

# 中国石油（601857.SH）

## 能源转型践行 ESG 理念，社会责任凸显央企担当

**优于大市**

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 石油石化 · 炼化及贸易

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

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

### 事项：

3月30日，中国石油天然气股份有限公司发布《2024年度环境、社会和治理（ESG）报告》，2024年，公司国内天然气产量在公司国内油气当量产量中占比升至54.4%，油气产业结构进一步优化。新能源新业务投资同比增幅21.7%，全年风光发电量同比增长一倍多，建成多个加氢站和地热供暖项目，新材料发展提速加力，产量连续三年保持50%左右高速增长，未来产业布局迈出实质性步伐。

### 国信化工观点：

1) **ESG 理念深入人心，公司 ESG 治理体系完善。** ESG 是英文 Environmental（环境）、Social（社会）、Governance（治理）三个单词的首字母缩写，是一种聚焦企业可持续发展和社会责任的评估框架。ESG 发端于 20 世纪 60-70 年代反战、人权等社会议题，2015 年后随着《巴黎气候协定》等国际倡议的落地，ESG 的投资概念快速深入人心。披露 ESG 信息可以降低运营风险，使风险前置。通过披露 ESG 信息，可以吸引绿色贷款、ESG 基金等长期资金。披露 ESG 信息还可以倒逼企业投资清洁技术，培育企业第二成长曲线。2 中国石油十分关注公司 ESG 发展，并建立了完善的 ESG 治理体系，且公司对 ESG 治理有长期稳定的规划。

2) **公司在新能源业务方面快速发展，积极推进低碳转型。** 公司将绿色低碳纳入整体发展战略和“十四五”总体规划，落实清洁替代、战略接替和绿色转型“三步走”总体部署，积极稳妥推进碳达峰碳中和。公司发布实施《绿色低碳发展行动计划 3.0》，积极实施“三大行动”“十大工程”，不断加快绿色低碳转型。方案提出了发展“碳循环经济体系”的理念，打造“天然气+”清洁能源发展、“氢能+”零碳能源升级、“CCUS 负碳产业链建设”三个创新点，部署实施绿色企业建设引领者、清洁低碳能源贡献者、碳循环经济先行者“三大行动”及“十大工程”。公司规划 2025 年新能源产能比重达到 7%；2035 年实现新能源业务与油气业务三分天下，基本实现热电氢对油气业务的战略接替；2050 年热电氢能源占比 50%左右，实现绿色低碳转型发展。

3) **公司积极履行社会责任，体现央企担当。** 公司在保障能源安全、助力乡村振兴、关爱员工发展等方面作出了积极贡献。公司全力保障能源安全稳定供应，面对复杂多变的国际能源形势，着力提升能源高效供给能力和增强产业链供应链韧性，全力以赴保障国内油气稳定供应，为经济社会发展提供了坚实的能源保障。在国内公司积极参与乡村振兴，助力共同富裕帮助对口帮扶地区发展特色产业、改善基础设施、提升教育水平。公司在国际合作中高度注重维护各方共同利益，海外企业始终秉持“互利共赢，合作发展”的理念，高度重视与资源国政府、合作伙伴、社区民众分享资源价值和发展机遇，促进当地社区繁荣发展。

**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 9.1/8.9/8.7x，对于 H 股 PE 为 6.5/6.4/6.2x，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ESG 理念深入人心，公司 ESG 治理体系完善

**ESG 提供了一种全新的公司评价维度。**ESG 是英文 Environmental（环境）、Social（社会）、Governance（治理）三个单词的首字母缩写，是一种聚焦企业可持续发展和社会责任的评估框架。它打破了传统以财务指标为主的评价体系，从环境、社会和治理三个非财务维度，综合衡量企业在促进经济发展、保护生态环境和维护社会和谐等方面的贡献与影响。ESG 发端于 20 世纪 60-70 年代反战、人权等社会议题，2004 年联合国发布《谁在乎谁赢》报告，首次明确提出“ESG 概念”，环境、社会和治理成为可持续投资关注的三个维度。2015 年后随着《巴黎气候协定》等国际倡议的落地，ESG 的投资概念快速深入人心。

**披露 ESG 信息对企业、投资者均有显著优势。**披露 ESG 信息可以降低运营风险，使风险前置。通过披露碳足迹、污染治理等信息，企业可以提前识别环保政策变动对公司造成的风险。如万华化学在 ESG 报告中披露 VOCs 治理投入，2023 年因环保合规避免了 3000 万元的罚款。通过披露 ESG 信息，可以吸引绿色贷款、ESG 基金等长期资金。全球目前 ESG 基金超 2.5 万亿元，许多头部资管机构均设立了相关基金，对 ESG 表现良好的公司进行投资。披露 ESG 信息还可以倒逼企业投资清洁技术，培育企业第二成长曲线。如宝钢钢铁披露氢冶金研发投入后，吸引相关企业共建氢能联盟，宝钢钢铁相关授权量快速增长，氢能炼钢成本也实现了快速下降。

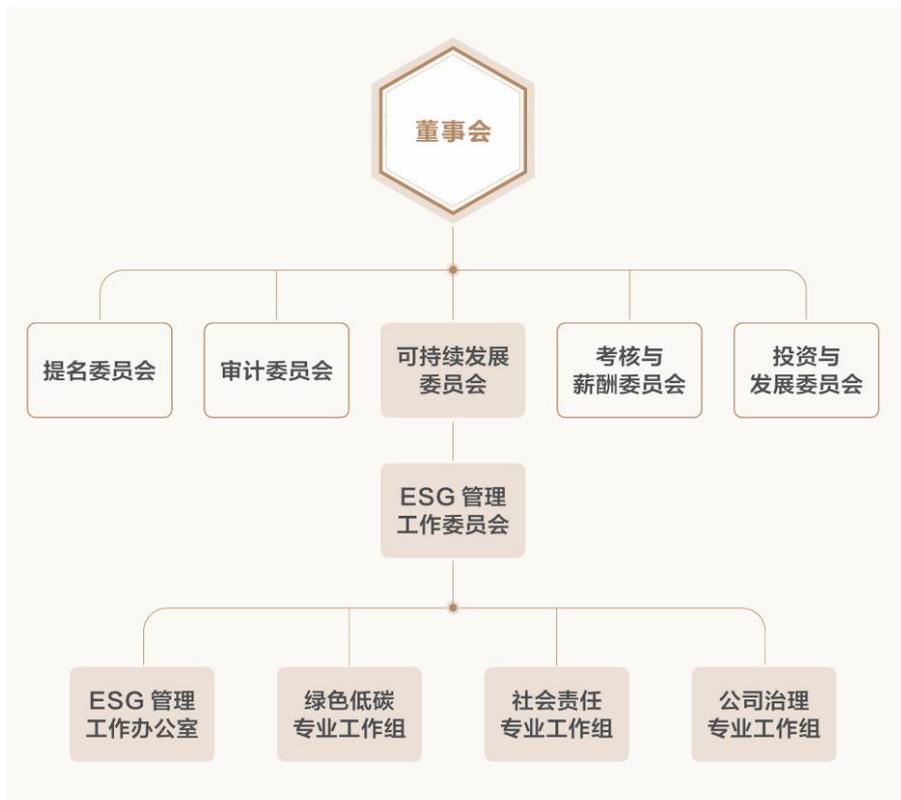
**海外 ESG 信息披露制度已经较为完善。**欧盟 2014 年修订《非财务报告指令》要求员工人数超过 500 人的企业必须披露 ESG 信息，并要求成员国 2016 年前开始遵守，2021 年欧盟进一步扩大要求，所有大型企业和上市公司必须要披露 ESG 报告；美国 SEC 2010 年年发布《关于气候变化相关问题的披露指导意见》，逐步开始要求美国上市公司披露 ESG 相关信息；2012 年 8 月中国香港联交所发布首版《环境、社会及管治报告指引》。2015 年 12 月加入“不遵守就解释”条款，港股上市公司 ESG 披露实现快速发展。

**中国大陆 ESG 披露工作在快速展开。**2023 年，我国政府及监管部门对企业及金融机构 ESG 相关信息披露做了进一步规范和要求。对于中央企业，国资委出台一系列 ESG 信息披露的相关指引，2023 年 7 月发布的《央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究》构建了相对完善的体系。2023 年 9 月 25 日，国资委发布《中央企业上市公司 ESG 蓝皮书（2023）》，提出中央企业要深化践行 ESG 理念、统筹加强 ESG 管理，与国际规则接轨，从而更好开展市场竞争。2024 年 4 月上交所、深交所和北交所共同发布了《上市公司可持续发展报告指引》，并从 2024 年 5 月开始实施，这标志着中国资本市场买入了 ESG 报告强制披露时代。

**中国石油高度重视 ESG 发展管理。**公司将 ESG 理念深度融入公司整体发展战略和生产经营管理活动中，构建并不断完善 ESG 治理体系，通过董事会及其专门委员会、管理层来指导和管理可持续发展实践。公司制定行之有效的 ESG 管理政策，系统设计，整体布局，明确职责分工，突出协作配合，逐步细化工作内容和流程，理顺管理机制，全面识别和管控 ESG 风险，并对企业 ESG 治理情况进行考核监督，不断提升公司 ESG 治理水平。

**公司 ESG 治理结构完善。**公司 ESG 治理体系由公司董事会、可持续发展委员会、ESG 管理工作委员会及各职能部门、专业公司和所属企业构成。董事会是公司 ESG 事务的最高决策机构，对公司 ESG 治理承担最终责任。董事会下设可持续发展委员会，负责 ESG 各项工作的监督和检查，向董事会提出建议。ESG 管理工作委员会负责执行董事会和可持续发展委员会有关 ESG 的决策部署，下设 ESG 管理工作办公室及绿色低碳、社会责任和公司治理三个专业工作组。

图1：中国石油 ESG 治理架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司制定规划，系统、有效持续提升公司 ESG 治理水平。2023 年，公司可持续发展委员会审议通过了《中国石油天然气股份有限公司 ESG 工作提升三年行动方案》(2024—2026 年)，明确了未来三年 ESG 工作目标、职责分工和工作任务，为系统、有效、持续提升公司 ESG 治理水平和绩效奠定了基础。为规范公司 ESG 管理工作，确保公司 ESG 管理体系有效运行，推动提升 ESG 绩效，公司制定了《ESG 管理办法（试行）》，经董事会审议通过后开始全面施行。公司将节能减排、安全环保及合规管理等 ESG 指标纳入管理层业绩考核，并根据业绩考核分值兑现绩效薪酬，以推动可持续发展战略的有效实施。其中，节能减排指标权重占 10%，未完成目标的，最高扣减业绩分值 10 分；安全环保及合规管理指标未完成考核目标的，每项扣减业绩分值 5 分。

图2：中国石油《ESG 工作提升三年行动方案》行动目标



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 新能源业务快速发展，积极推动低碳转型

能源转型势不可挡，国际巨头目标明确。《巴黎合约》后，国际对碳减排提出了更高的要求，国际石油公司均加速了能源转换战略。在经历了新冠疫情造成的经济增速放慢、地缘政治动荡等事件后，欧美石油公司能源转型变得更加务实。欧洲石油公司长期能源转型目标不变，短期重新聚焦油气，保证业绩增长。美国石油公司则一直坚持盈利优先策略。埃克森美孚预计到 2050 年，石油和天然气仍占世界能源结构的 50% 以上，雪佛龙则将降低碳排放作为长期战略。

表1: 埃克森美孚能源转型目标

分类	领域	目标
油气上游	油气产量	2027 年达到 2.1 亿吨油当量
	LNG 产量	2027 年达到 2700 万吨/年
	盈利能力	2027 年：布伦特油价 ≤35 美元/桶，90% 的油气投资收益超过 10%；天然气价格为 6 美元/百万英制热单位时，新投资 LNG 项目收益超过 10%
产品解决方案	盈利能力	2027 年的盈利约 160 亿美元，较 2019 年增长 3 倍以上
	销售量	高价值产品销售量达到 2019 年的 2 倍
	排放强度	2030 年温室气体排放强度下降 20%-30%
低碳解决方案	投资	2022-2027 年间，超过 200 亿美元
	温室气体排放强度	运营资产降低 20%-30%；上游降低 40%-50%
	甲烷排放强度	运营资产降低 70%-80%
	燃除强度	运营资产下降 60%-70%

资料来源：埃克森美孚官网，国信证券经济研究所整理

国家石油公司层面，中东及中国石油公司则积极探索能源转型，化石能源与新能源均衡发展，保证各自国家能源安全。沙特阿美 CEO 表示，过于激进的能源转型愿景并不符合实际。化石能源与新能源要均衡发展，保障国家能源安全是国家石油公司的共同目标。

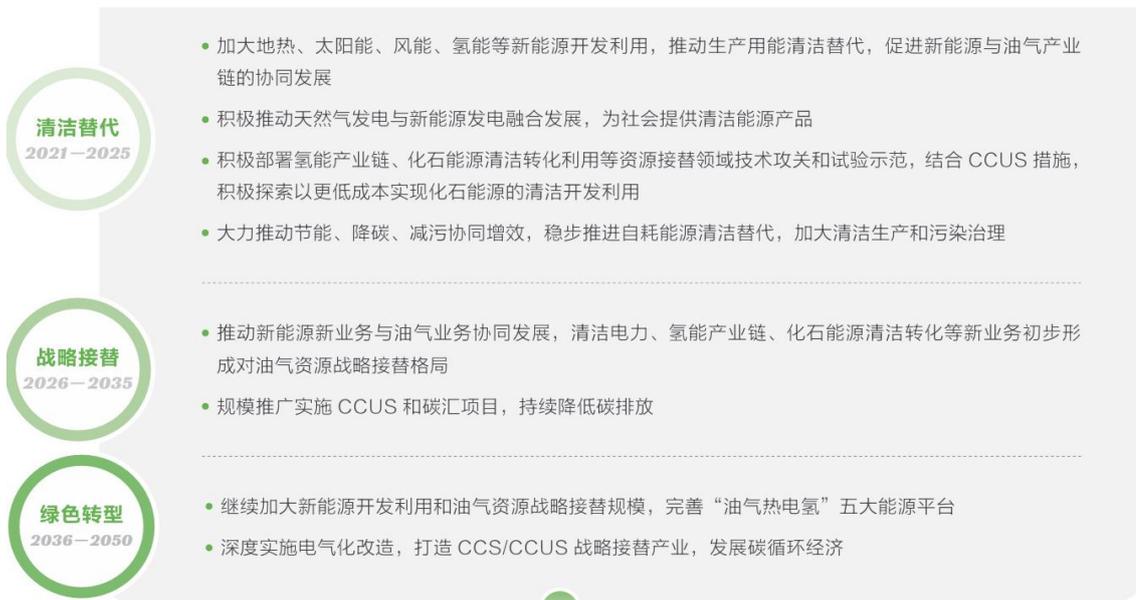
表2: 沙特阿美能源转型目标

分类	领域	目标
油气上游	油气产量	原油最大可持续产能保持在 5.98 亿吨/年
	天然气产量	2030 年时天然气产量较 2021 年增长 60%
	LNG 产量	2030 年 LNG 产量达到 1000 万-2000 万吨/年
下游	石化产能	2030 年石化产能达到 1.8 亿吨/年
	可再生发电能力	2030 年可再生发电能力达到 12 吉瓦
	CCUS	2035 年 CCUS 能力达到 1100 万吨/年
低碳解决方案	蓝氨产量	2030 年蓝氨产量达 1100 万吨/年
	净零目标	2050 年实现范围 1 和 2 的净零排放

资料来源：沙特阿美官网，国信证券经济研究所整理

公司将绿色低碳纳入整体发展战略和“十四五”总体规划，落实清洁替代、战略接替和绿色转型“三步走”总体部署，积极稳妥推进碳达峰碳中和。公司发布实施《绿色低碳发展行动计划 3.0》，积极实施“三大行动”“十大工程”，不断加快绿色低碳转型。方案提出了发展“碳循环经济体系”的理念，打造“天然气+”清洁能源发展、“氢能+”零碳能源升级、“CCUS 负碳产业链建设”三个创新点，部署实施绿色企业建设引领者、绿色低碳能源贡献者、碳循环经济先行者“三大行动”及“十大工程”。

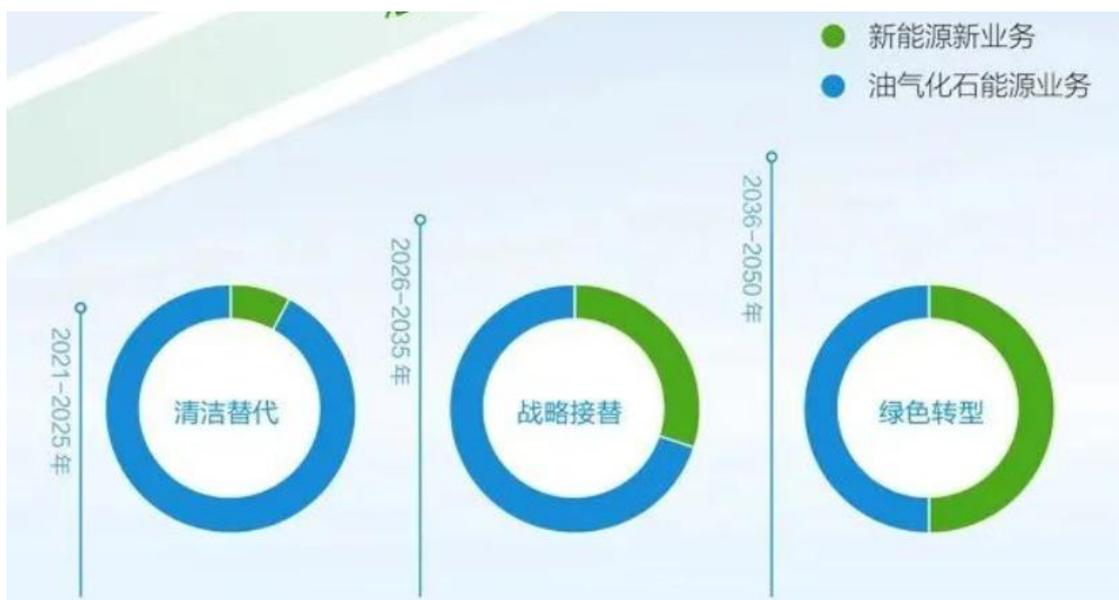
图3: 中国石油绿色低碳转型路径



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**积极发展新技术，推动公司战略稳健转型。**公司制订《中国石油绿色低碳发展行动计划 3.0》，推动中国石油从油气供应商向综合能源服务商转型，按照“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走总体部署，实施绿色企业建设引领者行动、绿色低碳能源贡献者行动、碳循环经济先行者行动，力争 2025 年左右实现“碳达峰”，2035 年外供绿色零碳能源超过自身消耗的化石能源，2050 年左右实现“近零”排放。公司规划 2025 年新能源产能比重达到 7%；2035 年实现新能源业务与油气业务三分天下，基本实现热电氢对油气业务的战略接替；2050 年热电氢能源占比 50%左右，实现绿色低碳转型发展。

图4: 中国石油绿色低碳转型行动目标



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司制定《中国石油碳达峰行动方案》《中国石油加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案（2023—2025年）》等发展规划，全面布局新能源，加快拓展地热、风光发电、氢能，以及充（换）电站等业务，推动油气和新能源业务融合发展，构建“低碳能源生态圈”。公司成立新能源专业化技术委员会，开展清洁热力、清洁电力、氢能、储能及CCUS/CCS等66个领域标准体系顶层设计。2024年公司新能源业务投资达240.5亿元，较去年上升21.7%。

图5：中国石油新能源业务发展六大基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**吉林油田建成“零碳工厂”，截至2024年底，累计生产绿电5800万千瓦时。**新立采油厂Ⅲ区块是吉林油田分公司打造的首个零碳油田生产先导示范工程，在2024年（第五届）国际碳中和与绿色投资大会暨第三届零碳中国城市峰会上，该区块获得“零碳工厂”标准试点称号。新立采油厂Ⅲ区块依托集约化大平台建产模式，不仅节约了大量土地，而且利用井场及周边空地，建设了风光发电、光热地热、空气源热储能、二氧化碳注入等多能互补供能模式。截至2024年年底，该零碳示范区累计生产风光绿电5800万千瓦时，节约天然气41万立方米，实现了区域用能100%清洁替代，推进了油气与新能源深度融合，为传统化石能源生产企业的绿色低碳转型、实现“双碳”目标提供了可借鉴的路径。

图6：中国石油绿色低碳转型路径



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

大庆油田积极探索绿色转型新模式，加速“追风逐日”。2024年大庆油田全年新能源自消纳发电量超7亿千瓦时，是历年累计发电量的1.4倍，能源总当量向新向上。大庆油田聚焦“双碳”目标，坚持油气与新能源融合发展，加快推动清洁电力、地热业务发展，积极推进氢能“制储运用”全产业链发展，重点谋划低碳油气生产、清洁能源供应、氢能产业等，力争到2035年，形成油、气、新能源“三足鼎立”发展新格局。大庆油田新能源项目实现自主设计、施工、运维一体化管理，目前在建风光电项目达到19项，装机规模比2023年扩大6倍。其中，林甸60万千瓦、广西62万千瓦集中式风光发电项目全面开工，对外清洁供能取得新突破。

图7: 大庆油田水面光伏项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司氢能产业点燃绿色新引擎。公司2024年高纯氢产能达8100吨/年，较上年增加23%。由长庆油田主导，联合宝石机械、川庆钻探开展的国内首个“氢代油”绿色钻井示范工程顺利开工，这标志着中国石油氢能业务链在用氢技术领域实现新的突破。吐哈油田运用宝石机械下线的第一台1200立方米/小时碱性电解水制氢设备，开展制造装备应用绿电制绿氢试验项目，带动中国石油全产业链绿氢制输业务发展。2024年8月，公司全资附属公司大庆油田有限责任公司全资收购中国石油集团电能有限公司，提升了公司电力业务专业化水准、整体盈利能力和核心竞争力、

图8: 玉门油田可再生能源制氢项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中国石油高度重视 CCUS 产业发展。公司推进二氧化碳提高原油采收率（CCUS-EOR）技术攻关，创新形成了 CCUS 全产业链技术体系，二氧化碳注入埋存规模保持国内领先水平，CCUS 技术整体达到国际先进水平，形成了以松辽盆地 300 万吨 CCUS 重大示范工程为代表的“四大六小”CCUS 产业格局，在保障国家能源安全、推动能源绿色低碳发展方面发挥了重要作用。2024 年公司累计注入 CO<sub>2</sub> 达 190 万吨，在吉林、长庆建成两个国家级示范工程，持续引领我国 CCUS-EOR 发展。

图9：长庆油田 CCUS 示范工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司地热开发持续升温。华北油田将科技创新作为地热业务发展重要推动力，相继推出“地热资源精细评价技术”“全周期开发方案设计技术”“优质高效钻采灌配套技术”“全密闭高效地面工艺设计技术”“‘地热+’多能耦合智能运营技术”5 项核心关键技术，突破地热产业发展瓶颈。冀东油田逐步形成了以砂岩储层无压回灌为核心技术的地热能开发利用 6 类 18 项关键技术，实现了地热开发“取热不耗水、百分百无压回灌”。该公司承担的河北唐山曹妃甸新城地热供暖项目，获国家能源局地热回灌认证。

图10：华北油田地热示范项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司销售企业以充电业务为主攻方向，着力构建“充电+”新业态。2023年，销售公司拿出新能源业务拓展的“精进版”总方案：围绕充电、换电、加氢、光伏4个赛道加强布局，推动传统能源业务与新能源业务接续发展。2023年9月，中国石油收购普天新能源有限责任公司并组建昆仑网电公司，全面拉开战略性布局充电市场、着力构建一体化新能源“充换电+”产业生态的大幕。昆仑网电公司自2023年12月组建以来，与各销售企业高效协同、精准发力，在全国60个充电业务重点城市，实施“一城一景一策”网络开发策略，2024年全年充电网络开发任务完成率达130%，平台月均增加21万注册客户，新开发的充电站单枪充电量高于行业平均水平。目前，昆仑网电充电平台接入充电枪数量超5万把，向相关销售企业移交优质储备充电站181座、充电枪5233把，实现了充电业务和成品油业务从“相加”到“相融”。

图11：中国石油充电站



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

积极开拓压差发电等新型能源利用形式。公司结合运营实际情况，开展多种新型能源的利用。苏桥储气库群天然气压差发电机组是国内储气库工程中首台（套）兆瓦级天然气压差发电项目，由2台功率为3兆瓦的单机组成，主要利用天然气压力能，将高压天然气导入膨胀机做功，把压力能转化为机械能，进而驱动发电机发电和输出电能，实现“压力能到机械能再到电能”的转化。目前苏桥储气库群天然气压差发电机组平稳运行超200天，累计发电逾650万千瓦时，节约用电成本超160万元，相当于节约标煤1900余吨，减少二氧化碳排放近6500吨。

图12：华北油田苏桥储气库压差发电项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 积极履行社会责任，体现央企担当

公司积极履行社会责任，在保障能源安全、助力乡村振兴、关爱员工发展等方面作出了积极贡献。公司全力保障能源安全稳定供应，面对复杂多变的国际能源形势，着力提升能源高效供给能力和增强产业链供应链韧性，全力以赴保障国内油气稳定供应，为经济社会发展提供了坚实的能源保障。公司积极参与乡村振兴，助力共同富裕，1000个乡村振兴项目覆盖全国28个省区市，帮助对口帮扶地区发展特色产业、改善基础设施、提升教育水平，在乡村全面振兴道路上留下了“石油印记”，为促进共同富裕贡献了力量。公司坚持以人为本，关爱员工发展，积极构建和谐劳动关系，注重员工职业发展和权益保障，为员工提供良好的工作环境和平台，员工满意度和幸福感不断提升。公司在国际合作中高度注重维护各方共同利益，海外企业始终秉持“互利共赢，合作发展”的理念，高度重视与资源国政府、合作伙伴、社区民众分享资源价值和发展机遇，让国际能源合作的成果更多、更公平地惠及当地社会，促进当地社区繁荣发展。

**公司作为能源央企，深入贯彻落实能源安全战略。**公司坚守国内原油年产1亿吨的效益稳产线，大庆油田原油产量连续9年实现硬稳产，玛湖油田横空出世，富满油田建成我国最大超深油田，吉木萨尔页岩油进入规模效益开发，不断夯实国家原油生产基本盘。公司天然气产量指标箭头向上，不断保持高额增长态势，累计生产天然气超万亿立方米。长庆、西南、塔里木等气区，西气东输、川气东送提供稳定而充足的气源支撑，气化西藏、气化龙江等民生工程不断推进，公司为优化我国能源结构贡献最重要力量。

**中国石油在农产品加工业、乡村特色产业、乡村休闲旅游业和乡村新型服务业等方面积极开展公益项目提升贫困地区可持续发展能力。**2024年，公司依据县域资源和各地发展需求，坚持“一县一策”助力乡村产业发展，援建国家级羽绒质检中心、红掌花卉育苗中心、冰川龙虾产业园等项目，立足各地资源优势，支持特色产业集群建设。积极探索生态和文旅融合发展路径，援建新疆察布查尔观光农业产业园、江西横峰“西坡”精品民宿等，开发文化观光路线和乡村游学项目，推动文化旅游深度融合，打造乡村经济新的增长极。全年16个产业项目投入同比增长1倍以上，为帮扶地区乡村全面振兴奠定坚实基础。

图13: 公司助力河南范县打造红掌花卉产业园



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司积极促进教育事业，助力解决教育公平。**2024年，公司为家庭经济困难的高中生提供助学金和奖学金，帮助他们完成学业，实现求学梦想。2024年，“旭航”助学公益项目为24所学校的3150名高中生提供助学金，其中旭航助学金捐赠630万元，旭航奖学金捐赠330.5万元。与克拉玛依职业技术学院联合，以校企合作模式开展中国石油“油苗计划”定向班，来自新疆定点帮扶县的69名油气行业培养生入职中国石油，使帮扶地青年人才掌握切实有用的实操技能，为稳定就业保驾护航。

图14: 石油持续加强对江西横峰的教育帮扶



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司在海外坚持“互利共赢、共同发展”的国际合作理念，尊重业务所在地文化习俗。哈法亚公司在中外传统节日期间组织形式多样的文化交流活动，如在中国传统春节组织包饺子、聚餐和写春联，在伊斯兰教开斋节、宰牲节举办烧烤庆祝活动，在新年举行丰富多彩的趣味运动会等，让员工感受到不同国家的文化魅力，拉近了彼此距离。公司还举行开放日活动，邀请社区代表参观哈法亚油田基地、油气处理中心场站等，并安排专业技术人员进行讲解，让社区代表零距离接触哈法亚油田。目前，哈法亚油田已成为伊拉克当地青年学生教育活动的实践基地。

公司在海外开发过程中，坚持开发与保护同步。公司在开发过程中严格遵守业务所在国环境保护法律法规和相关国际准则，在生产作业过程中注重保护当地的生态环境和历史文化遗产。公司在中乌天然气管道沿线实施“绿带”建设项目，努力将管道和站场所在区域打造成沙漠中的绿洲。目前，公司已种植树木 10000 余株，固碳约 370 吨，有效改善了场站周边区域环境的生态系统，极大改善了场站员工工作生活环境。

图15: 哈法亚项目员工开展环境检测工作



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司积极推进本土化运营，促进当地就业，优先采购当地产品和服务。公司持续提升国际化经营管理水平，推进员工本地化、尊重当地员工文化、促进文化融合，开展本地员工培训项目，助力当地员工成长，在实现自身发展的同时也为所在地社会经济发展注入动力。2024 年，公司海外项目外籍员工所占比例达到

96.89%。公司在印尼积极推行本土化发展战略，每年制定人才本土化培养目标和详细方案，加强本地员工的业务知识培训，提升员工业务素质和管理能力。2024年共组织开展182次业务培训，参训人数超过630人。公司在项目采购中优先考虑当地产品和服务，将本地化采购作为自身必须履行的合同义务。在哈萨克斯坦，公司积极支持本地供应链发展，优先选择本地供应商和承包商，以促进所在地经济的发展。

图16: 哈法亚公司开展伊拉克员工培训项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：我们预计公司2025-2027年归母净利润1674/1709/1740亿元，摊薄EPS分别为0.91/0.93/0.95元，对于当前A股PE为9.1/8.9/8.7x，对于H股PE为6.5/6.4/6.2x，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			PB			
				2024	2025E	2026E				
601857.SH	中国石油	优于大市	8.20	0.90	0.91	0.93	9.1	9.1	8.9	0.97
600938.SH	中国海油	优于大市	25.23	2.90	2.95	3.02	8.7	8.6	8.4	1.55

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至2025年5月22日，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）-上游板块逆势增长，2025年一季度归母净利润同比增长2.3%》——2025-04-30
- 《中国石油（601857.SH）-全年归母净利润同比增长2.0%，分红率达到52.2%》——2025-04-02
- 《中国石油（601857.SH）-煤岩气成为天然气增产新动能》——2025-02-19
- 《中国石油（601857.SH）-国内油气实现高效稳产，海外资源版图不断扩张》——2024-12-05
- 《中国石油（601857.SH）-天然气盈利大幅增长，第三季度归母净利润环比增长2.3%》——2024-10-29

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	269873	216246	126339	116247	106324	营业收入	3011012	2937981	2937494	2986023	3028910
应收款项	99802	104032	96575	98171	99581	营业成本	2302385	2275223	2243897	2278082	2310095
存货净额	180533	168338	127957	129168	130223	营业税金及附加	295015	266012	264374	268742	272602
其他流动资产	100908	99412	88125	89581	90867	销售费用	70260	63190	64625	65692	66636
<b>流动资产合计</b>	<b>658520</b>	<b>590844</b>	<b>441812</b>	<b>435982</b>	<b>429810</b>	管理费用	55023	65026	62461	63432	64290
固定资产	665611	695374	748880	783387	801701	研发费用	21957	23014	20562	22395	24231
无形资产及其他	92744	92790	94078	95367	96655	财务费用	18110	12552	6167	2974	1624
投资性房地产	1054863	1083922	1083922	1083922	1083922	投资收益	9554	11934	10000	10000	10000
长期股权投资	280972	290077	293077	296077	299077	资产减值及公允价值变动	(26948)	(9605)	(22000)	(25000)	(25000)
<b>资产总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2661770</b>	<b>2694734</b>	<b>2711165</b>	其他收入	199	(3021)	(20562)	(22395)	(24231)
短期借款及交易性金融负债	156795	147712	50000	50000	50000	营业利润	253024	255286	263406	269705	274432
应付款项	309887	287680	255914	258336	260445	营业外净收支	(15566)	(13784)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	222325	201925	196687	198618	200302	<b>利润总额</b>	<b>237458</b>	<b>241502</b>	<b>243406</b>	<b>249705</b>	<b>254432</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>689007</b>	<b>637317</b>	<b>502601</b>	<b>506954</b>	<b>510747</b>	所得税费用	57167	57755	60851	62426	63608
长期借款及应付债券	143198	98072	68072	38072	8072	少数股东损益	19147	19071	19221	19719	20092
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>163333</b>	<b>167560</b>	<b>170732</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>433082</b>	<b>405827</b>	<b>376327</b>	<b>346827</b>	<b>317327</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1122089</b>	<b>1043144</b>	<b>878928</b>	<b>853781</b>	<b>828074</b>	净利润	161144	164676	163333	167560	170732
少数股东权益	184211	194492	202137	209981	217973	资产减值准备	(8277)	(14678)	1437	986	550
股东权益	1446410	1515371	1580704	1630972	1665119	折旧摊销	210347	215967	176768	193219	209848
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2661770</b>	<b>2694734</b>	<b>2711165</b>	公允价值变动损失	26948	9605	22000	25000	25000
关键财务与估值指标						财务费用	18110	12552	6167	2974	1624
每股收益	0.88	0.90	0.89	0.92	0.93	营运资本变动	(4229)	(59012)	24058	1577	1091
每股红利	0.58	0.58	0.54	0.64	0.75	其它	14793	21443	6208	6857	7442
每股净资产	7.90	8.28	8.64	8.91	9.10	<b>经营活动现金流</b>	<b>400726</b>	<b>338001</b>	<b>393805</b>	<b>395199</b>	<b>414663</b>
ROIC	12%	11%	13%	14%	14%	资本开支	0	(216470)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	11%	11%	10.3%	10.3%	10.3%	其它投资现金流	(3528)	4588	0	0	0
毛利率	24%	23%	23.61%	23.71%	23.73%	<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%	10%	10%	10%	权益性融资	3576	2393	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	(43465)	(52093)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	-7%	-2%	-0%	2%	1%	支付股利、利息	(106304)	(106259)	(98000)	(117292)	(136585)
净利润增长率	8%	2%	-1%	3%	2%	其它融资现金流	(45111)	143670	(97712)	0	0
资产负债率	47%	45%	41%	39%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(341073)</b>	<b>(170641)</b>	<b>(225712)</b>	<b>(147292)</b>	<b>(166585)</b>
股息率	7.1%	7.1%	6.5%	7.8%	9.1%	<b>现金净变动</b>	<b>44824</b>	<b>(53627)</b>	<b>(89907)</b>	<b>(10093)</b>	<b>(9923)</b>
P/E	9.3	9.1	9.2	9.0	8.8	货币资金的期初余额	225049	269873	216246	126339	116247
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	269873	216246	126339	116247	106324
EV/EBITDA	5.5	5.5	5.2	4.9	4.7	企业自由现金流	0	127286	157006	155555	174231
						权益自由现金流	0	218863	24669	123325	143013

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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