

中国石化 (600028.SH) / 中国石油化工股份 (00386.HK)

2025 年炼化景气度较弱业绩承压, 2026 年初地缘冲突推高油价, 关注炼化企业盈利变动

2026 年 04 月 02 日

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,074,562	2,783,583	3,118,498	2,955,589	2,876,250
同比 (%)	(4.29)	(9.46)	12.03	(5.22)	(2.68)
归母净利润 (百万元)	50,313	31,809	47,973	49,838	59,120
同比 (%)	(16.79)	(36.78)	50.81	3.89	18.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.26	0.40	0.41	0.49
P/E (A)	14.16	22.39	14.85	14.29	12.05
P/E (H)	9.7	15.4	10.2	9.8	8.3

投资要点

- **事件: 1) 2025 年油价下行叠加库存减利, 经营业绩承压。**近期公司发布 2025 年年报, 实现营业总收入 27,835.83 亿元, 同比-9.46%; 实现归母净利润 318.09 亿元, 同比-36.78%; 实现经营活动现金流净额 1,624.96 亿元, 同比+8.8%。公司业绩低于我们预期, 主要系炼化业务需求疲软, 以及炼化装置、长期股权投资等减值增加。**2) 2026Q1, 中东地缘冲突导致油价和石脑油等价格大幅上涨, 成本支撑下, 成品油及化工品价格也出现不同程度的上涨。**中国石化是我国炼油能力最大的炼化企业, 在油价高位震荡的情况下, 炼油与化工业务盈利呈现阶段性波动特征。
- **稳油增气成效显著, 产量持续突破:** 2025 年, 公司油气产量创历史新高, 油气产量 525.28 百万桶油当量, 同比+1.9%。其中, 原油产量 282.4 百万桶油当量, 同比+0.2%; 天然气产量 14,566 亿立方英尺, 同比+4.0%。
- **炼化结构持续优化, 新材料快速发展: (1) 炼油:** 2025 全年加工原油 2.50 亿吨, 同比+0.8%; 生产成品油 1.49 亿吨, 同比+3%。公司产品结构持续向高效益品种倾斜, 根据市场需求灵活调整产品结构和成品油收率。**(2) 化工:** 全年化工产品销量为 8712 万吨, 同比+3.6%, 出口量同比+29.8%, 进一步拓宽海外市场。
- **公司注重股东回报:** 2025 年, 公司派息率 81%, 现金分红金额 257.6 亿元, 按 2026 年 4 月 1 日的收盘价计算, A 股股息率 3.6%, H 股税前股息率 5.3%, 按 10% 扣税后股息率 4.8%, 按 20% 扣税后股息率 4.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 2026 年地缘冲突大幅推涨油价, 长期来看油价中枢上行, 公司原材料端压力增大, 我们调整盈利预测, 2026-2027 年公司归母净利润分别为 480、498 亿元 (前值为 480、534 亿元), 新增 2028 年盈利预测, 2028 年公司归母净利润为 591 亿元。按 2026 年 4 月 1 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 14.85、14.3、12 倍, 对应 H 股 PE 分别 10.2、9.8、8.3 倍。我们看好炼化行业存量竞争形势下, 央企炼化企业的竞争能力, 以及公司长期维持高分红比例, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国际原油价格大幅波动风险; 国内成品油需求持续走弱、化工行业产能过剩与价格低迷风险。

行业走势



市场数据

人民币/港币	600028 SH	00386 HK
收盘价	5.89	4.58
52 周价格范围	5.29/7.82	3.76/5.66
市净率 (倍)	0.86	0.67
市值 (百万)	712,251.28	553,838.86

相关研究

《中国石化(600028): 业绩承压, 石化化工反内卷推进或带动公司景气度回升》

2025-12-06

《中国石化(600028): 2025 年半年报业绩预告点评: 25H1 业绩承压, 未来受益于成品油反内卷与消费税改革》

2025-08-01

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	522,741	427,600	526,733	454,906	营业总收入	2,783,583	3,118,498	2,955,589	2,876,250
货币资金及交易性金融资产	152,322	134,030	179,441	174,409	营业成本(含金融类)	2,341,383	2,623,643	2,473,087	2,387,674
经营性应收款项	61,569	38,404	58,065	35,422	税金及附加	252,435	273,394	266,727	266,155
存货	230,811	199,175	199,267	185,414	销售费用	59,347	65,488	62,067	60,401
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55,434	62,370	59,112	57,525
其他流动资产	78,039	55,992	89,960	59,661	研发费用	15,863	18,711	17,734	17,258
非流动资产	1,632,876	1,618,233	1,597,806	1,572,884	财务费用	14,654	15,485	15,245	13,709
长期股权投资	252,114	255,114	258,114	261,114	加:其他收益	8,277	6,237	5,911	5,753
固定资产及使用权资产	934,452	957,848	966,853	964,476	投资净收益	10,671	6,237	5,911	5,753
在建工程	195,196	152,157	117,725	90,180	公允价值变动	63	0	0	0
无形资产	148,260	149,260	150,260	151,260	减值损失	(12,695)	(8,000)	(7,000)	(6,000)
商誉	5,476	5,476	5,476	5,476	资产处置收益	1,040	624	591	575
长期待摊费用	12,539	13,539	14,539	15,539	营业利润	40,470	64,504	67,031	79,608
其他非流动资产	84,839	84,839	84,839	84,839	营业外净收支	2,714	500	500	500
资产总计	2,155,617	2,045,833	2,124,539	2,027,790	利润总额	43,184	65,004	67,531	80,108
流动负债	698,553	571,986	633,199	515,418	减:所得税	7,934	11,701	12,156	14,420
短期借款及一年内到期的非流动负债	140,012	124,832	109,652	93,273	净利润	35,250	53,303	55,375	65,689
经营性应付款项	263,459	173,815	252,106	159,105	减:少数股东损益	3,441	5,330	5,538	6,569
合同负债	126,395	118,064	123,654	119,384	归属母公司净利润	31,809	47,973	49,838	59,120
其他流动负债	168,687	155,275	147,787	143,656	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.40	0.41	0.49
非流动负债	467,292	465,792	464,292	462,792	EBIT	63,272	81,128	82,773	92,990
长期借款	182,968	182,968	182,968	182,968	EBITDA	179,635	195,771	204,200	219,912
应付债券	52,296	52,296	52,296	52,296	毛利率(%)	15.89	15.87	16.33	16.99
租赁负债	157,407	155,907	154,407	152,907	归母净利率(%)	1.14	1.54	1.69	2.06
其他非流动负债	74,621	74,621	74,621	74,621	收入增长率(%)	(9.46)	12.03	(5.22)	(2.68)
负债合计	1,165,845	1,037,778	1,097,491	978,210	归母净利润增长率(%)	(36.78)	50.81	3.89	18.62
归属母公司股东权益	830,324	843,277	856,733	872,695					
少数股东权益	159,448	164,778	170,316	176,885					
所有者权益合计	989,772	1,008,055	1,027,049	1,049,580					
负债和股东权益	2,155,617	2,045,833	2,124,539	2,027,790					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	162,496	152,579	217,396	174,475	每股净资产(元)	6.87	6.97	7.08	7.22
投资活动现金流	(146,472)	(100,639)	(100,998)	(101,172)	ROIC(%)	3.47	4.37	4.45	4.99
筹资活动现金流	(26,074)	(70,232)	(70,987)	(78,334)	ROE-摊薄(%)	3.83	5.69	5.82	6.77
现金净增加额	(10,242)	(18,292)	45,412	(5,032)	资产负债率(%)	54.08	50.73	51.66	48.24
折旧和摊销	116,363	114,643	121,427	126,922	P/E (A)	22.39	14.85	14.29	12.05
资本开支	(132,384)	(102,876)	(102,909)	(102,925)	P/B (A)	0.86	0.84	0.83	0.82
营运资本变动	(2,592)	(34,538)	22,671	(34,607)	EV/EBITDA	6.28	5.59	5.05	4.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注: 首页盈利预测与估值表格、三大财务预测表都为中石化A股模型数据, 首页P/E(H)采用2026年4月1日收盘价计算, 港元兑人民币汇率采用2026年4月1日的0.88。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>