 | 642.0 | 706.1 | 783.3 | 871.4 |
|            | 6%    | 14%   | 10%   | 11%   | 11%   |
| 设计、咨询和技术许可 | 36.4  | 39.7  | 46.9  | 53.9  | 62.0  |
| yoy        | 13%   | 9%    | 18%   | 15%   | 15%   |
| 工程总承包      | 319.9 | 380.0 | 437.0 | 502.5 | 577.9 |
| yoy        | 8%    | 19%   | 15%   | 15%   | 15%   |
| 施工         | 202.3 | 218.5 | 218.5 | 222.8 | 227.3 |
| yoy        | 2%    | 8%    | 0%    | 2%    | 2%    |
| 设备制造       | 3.7   | 3.8   | 3.8   | 4.0   | 4.2   |
| yoy        | -14%  | 3%    | 0%    | 5%    | 5%    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**毛利率方面：**伴随毛利率较高的设计咨询及工程总承包业务占比提升，公司整体盈利能力有望呈上行趋势，预计公司 2025-2027 年综合毛利率分别为 8.3%/8.6%/8.7%。

图表57: 公司毛利率拆分预测

|            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率        | 10.0% | 8.3%  | 8.3%  | 8.6%  | 8.7%  |
| 设计、咨询和技术许可 | 30%   | 31%   | 32%   | 32%   | 32%   |
| 工程总承包      | 8.4%  | 7.2%  | 7.6%  | 7.6%  | 7.6%  |
| 施工         | 6.9%  | 4.8%  | 4.7%  | 5.2%  | 5.2%  |
| 设备制造       | 7.3%  | 5.4%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**费用率方面：**公司近年来费用率持续优化，预计 2025-2027 年期间费用率分别为 4.67%/4.71%/4.76%。研发费用为四项费用中核心支出，预计后续仍将维持较高研发强度。伴随公司海外市场属地化管理能力持续提升，管理费用率有望逐步优化。

图表58: 公司期间费用率拆分预测

| 项目      | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 管理费用率   | 2.41%        | 2.09%        | 2.08%        | 2.06%        | 2.04%        |
| 销售费用率   | 0.33%        | 0.28%        | 0.28%        | 0.28%        | 0.28%        |
| 研发费用率   | 3.92%        | 3.92%        | 3.92%        | 3.90%        | 3.90%        |
| 财务费用率   | -1.81%       | -1.76%       | -1.61%       | -1.53%       | -1.46%       |
| 期间费用率合计 | <b>4.85%</b> | <b>4.52%</b> | <b>4.67%</b> | <b>4.71%</b> | <b>4.76%</b> |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上, 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 25.6/29.1/32.7 亿元, 同比增长 4%/14%/12%, 当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍, 低于同行业可比公司均值 (选取化工工程与油气服务领域的中海油田服务、中集安瑞科、中油工程、海油工程、中国化学、东华科技作为可比公司), PB-MRQ 为 0.94 倍。公司当前订单储备丰厚, 海外市场成长空间广阔, 后续业绩增长具有较强保障。此外, 公司在手现金充足, 分红率长期保持较高水平, 2025/2026 年预期股息率分别为 5.6%/6.3%, 具备较强吸引力, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表59: 公司盈利预测与估值

| 项目         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 (亿元) | 23.35 | 24.66 | 25.62 | 29.11 | 32.67 |
| yoy        | 2.4%  | 5.6%  | 3.9%  | 13.6% | 12.2% |
| EPS (元/股)  | 0.53  | 0.56  | 0.58  | 0.66  | 0.74  |
| PE         | 12.8  | 12.1  | 11.7  | 10.3  | 9.2   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2025/10/27

图表60: 可比公司估值表

| 简称      | 市值  |       | EPS（元/股） |       |       |       | PE    |       |       |       | PB  | 分红率   | 股息率 |
|---------|-----|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-----|
|         | 亿元  | 2024A | 2025E    | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A |     | 2025E |     |
| 中海油田服务  | 313 | 0.66  | 0.87     | 0.99  | 1.17  | 10.0  | 7.6   | 6.6   | 5.6   | 0.70  | 35% | 4.6%  |     |
| 中集安瑞科   | 149 | 0.54  | 0.64     | 0.74  | 0.86  | 13.6  | 11.4  | 9.9   | 8.5   | 1.28  | 51% | 4.5%  |     |
| 中油工程    | 207 | 0.11  | 0.13     | 0.14  | 0.15  | 32.6  | 29.2  | 26.0  | 24.1  | 0.78  | 31% | 1.1%  |     |
| 海油工程    | 248 | 0.49  | 0.55     | 0.60  | 0.66  | 11.5  | 10.3  | 9.3   | 8.5   | 0.92  | 41% | 4.0%  |     |
| 中国化学    | 472 | 0.93  | 1.05     | 1.19  | 1.32  | 8.3   | 7.4   | 6.5   | 5.8   | 0.73  | 20% | 2.7%  |     |
| 东华科技    | 84  | 0.58  | 0.67     | 0.78  | 0.91  | 20.4  | 17.6  | 15.2  | 13.0  | 1.87  | 26% | 1.5%  |     |
| 平均值     |     |       |          |       |       | 16.1  | 13.9  | 12.2  | 10.9  | 1.0   | 34% | 3.1%  |     |
| 中石化炼化工程 | 299 | 0.56  | 0.58     | 0.66  | 0.74  | 12.1  | 11.7  | 10.3  | 9.2   | 0.94  | 63% | 5.6%  |     |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 其中中海油田服务、中集安瑞科、中油工程、海油工程盈利预测数据取自 Wind 一致预期, 截至 2025/10/27

## 风险提示

海外市场经营风险，石油化工资本开支不及预期风险，利率下行风险等。

**海外市场经营风险：**海外经营存在较高不确定性，国际政治经济形势变化等因素可能对企业海外市场拓展及经营活动开展产生重大影响。

**石油化工资本开支不及预期风险：**如石化行业资本开支不及预期，可能导致工程建设需求收缩，对公司订单获取及后续收入业绩转化产生不利影响。

**利率下行风险：**公司财务收入在利润中占据较高比重，若利率大幅下降可能对公司业绩产生较大影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com