

600028.SH

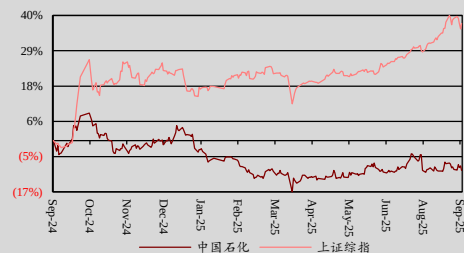
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 5.69

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.3)	(0.4)	(0.5)	(13.1)
相对上证综指	(30.1)	(5.7)	(13.2)	(49.9)

发行股数 (百万)	121,177.61
流通股 (百万)	118,787.18
总市值 (人民币 百万)	689,500.62
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	927.95
主要股东	
中国石油化工集团有限公司	68.54%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 9 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

《中国石化》20250407
《中国石化》20240829
《中国石化》20240328

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化：炼化及贸易

证券分析师：徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

中国石化

经营业绩短期承压，炼化产业转型深化

2025 年上半年公司实现营业收入 14090.52 亿元，同比降低 10.60%；归母净利润 214.83 亿元，同比降低 39.83%。其中，第二季度，公司实现营业收入 6736.96 亿元，同比减少 14.31%；实现归母净利润 82.19 亿元，同比减少 52.73%。公司炼化业务结构持续优化，新材料布局提速，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩阶段性承压**。2025 年上半年公司经营收益为人民币 334 亿元，同比降低 34.5%。加权平均净资产收益率为 2.61%，同比下降 1.76 pct。主要由于原油和产品价格持续走低，导致库存减利，境内汽柴油销量和价差下行，以及航煤、芳烃等产品毛利下降。分板块来看，勘探及开发事业部/炼油事业部/营销及分销事业部经营收益分别为 236.38 亿元/35.35 亿元/79.59 亿元，同比分别-18.9%/-50.4%/-45.7%，化工事业部亏损 42.24 亿元，同比增亏 10.60 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 610.16 亿元，同比增长 44.4%。资产负债率为 54.10%，同比增长 0.15 pct。
- **勘探与开发业务展现韧性，增产及降本对冲油价波动**。2025 年上半年公司原油平均实现销售价格为人民币 3,415 元/吨，同比降低 12.9%；自产天然气平均实现销售价格为人民币 1,830 元/千立方米，同比降低 3.4%，同时公司油气当量产量 262.81 百万桶，同比增长 2.0%，其中天然气产量 7,362.8 亿立方英尺，同比增长 5.1%。油气现金操作成本 718.0 元/吨，同比降 4.7%，勘探方面，海域油气、四川盆地超深层页岩气等勘探取得重大突破。勘探开发事业部增储上产降本取得进展，抵抗油价波动能力增强。
- **原油加工量下降，产品结构优化调整**。2025 年上半年，炼油事业部加工原油及原料油 12,094 万吨，同比下降 5.5%；汽油，柴油销量同比下降，煤油和化工原料类销量增加。单位现金操作成本 206.5 元/吨，同比增长 5.7%，主要由于固定摊销成本增加，以及部分企业集中检修影响。2025 年下半年计划加工原油 1.30 亿吨。随着境内成品油需求变化，炼油板块灵活调整产品结构和成品油收率，增产航煤，推进低成本“油转化”、高价值“油转特”，增产高端碳材料、润滑油脂等适销产品，未来业绩有望改善。
- **资本支出小幅下调，分红政策稳健**。2025 年上半年公司资本支出为 438 亿元，综合考虑资源、市场、项目实施进展，公司决定下调全年资本支出计划 5%左右。2025 年上半年，公司派发中期股利每股人民币 0.088 元，对应总金额为人民币 106.70 亿元，股利支付率为 49.67%。未来公司更加注重转型升级与创新驱动，加快战新产业发展，超前布局未来产业，打造“第二曲线”，瞄准国产大飞机、新能源汽车、机器人等新兴产业和化工新材料研发，加强新能源电池、合成生物学、人工智能应用等新技术布局，打造特色技术和卓越产品。

估值

- 基于国际油价震荡下行，以及国内成品油消费量下滑等不利因素，调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 447.92 亿元、493.14 亿元和 555.40 亿元，对应 EPS（摊薄）为 0.37 元/股、0.41 元/股、0.46 元/股，当前股价对应市盈率（PE）为 15.4 倍、14.0 倍和 12.4 倍，公司炼化业务结构持续优化，新材料布局提速，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 国际油价剧烈波动风险、环保政策变化或自然灾害等因素导致生产装置异常，人员操作失误带来的安全生产风险、全球经济低迷等。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	3,212,215	3,074,562	2,913,859	2,804,382	2,757,981
增长率(%)	(3.2)	(4.3)	(5.2)	(3.8)	(1.7)
EBITDA(人民币 百万)	189,653	177,087	179,225	200,082	223,538
归母净利润(人民币 百万)	60,463	50,313	44,792	49,314	55,540
增长率(%)	(8.8)	(16.8)	(11.0)	10.1	12.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.50	0.42	0.37	0.41	0.46
原归母净利润预测(人民币)	/	/	54,866	59,086	64,594
调整幅度(%)	/	/	(18.36)	(16.54)	(14.02)
市盈率(倍)	11.4	13.7	15.4	14.0	12.4
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	5.8	7.5	6.4	5.5	4.6
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	6.1	4.3	4.6	5.0	5.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1.公司 2025 上半年年报摘要

(亿元)	2025 上半年度	2024 上半年度	同比增长(%)
一、营业总收入	14,090.52	15,761.31	(10.60)
二、营业总成本	13,911.54	15,329.74	(9.25)
其中：营业成本	11,927.53	13,275.74	(10.16)
营业税金及附加	1,233.51	1,326.12	(6.98)
销售费用	283.35	296.64	(4.48)
管理费用	264.57	263.04	0.58
研发费用	61.86	60.03	3.05
财务费用	84.26	62.75	34.28
资产减值	(22.89)	(16.89)	(35.52)
三、其他经营收益	32.88	35.05	(6.19)
公允价值变动收益	17.85	(12.75)	240.00
投资收益	77.17	75.65	2.01
四、营业利润	290.94	515.05	(43.51)
加：营业外收入	7.22	6.60	9.39
减：营业外支出	10.49	12.97	(19.12)
五、利润总额	287.67	508.68	(43.45)
减：所得税	52.07	99.31	(47.57)
六、净利润	235.60	409.37	(42.45)
减：少数股东损益	20.77	52.34	(60.32)
七、归属母公司净利润	214.83	357.03	(39.83)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

图表 2.公司 2025 年第二季度摘要

(亿元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	6,736.96	7,861.64	(14.31)
二、营业总成本	6,687.05	7,677.78	(12.90)
其中：营业成本	5,725.61	6,642.96	(13.81)
营业税金及附加	579.85	667.43	(13.12)
销售费用	142.82	154.98	(7.85)
管理费用	133.87	125.85	6.37
研发费用	34.49	30.55	12.90
财务费用	38.47	35.71	7.73
资产减值损失	(20.79)	(17.31)	(20.10)
三、其他经营收益	18.56	16.27	14.07
公允价值变动收益	(6.78)	36.22	(118.72)
投资收益	60.70	20.93	190.01
四、营业利润	105.51	241.80	(56.36)
加：营业外收入	5.17	3.79	36.41
减：营业外支出	5.53	7.72	(28.37)
五、利润总额	105.15	237.87	(55.80)
减：所得税	14.61	42.10	(65.30)
六、净利润	90.54	195.77	(53.75)
减：少数股东损益	8.35	21.90	(61.87)
七、归属母公司净利润	82.19	173.87	(52.73)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,212,215	3,074,562	2,913,859	2,804,382	2,757,981
营业收入	3,212,215	3,074,562	2,913,859	2,804,382	2,757,981
营业成本	2,709,656	2,598,935	2,488,250	2,384,892	2,333,968
营业税金及附加	272,921	267,315	241,850	234,727	233,049
销售费用	61,164	61,422	56,820	54,685	53,781
管理费用	59,664	58,021	53,906	51,881	51,023
研发费用	13,969	15,215	13,987	13,461	13,238
财务费用	9,922	11,174	11,680	11,285	10,791
其他收益	10,905	12,253	9,000	10,000	10,000
资产减值损失	(8,772)	(6,702)	(5,500)	(4,500)	(4,000)
信用减值损失	243	(108)	200	200	200
资产处置收益	4,226	1,967	1,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	467	(4,147)	0	0	0
投资收益	5,811	15,889	10,000	10,000	10,000
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	86,744	72,257	62,066	70,151	79,330
营业外收入	1,970	2,226	2,500	2,500	2,500
营业外支出	2,598	3,970	3,500	3,500	3,500
利润总额	86,116	70,513	61,066	69,151	78,330
所得税	16,070	12,966	11,297	12,793	14,491
净利润	70,046	57,547	49,769	56,358	63,839
少数股东损益	9,583	7,234	4,977	7,045	8,299
归母净利润	60,463	50,313	44,792	49,314	55,540
EBITDA	189,653	177,087	179,225	200,082	223,538
EPS(最新股本摊薄，元)	0.50	0.42	0.37	0.41	0.46

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	534,435	524,515	492,791	494,357	472,714
货币资金	164,960	146,799	139,865	140,219	137,899
应收账款	48,652	44,333	41,464	41,110	40,098
应收票据	0	0	0	0	0
存货	250,898	256,595	241,055	242,548	228,136
预付账款	5,067	6,429	5,459	5,140	4,974
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	64,858	70,359	64,947	65,340	61,608
非流动资产	1,492,239	1,560,256	1,542,900	1,525,543	1,504,332
长期投资	235,058	247,235	247,235	247,235	247,235
固定资产	690,957	717,105	758,299	774,811	782,778
无形资产	138,181	137,983	137,983	137,983	137,983
其他长期资产	428,043	457,933	399,383	365,514	336,336
资产合计	2,026,674	2,084,771	2,035,691	2,019,900	1,977,046
流动负债	647,076	673,237	630,472	627,853	580,304
短期借款	59,815	48,231	62,524	56,493	31,501
应付账款	229,878	208,857	196,175	194,682	185,236
其他流动负债	357,383	416,149	371,773	376,678	363,567
非流动负债	420,943	435,241	409,434	374,590	354,512
长期借款	179,347	184,934	165,000	130,000	110,000
其他长期负债	241,596	250,307	244,434	244,590	244,512
负债合计	1,068,019	1,108,478	1,039,906	1,002,442	934,816
股本	119,349	121,282	121,178	121,178	121,178
少数股东权益	152,861	156,371	161,348	168,393	176,692
归属母公司股东权益	805,794	819,922	834,437	849,065	865,539
负债和股东权益合计	2,026,674	2,084,771	2,035,691	2,019,900	1,977,046

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	70,046	57,547	49,769	56,358	63,839
折旧摊销	103,341	110,243	125,479	139,646	154,417
营运资金变动	(22,863)	(12,467)	(15,195)	(6,336)	1,033
其他	10,951	(5,963)	3,145	(948)	408
经营活动现金流	161,475	149,360	163,198	188,720	219,697
资本支出	(171,493)	(139,206)	(110,900)	(120,900)	(133,900)
投资变动	9,693	(9,158)	0	0	0
其他	5,935	(12,876)	11,000	11,000	11,000
投资活动现金流	(155,865)	(161,240)	(99,900)	(109,900)	(122,900)
银行借款	122,885	(5,997)	(5,641)	(41,031)	(44,991)
股权融资	(45,707)	(44,960)	(30,277)	(34,686)	(39,066)
其他	(54,446)	31,720	(34,314)	(2,749)	(15,059)
筹资活动现金流	22,732	(19,237)	(70,232)	(78,466)	(99,117)
净现金流	28,342	(31,117)	(6,934)	354	(2,320)

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(3.2)	(4.3)	(5.2)	(3.8)	(1.7)
营业利润增长率(%)	(10.0)	(16.7)	(14.1)	13.0	13.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(8.8)	(16.8)	(11.0)	10.1	12.6
息税前利润增长率(%)	(9.5)	(22.6)	(19.6)	12.4	14.4
息税折旧前利润增长率(%)	(2.9)	(6.6)	1.2	11.6	11.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(8.8)	(16.8)	(11.0)	10.1	12.6
获利能力					
息税前利润率(%)	2.7	2.2	1.8	2.2	2.5
营业利润率(%)	2.7	2.4	2.1	2.5	2.9
毛利率(%)	15.6	15.5	14.6	15.0	15.4
归母净利润率(%)	1.9	1.6	1.5	1.8	2.0
ROE(%)	7.5	6.1	5.4	5.8	6.4
ROIC(%)	5.0	3.6	3.0	3.5	4.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	67.6	66.1	67.9	67.9	67.9
应付账款周转率	13.2	14.0	14.4	14.3	14.5
费用率					
销售费用率(%)	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
管理费用率(%)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
研发费用率(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.2	1.3	1.6	1.8
每股净资产(最新摊薄)	6.6	6.8	6.9	7.0	7.1
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.4	13.7	15.4	14.0	12.4
P/B(最新摊薄)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.8	7.5	6.4	5.5	4.6
价格/现金流(倍)	4.3	4.6	4.2	3.7	3.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371