

## 公司研究

## 二十五载风雨兼程，国之柱石再启航

## ——中国石化（600028.SH/0386.HK）动态跟踪报告

## 要点

**二十五载风雨兼程，国之柱石再启航。**2025年是公司H股上市25周年，回顾公司25年上市史，其历程充分展现了公司在国家能源战略中的核心地位与卓越的进化能力。公司作为国内最大的油气生产商之一和最大的炼油企业，其稳健的油气产量、庞大的石油储备体系和覆盖全国的网络，共同构成了国家能源安全最可靠的防线。此外，在“双碳”目标指引下，公司正以积极的姿态拥抱变革，从传统意义上的“化石能源巨头”转型为绿色转型的坚定实践者和引领者。

**全产业链构筑盈利护城河，一体化布局穿越周期波动。**（1）上游方面，公司上游板块以“增储上产”为核心，页岩油示范区累产超100万吨，页岩气探明储量超1万亿方，建成顺北等三大“深地工程”。海外布局覆盖23国，构建“资源-技术-市场”协同发展格局。（2）中游方面，公司中游板块构建全球领先炼能与智能化炼化基地，终端网络覆盖3万座加油站及2.8万余家易捷便利店；化工业务“基础+高端”双轮驱动，SBC、POE催化剂等高端项目投产，并通过化销四大区域差异化策略强化产销协同，支撑中游高质量发展。（3）下游方面，公司下游业务实施“油转化”、“油转特”战略，优化炼油结构以应对需求变化，推动荆门石化等基地特种油品技术突破；同步布局氢能、充换电及光伏等新能源业务，探索地热、风电等；并建成多家智能工厂，依托“线上中石化”发展汽服、餐饮等新业态，驱动下游向绿色化、智能化、多元化升级。

**未来增长新引擎：绿色转型与产业升级。**公司以“油转化”、“油转特”战略优化炼油结构，提升化工品及高端特种油品比例，荆门石化等基地实现技术突破；同步布局氢能全产业链（制储运加用），依托加油站网络的综合能源服务站战略布局充换电以及光伏产业，并对地热、风电等清洁能源积极探索；加速数字化转型，建成多家智能工厂，依托“线上中石化”发展汽服、餐饮等新业态，向绿色化、智能化、多元化综合能源服务商转型。

**公司治理与改革：价值重塑的深层驱动力。**公司持续推进国企改革深化行动，通过“对标世界一流管理提升行动”优化治理效能，深化市场化经营机制改革，全面推行经理层任期制与契约化管理，激发组织活力，为“提质增效”提供制度保障。在此背景下，公司ESG表现持续提升，制定清晰的“双碳”实施路径，ESG评级位居同业前列，吸引长期资金积极配置。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司25-27年盈利预测，预计公司25-27年归母净利润分别为401、462、514亿元，折合EPS分别为0.33、0.38、0.43元/股。维持公司A股和H股的“买入”评级。

**风险提示：**油气价格大幅波动、炼化项目进度不及预期、炼化产品需求下行。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	32,122	30,746	29,055	29,191	29,556
营业收入增长率	-3.19%	-4.29%	-5.50%	0.47%	1.25%
归母净利润(亿元)	605	503	401	462	514
归母净利润增长率	-8.81%	-16.79%	-20.22%	15.04%	11.35%
EPS(元)	0.51	0.41	0.33	0.38	0.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.50%	6.14%	4.76%	5.28%	5.64%
P/E(A股)	12.2	14.9	18.6	16.2	14.5
P/E(H股)	8.4	10.2	12.8	11.1	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-01-06；汇率：按1HKD=0.90131CNY换算 注：2023年公司总股本为1193.49亿股，2024年公司总股本为1212.82亿股，2025年起公司总股本为1209.26亿股

## A股：买入（维持）

当前价：6.18元

## H股：买入（维持）

当前价：4.70港元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师：王礼洙

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1209.26
总市值(亿元)	7473.20
一年最低/最高(元)	5.04/6.44
近3月换手率	9.72%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.04	13.57	-27.71
绝对	3.69	15.30	-1.51

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3归母净利润环比小幅改善，静待炼化景气修复——中国石化（600028.SH/0386.HK）2025年三季报点评（2025-10-30）

25Q2业绩承压，看好公司转型升级驱动长期竞争力提升——中国石化（600028.SH/0386.HK）2025年半年度业绩预告点评（2025-08-01）

# 目 录

<b>1、二十五载风雨兼程，国之柱石再启航</b> .....	<b>5</b>
1.1 从“破冰者”到“世界巨头”：中国石化的辉煌历程 .....	5
1.2 新时代新使命，保障国家能源安全、实现“双碳”目标的关键角色 .....	5
1.3 穿越周期的现金流创造能力，稀缺的高股息价值股 .....	7
<b>2、全产业链构筑盈利护城河，一体化布局穿越周期波动</b> .....	<b>9</b>
2.1 强化上游勘探开发投入，筑牢能源安全战略根基 .....	9
2.1.1 国内资源储量丰富，稳油增气成效显著 .....	9
2.1.2 成本控制与精益管理，盈利能力穿越周期 .....	11
2.1.3 海外资产布局稳健，贡献多元化收益 .....	12
2.2 深化炼油销售一体化协同，打造产业链价值中枢 .....	13
2.2.1 炼能规模全球领先，公司持续调整结构与提质增效 .....	13
2.2.2 “三万多座加油站”构成的黄金终端网络与品牌价值 .....	14
2.3 拓展基础化工与高端材料双赛道，驱动下游业务增长极 .....	15
<b>3、未来增长新引擎：绿色转型与产业升级</b> .....	<b>18</b>
3.1 推进“油转化”与“油转特”双轨调整，优化炼油业务结构升级 .....	18
3.1.1 降低成品油收率，提高化工品和特色产品比例 .....	18
3.1.2 打造高附加值特种油品和精细化学品 .....	20
3.2 拥抱新能源，打造“第二成长曲线” .....	22
3.3 推进数字化转型战略，驱动全产业链降本增效 .....	24
<b>4、深化公司治理改革，驱动企业价值重塑与竞争力提升</b> .....	<b>25</b>
4.1 国企改革深化，“提质增效”成果显著 .....	25
4.2 强化 ESG 表现，塑造负责任的企业形象 .....	26
<b>5、投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>6、风险分析</b> .....	<b>28</b>

## 图目录

图 1: 公司主要分支机构 .....	6
图 2: 公司历年营业总收入及布伦特油价 .....	7
图 3: 公司历年归母净利润及布伦特油价 .....	7
图 4: 公司历年经营现金流情况 .....	7
图 5: 公司历年各板块资本开支情况 (亿元) .....	7
图 6: 公司 A 股历年每股股息、股息率 .....	8
图 7: 公司 H 股历年每股股息、股息率 .....	8
图 8: 公司历年上游资本开支 (亿元) .....	9
图 9: 公司历年原油产储量 (百万桶) .....	9
图 10: 公司历年天然气产储量 (亿方) .....	9
图 11: “深地工程”基地发展状况 .....	11
图 12: 公司上游板块毛利润拆分 (亿元) .....	11
图 13: 中国石化桶油成本项目 (美元/桶) .....	11
图 14: 2020-2024 年海外权益原油和天然气产量情况 .....	12
图 15: 中石化集团境外业务分布示意图 .....	13
图 16: 中国石化加油站数量和单站年均加油量 .....	15
图 17: 中国石化集团成品油销量 (亿吨) .....	15
图 18: 中国石化易捷门店总数及同比变化 .....	15
图 19: 中国石化易捷门店销售额及同比变化 .....	15
图 20: 公司化工业务产业链布局 .....	16
图 21: 公司历年化工品分类产量 (百万吨) .....	16
图 22: 国内成品油终端消费量及同比增速 .....	18
图 23: 国内航空煤油消费量变化 .....	18
图 24: 2017-2024 年不同维度成品油收率趋势图 (%) .....	19
图 25: 2021 年 1 月-2025 年 4 月不同炼厂开工率走势变化 (%) .....	19
图 26: 我国成品油消费形势及预测 .....	20
图 27: 高端特种油品应用领域 .....	21
图 28: 中国石化智能制造模式构建 .....	25
图 29: 中国石化华证指数 ESG 评级变动 .....	26

## 表目录

表 1: 中国石化发展历程重要节点 .....	5
表 2: 公司主要页岩油产区勘探及开发进展 .....	10
表 3: 2024 年中石化炼能汇总 .....	13
表 4: 部分中国石化高端新材料项目进展 .....	17
表 5: 公司攻关高端特种油品集成技术开发与工业应用历程 .....	21
表 6: 近期公司氢能业务发展成就 .....	22
表 7: 公司积极推进氢能应用现代产业链建设 .....	22

表 8: 公司积极布局重卡充换电项目 .....	23
表 9: 公司建设布局光伏发电站点 .....	23
表 10: 公司盈利预测与估值简表 .....	27

# 1、二十五载风雨兼程，国之柱石再启航

## 1.1 从“破冰者”到“世界巨头”：中国石化的辉煌历程

2025 年是中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”或“公司”）H 股上市 25 周年，回顾公司 25 年上市史，既是中国现代企业制度改革与资本市场发展的缩影，也是一部中国能源工业从小到大、从弱到强的奋斗史诗。其历程充分展现了公司在国家能源战略中的核心地位与卓越的进化能力。

公司前身为成立于 1983 年 7 月的中国石油化工总公司，后于 1998 年重组成立集团公司，2000 年组建股份公司。公司的成立与重组，是国家深化经济体制改革、对标国际一流、打造具有全球竞争力能源化工公司的关键举措。自诞生之初，公司便被赋予了“保障国家能源安全、振兴石化产业”的核心使命。这决定了其不仅仅是一家以盈利为目的的商业公司，更是关系国民经济命脉和战略安全的“国之重器”。

**开创“A+H”上市模式先河，资本市场的“破冰”双星。**公司在成立同年便开启了国际化资本征程，于 2000 年 10 月在香港联合交易所上市，次年 2001 年 8 月 8 日，公司成功在上海证券交易所发行 A 股。这“A+H”的上市模式在当时开创了先河，为公司后续 25 年的高速发展打开了国际资本通道，也奠定了其作为中国资本市场基石蓝筹股的地位。

**公司规模与实力实现跨越式增长。**上市以来，公司通过内涵发展与外延扩张并举，资产规模、营业收入和盈利能力实现了质的飞跃。公司从一家以炼油销售为主的企业，迅速发展成为上下游一体化的全球最大能源化工公司之一，中国石化集团在《财富》世界 500 强中的排名从上市之初稳步提升，2025 年已位列全球第六，其品牌价值享誉全球。

**公司产业链持续完善与夯实。**25 年间，公司通过一系列战略性并购和重大项目建设，不断巩固并优化其全产业链布局。2009 年，公司成功收购总部位于瑞士的 Addax 石油公司，实现了国际化经营的重大突破。同时，公司持续推进重大炼化项目，构筑了从油气勘探开采到石油炼制、化工生产、产品营销的完整产业链，形成了优异的协同效应和抗风险能力。

表 1：中国石化发展历程重要节点

时间节点	重大事件	战略意义
1983 年	中国石油化工总公司成立	国家整合石化产业的起点
1998 年	重组成立中国石油化工集团公司	适应市场经济，迈向现代企业制度
2000 年	组建股份公司，H 股在海外上市	建立国际化资本平台，开启现代化治理
2001 年	A 股在上海证券交易所上市	完成“A+H”股架构，夯实国内资本基础
2009 年	收购瑞士 Addax 石油公司	国际化经营取得重大突破
2021 年	启动全球首套万吨级绿电制氢项目	向绿色低碳转型的标志性工程
2025 年	中国石化集团位列《财富》世界 500 强第 6 位	综合实力获得全球认可

资料来源：公司官网，央视网等，光大证券研究所整理

## 1.2 新时代新使命，保障国家能源安全、实现“双碳”目标的关键角色

当前，世界正经历百年未有之大变局，能源行业面临保障安全与绿色转型的双重挑战。在此背景下，公司的角色不仅未曾削弱，反而愈发关键与多元化。公

司作为国内最大的油气生产商之一和最大的炼油企业，其稳健的油气产量、庞大的石油储备体系和覆盖全国的网络，共同构成了国家能源安全最可靠的防线。此外，在“双碳”目标指引下，公司正以积极的姿态拥抱变革，从传统意义上的“化石能源巨头”转型为绿色转型的坚定实践者和引领者。

公司现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 100 余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。

图 1: 公司主要分支机构



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

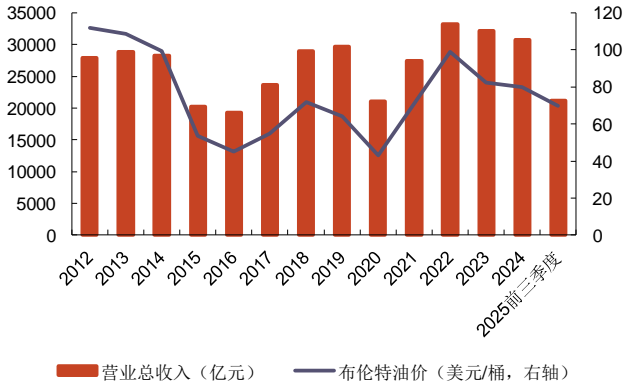
**公司是保障国家能源安全的“压舱石”。**增储上产多点突破，油气产量连创历史新高。2024 年，公司全年油气当量产量达 515.35 百万桶，同比增长 2.2%，其中境内原油产量 254.00 百万桶，天然气产量 14004 亿立方英尺，同比增长 4.7%，确保了国内能源供应的基本盘。十多年时间里，公司累计生产原油 3.67 亿吨，累计生产天然气 2825.19 亿立方米。公司将增强国内能源自主保障能力作为战略基点，加强天然气产供储销体系建设，加快储气能力建设，资源保障能力和抗风险能力全方位提升。截至 2024 年，中国石化累计供应天然气 4097.5 亿立方米，有力保障我国重点区域和民生用气平稳供应。

**公司是引领石化行业绿色低碳转型的“排头兵”。**公司勇担引领产业发展之责，围绕构建以能源资源为基础，以洁净油品、现代化工为两翼，以新能源、新材料、新经济为重要增长极的“一基两翼三新”产业格局，公司不断增强绿色能源供给能力，构建制氢—储运—加注产业链，拓展光伏发电、地热能等清洁能源应用场景，打造“油气氢电服”综合能源服务站，实现传统油气产业与新能源业务的协同发展，2024 年，新能源供给量折标煤 580 多万吨。公司持续提升能源利用效率，加强能耗和碳排放“双控”管理，确保碳排放水平达到行业领先。

### 1.3 穿越周期的现金流创造能力，稀缺的高股息价值股

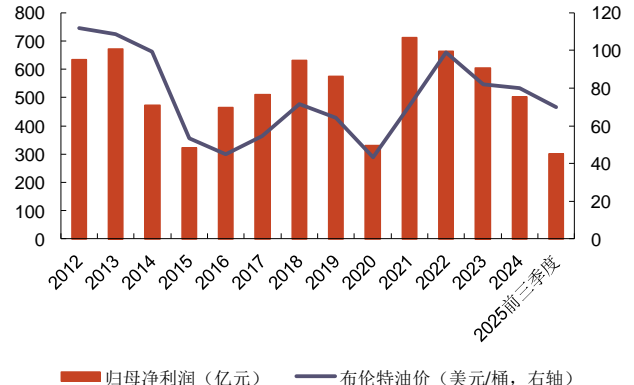
**全产业链业务布局，保障公司稳固的盈利基本盘。**营业收入方面，公司产品价格随油价波动较大，因此公司营业收入与油价关系较强。归母净利润方面，公司上下游一体化程度较高，高油价时上游板块创造利润，但下游板块相对承压，低油价时下游板块业绩回升，但上游板块盈利较弱。综合来看公司盈利能力一定程度上受油价影响，但和下游炼油产品及化工品景气度相关性更强。历史长周期看，即便在炼化行业景气底部阶段公司每年依然能维持 300 亿元以上的归母净利润水平，全产业链业务布局保障公司稳固的盈利基本盘。

图 2：公司历年营业总收入及布伦特油价



资料来源：wind，光大证券研究所整理

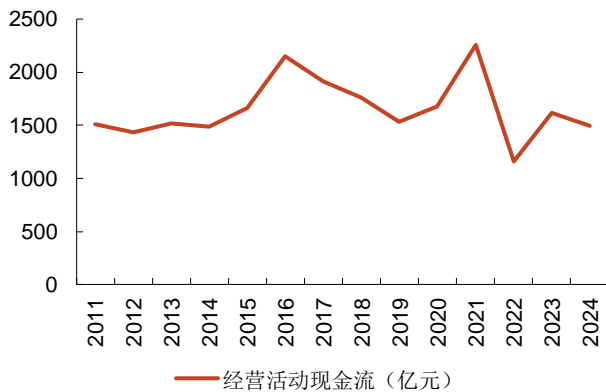
图 3：公司历年归母净利润及布伦特油价



资料来源：wind，光大证券研究所整理

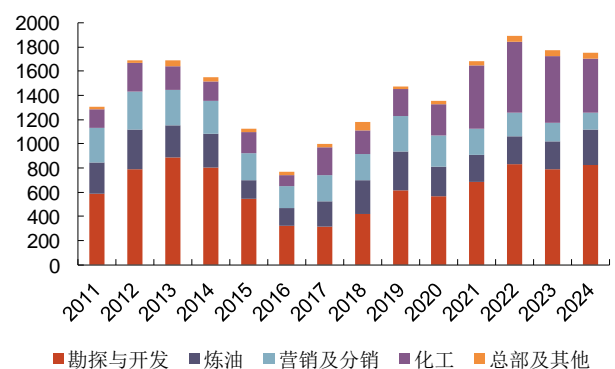
**穿越周期的现金流创造能力，资本开支维持高位。**经营现金流方面，公司拥有穿越周期的现金流创造能力，2011-2024 年，公司年均经营现金流 1654 亿元。公司稳定的现金流创造能力体现出公司高效的营运资本管理能力。近年来，公司资本开始维持在历史高位，其中上游及炼化板块是公司资本开支重点领域，一方面体现出公司保障国家能源安全推进增储上产的决心，另一方面体现出公司坚定推进化工业务转型升级，引领公司向综合能源服务商转型的深远布局。

图 4：公司历年经营现金流情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

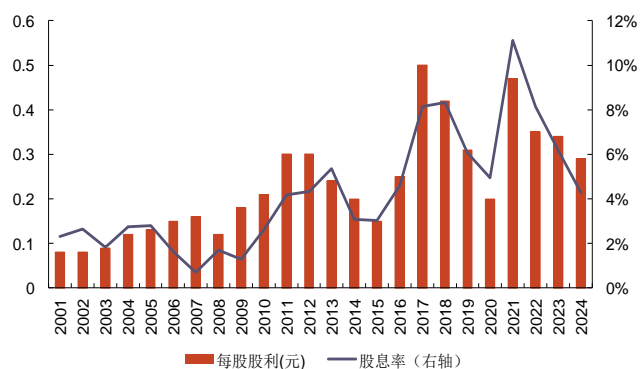
图 5：公司历年各板块资本开支情况（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

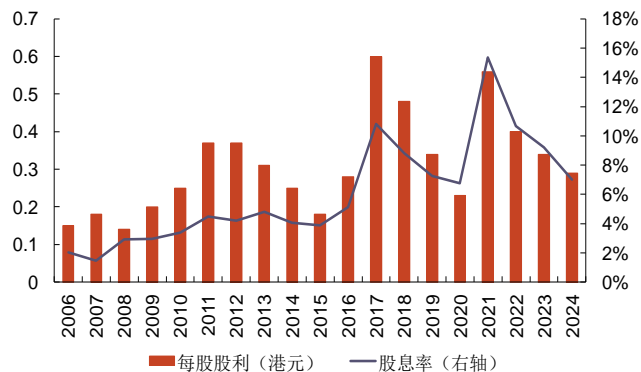
**长期实行高分红政策，持续回购，保障股东高回报。**公司上市以来 A、H 股的平均分红率分别为 52.34%、54.04%，2024 年公司 A、H 股的股息率分别为 4.3%、7.0%。截至 2025 年 11 月 30 日，公司累计回购 A 股 40.2 亿元。公司长期实行高分红政策，2022 年以来持续回购，保障股东高回报。

图 6：公司 A 股历年每股股息、股息率



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 7：公司 H 股历年每股股息、股息率



资料来源：wind，光大证券研究所整理

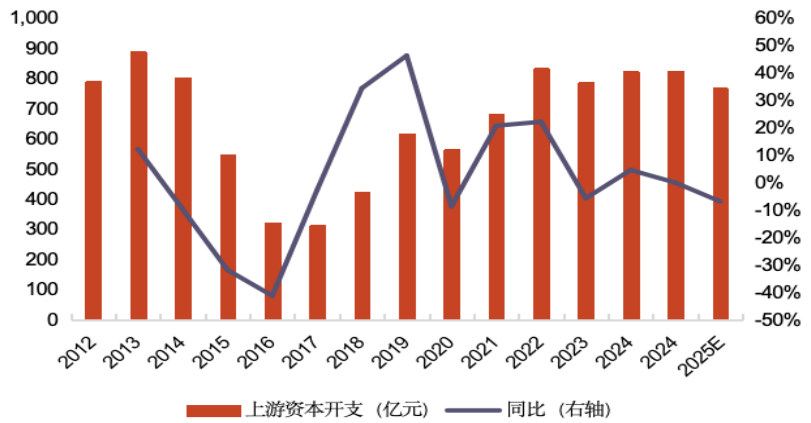
## 2、全产业链构筑盈利护城河，一体化布局穿越周期波动

### 2.1 强化上游勘探开发投入，筑牢能源安全战略根基

#### 2.1.1 国内资源储量丰富，稳油增气成效显著

保障上游资本开支，加大“增储上产”力度。公司响应国家“增储上产”号召，注重投资的质量和效益，持续优化投资项目管理，2024年公司实现资本开支1750亿元，同比-1%，其中上游资本支出823亿元，同比+5%。2025年公司计划资本支出1643亿元，其中上游计划资本支出为767亿元，仍然维持较高水平。公司22-24年上游板块资本开支维持高位，保障上游油气产量增长。

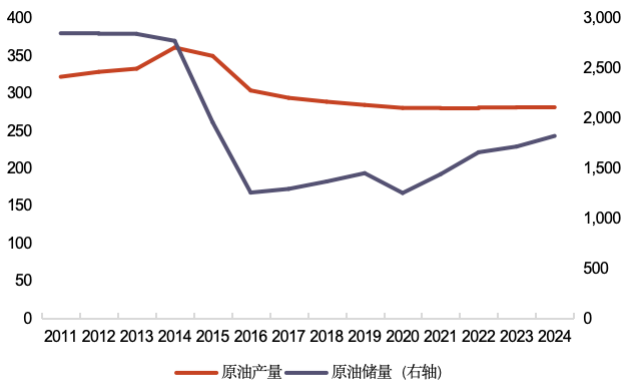
图8：公司历年上游资本开支（亿元）



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

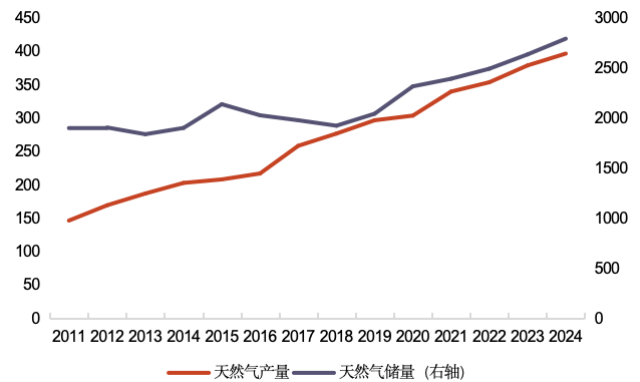
原油储量近年来持续提升，天然气产储量维持长周期增长。2020-2024年原油储量从12.52亿桶增长到18.22亿桶，年化增长率为9.8%，2024年原油储量同比+6%。2020-2024年天然气储量从2318亿方增长到2794亿方，年化增长率为4.8%，2024年公司天然气储量同比+6%，天然气产量397亿方，同比+5%。

图9：公司历年原油产储量（百万桶）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图10：公司历年天然气产储量（亿方）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

前瞻布局页岩油开发示范基地。公司响应国家“增储上产”号召，积极推动页岩油勘探和开发技术攻关工作，在示范区内克服资源开发难度大的困难，取得

了一系列勘探开发成果。2025 年以来页岩气开发硕果累累，例如 2025 年 2 月，我国首个陆相断陷盆地页岩油国家级示范区——胜利济阳页岩油国家级示范区累产突破 100 万吨。该示范区估算资源量达 105 亿吨，已落实页岩油控制预测储量 20.21 亿吨，2024 年产油突破 50 万吨，提前一年实现示范区产量目标，有效助力陆相页岩油勘探开发理论创新、技术创新和管理创新，引领我国陆相断陷盆地页岩油高质量发展。

表 2：公司主要页岩油产区勘探及开发进展

盆地名称	油田名称	发布时间	事件内容
渤海湾盆地、准噶尔盆地等	胜利油田	2021-11	胜利油田济阳页岩油勘探多点开花，首批上报预测石油地质储量 4.58 亿吨，已具备全面勘探开发条件
		2022-09	中国石化胜利济阳陆相断陷湖盆页岩油国家级示范区揭牌，预计到“十四五”末，该示范区将实现页岩油探明地质储量 1 亿吨，新建产能 100 万吨，年产页岩油当量 50 万吨
		2023-06	胜利济阳页岩油国家级示范区牛页一区试验井组部署的 20 口井全部完钻，于 5 月中旬开始压裂施工
		2025-02	该示范区估算资源量达 105 亿吨，已落实页岩油控制预测储量 20.21 亿吨，2024 年产油突破 50 万吨，提前一年实现示范区产量目标，引领我国陆相断陷盆地页岩油高质量发展。
江汉盆地	江汉油田	2025-07	江汉油田在忠县境内累计完成投资超 22 亿元，开钻油气井 39 口、投产 19 口，累计生产页岩油 4.4 万吨、天然气 4800 万方，实现产值超 2 亿元、上缴税费 2400 余万元。目前，忠县正加速产建，计划在 2030 年前将建成年产 50 万吨页岩油生产基地，加快形成百亿级页岩油产业集群。
四川盆地	涪陵油气田	2024-12	涪陵页岩气田再获新突破，新增 1213.56 亿立方米探明地质储量顺利通过自然资源部审定，至此，气田累计提交探明地质储量达 10188.8 亿立方米，成为中国石化首个万亿立方米页岩气田。
四川盆地	复兴油田	2025-08	重庆首座油田、四川盆地首个页岩层系油田——复兴油田首期探明储量通过自然资源部评审。复兴油田首期探明 2010.06 万吨石油、123.52 亿立方米天然气，一举打破四川盆地“产气不产油”的固有印象。

资料来源：中国石化官网，国家能源局等，光大证券研究所整理

**公司持续推动我国页岩气产业高质量发展。**公司在 2012 年底发现了涪陵页岩气田，拉开了中国页岩气商业化开发的序幕，使我国成为除美国、加拿大之外第三个实现页岩气商业化开发的国家，截至 2025 年 9 月涪陵页岩气田累计探明储量 10188.8 亿方，累产超 760 亿方。随后，公司不断向深层进军，2018 年，探明我国首个储量超千亿立方米的深层页岩气田——威荣页岩气田，并实现了规模开发。2024 年 8 月，探明永川、红星两个千亿方级页岩气田，为川渝千亿方天然气生产基地建设、保障国家能源安全作出了积极贡献。2025 年 9 月 17 日，据中国石化新闻办消息，公司“深地工程·川渝天然气基地”再获重大进展，公司部署在四川省资阳页岩气田的 2 口评价井测试产量均超百万立方米，其中资页 2-501HF 井试获日产气 140.7 万立方米，刷新我国页岩气测试产量最高纪录。

**加速构建深层油气开发示范基地。**“十四五”以来，公司积极响应习近平总书记“向地球深部进军”号召，不断探索深地油气领域，先后建成顺北油气田基地、济阳页岩油基地、川渝天然气基地三大“深地工程”。其中，顺北油气田基地是我国首个以“深地工程”命名的油气项目，被誉为“深地一号”，率先突破了 8000 米超深层油气勘探禁区。济阳页岩油基地建设高质量推进，截至 2025 年 10 月，探明储量 1.4 亿余吨、控制储量 1.6 亿吨。川渝天然气基地建设捷报频传，在深层-超深层常规天然气领域，先后发现普光、元坝、川西、合兴场、通南巴等 5 个千亿立方米大气田；在深层-中深层非常规天然气领域，探明 1 个万亿立方米气田涪陵页岩气田，威荣、綦江、南川、永川、红星 5 个千亿立方米页岩气田。

图 11：“深地工程”基地发展状况



“深地工程”顺北油气田基地

- 8000 米以深油气井 140 余口，发现 4 个亿吨级油气区
- 建成年产 300 万吨产能阵地，累计油气产量当量超 1460 万吨

“深地工程”济阳页岩油基地

- 探明储量 1.4 亿余吨、控制储量 1.6 亿吨
- 新兴油田成为我国首个通过自然资源部评审备案的亿吨级页岩油田

“深地工程”川渝天然气基地

- 在深层-超深层常规天然气领域，先后发现 5 个千亿立方米大气田
- 在深层-中深层非常规天然气领域，探明 1 个万亿立方米气田涪陵页岩气田、5 个千亿立方米页岩气田

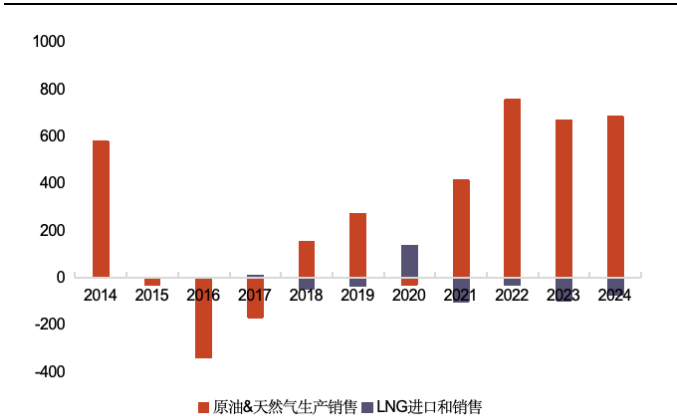
资料来源：中国石化报，光大证券研究所整理 注：数据截至 2025.10

2.1.2 成本控制与精益管理，盈利能力穿越周期

**成本精益管控，桶油成本近年来持续下降。**进一步对公司上游板块毛利润进行拆分，我们认为，上游板块盈利维持高位得益于公司桶油成本的控制和 LNG 进口业务亏损的收窄。桶油成本方面，公司作业费和 DD&A 长期呈下降趋势，作业费由 2017 年的 15.93 美元/桶下降为 2024 年的 14.15 美元/桶，DD&A 由 2017 年的 22.06 美元/桶下降为 2024 年的 13.6 美元/桶。勘探费用和资源税维持一定额度，而石油特别收益金的征收随油价而变化，油价降低会大幅减少石油特别收益金的额度。

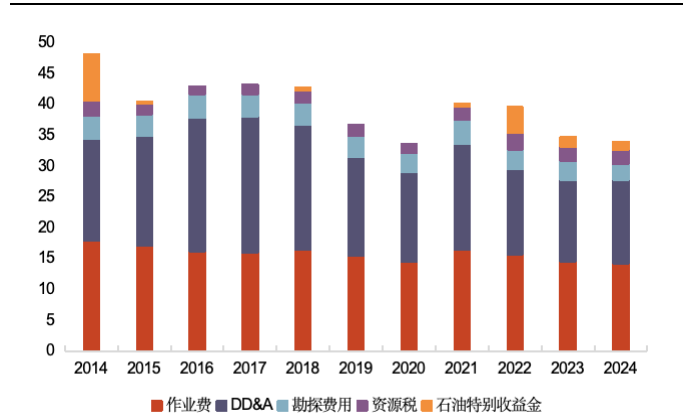
**LNG 减亏改善上游盈利。**LNG 进口方面，2024 年全球天然气市场在经历地缘冲突、价格波动与绿色转型等多重挑战中逐步回稳，公司全力巩固成品油市场份额，积极开拓充换电和非油业务等新业态，全方位推进转型发展，努力抵消新能源、车用 LNG 替代等因素影响，全年液态 LNG 销量同比增长 112.3%，气化 LNG 销量同比降低 12.4%，LNG 进口和销售的毛利润相较于 23 年相比减亏，提振了上游板块盈利能力。

图 12：公司上游板块毛利润拆分（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 13：中国石化桶油成本项目（美元/桶）

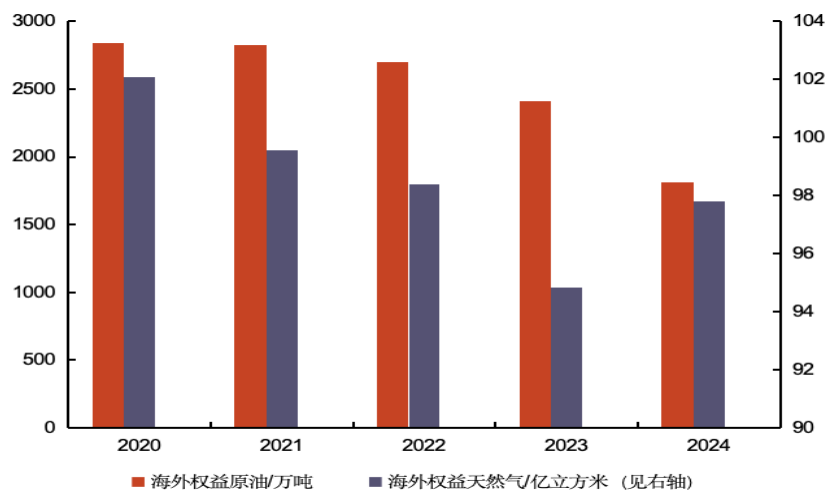


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 2.1.3 海外资产布局稳健，贡献多元化收益

2024 年公司积极参与国际能源合作和全球市场竞争，助力共建“一带一路”能源合作高质量发展，着力优化全球业务布局。境外油气勘探开发方面，截至 2024 年底，公司在全球 23 个国家投资 48 个油气勘探开发项目，持续巩固油气并举、海陆兼顾的总体境外油气布局。2024 年，中石化集团境外油气投资深入实施增储上产，完成二维地震采集 1006 千米、完钻探井 44 口，新增权益 2P 储量和 2C 资源量 511 万吨油当量；新钻开发井 466 口，新建权益产能 218 万吨，境外权益油气产量 2651.67 万吨油当量，其中原油 1810.42 万吨、天然气 97.82 亿立方米。持续优化资产结构，大力推动新项目开发工作，签约或交割 7 个项目；坚持推进低效无效资产处置，哈萨克斯坦 ARMAN 等项目实现退出变现。

图 14：2020-2024 年海外权益原油和天然气产量情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

境外炼销化储合资合作方面，截至 2024 年底，公司在全球 7 个国家和地区投资 9 个项目，拥有炼油权益能力 750 万吨/年、仓储权益能力 161.3 万立方米、润滑油脂权益能力 16 万吨/年、丁腈橡胶权益能力 1.19 万吨/年。2024 年完成哈萨克斯坦聚乙烯项目最终投资决策及政府报批，推进沙特延布炼厂+项目可行性研究及协议签署，同步实施新加坡润滑油工厂扩能。



河南	洛阳	洛阳石化	1000	100%
新疆	库车	塔河石化	500	100%
上海		上海石化	1600	51.41%
		高桥石化	1250	55%
江苏	南京	扬子石化	1250	100%
		金陵石化	1800	100%
浙江	宁波	镇海炼化	4000	100%
湖北	武汉	武汉石化	850	59%
	荆门	荆门石化	650	100%
湖南	岳阳	湖南石化	1500	74.69%
江西	九江	九江石化	800	100%
安徽	安庆	安庆石化	800	100%
广西	北海	北海炼化	640	98.98%
	广州	广州石化	1275	100%
广东	湛江	湛江东兴石化	500	100%
		中科炼化	1000	90.30%
	茂名	茂名石化	1800	100%
海南	海口	海南炼化	920	100%
福建	泉州	福建联合石化	1200	50%
<b>权益炼能合计</b>			<b>27533</b>	

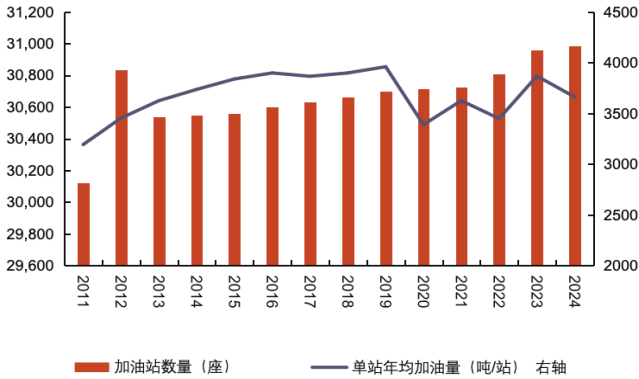
资料来源：中石化各分公司官网，光大证券研究所整理

## 2.2.2 “三万多座加油站”构成的黄金终端网络与品牌价值

**打造数万座加油站与易捷矩阵，非油 330 亿营收驱动综合能源服务升级。**公司拥有全球第二大的加油站网络和中国最大的便利店零售网络，2024 年油气经营规模超 2 亿吨，非油品营业收入超 330 亿元。公司在营加油站保持在 3 万座以上，易捷便利店达到 2.8 万多家，它们遍布于中国境内（含香港）的城区、干道、高速公路、农村、水上等，业务范围涵盖成品油、天然气、非油品、润滑油、燃料油、新能源和其他石化产品，为政府机关、企事业单位、社会广大消费者提供一流的服务。公司坚持“油气并举、油非互促、油氢电混合、线上线下互动”的发展思路，推进油气业务稳定增长、新业务快速拓展，着力构建“一基两翼三新”产业格局，深挖加油站“人·车·生活”生态圈商业价值，加快向“油气氢电服”现代化综合能源服务商迈进。

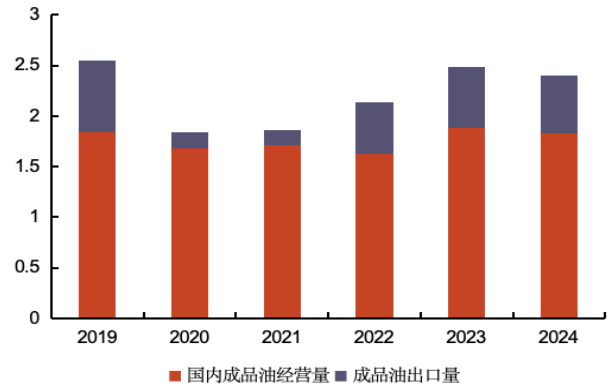
**销售渠道优势愈发显著，非油业务强劲发展。**公司坚持以市场为导向、以效益为中心，充分挖掘全产业链优势，强化资源统筹能力。积极拓宽多维度销售渠道：1) 大力开展主题营销和差异化营销，汽油和航煤经营量持续增长。2) 充分发挥现有终端网络优势，全力推动充电和加气网络发展，充电量和车用 LNG 经营量同比大幅增长。3) 推进氢能交通稳步发展，积极向“油气氢电服”综合能源服务商转型。4) 加强自有品牌商品建设，持续丰富易捷多元化业态，提升非油业务经营质量。

图 16: 中国石化加油站数量和单站年均加油量



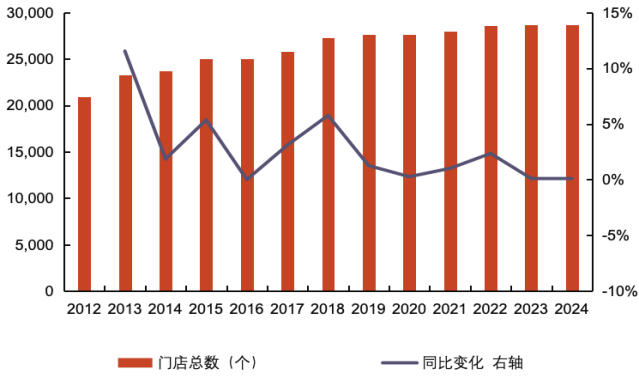
资料来源: ifind, 光大证券研究所整理

图 17: 中国石化集团成品油销量 (亿吨)



资料来源: 中国石化集团年报, 光大证券研究所整理

图 18: 中国石化易捷门店总数及同比变化



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 19: 中国石化易捷门店销售额及同比变化

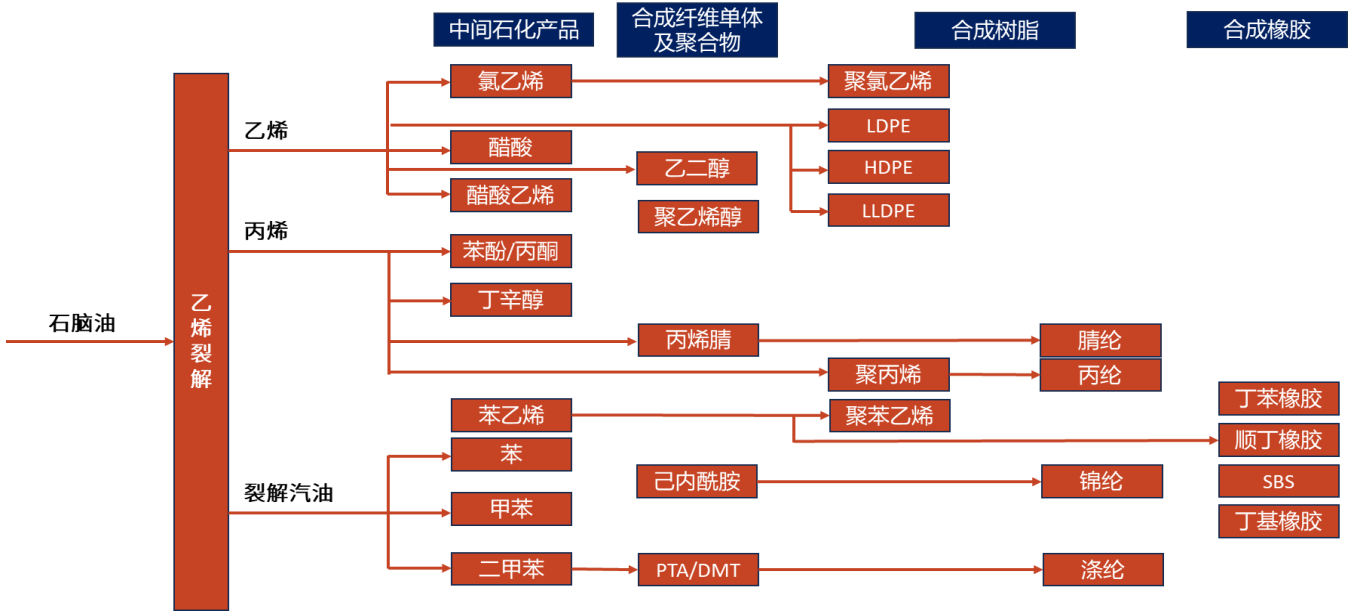


资料来源: wind, 光大证券研究所整理

## 2.3 拓展基础化工与高端材料双赛道，驱动下游业务增长极

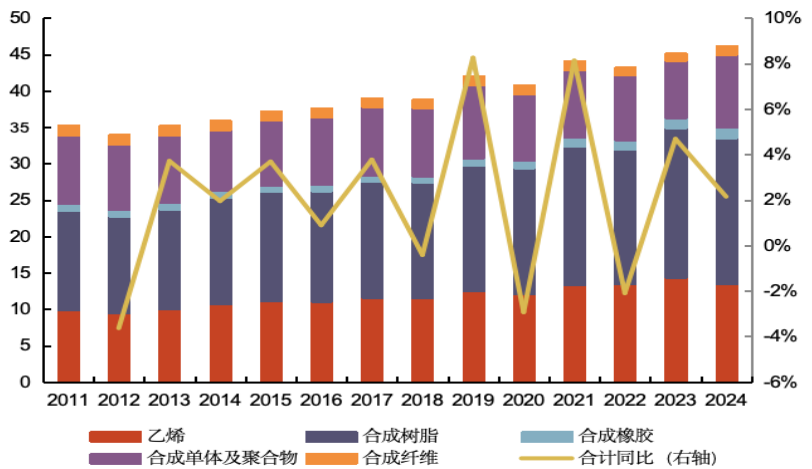
**基础化工品规模优势稳固，保障产业链安全。**公司的化工业务覆盖石化全产业链，以石脑油裂解制乙烯为核心，发展下游各类化工品，主要包括中间石化产品（氯乙烯、醋酸乙烯、甲苯、二甲苯等）、合成纤维单体及聚合物（乙二醇、丙烯腈、PTA等）、合成树脂（三种聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、腈纶、丙纶等）以及合成橡胶（丁苯橡胶、顺丁橡胶、SBS、丁基橡胶）等。2011年以来，随着炼化项目改造扩建，公司化工品产量稳步提升。

图 20: 公司化工业务产业链布局



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 21: 公司历年化工品分类产量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

**高端化工新材料加速突破, 提升产品附加值。**1) **高性能橡胶方面**, 2025 年 11 月 12 日, 由湖南石化与上海石化共同投资的上海金山巴陵新材料公司年产 25 万吨 SBC (苯乙烯类热塑性弹性体) 项目全面建成投产, 并实现一次开车成功, 产品经检测全部合格, 标志着公司在高端新材料领域供给能力实现新突破。2025 年 12 月 8 日, 茂名高新区发布围绕乙烯提质改造项目谋划项目: 乙烯提质改造项目原批复计划是建设 40 万吨/年全密度聚乙烯 (预留茂金属聚乙烯)、20+30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年环氧丙烷、50 万吨/年 ABS 等装置, 现新增建设 25 万吨/年聚苯乙烯装置、10 万吨/年 POE 装置、10 万吨/年乙烯四聚制 1-辛烯装置等, 这一调整标志着茂名石化在迈向 164 万吨/年乙烯产能的进程中, 战略重心正从规模化生产进一步转向高附加值、高端化的精细化工和新材料领域。2) **催化剂方面**, 2025 年 10 月 30-31 日, 中石化总部工程部组织召开的聚

烯烃弹性体 (POE) 催化剂工业试验装置项目总体试车方案正式通过, 这一突破不仅是中石化在催化剂领域深耕布局的重要成果, 更将为我国 POE 产业打破国外技术垄断、完善产业链条注入强劲动力; 3) **新能源材料方面**, 广州石化氢燃料电池供氢中心扩能改造 (氢能二期) 项目已于 2025 年 3 月正式投产, 其燃料氢总产能达 5100 吨/年, 生产出来的氢气将持续供应广州、佛山、中国香港等地。

**表 4: 部分中国石化高端新材料项目进展**

项目、装置名称	项目进展
茂名高新区发布围绕乙烯提质改造项目谋划项目	2025 年 12 月 8 日茂名高新区发布围绕乙烯提质改造项目谋划项目, 原批复项目建设 40 万吨/年全密度聚乙烯 (预留茂金属聚乙烯)、20+30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年环氧丙烷、50 万吨/年 ABS 等装置, 现新增建设 25 万吨/年聚苯乙烯装置、10 万吨/年 POE 装置、10 万吨/年乙烯四聚制 1-辛烯装置等, 标志着茂名石化在迈向 164 万吨/年乙烯产能的进程中, 战略重心正从规模化生产进一步转向高附加值、高端化的精细化工和新材料领域。
SBC (苯乙烯类热塑性弹性体) 项目	2025 年 11 月 12 日, 由湖南石化与上海石化共同投资的上海金山巴陵新材料公司年产 25 万吨 SBC (苯乙烯类热塑性弹性体) 项目全面建成投产, 并实现一次开车成功, 产品经检测全部合格, 标志着公司在高端新材料领域供给能力实现新突破。
天津新材料生产基地项目	天津新材料生产基地, 基地一期项目于 2022 年 9 月开工, 2024 年 12 月实现 1000 吨/年银催化剂装置与 650 吨/年聚烯烃催化剂装置全面投产; 二期 200 吨/年球形聚丙烯催化剂及 500 吨/年载体装置于 2025 年 8 月顺利投产, 进一步完善了产品矩阵; 而三期 POE 催化剂工业试验装置 2025 年 10 月 30-31 日试车方案正式通过。
广州石化氢燃料电池供氢中心扩能改造 (氢能二期) 项目	该项目已于 2025 年 3 月正式投产, 其燃料氢总产能达 5100 吨/年, 生产出来的氢气将持续供应广州、佛山、中国香港等地。
天津南港绿色高端橡胶新材料项目	2025 年 1 月 14 日, 中国石化燕山石化公司与天津经开区管委会签署《投资合作意向书》, 标志着天津南港绿色高端橡胶新材料项目全面进入实施阶段。该项目总投资约 60 亿元, 整体统筹规划分两期推进。其中一期拟投资 24.2 亿元, 占地 27.7 万平方米, 先行建设 10 万吨/年溶聚丁苯橡胶和 10 万吨/年顺丁橡胶两套生产装置, 二期拟筹划燕山石化特色优势项目, 将根据一期项目建设、工艺及市场等情况适时启动。
丙烯基弹性体 (PBE) 中试装置	2024 年 12 月 6 日, 国内首套丙烯基弹性体 (PBE) 中试装置在北京化工研究院天津科学试验基地顺利打通生产全流程, 实现一次开车成功。
聚丁烯-1 中试装置	2024 年 11 月 29 日, 天津科学试验基地聚丁烯-1 中试装置顺利打通全流程, 一次开车成功。该中试装置采用北化院自主研发的液相本体法烯烃聚合技术, 应用自主研发的催化剂, 开发系列聚丁烯-1 为主的高端聚烯烃材料, 将持续拓展聚丁烯-1 产品的应用领域。
多功能溶液聚合中试装置	2024 年 11 月 16 日 6 时, 中石化北京化工研究院天津科学试验基地多功能溶液聚合中试装置打通全流程, 一次性开车成功。多功能溶液聚合中试装置采用北化院自主研发的溶液聚合技术, 应用自主研发的催化剂, 制备系列乙烯基弹性体新产品。
中原石化生物基聚烯烃项目	中原石化生物基聚烯烃项目于 2023 年 10 月份启动, 2024 年 9 月初成功产出合格产品, 首批产量达 2500 吨, 成为国内首款生物基聚烯烃产品。
POE 技术研发与产业化	中科炼化: 2024 年启动 10 万吨/年 POE 中试装置, 采用自主催化剂 燕山石化: 2022 年完成 POE 小试技术开发, 通过中石化内部验收 茂名石化: 2024 年 5 万吨/年 POE 工业试验装置 35 千伏变电所一次受电成功, 配套 5 万吨/年乙烯四聚制 1-辛烯装置 (总投资 8.68 亿元, 采用北化院技术)
镇海炼化高端聚烯烃项目	2023 年, 获批 150 万吨/年乙烯项目, 配套 220 万吨/年聚烯烃弹性体联合装置 (发改委批复); 2024 年, 10 万吨/年 POE 装置土建安装工程开标, 中标价 2037 万元 (中国石化宁波工程有限公司中标公告)。

资料来源: 中国石油和化工公众号等, 光大证券研究所整理

**贴近市场的营销网络, 强化产业链协同效应。**公司通过不同的销售市场划分, 分别对华北华南华中华东等市场体系予以不同侧重点。化销华北深化市场体系建设、强化产销协同, 助力生产企业科学排产; 强化客户服务过程管理、突出差异化和增值服务提升客户服务能力。化销华东以量化目标和效益为导向, 助力优化排产与新产品产销平衡; 组建产销研工作组提供技术服务、深化客户对接等, 推动产品增收创效。化销华南通过统筹资源“一盘棋”、深耕服务“全链条”、聚力融合“产销研”提升产业链效能, 努力把产品卖出当期最好价。化销华中坚持“基础 + 高端”战略、落实多维分级衔接机制、精细“一户一案”个性化服务, 实现为客户降本、为产业链增效。

## 3、未来增长新引擎：绿色转型与产业升级

### 3.1 推进“油转化”与“油转特”双轨调整，优化炼油业务结构升级

#### 3.1.1 降低成品油收率，提高化工品和特色产品比例

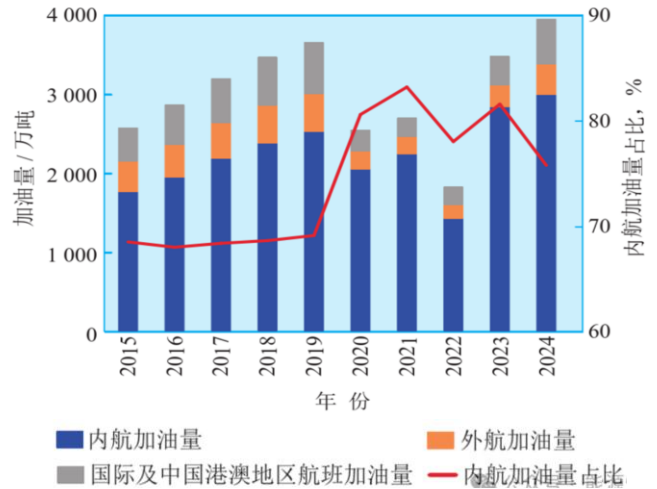
需求不足叠加替代加速，国内成品油整体达峰。2024年，在多重因素影响下，成品油增长潜在空间持续收窄，消费出现萎缩。中国石化集团经济技术研究院有限公司(EDRI)估计2024年国内成品油终端消费为4.04亿吨，同比下降1.9%。其中，汽油消费于2023年达峰，2024年出现小幅下降，2024年国内汽油终端消费1.77亿吨，同比下降1.1%。汽油需求下降的主要原因：一是消费放缓抑制了出行活动，二是电动化替代抑制汽油需求增长。其二柴油消费方面，随着近年来我国经济增长放缓，柴油消费已于2019年正式达峰，至今维持在1.95亿吨左右的平台期运行。2024年，在房地产和基础设施建设行业下行和燃气重卡替代的双重因素作用下，估计柴油终端消费1.84亿吨，同比下降5.4%，出现深度萎缩。其三航空煤油消费方面，2024年随着航空业的快速复苏，航空煤油消费呈现持续且快速增长，国内航线出行完全恢复正常，国际航线加速复苏；国际航线受到出入境免签政策的推动，延续较好的增长趋势。

图 22：国内成品油终端消费量及同比增速



资料来源：中国石化集团经济技术研究院有限公司(EDRI)，光大证券研究所整理

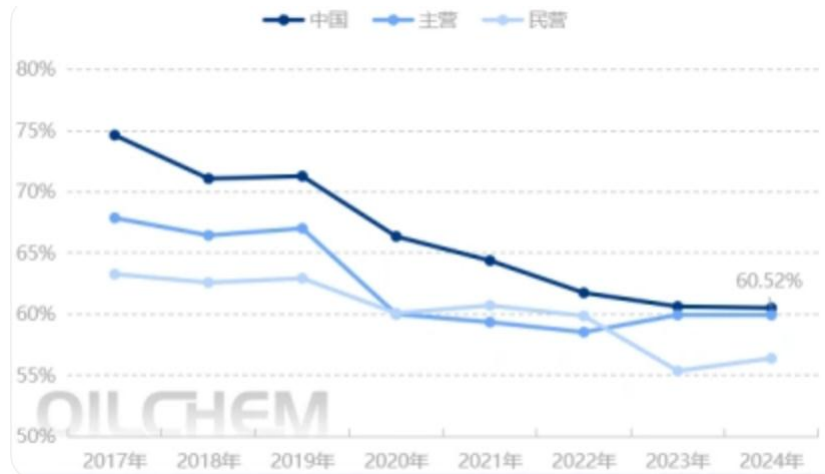
图 23：国内航空煤油消费量变化



资料来源：国家发展改革委，中国民用航空局，中国石化集团经济技术研究院有限公司(EDRI)，光大证券研究所整理

据隆众数据显示，2017年至今成品油收率呈现震荡下跌趋势，主营民营及中国均走跌。目前航煤的主要生产企业为主营单位，故主营成品油整体收率高于民营，2017-2024年平均收率62.4%，高于民营整体收率2.25个百分点。若单看汽柴油，主营单位2017-2024年平均收率53%，低于民营汽柴收率6个百分点。

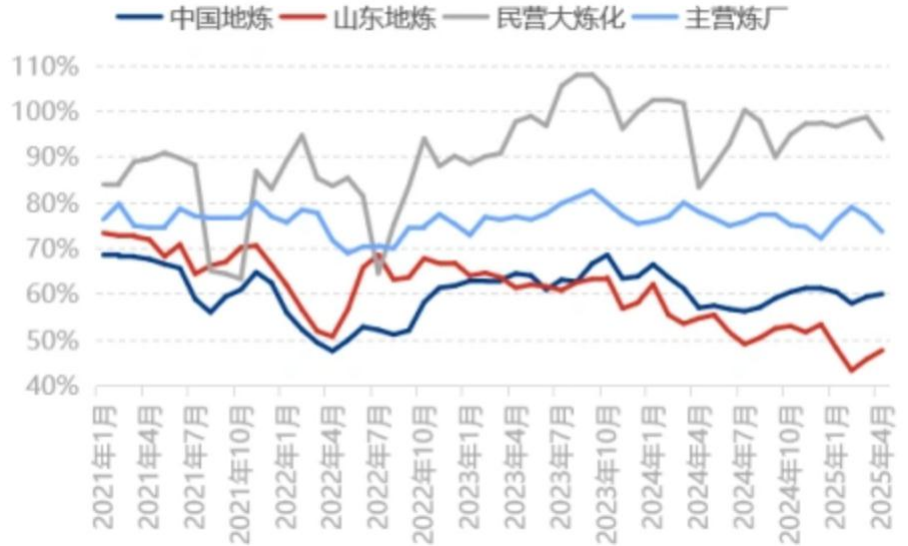
图 24: 2017-2024 年不同维度成品油收率趋势图 (%)



资料来源: 隆众资讯, 光大证券研究所整理

随着汽柴消费和收率的同步下跌, 不同炼厂开工表现各异。2024 年开始成品油过剩与炼油利润压力增加, 较多炼厂被动降低开工率, 一体化程度最高的民营大炼化开工率延续高位, 除疫情和检修以外, 均在 90-100%附近波动; 主营炼厂承担保供任务, 负荷均在 70%以上, 中国独立炼厂在 70%以下波动, 传统山东地炼降幅最大, 2024 年同比下跌 8.9pcts, 2025 年跌幅加深, 最低跌至 43.17%, 为疫情以来新低。

图 25: 2021 年 1 月-2025 年 4 月不同炼厂开工率走势变化 (%)



资料来源: 隆众资讯, 光大证券研究所整理

随着新能源车和 LNG 重卡对成品油消费的替代, 我国成品油需求已达峰, 未来进入下降区间, 中石油经研院预计 2030 年我国成品油消费量降至 3.1 亿吨, 较 2024 年降低 8000 万吨, 降幅 20.5%。近年来两桶油不断加大“油转化”力度, 2015-2024 年, 公司成品油产量 CAGR 为 0.4%, 乙烯产量 CAGR 为 2.2%, 公司的乙烯产量增速均快于成品油产量增速。我们预计“油转化”、“油转特”将成为我国炼化行业的长期战略, 相关投资有望在高基数的基础上保持增长, 长期有望助力行业竞争力提升。

图 26：我国成品油消费形势及预测



资料来源：中石油经研院，光大证券研究所整理

公司聚焦“减油增化做特”，提升炼油产品的市场竞争力。面对成品油市场需求下降的大趋势，广州石化加大产品结构优化力度，统筹抓好低成本“油转化”、差异化“油转特”，坚持“增航、稳汽、转化、做特”原则，全力降低柴汽比，大幅压减柴油，提高汽油收率，做实有效益的加工量，其次，还聚焦拓市扩销增效目标，会同炼油销售公司和化工销售公司加强国际、国内市场分析和研判，立足国内市场份额不丢、开拓海外市场力度不减，坚持面向终端客户需求。青岛炼化通过持续优化炼油总流程、强化市场导向动态调整生产计划，实现降本增效与产品竞争力提升。中科炼化灵活调整产品结构、加强装置瓶颈攻关、统筹采购高性价比原料、强化全过程质量控制，实现装置创效能力提升、产品质量稳定可靠。

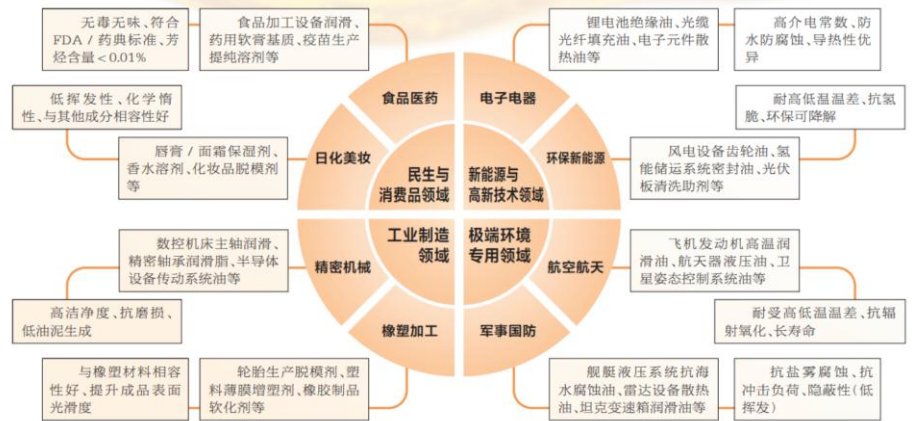
### 3.1.2 打造高附加值特种油品和精细化学品

“油转特”，是通过炼油加工生产将原油转化为特种油品和特色产品。其中，特种白油作为经过精炼的液态烃混合物，凭借其独特的性能优势，在多个领域展现出重要应用价值。面对行业发展新趋势，公司深入实施“专精特新”战略，通过技术创新实现特种油产品从无到有、从初级到高端、从跟跑到领跑，目前已成为国内品种最全、产能规模最大的特种油产品生产商。2024年底，公司高端特种油品集成技术开发与工业应用完成攻关，顺利“出龙”。

高端特种油品有别于一般的石油产品，是指具有特殊理化性质或分子结构、应用于特殊领域、发挥特殊作用的油品。它们通常通过先进的炼化工艺加工而成，能够满足特定的需求和条件。高端特种油品不仅在性能上优于普通油品，而且具有更高的技术含量和市场价值。

高端特种油品不仅在传统领域，如食品工业、医药保健品中应用广泛，而且在新兴领域，如新能源、高新技术材料中展现出巨大潜力。例如，高性能特种油品在新能源电池、电子元件等领域发挥着重要作用，成为推动科技进步和产业升级的重要材料。此外，高端特种油品在化工领域的应用也进入了全新阶段，推动了相关产业发展和技术进步。

图 27：高端特种油品应用领域



资料来源：中国石化新闻网，光大证券研究所整理

**荆门石化打造百万吨高端绿色特种油品基地，开拓炼油转型发展新赛道。**荆门石化、石科院和大连院攻关项目：高端特种油品集成技术开发与工业应用，开发成套新技术并成功工业应用，形成高端特种油品种系列，实现石蜡基、中间基、环烷基特种油品领域的全面覆盖，以及市场规模化应用。2025 年 7 月底，荆门石化 60 万吨/年环烷基特种油高压加氢项目迎来重要里程碑。高端特种油新技术的落地应用推动了各行业专用油品相应管控标准的配套完善，从整体上促进了高端特种油相关产业的发展。荆门石化实现聚烯烃专用白油和动物疫苗白油替代进口，特种油产品质量整体达到国际先进水平，部分达到国际领先水平。

表 5：公司攻关高端特种油品集成技术开发与工业应用历程

时间	事件
2020 年 12 月	高端特种油品集成技术开发与工业应用项目“入龙”。
2022 年底	完成橡胶增塑剂环烷基矿物油、聚烯烃专用油、SEPS 专用白油、锂电池隔膜专用白油、汽车密封条专用白油的开发、生产和市场应用。
2022 年 11 月	取得食品级白油生产许可证，2023 年后逐步生产推广食品级白油产品。
2024 年 10 月	完成疫苗白油和超高压变压器油的开发、生产和市场应用。
2024 年 11 月 29 日	集团公司科技部组织召开项目验收会。
2024 年 12 月	项目“出龙”

资料来源：中国石化新闻网，光大证券研究所整理

**广州石化将从调整生产策略、优化新产品研发、开拓燃料油市场、拓展新兴市场等方面发力，巩固差异化优势并提升产品竞争力。**2025 年，广州石化坚持低成本“油转化”、高效益“油转特”，积极发展高端碳材料，截至 2025 年 9 月，高端石油焦产量近 20 万吨，同比实现大幅增长；通过落实增产炉用燃料油、增产戊烷发泡剂、催化掺炼石脑油等措施，实现增收。下一步，广州石化将继续坚持“增航、稳汽、转化、做特”原则，持续做大航煤总量，实现航煤增产增收；深化实施石油焦原料分储分炼分销策略，深挖负极材料等特种油品发展潜力；重点研产负极材料专用石油焦及茂金属聚烯烃等产品；着力开拓轻重质燃料油市场，积极争取特种油供应份额；积极拓展新兴市场，大力提升石油焦、沥青等产品品质及市场竞争力。

**中科炼化全力增产高性价比乙烯原料，实现低成本“油转化”，下一步将进一步提高乙烯原料自给率，增强抵抗市场风险能力。**中科炼化聚焦调优乙烯原料结构，通过优化加氢裂化、干气回收、催化裂化等装置运行，全力增产富乙烷气、石脑油、尾油、饱和液化气等高性价比乙烯原料，实现低成本“油转化”，为化

工创效增效创造了条件。中科炼化实施差异化竞争策略，灵活调整 4 套聚烯烃装置排产计划，重点提升高端产品产量。下一步，中科炼化将进一步提高乙烯原料自给率，加快乙烯产能从 80 万吨/年扩至 100 万吨/年等扩能改造项目推进，立足市场需求和技术创新对乙烯下游延链补链强链。坚持“基础+高端”，实施差异化战略，通过增加“焦化”“芳烃”等多条产业链，打造高端碳材料、芳烃产业链，增强抵抗市场风险能力。

### 3.2 拥抱新能源，打造“第二成长曲线”

**氢能：全产业链布局的领军者（制、储、运、加、用）。**公司以“氢电一体、绿氢减碳”为方向，加速布局绿氢产能与基础设施：建成新疆库车万吨级光伏制绿氢示范项目，攻克绿氢稳定供应难题，形成工业化创新成果；推进内蒙古鄂尔多斯 3 万吨/年风光制氢项目，探索煤化工耦合绿氢降碳新模式；谋划乌兰察布 10 万吨/年制氢项目，并建设我国首条跨省区纯氢管道。同时，编制氢产业走廊规划，打通 6 条氢能走廊，形成“一大五小”交通格局；建成 11 座燃料电池供氢中心，累计发展 142 座加氢站（全球最多），以“3+2”示范城市群为重点，在港口、物流枢纽等区域超前布局加氢网络，推动氢能全产业链协同发展。

表 6：近期公司氢能业务发展成就

时间	主要成果
制氢	2024 年底，我国首个工厂化海水制氢科研项目在中国石化青岛炼化建成。中国石化青岛炼化和大连石油化工研究院联合攻关，通过研发特制的关键设备和特殊工艺流程，成功攻克了耐氯电极技术、高性能极板设计以及海水循环系统等关键技术难题。2025 年 8 月 21 日，该海水制氢工厂化试验装置已完成性能与稳定性测试。
	2024 年 11 月下旬，由中国石化(大连)石油化工研究院有限公司自主研发的百千瓦级固体氧化物(SOEC)电解水制氢侧线在中原油田实现示范运行，并产出纯度达 99.999%的氢气，这也是业内首次实现百千瓦级 SOEC 制氢案例。
	继新疆库车项目后，2025 年中国石化正在内蒙古推进两个规模更大的绿氢项目：鄂尔多斯乌审旗 3 万吨/年风光制氢一体化项目和乌兰察布 10 万吨/年风光制氢一体化项目。其中乌兰察布项目更将配套建设中国首条跨省区、大规模、长距离的纯氢输送管道。
供氢	2025 年 3 月 27 日，中石化 30MPa 氢气运输管束车在燕山石化氢气提纯装置现场充装 650 公斤燃料电池氢后，驶往中国石化北京石油昌平西关加氢站，标志着我国氢能运输从 20MPa 提升至 30MPa。
	2025 年 3 月，中石化广州石化氢能燃料电池供氢中心扩能改造项目正式投产，每天可生产纯度为 99.999%的氢气 15 吨，年产能达 5100 吨，成为我国华南地区目前最大的氢能燃料电池供氢中心。
加氢站	2025 年 4 月 14 日，10 辆满载化工品、笔记本电脑、汽车配件等货物的氢能重卡，在中国石化重庆石油赶水加氢站加氢后启程，途经贵州，最终将抵达广西钦州港出海，标志着我国首条跨区域氢能重卡干线正式贯通，并将进入常态化运营阶段。

资料来源：高工氢能，光大证券研究所整理

公司以“科技支撑、产业引领、融通带动、开放合作”为思路，加速推进氢能应用现代产业链建设。基础工作中，开展氢能产业布局研究，搭建产业链数据平台，并举办多场产业高峰论坛。合资合作方面，与多地政府、企业及高校签订协议，协助编制氢能规划，深化国际能源合作。推动国产化应用上，依托新疆库车、内蒙古鄂尔多斯等绿电制氢项目及加氢站建设，突破关键装备制造技术。

表 7：公司积极推进氢能应用现代产业链建设

时间	事件
2024 年 3 月	公司制定发布国内首个《制氢加氢一体站技术指南》团体标准，填补制氢加氢一体站建设的标准空白。
2024 年 4 月	中国石化氢能装备制造基地正式揭牌，加快建成自主可控、具有竞争力的氢能装备制造基地。
2024 年 8 月	中国石化牵头组建的中央企业绿色氢能制储运创新联合体正式启动，共同推进我国绿色氢能产业蓬勃发展。
2024 年 11 月	我国首个百千瓦级固体氧化物(SOEC)电解水制氢侧线装置示范运行。该项目关键设备实现国产化，总制氢功率达 105 千瓦，首次实现产品氢气增压纯化功能且纯度达 99.999%，处于国

	内领先水平，对推进新型绿氢技术产业化具有示范意义。
2025年3月	中石化广州石化氢燃料电池供氢中心扩能改造项目正式投产，每天可生产纯度为99.999%的氢气15吨，年产能达5100吨，成为我国华南地区目前最大的氢燃料电池供氢中心。
2025年4月	10辆满载化工品、笔记本电脑、汽车配件等货物的氢能重卡，在中国石化重庆石油赶水加氢站加氢后启程，途经贵州，最终将抵达广西钦州港出海，标志着我国首条跨区域氢能重卡干线正式贯通，并将进入常态化运营阶段。
2025年5月	由中国石化发起的氢能产业链创业投资基金正式完成工商注册与中国证券投资基金业协会备案，标志着中石化氢能基金正式成立。
2025年10月	截至2025年10月，中国石化建成包括11个供氢中心、146座加氢站在内的全球最大加氢网络，绿氢产量居国内领先地位，持续引领氢能产业发展。

资料来源：公司官网，高工氢电，光大证券研究所整理

**充换电与光伏：依托加油站网络的综合能源服务站战略。**电动重卡作为新兴的运输工具越来越受到市场关注和青睐，2025年11月份，新能源重卡市场同比大增178%，整体销量达到创新高的2.8万辆，其中充电重卡销量接近2万辆。近年来，公司大力推进新能源网点建设、优化设备设施、推动现代交通能源体系建设、为新能源汽车提供“补能焦虑”解决方案，同时加快重卡充换电站建设、推动工程建设、物流运输车辆绿色化、低碳化发展。

**表 8：公司积极布局重卡充换电项目**

项目	运营情况
2022年7月，中国石化首座重卡换电站——百家旺综合加能站在四川宜宾建成投用	百家旺综合加能站位于256国道，占地面积2724平方米，地处宜宾城郊结合重要交通枢纽，可为广大车主提供加油、重卡换电、易捷服务等一站式体验。截至2024年8月，百家旺重卡换电综合能源服务站已累计服务重卡换电26000余车次。
2022年底，关村重卡换电站是在山西投运的首座重卡换电站（合作建设）	关村重卡换电站是山西石油与国家电投启源芯动力合作建设，服务对象为纯电动渣土车和道路运输车，日均换电量为1万余千瓦时。
2024年5月，中国石化在江苏省的首座商用重卡换电站——江苏徐州石油三堡加能站正式投营	该站集合了加油、重卡充换电、光伏、易捷服务等多种综合加能站服务项目，满足终端客户多元化的能源服务需求。
2024年7月，中国石化在江西省的首座重卡充换电站在新余石油河西加能站正式落地试运营	该站点的投营有效解决了附近新能源重型卡车能源续航补给的痛点、难点问题，也为周边地区的交通运输提供了稳定可靠的绿色动力来源。
2024年8月，中国石化自主建设的首座重卡充换电站在广西石油百色田东锦江加能站投运	该站位于广西百色市田东县锦江大道中段西侧、锦江工业园重卡货运车出入必经要道。截至2024年8月，广西石油累计投运充电站261座、换电站10座、快充车位1916个，服务新能源车超150万辆次。
2025年6月，新疆石油首座重卡充换电站在托克逊黑山加能站投运	该站配备5个大功率直流快充桩10条充电枪，单枪峰值功率率达360千瓦，一辆载重49吨新能源重卡充电1小时即可补充300公里续航，10条充电枪日可满足超100车次补能。
2025年11月，云南曲靖石油宣威红旗、宣威龙能重卡补能领域成功实现零的突破。两座站点精准对接物流运输核心需求，科学配置360千瓦一体式直流充电桩，以高效快充能力大幅缩短补能时间。	这是曲靖石油布局的首批重卡充换电站，标志着公司在新补能领域成功实现零的突破。两座站点精准对接物流运输核心需求，科学配置360千瓦一体式直流充电桩，以高效快充能力大幅缩短补能时间。

资料来源：中国石化报，公司官网，光大证券研究所整理

与此同时，公司也在积极布局光伏产业。根据国家能源局数据，2025年1-11月份，全社会用电量累计94602亿千瓦时，同比增长5.2%，其中规模以上工业发电量为88567亿千瓦时。在用电负荷不断攀升的当下，公司各级销售企业积极响应国家号召，加快推进光伏发电站点布局建设，已在全国多地建成光伏发电站点全力推动能源绿色转型。

**表 9：公司建设布局光伏发电站点**

项目	运营情况
上海市首座光+充换电一体综合能源站——上海沪西石油安亭加能站	该项目于2023年9月建成投营，累计发电量超7万千瓦时，平均每年可减少二氧化碳排放量约20吨，为深入落

	实“双碳”目标，以绿电发展助力能源转型升级贡献先行经验。
江苏石油首个源网荷储微电网示范项目——江苏南京石油中和路加能站	该站于 2022 年 4 月建成投营，累计发电量约 29.7 万千瓦时，实现绿电自发自用，同时将消耗不完的电能储存在储能电池中，实现能源高效循环利用。
经地方政府认证首批无废油库——浙江绍兴石油诸暨油库	该项目采用“自发自用、余电上网”模式，自 2023 年 1 月分布式光伏项目并网发电以来，累计发电量 24.4 万千瓦时，有效实现节能减排。
中国石化首座超级充换电综合能源站——安徽合肥石油大众加能站	该站依托站内光伏发电项目，年发电量超 22 万千瓦时。同时，站内还配备了储能设备，能够储存光伏产生的绿色电力，确保用户在高峰时段也能稳定用电，可同时为 140 多辆客货车提供安全快捷的充换电服务。
中国石化首座光储充放检综合示范站——广东深圳石油新深易捷新能源综合服务站	该站光伏发电项目自 2024 年 5 月 9 日投营以来，累计发电量 9.13 万千瓦时，站点消纳率约 97%，有效减少传统能源消耗，助力绿色低碳转型。
贵州省内首个碳中和+绿证绿色能源站——贵州黔南石油荔波玉朝加能站	该站于 2022 年 4 月建成投营，通过“自发自用+余电上网+绿证交易”，获 151 张绿证并交易，年节约费用 3.8 万元，减排二氧化碳 80 吨，成贵州省内经济与环保双效益样板。
重庆市首个碳中和示范油库——重庆石油麻旺油库	该库自 2023 年 9 月建成投营以来，已累计发电超 38 万千瓦时，为深化绿企创建，推进“碳中和”实践奠定坚实基础。
华中片区首个油库空地兆瓦级绿电项目——销售华中九红油库	该库于 2023 年 6 月建成投营，采用“分块发电，集中并网”方式建设，年发电量可达 248 万千瓦时，平均每年可减少二氧化碳排放量约 2234 吨，助力九江市打造长江最美岸线，实现“双碳”目标迈出的坚实一步。

资料来源：中国石化朝阳 e 站，光大证券研究所整理

**公司对地热、风电等清洁能源积极探索。地热领先行业：**公司坚持资源先行，持续探索地热开发利用新路径，推广“地热+”多元应用模式。创新打造地热开发利用“雄县模式”，截至 2025 年 9 月在全国建成 10 座地热供暖“无烟城”，累计建成地热清洁供暖能力超 1.2 亿平方米，成为全国最大的地热能开发利用企业。地热供暖服务区域覆盖 11 个省（直辖市）70 余座城市的 120 万户居民，每年可替代标煤近 230 万吨，减排二氧化碳超 590 万吨。**绿电支撑需求：**公司充分发挥中国石化一体化优势，持续加大风电、光伏等绿电业务开发力度，先后完成中国石化多个标志性绿电项目建设，截至 2025 年 9 月累计建成绿电装机规模 1045 兆瓦。2025 年以来，绿电项目开工建设装机规模 433 兆瓦、并网 196 兆瓦，其中，中国石化首个百兆瓦级风电项目——中原油田 112 兆瓦风电项目已全面并网，山西古交、大荔风电二期等重点项目持续推进。

### 3.3 推进数字化转型战略，驱动全产业链降本增效

**智能油田、智能工厂提升运营效率。**为加快提升经济效益、生产效率和安全生产水平，公司从 2012 年开始智能工厂建设，经过 10 多年的探索实践，截至 2025 年 3 月已建成 16 家炼化企业智能工厂，其中镇海炼化、中科炼化、九江石化、天津石化、扬子石化、北海炼化、广州石化等 7 家企业获评国家卓越级智能工厂。通过智能工厂建设，企业劳动生产率平均提高 20% 以上，万元产值能耗平均降低 6%，安全环保水平大幅提升，并在理念创新、管理创新、技术创新、应用创新等方面实现了八大转变，推进了企业的数字化转型、智能化升级，提升了企业运营水平和效率。

图 28：中国石化智能制造模式构建



资料来源：长安大学智慧油气田研究院，光大证券研究所整理

**“线上中石化”构建新零售生态。**《2023 即时零售发展趋势白皮书》预测，2030 年即时零售市场规模将达到 3.6 万亿元，公司发力即时零售领域，提供全场景、多元化、专业化服务，以加速打造传统门店的第二增长曲线。中石化易捷探索并形成了专业化、市场化和数字化的经营管理体系，建立起全国统一的线上服务平台和会员服务体系，逐步构建起线上线下深度融合，涵盖全域、全场景、全链路、全周期的综合服务生态圈。截至 2025 年 10 月，中国石化已建成充换电站超过 1.4 万座、加氢站 148 座、分布式光伏电站超 6200 座，以铿锵有力的步伐大步迈向“油气氢电服”综合能源服务新赛道。中国石化加能站不断开拓服务边界，不仅提供洗车养车、现磨咖啡，商品即时配送外；还提供休憩、餐饮、洗衣等服务“十四五”期间，中国石化已建成“易捷养车”超 1.2 万座、“易捷咖啡”超 1500 家、“易捷速购”超 4700 家、“爱心驿站”超 8400 座、“司机之家”超 5000 座，“人·车·生活”生态圈正持续升温。

## 4、深化公司治理改革，驱动企业价值重塑与竞争力提升

### 4.1 国企改革深化，“提质增效”成果显著

**开展对标世界一流管理提升行动。**2025 年政府工作报告指出，“2024 年，我国坚定不移全面深化改革扩大开放，增强发展内生动力。清理废除妨碍全国统一市场的规定做法，制定实施公平竞争审查条例，出台规范地方招商引资的措施。深化国有企业改革，持续优化国有经济布局。”在国企改革持续深化背景下，公司持续加强企业管理的制度体系、组织体系、责任体系、执行体系、评价体系等建设，全面提升管理能力和水平，具体包括战略管理、组织管理、运营管理、财务管理、科技管理、风险管理、人力资源管理、信息化管理等 8 个方面。对标提升行动要坚持一企一策、一行一策，聚焦管理薄弱环节，制定对标提升行动实施方案和对标提升工作清单，有序推进实施。

**推动市场化经营机制改革。**公司要提高生产效率，必须从劳动、人事、分配三项制度入手解决“干部能上能下、员工能进能出、收入能增能减”的问题。公

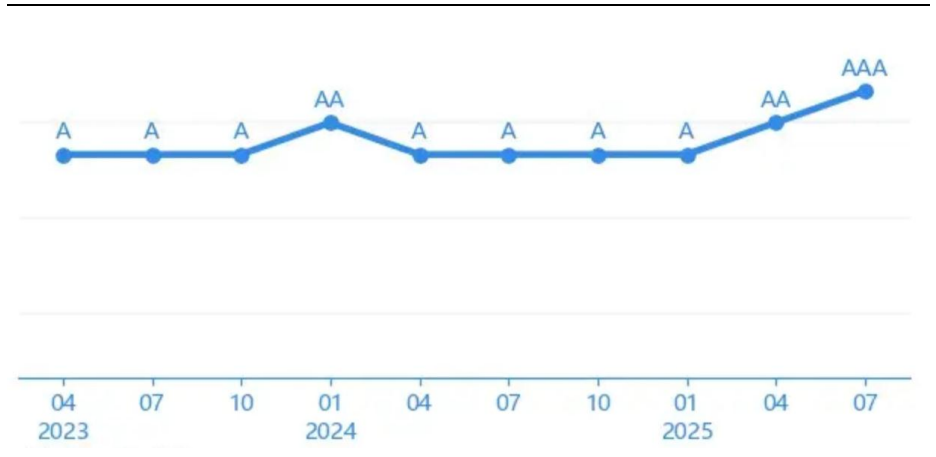
司深化对直属企业评估和督导，逐步构建起“顶层设计-推进实施-考核优化”闭环，强力推动改革。此外，实施经理层任期制和契约化管理，是现代企业制度的重要一环，也是企业实现高质量发展的重要支撑。公司深入推进经理层任期制和契约化管理、职业经理人、职业化员工、中长期激励等市场化改革，将契约管理、考核管理、薪酬管理的权力审慎有序赋予直属单位，逐步实现“有任命就有任期、有职务就有职责、有业绩就有奖励、不称职就要调整”的工作机制。

## 4.2 强化 ESG 表现，塑造负责任的企业形象

**“双碳”路径清晰，着力于绿色低碳发展。**在技术层面，公司不仅建成了覆盖捕集、输送、封存的全链条研发平台并加快技术迭代。在产业层面，通过碳科公司、环科公司、循科公司“三驾马车”，打造碳减排解决方案综合服务商。在金融层面，创新碳配额融资、设立氢能基金，让“碳资产从沉默数据变成活跃资本”。在低碳减排领域，CCUS 技术作为关键路径，示范引领作用凸显。公司将通过产业结构优化、能效提升和清洁能源替代等组合措施，确保在 2030 年碳达峰后稳中有降，并为实现 2060 年碳中和目标夯实基础。在新材料与循环经济领域，公司积极布局高端产业链。生物航煤支撑国产大飞机试飞成功，万吨级废旧塑料化学循环项目示范运行，以及 EVOH 树脂、PBA 光学膜等高端材料成功打破国外垄断，均彰显了其强大的创新实力。

**卓越的 ESG 评级，吸引长期资金关注。**2025 年 10 月 24 日，中央广播电视总台联合权威机构在京发布《中国 ESG 上市公司先锋 100 (2025)》《中国 ESG 上市公司央企先锋 100 (2025)》，公司均位列第三，展现了公司在 ESG 领域的卓越表现与系统化成果，为我国能源化工行业树立了可借鉴、可推广的实践标杆。中国石化是能源化工领域唯一连续三年跻身两大权威榜单前三的企业，这是对公司长期以来扎实推进 ESG 工作的权威认可。

图 29：中国石化华证指数 ESG 评级变动



资料来源：华证指数，光大证券研究所整理

## 5、投资建议

公司是稀缺的高股息价值股，凭借全产业链构筑盈利护城河，一体化布局穿越周期波动。未来有望依托绿色转型与产业升级持续挖掘增长新引擎，我们持续看好公司未来发展。我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 401、462、514 亿元，折合 EPS 分别为 0.33、0.38、0.43 元/股。维持公司 A 股和 H 股的“买入”评级。

表 10：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	32,122	30,746	29,055	29,191	29,556
营业收入增长率	-3.19%	-4.29%	-5.50%	0.47%	1.25%
净利润 (亿元)	605	503	401	462	514
净利润增长率	-8.81%	-16.79%	-20.22%	15.04%	11.35%
EPS (元)	0.51	0.41	0.33	0.38	0.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.50%	6.14%	4.76%	5.28%	5.64%
P/E (A 股)	12.2	14.9	18.6	16.2	14.5
P/E (H 股)	8.4	10.2	12.8	11.1	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-06；汇率：按 1HKD=0.90131CNY 换算 注：2023 年公司总股本为 1193.49 亿股，2024 年公司总股本为 1212.82 亿股，2025 年起公司总股本为 1209.26 亿股

## 6、风险分析

### 原油和天然气价格大幅波动风险

原油和天然气生产和销售是公司主营业务之一，业绩与原油和天然气价格息息相关。如果原油和天然气价格由于供需格局变化、地缘政治等原因出现大幅波动，将会对公司营收情况及盈利能力造成一定的影响。

### 炼化项目进度不及预期

公司目前有大量的炼油和化工项目在建，对提高巩固公司龙头地位、提升公司市场竞争力至关重要。如果炼化项目进度不及预期，可能导致公司在激烈的市场竞争中，龙头地位受到其他企业威胁，从而影响公司的盈利能力。

### 炼化产品需求下行的风险

公司主要产品成品油和化工品的盈利能力与下游需求息息相关，如果炼化产品需求大幅下行，可能对公司的盈利能力造成一定影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32122	30746	29055	29191	29556
营业成本	27097	25989	24765	24815	25066
折旧和摊销	885	943	1338	1385	1436
税金及附加	2729	2673	2526	2538	2570
销售费用	612	614	580	583	590
管理费用	597	580	548	551	558
研发费用	140	152	144	144	146
财务费用	99	112	100	141	144
投资收益	58	159	159	159	159
营业利润	867	723	598	672	736
利润总额	861	705	580	654	719
所得税	161	130	107	120	132
净利润	700	575	474	534	587
少数股东损益	96	72	72	72	72
归属母公司净利润	605	503	401	462	514
EPS(元)	0.51	0.41	0.33	0.38	0.43

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1615	1494	1600	1582	2045
净利润	605	503	401	462	514
折旧摊销	885	943	1338	1385	1436
净营运资金增加	224	52	-349	367	22
其他	-99	-5	209	-632	73
投资活动产生现金流	-1559	-1612	-3274	-1659	-1610
净资本支出	-1661	-1373	-1815	-1765	-1715
长期投资变化	2346	2468	-10	-11	-12
其他资产变化	-2243	-2707	-1449	117	117
融资活动现金流	227	-192	1593	84	-417
股本变化	-5	19	-4	0	0
债务净变化	860	452	1880	363	-119
无息负债变化	-295	-47	-2024	-349	37
净现金流	283	-305	-81	7	17

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.6%	15.5%	14.8%	15.0%	15.2%
EBITDA 率	6.3%	6.1%	6.7%	7.1%	7.4%
EBIT 率	3.6%	3.0%	2.1%	2.3%	2.5%
税前净利润率	2.7%	2.3%	2.0%	2.2%	2.4%
归母净利润率	1.9%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%
ROA	3.5%	2.8%	2.3%	2.5%	2.7%
ROE (摊薄)	7.5%	6.1%	4.8%	5.3%	5.6%
经营性 ROIC	9.1%	6.9%	3.9%	4.1%	4.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	53%	52%	51%	50%
流动比率	0.83	0.78	0.57	0.58	0.59
速动比率	0.44	0.40	0.29	0.29	0.30
归母权益/有息债务	2.90	2.54	1.65	1.60	1.70
有形资产/有息债务	6.65	5.91	3.78	3.62	3.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	20267	20848	21008	21416	21763
货币资金	1650	1468	1387	1394	1411
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	487	443	394	396	401
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	261	321	282	284	287
存货	2509	2566	2445	2450	2475
其他流动资产	290	357	340	341	345
流动资产合计	5344	5245	4935	4952	5007
其他权益工具	5	4	4	4	4
长期股权投资	2346	2468	2478	2489	2501
固定资产	6909	7171	7231	7320	7400
在建工程	1803	2087	2511	2802	2994
无形资产	1382	1380	1302	1230	1163
商誉	65	65	65	65	65
其他非流动资产	335	474	458	458	458
非流动资产合计	14922	15603	16073	16464	16756
总负债	10680	11085	10941	10955	10873
短期借款	598	482	2312	2625	2457
应付账款	2299	2089	2229	1874	1893
应付票据	291	477	455	456	460
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1139	1200	1183	1185	1188
流动负债合计	6471	6732	8601	8564	8428
长期借款	1793	1849	1899	1949	1999
应付债券	85	256	256	256	256
其他非流动负债	131	128	112	113	117
非流动负债合计	4209	4352	2340	2391	2445
股东权益	9587	9763	10067	10461	10890
股本	1193	1213	1209	1209	1209
公积金	3404	3530	3534	3534	3534
未分配利润	3404	3440	3672	3994	4351
归属母公司权益	8058	8199	8431	8753	9109
少数股东权益	1529	1564	1636	1708	1781

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	1.86%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%
财务费用率	0.31%	0.36%	0.34%	0.48%	0.49%
研发费用率	0.43%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.14	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	1.35	1.23	1.32	1.31	1.69
每股净资产	6.75	6.76	6.97	7.24	7.53
每股销售收入	26.91	25.35	24.03	24.14	24.44

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A股)	12.2	14.9	18.6	16.2	14.5
PB (A股)	0.92	0.91	0.89	0.85	0.82
EV/EBITDA	5.3	6.1	6.9	6.7	6.4
股息率	3.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼