

证券研究报告

公司研究

点评报告

中曼石油 (603619.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号: S1500524070003
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金
隅大厦B座
邮编: 100031

25Q1 利润实现同比增长，海外产量贡献增加

2025 年 4 月 30 日

事件: 2025 年 4 月 29 日，中曼石油发布 2025 年第一季度报告，2025Q1，公司单季度营业收入 9.43 亿元，同比上涨 17%，环比下降 12.96%；单季度归母净利润 2.30 亿元，同比上涨 34%，环比上涨 301%；单季度扣非后净利润 2.22 亿元，同比上涨 31%，环比上涨 281%；基本每股收益 0.5 元，同比上涨 16%，环比上涨 456%。

点评:

- **Q1 利润同比实现增长。** 25Q1 布油价格为 74.59 美元/桶，同比-6.83 美元/桶，而公司归母净利润实现同比明显增长，主要受工程板块净利润增幅较大影响，而去年同期该板块作业受井队转场影响出现一定利润下滑。从利润率角度看，公司毛利率为 45.98%，同比持平，而净利率为 26.17%，同比+3.3pct，我们认为可能主要受当期财务费用转负影响，25Q1 公司财务费用为-2263 万元，去年同期为 3927 万元。
- **产量同比保持增长。** 25Q1 公司油气合计产量为 27.72 万吨，同比+28.51%，其中原油产量为 21.88 万吨，同比+10.62%，公司伴生气开发和产量增速较快。Q1 温宿、坚戈原油产量分别为 16.18、5.7 万吨，同比分别+0.73、+1.37 万吨，环比分别-0.65、-0.13 万吨，我们推测环比波动或可能受季节性作业影响。我们判断年内公司上产仍需主要依靠海外坚戈区块。
- **伊拉克油气区块开发项目前期工作稳步推进。** Q1 期间，公司伊拉克 EBN 项目与 MF 项目第一次联管会结束，会议审议通过了组织架构、工作计划与预算等多项阶段性重要报告。目前，第一次联管会审定的各项工作计划正稳步推进，项目团队同步筹备第二次联管会相关事宜。如项目顺利实施，公司预计对未来经营业绩将持续产生积极影响，同时公司一体化业务布局也有望助力伊拉克油气区块的快速增储上产。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.03、11.81 和 16.97 亿元，同比增速分别为 24.5%、30.8%、43.6%，EPS 分别为 1.95、2.56 和 3.67 元/股，按照 2025 年 4 月 29 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 8.03、6.14 和 4.28 倍，PB 分别为 1.55、1.28、1.02 倍。考虑到公司受益于油气产量快速增长，2025-2027 年公司有望继续保持良好业绩，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 经济波动和油价下行风险；公司上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险；汇兑损失风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,732	4,135	4,485	5,323	6,766
增长率 YoY%	16.7%	10.8%	8.5%	18.7%	27.1%
归属母公司净利润 (百万元)	812	726	903	1,181	1,697
增长率 YoY%	68.3%	-10.6%	24.5%	30.8%	43.6%
毛利率(%)	45.7%	46.0%	46.2%	48.3%	51.3%
净资产收益率 ROE%	30.5%	18.1%	19.3%	20.8%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.57	1.95	2.56	3.67
P/E	8.94	10.00	8.03	6.14	4.28
P/B	2.73	1.82	1.55	1.28	1.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,158	4,393	3,573	3,502	4,307
货币资金	1,250	2,542	1,541	1,515	2,205
应收票据	20	25	25	26	23
应收账款	702	662	652	643	673
预付账款	242	130	145	151	148
存货	595	615	721	651	722
其他	349	419	490	517	536
非流动资产	6,134	7,562	8,737	9,936	11,127
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,130	2,046	1,925	1,797	1,663
无形资产	58	56	55	53	52
其他	3,945	5,460	6,757	8,085	9,412
资产总计	9,292	11,955	12,310	13,438	15,434
流动负债	4,168	4,552	4,206	4,319	4,824
短期借款	1,054	1,725	1,925	2,125	2,325
应付票据	212	137	198	199	222
应付账款	936	910	1,102	962	1,142
其他	1,966	1,781	980	1,032	1,136
非流动负债	2,232	3,137	3,137	3,137	3,137
长期借款	1,506	1,481	1,481	1,481	1,481
其他	727	1,656	1,656	1,656	1,656
负债合计	6,400	7,690	7,343	7,456	7,962
少数股东权益	228	266	285	309	343
归属母公司股东权益	2,663	3,999	4,682	5,673	7,129
负债和股东权益	9,292	11,955	12,310	13,438	15,434

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,732	4,135	4,485	5,323	6,766
同比 (%)	16.7%	10.8%	8.5%	18.7%	27.1%
归属母公司净利润	812	726	903	1,181	1,697
同比	68.3%	-10.6%	24.5%	30.8%	43.6%
毛利率 (%)	45.7%	46.0%	46.2%	48.3%	51.3%
ROE%	30.5%	18.1%	19.3%	20.8%	23.8%
EPS (摊薄)(元)	1.76	1.57	1.95	2.56	3.67
P/E	8.94	10.00	8.03	6.14	4.28
P/B	2.73	1.82	1.55	1.28	1.02
EV/EBITDA	5.67	5.55	4.79	4.09	2.96

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,732	4,135	4,485	5,323	6,766
营业成本	2,026	2,233	2,414	2,753	3,294
营业税金及附加	118	140	179	213	271
销售费用	52	65	67	80	101
管理费用	244	277	292	346	440
研发费用	135	131	135	160	203
财务费用	148	366	233	259	275
减值损失	3	-6	-5	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	17	52	38	53	68
营业利润	1,030	968	1,198	1,566	2,249
营业外收	-7	-4	-1	-1	-1
利润总额	1,023	964	1,197	1,566	2,248
所得税	200	223	275	360	517
净利润	823	741	922	1,205	1,731
少数股东损益	11	15	18	24	35
归属母公司净利润	812	726	903	1,181	1,697
EBITDA	1,655	1,883	1,905	2,286	2,993
EPS (当年)(元)	2.06	1.76	1.95	2.56	3.67

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,581	1,542	1,680	1,849	2,632
净利润	823	741	922	1,205	1,731
折旧摊销	478	545	454	461	469
财务费用	150	301	209	225	241
投资损失	-134	0	0	0	0
营运资金	70	-92	82	-43	191
其它	60	48	13	0	1
投资活动现金流	-1,644	-1,269	-1,630	-1,661	-1,661
资本支出	-1,261	-1,144	-1,651	-1,651	-1,651
长期投资	-383	-124	-10	-10	-10
其他	0	0	31	0	0
筹资活动	635	1,021	-1,030	-205	-277
吸收投资	0	1,175	0	0	0
借款	2,126	2,378	200	200	200
支付利息或股息	-247	-597	-389	-405	-477
现金流净增加额	555	1,326	-1,000	-27	690

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。