

中国石油（601857.SH）

天然气市场化改革持续深化，龙头有望充分受益

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：

8月1日，国家发改委、国家能源局发布《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》，省内天然气管道运输价格应当实行统一定价模式，并对管输价格做了相关规定。

国信化工观点：

1) 气源端：中石油坚持增储上产，公司作为国产天然气的主力军，天然气产量稳步提升；进口管道气方面，中俄东线天然气管道带来增量，2025年中俄东线管道气进口量预计同比增加80亿立方米；进口LNG作为供应最为灵活的天然气，上半年进口量同比下降；由于进口管道天然气价格多挂钩原油，2025年上半年进口天然气价格下降明显。公司天然气资源池平均价格预期有所下降。

2) 管输端：国家发改委、国家能源局要求，省级发展改革部门按照“准许成本加合理收益”的方法核定省内天然气管道运输价格，可采取标杆价格或者分区定价的方式确定价格水平，省内天然气管输价格有望逐步统一；准许收益率原则上不高于10年期国债收益率加4个百分点，这有望进一步降低省内天然气运输价格；指导意见明确减少运输层级，支持具备条件的城镇燃气企业和大用户就近接入国家及省内干线、支干线等管道下载天然气；管输环节市场化程度进一步加深，工商业用户与城燃用户的交叉补贴有望得到缓解，用气潜能有望得到释放。

3) 终端：2025-2026年中石油管道天然气定价方案更加市场化，管制气占比进一步降低，天然气综合售价有望提升。

投资建议：国内天然气产业市场化持续深入，天然气产业快速发展，【中国石油】作为龙头企业有望充分受益。我们维持之前盈利预测，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10.09/9.87/9.66x，对于H股PE为6.79/6.65/6.51x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 气源端：国产气持续增储上产，管道气增量明显

2025年上半年，中国石油着力提升发展质量和效益，加强产业链协同联动，油气两大产业链保持安全平稳高效运行。今年上半年，大庆油田国内原油产量同比增加1.09万吨、天然气产量同比增加2.22亿立方米；今年上半年，长庆油田紧扣“资源核心”战略，在油气生产建设与新能源发展双赛道上协同发力—油气当量同比增长0.61%，稳步向着全年油气当量“6000万吨以上连续稳产”目标迈进；今年上半年，西南油气田天然气产量超计划1.25亿立方米，同比增长12.97%，再创历史同期新高，为“高质量上产500亿”奠定基础。

不论是进口管道气还是进口LNG，天然气价格多与油价挂钩，且有一定滞后性。布伦特原油价格从2024年8月开始趋势向下，在2025年5月月度均价达到了64美元/桶的低值。在OPEC+不断宣布增产的背景下，

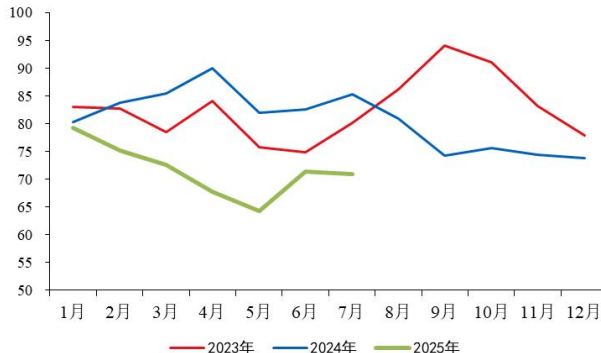
2025 年布伦特油价中枢预计为 65-75 美元，较 2024 年的年度均价有一定程度下跌，这将带动进口天然气价格下行。

图1: 国内天然气产量变化



资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特原油月度均价（美元/桶）



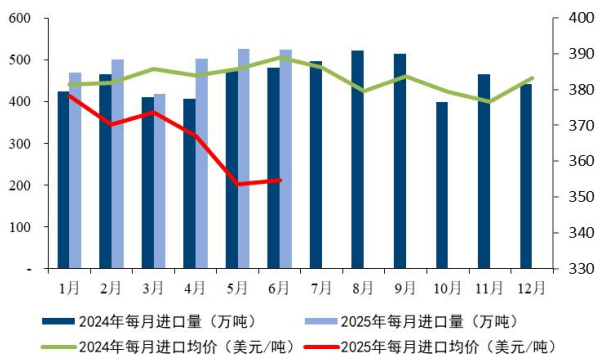
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进口管道天然气方面，中亚管道和中缅管道已经处于平稳运行状态，供应量较为平稳，中俄东线天然气管道带来重要增量。2024 年 12 月，中俄东线天然气管道提前达产，输气能力达到 380 亿立方米/年。2025 年上半年管道天然气进口量为 2943 万吨，同比增长 10.39%。

进口 LNG 方面，由于欧美地区取暖季气候偏冷，需求旺盛，导致国际 LNG 价格处于较高位置，同期国内取暖季气温偏高，城燃用气需求不足。2025 年上半年，我国 LNG 进口量为 3011 万吨，同比降低 20.60%。

在公司天然气资源池中，自产天然气成本最低，公司产量预期平稳上升；进口管道气成本居中，进口量随着中俄东线达产增加明显，进口管道气价格随国际油价下降而下行；LNG 价格最高，公司 LNG 进口量有所下降，进口 LNG 价格也随国际油价回落而下降。综合来看公司 2025 年天然气资源池的平均价格预期下降。

图3: 中国管道天然气进口量及均价变化



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图4: 中国 LNG 进口量及均价变化



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

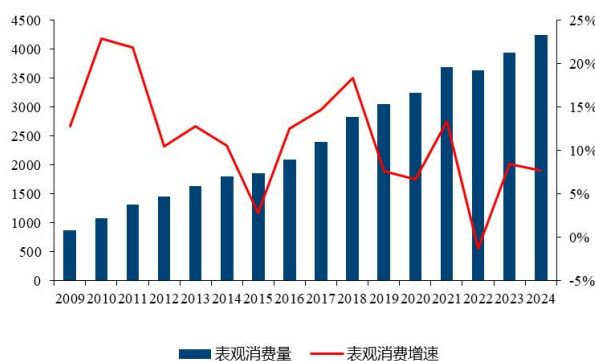
◆ 管输端：《意见》有望降低天然气终端价格、缓解交叉补贴

《意见》明确省内天然气管道运输价格按照“准许成本加合理收益”的方法核定，其中准许收益率原则上不高于 10 年期国债收益率加 4 个百分点，以 8 月 7 日我国十年期国债收益率 1.7% 计算，省内天然气运输收益率则原则上不高于 5.7%，这将进一步降低天然气省内天然气运输价格。此外《意见》明确支持减少运

输层级，支持具备条件的城镇燃气企业和大用户就近接入国家及省内干线、支干线等管道下载天然气，工商业用户与城燃用户的交叉补贴有望得到缓解，工商业用气潜能有望得到释放。

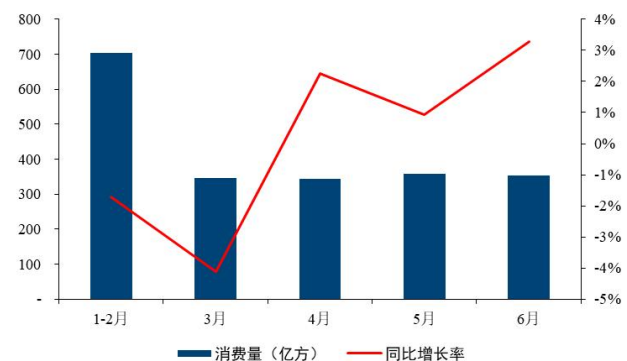
目前我国天然气消费处于高速增长期，并有望在中期保持持续增长。2024 年我国天然气表观消费量达到 4260.5 亿立方米，同比增长达 8%；2025 年上半年天然气消费受到暖冬影响，表观消费量为 2103.2 亿立方米，同比下降 0.9%；受益于天然气价格下降及宏观经济的复苏，我国天然气月度消费量逐步回升，6 月份数据显示，当月天然气消费量同比增长 3.29%，2025 年天然气消费预期同比温和增长。随着天然气市场化的不断推进，改革红利不断释放，天然气消费持续受益。

图5：中国天然气表观消费量及增速



资料来源：发改委、国信证券经济研究所整理

图6：2025 年我国天然气逐月消费量



资料来源：发改委、国信证券经济研究所整理

◆ 终端：销售更加市场化，天然气综合售价预期有所提升

2025-2026 年中石油管道天然气定价方案中非采暖季管制气占比由 65%降低至 60%，采暖季中管制气占比维持在 55%不变。价格变动幅度与上一季保持一致为 18.5%；非管制气固定气量部分，采暖季占比由 32%上调至 33%，非采暖季占比由 42%下调至 38%，价格上浮比例维持在 70%不变；非管制气中浮动气量由 3%上调至 7%，定价参考上海石油天然气交易中心进口现货价格。以上表明中石油天然气销售进一步市场化，2025-2026 年公司天然气销售价格预期有所提升。

表1：中石油 2025 年管道天然气定价方案

合同量内气源类型		非采暖季		采暖季（2025 年 11 月-2026 年 3 月）	
		量	价	量	价
管制气		60%	18.5%	55%	18.5%
	固定量	33%	70%	38%	70%
非管制气	浮动量	7%	浮动定价，与上海石油天然气交易中心进口现货价格联动	7%	浮动定价，与上海石油天然气交易中心进口现货价格联动
	调峰量		基准门站价格基础上浮 90%		基准门站价格基础上浮 90%

资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

结合整个天然气产业链，公司天然气气源价格预期回落；管输端市场化程度不断加深，管输价格有望下降，交叉补贴现象得到缓解，终端用气潜力得到释放；天然气终端定价方面，公司非管制气占比不断提高，天然气综合售价有望提高。随着天然气市场化改革的不断深入，公司天然气业务盈利有望进一步增加。

◆ **投资建议：**我们维持之前盈利预测，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 10.20/10.09/9.87x，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	2024	2025E	2025E
601857.SH	中国石油	优于大市	9.18	0.90	0.91	0.93	10.20	10.09	1.06
600938.SH	中国海油	优于大市	27.05	2.90	2.95	3.02	9.33	9.17	1.63

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 6 月 18 日）

◆ 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）-油气产储日新月异，炼化产能减油增特》——2025-06-19
《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》——2025-05-22
《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

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
流动资产合计	658520	590844	441812	435982	429810	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)
资产总计	2752710	2753007	2661770	2694734	2711165	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	利润总额	237458	241502	243406	249705	254432
流动负债合计	689007	637317	502601	506954	510747	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	归属于母公司净利润	161144	164676	163333	167560	170732
长期负债合计	433082	405827	376327	346827	317327	现金流量表（百万元）					
负债合计	1122089	1043144	878928	853781	828074	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
负债和股东权益总计	2752710	2753007	2661770	2694734	2711165	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	经营活动现金流	400726	338001	393805	395199	414663
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%	投资活动现金流	(14829)	(220987)	(258000)	(258000)	(258000)
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%	融资活动现金流	(341073)	(170641)	(225712)	(147292)	(166585)
股息率	7.1%	7.1%	6.5%	7.8%	9.1%	现金净变动	44824	(53627)	(89907)	(10093)	(9923)
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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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