

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

油价与产品价格下跌导致库存减利，公司业绩短期承压

2025年10月30日

事件: 2025年10月29日晚，中国石化发布2025年三季度报告。2025年前三季度公司实现营业收入21,134.41亿元，同比下降10.69%；实现归母净利润299.84亿元，同比下降32.23%；实现扣非后归母净利润305.52亿元，同比下降30.51%；实现基本每股收益0.25元，同比下降32.51%。

其中，第三季度公司实现营业收入7,043.89亿元，同比下降10.88%，环比增长4.56%；实现归母净利润85.01亿元，同比下降0.50%，环比增长3.43%；实现扣非后归母净利润93.37亿元，同比增长11.35%，环比增长16.83%；实现基本每股收益0.07元，同比、环比持平。

点评:

- **油价与产品价格下跌带来库存减利，公司前三季度业绩承压。油价端**，进入2025年，在宏观存有一定压力而产业支撑相对不足的大背景下，上半年原油市场运行疲弱、价格重心不断下移；第三季度受国际贸易争端降级、地缘局势频繁扰动以及美国石油去库周期影响，国际油价整体企稳运行。2025年前三季度布伦特平均油价为70美元/桶，同比下跌15%，其中第三季度平均油价为68美元/桶，环比上涨2%。油价和产品价格有所下跌，导致公司库存减利，叠加成品油板块需求偏弱，公司前三季度业绩承压。**分板块盈利看**，2025年前三季度公司勘探开发、炼油、营销、化工板块分别实现经营收益355、72、107、-71亿元，同比-72、+6、-65、-22亿元，炼油板块略有改善，其它板块业绩均同比走弱。从三季度看，各板块单季度经营收益分别为119、37、27、-29亿，环比+0、+22、-13、-1亿，三季度上游勘探开发经营收益环比持平，炼油板块环比改善，化工板块盈利偏稳，营销板块环比下跌。
- **勘探开发力度进一步加大，增储增产取得新进展。**前三季度，公司持续加强高质量勘探和效益开发，勘探费用84亿元，同比增长31.9%，公司在海域油气、四川盆地超深层页岩气、川南页岩油等勘探取得重大突破，上游增储增产持续推进。前三季度，公司实现油气当量产量394.48百万桶，同比增长2.2%，其中原油产量211.17百万桶，同比基本持平，天然气产量1099.31十亿立方英尺，同比增长4.9%。
- **炼化板块优化装置负荷，做大效益加工量。炼油板块**，前三季度整体油品需求仍相对偏弱，公司统筹优化装置负荷，灵活调整产品结构和成品油收率，增产航煤，缩减汽柴油产量，化工原料和航煤产量继续增长，前三季度公司加工原油1.86亿吨，同比下降2.2%，生产成品油1.11亿吨，同比下降4.7%，生产化工轻油3334万吨，同比增长10%。**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下跌，前三季度成品油总经销量1.71亿吨，同比下降5.7%。**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，前三季度化工品产销同比提升，其中乙烯产量1159万

吨，同比+15.4%，合成树脂产量 1671 万吨，同比+11.8%，化工产品经营总量 6368 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 404.10、443.79 和 539.79 亿元，归母净利润增速分别为-19.7%、9.8%和 21.6%，EPS（摊薄）分别为 0.33、0.37 和 0.45 元/股，对应 2025 年 10 月 29 日的收盘价，对应 2025-2027 年 PE 分别为 16.55、15.07 和 12.39 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	3,195,682	3,318,705	3,425,224
增长率 YoY %	-3.2%	-4.3%	3.9%	3.8%	3.2%
归属母公司净利润 (百万元)	60,463	50,313	40,410	44,379	53,979
增长率 YoY%	-9.9%	-16.8%	-19.7%	9.8%	21.6%
毛利率%	15.6%	15.5%	14.9%	14.8%	15.2%
净资产收益率 ROE%	7.5%	6.1%	4.1%	4.3%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.42	0.33	0.37	0.45
市盈率 P/E(倍)	11.06	13.29	16.55	15.07	12.39
市净率 P/B(倍)	0.83	0.82	0.68	0.65	0.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 29 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
流动资产	534,435	524,515	726,670	757,886	762,771	营业总收	3,212,215	3,074,562	3,195,682	3,318,705	3,425,224
货币资金	164,960	146,799	305,903	326,316	319,253	营业成本	2,709,656	2,598,935	2,720,920	2,826,114	2,906,279
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	272,921	267,315	271,633	282,090	291,144
应收账款	48,652	44,333	62,190	66,871	66,332	销售费用	61,164	61,422	60,718	63,055	65,079
预付账款	5,067	6,429	6,802	7,065	7,266	管理费用	59,664	58,021	57,522	59,737	61,654
存货	250,898	256,595	272,473	277,049	288,060	研发费用	13,969	15,215	13,311	14,893	13,634
其他	64,858	70,359	79,302	80,585	81,859	财务费用	9,922	11,174	16,394	14,532	14,703
非流动资产	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	6,391	6,637	6,850
无形资产	138,181	137,983	136,605	135,524	134,408	其他	4,786	590	7,670	9,907	9,505
其他	428,493	458,349	443,661	417,352	395,799	营业利润	86,744	72,257	58,867	64,747	78,970
资产总计	2,026,674	2,084,771	2,363,991	2,429,896	2,464,854	营业外收支	-628	-1,744	1,000	1,000	1,000
流动负债	647,076	673,237	743,851	760,291	781,359	利润总额	86,116	70,513	59,867	65,747	79,970
短期借款	59,815	48,231	49,231	50,731	51,931	所得税	16,070	12,966	14,967	16,437	19,992
应付票据	29,122	47,740	45,349	47,102	48,438	净利润	70,046	57,547	44,900	49,310	59,977
应付账款	229,878	208,857	226,743	235,510	242,190	少数股东损益	9,583	7,234	4,490	4,931	5,998
其他	328,261	368,409	422,528	426,949	438,800	归属母公司净利润	60,463	50,313	40,410	44,379	53,979
非流动负债	420,943	435,241	471,725	480,725	489,725	EBITDA	203,277	191,622	216,264	226,981	250,966
长期借款	179,347	184,934	194,934	204,934	214,934	EPS(当年)(元)	0.51	0.42	0.33	0.37	0.45
其他	241,596	250,307	276,791	275,791	274,791						
负债合计	1,068,019	1,108,478	1,215,576	1,241,016	1,271,084	现金流量表					
少数股东权益	152,861	156,371	160,861	165,792	171,790	单位:百万元					
归属母公司股	805,794	819,922	987,555	1,023,087	1,021,980	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益	2,026,674	2,084,771	2,363,991	2,429,896	2,464,854	经营活动现金流	161,475	149,360	202,809	220,035	244,605
						净利润	70,046	57,547	44,900	49,310	59,977
						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	-6,391	-6,637
						营运资金	-27,846	-27,833	-1,835	4,137	7,921
						其它	10,504	12,626	9,836	6,808	7,489
						投资活动现金流	-155,865	-161,240	-217,846	-181,391	-186,367
						资本支出	-166,130	-137,342	-180,680	-173,736	-174,383
						长期投资	-4,448	-10,126	-34,000	-14,293	-18,835
						其他	14,713	-13,772	-3,166	6,637	6,850
						筹资活动现金流	22,732	-19,237	29,645	-38,231	-45,300
						吸收投资	1,509	15,458	-221	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	-45,229	-48,731	-55,500
						现金流净增加额	28,321	-30,464	14,608	413	12,937

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	3,195,682	3,318,705	3,425,224
同比(%)	-3.2%	-4.3%	3.9%	3.8%	3.2%
归属母公司净利润	60,463	50,313	40,410	44,379	53,979
同比(%)	-9.9%	-16.8%	-19.7%	9.8%	21.6%
毛利率(%)	15.6%	15.5%	14.9%	14.8%	15.2%
ROE%	7.5%	6.1%	4.1%	4.3%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.42	0.33	0.37	0.45
P/E	11.06	13.29	16.55	15.07	12.39
P/B	0.83	0.82	0.68	0.65	0.65
EV/EBITDA	4.64	5.96	4.18	3.94	3.63

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