

优于大市

# 中国石油 (601857. SH)

## 集团首次增持彰显信心，硫磺价格上涨有望提升业绩

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师:	杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120002
证券分析师:	薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120001
证券分析师:	董丙旭	0755-81982570	dongbingxu@guosen.com.cn	执证编码: S0980524090002

### ◆ 石油石化 · 炼化及贸易

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

### 事项:

2025年12月29日公司公告，中国石油集团累计增持公司3000万股A股股份，约占公司已发行总股份的0.02%；中国石油集团全资子公司Fairy King Investments Ltd.累计增持公司1189.6万股H股股份，约占公司已发行总股份的0.01%。

### 国信化工观点:

- 1) 集团拟增持28-56亿元A股及H股股份，首次增持彰显信心：**中国石油天然气股份有限公司（以下简称公司）于2025年4月8日在上海证券交易所网站披露了《中国石油天然气股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》，公司控股股东中国石油天然气集团有限公司（以下简称中国石油集团）计划自2025年4月8日起12个月内增持公司A股及H股股份，拟增持金额不少于人民币28亿元，不超过人民币56亿元。截至2025年12月29日，中国石油集团累计增持公司3000万股A股股份、1189.6万股H股股份。
- 2) 公司硫磺产能超过350万吨/年，硫磺价格上涨有望提升业绩：**硫磺是炼化副产品，供给端俄罗斯炼厂遭袭停产，需求端磷肥、制酸需求刚性，硫磺供需紧平衡，2024年下半年起价格持续上行。目前国内固体/液体硫磺均价分别达3750元/吨、3800元/吨，同比涨幅均超150%。公司旗下炼厂合计硫磺产能超过350万吨/年，且硫磺为副产物，成本以固定费用为主，价格上涨将显著增厚利润。
- 3) 海外炼厂关停叠加国内反内卷，公司是国内炼油、乙烯、芳烃龙头有望受益：**目前全国炼油产能已突破10亿吨/年，为全球第一，但产能利用率却已跌至70%左右，结构性过剩逾3亿吨。除炼油能力过剩外，国内曾经长期短缺的大宗石化产品如烯烃和芳烃也已经迎来供给饱和与过剩，2024年底国内聚烯烃年产能7800万吨，产量6225万吨，过剩1000万吨以上；2024年底我国PTA产能达8601.5万吨，产量为7180万吨，同样过剩近1000万吨。《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》指出，石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏。公司作为国内炼油、乙烯、芳烃龙头有望充分受益。
- 4) 投资建议：**维持盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为1674/1709/1740亿元，摊薄EPS为0.91/0.93/0.95元，对于当前A股PE为11.2/11.0/10.8x，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 集团拟增持 28–56 亿元 A 股及 H 股股份，首次增持彰显信心

中国石油天然气股份有限公司（以下简称公司）于 2025 年 4 月 8 日在上海证券交易所网站披露了《中国石油天然气股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》，公司控股股东中国石油天然气集团有限公司（以下简称中国石油集团）计划自 2025 年 4 月 8 日起 12 个月内增持公司 A 股及 H 股股份，拟增持金额不少于人民币 28 亿元，不超过人民币 56 亿元。截至 2025 年 12 月 29 日，中国石油集团累计增持公司 3000 万股 A 股股份、1189.6 万股 H 股股份。

### ◆ 公司硫磺产能超过 350 万吨/年，硫磺价格上涨有望提升业绩

硫磺是炼化副产品，供给端俄罗斯炼厂遭袭停产，需求端磷肥、制酸需求刚性，硫磺供需紧平衡，2024 年下半年起价格持续上行。目前国内固体/液体硫磺均价分别达 3750 元/吨、3800 元/吨，同比涨幅均超 150%。公司旗下炼厂合计硫磺产能超过 350 万吨/年，且硫磺为副产物，成本以固定费用为主，价格上涨将显著增厚利润。

### ◆ 海外炼厂关停叠加国内反内卷，公司是国内炼油、乙烯、芳烃龙头有望受益

目前全国炼油产能已突破 10 亿吨/年，为全球第一，但产能利用率却已跌至 70%左右，结构性过剩逾 3 亿吨。除炼油能力过剩外，国内曾经长期短缺的大宗石化产品如烯烃和芳烃也已经迎来供给饱和与过剩，2024 年底国内聚烯烃年产能 7800 万吨，产量 6225 万吨，过剩 1000 万吨以上；2024 年底我国 PTA 产能达 8601.5 万吨，产量为 7180 万吨，同样过剩近 1000 万吨。《石化化工行业稳增长工作方案（2025–2026 年）》指出，石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏。公司作为国内炼油、乙烯、芳烃龙头有望充分受益。

### ◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

维持盈利预测，预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 11.2/11.0/10.8x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	PE			2024	2025E	2026E	2025E
				2024	2025E	2026E				
600938.SH	中国海油	优于大市	29.86	2.90	2.76	2.81	10.2	10.8	10.6	1.9
601857.SH	中国石油	优于大市	10.25	0.90	0.91	0.93	10.0	11.2	11.0	1.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 12 月 30 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

### ◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

## 相关研究报告：

- 《中国石油（601857.SH）-天然气板块盈利大幅改善，第三季度归母净利润 423 亿元》——2025-10-31
- 《中国石油（601857.SH）-中俄签署 500 亿方天然气管道建设设备忘录，天然气市场化改革持续深化》——2025-09-08
- 《中国石油（601857.SH）-天然气量价齐升，盈利稳定凸显韧性》——2025-08-29
- 《中国石油（601857.SH）-天然气市场化改革持续深化，龙头有望充分受益》——2025-08-09

《中国石油 (601857. SH) -油气产储日新月异，炼化产能减油增特》 ——2025-06-19

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	269873	216246	119046	100000	100000	营业收入	3011012	2937981	2990689	3047173	3104758
应收款项	99802	104032	98324	100181	102074	营业成本	2302385	2275223	2296266	2354595	2401932
存货净额	180533	168338	131089	133661	135626	营业税金及附加	295015	266012	269162	274246	279428
其他流动资产	100908	99412	89721	91415	93143	销售费用	70260	63190	65795	67038	68305
<b>流动资产合计</b>	<b>658520</b>	<b>590844</b>	<b>440995</b>	<b>428074</b>	<b>433659</b>	管理费用	55023	65026	63525	64655	65807
固定资产	665611	695374	762476	813471	848234	研发费用	21957	23014	22430	22854	23286
无形资产及其他	92744	92790	94078	95367	96655	财务费用	18110	12552	6222	3239	2577
投资性房地产	1054863	1083922	1083922	1083922	1083922	投资收益	9554	11934	10000	12000	12000
长期股权投资	280972	290077	293077	296077	299077	资产减值及公允价值变动	(26948)	(9605)	(8000)	(8000)	(8000)
<b>资产总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2674549</b>	<b>2716910</b>	<b>2761547</b>	其他收入	199	(3021)	(22430)	(22854)	(23286)
短期借款及交易性金融负债	156795	147712	50000	53532	77796	营业利润	253024	255286	269289	264546	267424
应付款项	309887	287680	262178	267323	271253	营业外净收支	(15566)	(13784)	(20000)	(10000)	(8500)
其他流动负债	222325	201925	201438	205384	208446	<b>利润总额</b>	<b>237458</b>	<b>241502</b>	<b>249289</b>	<b>254546</b>	<b>258924</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>689007</b>	<b>637317</b>	<b>513616</b>	<b>526239</b>	<b>557495</b>	所得税费用	57167	57755	62322	63637	64731
长期借款及应付债券	143198	98072	68072	38072	8072	少数股东损益	19147	19071	19686	20101	20447
其他长期负债	289884	307755	308255	308755	309255	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>161144</b>	<b>164676</b>	<b>167281</b>	<b>170809</b>	<b>173746</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>433082</b>	<b>405827</b>	<b>376327</b>	<b>346827</b>	<b>317327</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1122089</b>	<b>1043144</b>	<b>889943</b>	<b>873066</b>	<b>874822</b>	<b>净利润</b>	<b>161144</b>	<b>164676</b>	<b>167281</b>	<b>170809</b>	<b>173746</b>
少数股东权益	184211	194492	202322	210318	218451	资产减值准备	(8277)	(14678)	1841	1486	1057
股东权益	1446410	1515371	1582283	1633526	1668275	折旧摊销	210347	215967	176768	193231	209891
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2674549</b>	<b>2716910</b>	<b>2761547</b>	公允价值变动损失	26948	9605	8000	8000	8000
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	18110	12552	6222	3239	2577
每股收益	0.88	0.90	0.91	0.93	0.95	营运资本变动	(4229)	(59012)	29001	4953	2963
每股红利	0.58	0.58	0.55	0.65	0.76	其它	14793	21443	5989	6509	7076
每股净资产	7.90	8.28	8.65	8.93	9.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>400726</b>	<b>338001</b>	<b>388880</b>	<b>384988</b>	<b>402734</b>
ROIC	12%	11%	13%	12%	12%	资本开支	0	(216470)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	11%	11%	10.6%	10.5%	10.4%	其它投资现金流	(3528)	4588	0	0	0
毛利率	24%	23%	23.22%	22.73%	22.64%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(14829)</b>	<b>(220987)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%	9%	权益性融资	3576	2393	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	15%	15%	15%	负债净变化	(43465)	(52093)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	-7%	-2%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(106304)	(106259)	(100368)	(119566)	(138997)
净利润增长率	8%	2%	2%	2%	2%	其它融资现金流	(45111)	143670	(97712)	3532	24263
资产负债率	47%	45%	41%	40%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(341073)</b>	<b>(170641)</b>	<b>(228080)</b>	<b>(146034)</b>	<b>(144734)</b>
股息率	5.7%	5.7%	5.4%	6.4%	7.4%	<b>现金净变动</b>	<b>44824</b>	<b>(53627)</b>	<b>(97200)</b>	<b>(19046)</b>	<b>0</b>
P/E	11.6	11.4	11.2	11.0	10.8	货币资金的期初余额	225049	269873	216246	119046	100000
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	货币资金的期末余额	269873	216246	119046	100000	100000
EV/EBITDA	6.3	6.3	6.1	6.0	5.8	企业自由现金流	0	127286	155902	141023	157355
						权益自由现金流	0	218863	23524	112126	149686

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032