

天然气业务降本增量支撑业绩超预期

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地/中国香港

石油化工

中国石油于 10 月 30 日发布三季报：前三季度实现营业收入 21693 亿元，同比下降 3.9%，实现归母净利润 1263 亿元（扣非后 1269 亿元），同比下降 4.9%（扣非后同比下降 6.4%）；其中 Q3 单季实现营业收入 7192 亿元，同环比增 2.3%/3.2%，实现归母净利润 423 亿元，同环比变化 -3.9%/+13.7%。公司 Q3 归母净利超出我们的前瞻预期（405 亿元），主要系天然气板块销量及经营利润率超出预期，考虑公司天然气业务降本增量潜力，维持 A/H “增持”评级。

持续推动稳油增气、降本增效，国际油价下跌致利润下滑

前三季度公司原油产量同比+0.8%至 714 百万桶，实现价格同比-14.7%至 65.55 美元/桶，可销售天然气产量同比+4.6%至 3977 十亿立方英尺，单位油气操作成本同比-6.1%至 10.79 美元/桶。前三季度油气与新能源分部坚持稳油增气，加强成本费用管控，优化新能源业务布局和发展策略，但受国际油价大幅下跌的不利影响，板块经营利润同比下降 192 亿元至 1251 亿元。

炼油业务同比增利，炼化生精材产业链逐步迈向中高端

前三季度公司原油加工量同比+0.4%至 1041 百万桶，其中汽油/柴油/煤油产量同比-4.8%/+0.3%/+9.5%，化工商品量同比+3.3%至 2959 万吨。前三季度板块经营利润同比增加 9.6 亿元至 162.4 亿元，其中炼油业务利润同比增加 26.7 亿元至 144.5 亿元，需求复苏缓慢致化工业务利润同比下滑 17.1 亿元至 17.9 亿元。同时吉林石化乙烯装置一次开车成功，广西石化、蓝海新材料等重点转型升级项目稳步推进。

境内成品油销量同比微增，加快“油气氢电非”协同发展

前三季度公司成品油总销量 12088 万吨，同比+0.8%，其中境内成品油总销量 8964 万吨，同比+0.1%。成品油销售板块持续优化营销策略，努力扩销降库，大力发展 LNG 终端加注和换电业务，但受成品油销售价格下滑的不利影响，前三季度板块经营利润同比下滑 12.7 亿元至 116.3 亿元。

天然气降本增量成果卓越，板块经营利润显著扩大

前三季度公司销售天然气 2185.4 亿立方米，同比+4.2%，其中国内销量 1708.9 亿立方米，同比+4.9%。前三季度天然气销售板块持续优化进口气资源池结构，有效控制综合采购成本，不断提升高端市场销量占比，降本增量带动板块经营利润同比提升 60.1 亿元至 312.8 亿元。

盈利预测与估值

考虑 Q4 油价开启下行通道以及年末资产减值损失，基于审慎原则，我们维持 25-27 年归母净利润预测为 1585/1617/1685 亿元，EPS 为 0.87/0.88/0.92 元，以 0.91 港币对人民币折算，结合 A/H 股可比公司估值（26 年 Wind、Bloomberg 一致预期 12.8/10.2xPE），考虑公司较可比公司原油产量较高，故受油价波动影响相对较大，给予 26 年 12.5/9.5xPE，A/H 目标价 11.00 元/9.19 港元（前值 10.44 元/8.80 港元，对应 25 年 12.0/9.2xPE，港币汇率 0.91），维持 A/H “增持”。

风险提示：国际油价大幅下跌风险；中国经济修复力度不达预期风险；国际天然气资源显著过剩风险。

	601857 CH	857 HK
投资评级：	增持(维持)	增持(维持)
目标价：	人民币：11.00	港币：9.19

庄汀洲

SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 + (86) 10 5679 3939

张雄

SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 + (86) 10 6321 1166

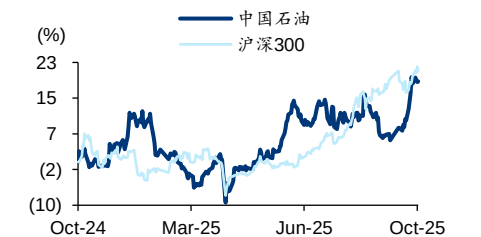
刘开伊*

SAC No. S0570124080033 liukaayi@htsc.com
+ (86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	601857 CH	857 HK
收盘价 (截至 10 月 30 日)	9.10	7.97
市值 (百万)	1,665,491	1,458,677
6 个月平均日成交额 (百万)	1,224	840.89
52 周价格范围	7.34-9.25	5.07-8.15

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (十亿)	2,938	2,878	2,839	2,892
+/-%	(2.43)	(2.06)	(1.34)	1.85
归属母公司净利润 (十亿)	165	158	162	169
+/-%	2.19	(3.78)	2.02	4.25
EPS (最新摊薄)	0.90	0.87	0.88	0.92
ROE (%)	11.12	10.21	9.92	9.83
PE (倍)	10.11	10.51	10.30	9.88
PB (倍)	1.10	1.05	1.00	0.95
EV EBITDA (倍)	3.54	3.93	3.83	3.62
股息率 (%)	5.16	4.73	4.84	4.95

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (A股)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (x)		
		10月30日	10月30日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国石化	600028 CH	5.53	6,701	0.37	0.42	0.47	15.0	13.2	11.7
中国神华	601088 CH	43.04	8,551	2.64	2.73	2.80	16.3	15.8	15.4
中国海油	600938 CH	27.01	12,838	2.83	2.89	2.98	9.6	9.4	9.1
平均							13.6	12.8	12.1

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表2: 可比公司估值表 (H股)

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)	市值 (亿港元)	EPS (港元)			P/E (x)		
		10月30日	10月30日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国石油化工股份	0386 HK	4.12	4,993	0.39	0.45	0.51	10.6	9.2	8.1
中国海洋石油	0883 HK	20.02	9,515	3.05	3.00	3.12	6.6	6.7	6.4
中国神华	1088 HK	41.74	8,293	2.82	2.81	2.85	14.8	14.9	14.6
平均							10.6	10.2	9.7

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表3：中国石化季度拆分预测

(人民币百万)	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2026Q1E
营业收入	741685	702410	681702	753108	696991	719157	708295	688416
——油气与新能源	226604	228702	228388	221496	201171	199723	187432	195173
——炼油与化工	320133	288322	268701	282494	271676	271886	345370	247917
——销售	633916	615916	569504	594373	575378	604193	447178	536294
——天然气	120162	126776	167835	180340	130603	136395	169086	189429
——总部及其他	847	1027	4868	822	1027	799	4835	800
——抵消事业部间								
销售	(559977)	(558333)	(557594)	(526417)	(482864)	(493839)	(445606)	(481197)
营业收入同比增速	-0.8%	-12.4%	-6.5%	-7.3%	-6.1%	2.4%	3.9%	-8.6%
——油气与新能源	8.9%	2.6%	-6.6%	-0.7%	-11.2%	-12.7%	-17.9%	-11.9%
——炼油与化工	7.9%	-12.0%	-15.6%	-10.4%	-15.1%	-5.7%	28.5%	-12.2%
——销售	-0.5%	-13.6%	-3.2%	-6.4%	-9.2%	-1.9%	-21.5%	-9.8%
——天然气	3.5%	8.9%	-0.4%	1.4%	8.7%	7.6%	0.7%	5.0%
——总部及其他	16.7%	4.9%	1.3%	10.9%	21.3%	-22.2%	-0.7%	-2.7%
营业收入环比增速	-8.7%	-5.3%	-2.9%	10.5%	-7.5%	3.2%	-1.5%	-2.8%
——油气与新能源	1.6%	0.9%	-0.1%	-3.0%	-9.2%	-0.7%	-6.2%	4.1%
——炼油与化工	1.5%	-9.9%	-6.8%	5.1%	-3.8%	0.1%	27.0%	-28.2%
——销售	-0.2%	-2.8%	-7.5%	4.4%	-3.2%	5.0%	-26.0%	19.9%
——天然气	-32.5%	5.5%	32.4%	7.5%	-27.6%	4.4%	24.0%	12.0%
——总部及其他	14.3%	21.3%	374.0%	-83.1%	24.9%	-22.2%	505.1%	-83.5%
营业成本	581662	541357	505532	594269	552875	564596	528675	546590
营业成本同比增速	-1.0%	-13.0%	-1.9%	-8.1%	-9.0%	4.3%	4.6%	-8.0%
营业成本环比增速	-10.1%	-6.9%	-6.6%	17.6%	-10.9%	2.1%	-6.4%	3.4%
总毛利	160023	161053	176170	158839	167726	154561	179620	141825
总毛利同比增速	0.0%	-10.4%	-17.5%	-4.0%	4.8%	-4.0%	2.0%	-10.7%
总毛利环比增速	-3.3%	0.6%	9.4%	-9.8%	5.6%	7.2%	16.2%	-21.0%
总毛利率	21.6%	22.9%	25.8%	21.1%	24.1%	21.5%	25.4%	20.6%
总毛利率同比变动								
(pct)	0.18	0.52	(3.44)	0.71	2.49	(1.44)	(0.48)	(0.49)
总毛利率环比变动								
(pct)	1.20	1.35	2.91	(4.75)	2.97	0.82	3.87	(4.76)
费用率	4.76%	5.99%	6.69%	5.31%	5.34%	5.48%	6.40%	5.10%
——销售及管理费								
用率	3.92%	4.86%	5.05%	4.01%	4.42%	4.50%	5.00%	3.90%
——研发费用率	0.49%	0.60%	1.34%	0.82%	0.53%	0.62%	1.00%	0.80%
费用率同比变动								
(pct)	(0.08)	0.76	0.31	0.27	0.58	(0.51)	(0.29)	(0.21)
——销售及管理费								
用率(pct)	0.19	0.78	0.33	0.23	0.50	(0.37)	(0.05)	(0.11)
——研发费用率								
(pct)	(0.00)	0.06	0.25	0.09	0.04	0.02	(0.34)	(0.02)
费用率环比变动								
(pct)	(0.28)	1.23	0.69	(1.38)	0.04	0.14	0.92	(1.30)
——销售及管理费								
用率(pct)	0.14	0.94	0.18	(1.04)	0.41	0.08	0.50	(1.10)
——研发费用率								
(pct)	(0.25)	0.11	0.74	(0.51)	(0.29)	0.09	0.38	(0.20)
归母净利润	42926	43982	32158	46807	37186	42286	32175	38615
归母净利润(同比)	3.1%	-5.2%	9.0%	2.5%	-13.4%	-3.9%	0.1%	-17.5%
归母净利润(环比)	-6.0%	2.5%	-26.9%	45.6%	-20.6%	13.7%	-23.9%	20.0%
归母净利润率	5.79%	6.26%	4.72%	6.22%	5.34%	5.88%	4.54%	5.61%
归母净利润率(同								
比,pct)	0.22	0.48	0.67	0.59	(0.45)	(0.38)	(0.17)	(0.61)
归母净利润率(环								
比,pct)	0.16	0.47	(1.54)	1.50	(0.88)	0.54	(1.34)	1.07
EPS	0.23	0.24	0.18	0.26	0.20	0.23	0.18	0.21

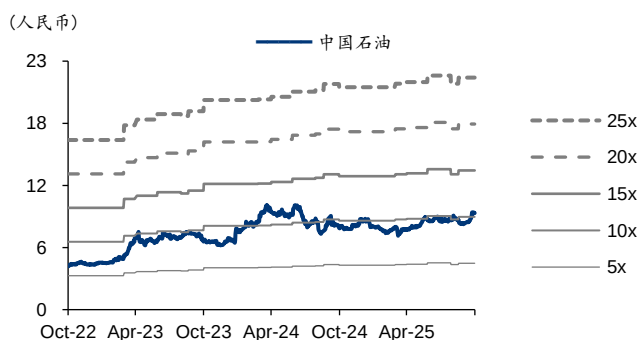
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4: 中国石化年度预测

驱动概览	Driver		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
GDP 同比增速	GDP yoy	%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Brent 原油均价	Brent Oil Price	美元/桶	82.2	79.9	68.0	62.0	63.0
油气与新能源收入增速	Oil, Gas and New Energies yoy	%	-3.7%	1.3%	-10.7%	-3.3%	1.7%
天然气销售收入增速	Natural Gas Marketing yoy	%	8.1%	5.6%	4.0%	5.7%	4.7%
分部收入	Segment Revenue						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	Rmb mn	894847	906813	809822	783389	796956
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	Rmb mn	1221161	1192589	1171426	1175805	1187341
销售	Marketing	Rmb mn	2527059	2454546	2221122	2136496	2158168
天然气销售	Natural Gas Marketing	Rmb mn	561191	592690	616424	651309	682124
总部与其他	Head Office and Others	Rmb mn	7039	7483	7483	7483	7483
分部毛利率	Gross Margin						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	%	26.7%	26.2%	21.8%	22.3%	22.4%
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	%	5.9%	4.5%	5.7%	5.8%	5.8%
销售	Marketing	%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
天然气销售	Natural Gas Marketing	%	7.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.4%
毛利占比	Segment Gross Margin %						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	%	54.7%	54.4%	40.4%	39.9%	40.9%
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	%	16.5%	12.3%	15.2%	15.5%	15.6%
销售	Marketing	%	19.7%	18.5%	16.8%	16.6%	16.8%
天然气销售	Natural Gas Marketing	%	9.1%	11.4%	12.7%	13.7%	14.7%
核心财务指标	Core Financial Indicators						
EBIT	EBIT	Rmb mn	253256	241502	234711	239990	249839
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	478430	472833	435085	459129	479862
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	18538	18644	18000	17500	17500
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	161144	164676	158454	161660	168537
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	187130	173287	168454	171660	178537
EPS	EPS	Rmb/sh	0.88	0.90	0.87	0.88	0.92
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	1.02	0.95	0.92	0.94	0.98
BVPS	BVPS	Rmb/sh	7.90	8.28	8.68	9.13	9.61

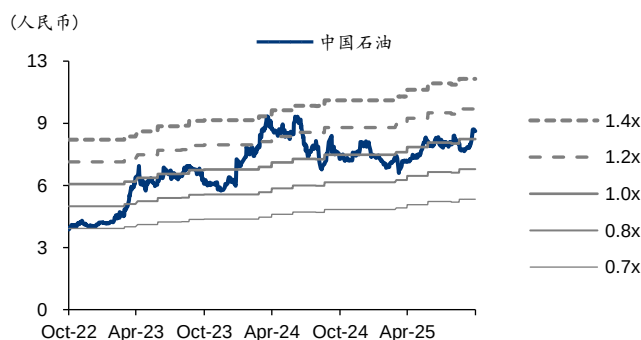
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表5: 中国石化 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 中国石化 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	658,520	590,844	569,767	556,202	572,977
现金	269,873	216,246	201,429	198,727	202,409
应收账款	68,761	71,610	65,416	60,760	59,722
其他应收账款	31,090	34,387	29,743	33,527	30,915
预付账款	12,461	14,192	11,913	13,842	12,390
存货	180,533	168,338	175,196	163,274	181,469
其他流动资产	95,802	86,071	86,071	86,071	86,071
非流动资产	2,094,190	2,162,163	2,293,850	2,404,443	2,502,254
长期投资	280,972	290,077	298,077	305,577	313,077
固定投资	468,178	480,407	595,315	690,086	771,894
无形资产	92,744	92,790	90,614	89,192	88,533
其他非流动资产	1,252,296	1,298,889	1,309,843	1,319,588	1,328,750
资产总计	2,752,710	2,753,007	2,863,617	2,960,644	3,075,231
流动负债	689,007	637,317	612,588	596,352	621,705
短期借款	38,979	45,955	75,569	78,603	54,311
应付账款	289,156	272,785	280,559	264,629	290,664
其他流动负债	360,872	318,577	256,460	253,120	276,730
非流动负债	433,082	405,827	450,382	461,963	443,671
长期借款	126,165	74,072	118,627	130,208	111,916
其他非流动负债	306,917	331,755	331,755	331,755	331,755
负债合计	1,122,089	1,043,144	1,062,970	1,058,315	1,065,376
少数股东权益	184,211	194,492	212,842	231,564	251,082
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
资本公积	123,078	121,812	121,812	121,812	121,812
留存公积	1,152,177	1,234,539	1,322,941	1,413,132	1,507,159
归属母公司股东权益	1,446,410	1,515,371	1,587,805	1,670,766	1,758,773
负债和股东权益	2,752,710	2,753,007	2,863,617	2,960,644	3,075,231

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	456,596	406,532	395,024	375,630	443,893
净利润	180,291	183,747	176,804	180,381	188,055
折旧摊销	225,174	231,331	200,374	219,139	230,024
财务费用	18,110	12,552	7,829	8,324	8,182
投资损失	(9,554)	(11,934)	(11,500)	(11,000)	(11,000)
营运资金变动	(3,137)	(31,061)	23,153	(19,566)	30,265
其他经营现金	45,712	21,897	(1,637)	(1,648)	(1,633)
投资活动现金	(255,789)	(307,347)	(318,061)	(316,232)	(314,335)
资本支出	(282,519)	(302,651)	(192,929)	(188,929)	(184,929)
长期投资	7,642	(27,511)	(8,000)	(7,500)	(7,500)
其他投资现金	19,088	22,815	(117,132)	(119,803)	(121,906)
筹资活动现金	(146,572)	(178,876)	(91,780)	(62,099)	(125,876)
短期借款	604.00	6,976	29,614	3,034	(24,292)
长期借款	(43,465)	(52,093)	44,555	11,580	(18,291)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(534.00)	(1,266)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(103,177)	(132,493)	(165,949)	(76,713)	(83,292)
现金净增加额	57,811	(76,524)	(14,817)	(2,701)	3,682

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,011,012	2,937,981	2,877,551	2,838,964	2,891,561
营业成本	2,302,385	2,275,223	2,240,415	2,207,392	2,248,307
营业税金及附加	295,015	266,012	253,224	246,990	248,674
营业费用	70,260	63,190	58,990	58,199	57,831
管理费用	55,023	65,026	58,990	56,779	56,385
财务费用	18,110	12,552	7,829	8,324	8,182
资产减值损失	(28,956)	(14,278)	(24,459)	(24,131)	(24,578)
公允价值变动收益	2,008	4,673	2,000	2,000	2,000
投资净收益	9,554	11,934	11,500	11,000	11,000
营业利润	253,024	255,286	246,637	251,344	261,440
营业外收入	3,128	3,130	3,000	3,000	3,000
营业外支出	18,694	16,914	17,000	17,000	17,000
利润总额	237,458	241,502	232,637	237,344	247,440
所得税	57,167	57,755	55,833	56,963	59,386
净利润	180,291	183,747	176,804	180,381	188,055
少数股东损益	19,147	19,071	18,350	18,722	19,518
归属母公司净利润	161,144	164,676	158,454	161,660	168,537
EBITDA	478,430	472,833	435,085	459,129	479,862
EPS (人民币, 基本)	0.88	0.90	0.87	0.88	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(7.04)	(2.43)	(2.06)	(1.34)	1.85
营业利润	4.31	0.89	(3.39)	1.91	4.02
归属母公司净利润	7.88	2.19	(3.78)	2.02	4.25
获利能力 (%)					
毛利率	23.53	22.56	22.14	22.25	22.25
净利率	5.99	6.25	6.14	6.35	6.50
ROE	11.44	11.12	10.21	9.92	9.83
ROIC	62.04	52.23	43.00	36.53	36.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.76	37.89	37.12	35.75	34.64
净负债比率 (%)	2.51	2.54	3.35	4.62	2.34
流动比率	0.96	0.93	0.93	0.93	0.92
速动比率	0.59	0.54	0.52	0.53	0.50
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.07	1.02	0.97	0.96
应收账款周转率	42.77	41.86	42.00	45.00	48.00
应付账款周转率	7.96	8.10	8.10	8.10	8.10
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.90	0.87	0.88	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	2.22	2.16	2.05	2.43
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.28	8.68	9.13	9.61
估值比率					
PE (倍)	10.34	10.11	10.51	10.30	9.88
PB (倍)	1.15	1.10	1.05	1.00	0.95
EV EBITDA (倍)	3.47	3.54	3.93	3.83	3.62

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国石化（601857 CH）、中国石化股份（857 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国石化（601857 CH）、中国石化股份（857 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司