

中国海油（600938.SH）

圭亚那 Yellowtail 项目提前投产，国内油气持续上产

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 油气开采 II

◆ 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：

根据中国海油官网报道，2025年7月，公司宣布垦利10-2油田群开发项目（一期）、东方1-1气田13-3区开发项目投产；2025年8月8日，公司宣布圭亚那 Yellowtail 项目已提前投产。

国信化工观点：

1) Yellowtail 项目设计产能 25 万桶/天，原计划于 2025 年四季度投产，圭亚那 Stabroek 区块总产能提升至 90 万桶/天：圭亚那 Stabroek 区块现有 Liza 一期、Liza 二期、Payara 项目，Yellowtail 项目是该区块投产的第 4 个项目，水深 1600-2100 米。该项目主要生产设施包括 1 艘浮式生产储卸油装置（FPSO）和 1 套水下生产系统，其 FPSO 为圭亚那 Stabroek 区块目前规模最大的 FPSO，设计储油能力约 200 万桶。目前 Stabroek 区块原油平均产量约 65 万桶/天，2025 年上半年平均产量为 63.9 万桶/天，同比增长 1.6 万桶/天，Yellowtail 项目产能 25 万桶/天，项目投产后区块总产能将提升至 90 万桶/天，预计到 2027 年、2030 年 Stabroek 区块产能将分别达到 130、170 万桶/天。中国海油拥有 Stabroek 区块 25%权益，作业者 ExxonMobil、Hess 分别拥有 45%、30%权益。

2) 垦利 10-2 油田群开发项目（一期）、东方 1-1 气田 13-3 区开发项目顺利投产：垦利 10-2 油田是渤海湾盆地凹陷带浅层发现的首个亿吨级岩性油田，分两期进行开发，一期项目投产标志着中国海上最大规模浅层岩性油田正式进入生产阶段，该项目计划投产开发井 79 口，油品性质为重质原油，预计 2026 年实现高峰产量约 19400 桶油当量/天。东方 1-1 气田 13-3 区开发项目是中国海上首个高温高压低渗天然气开发项目，依托东方气田群现有设施进行开发，计划投产开发井 6 口，预计 2026 年实现天然气高峰产量约 35 百万立方英尺/天。

3) 2025 年上半年我国油气稳产增产形势良好，国内渤海油田半年油气产量首破 2000 万吨：根据国家统计局数据，2025 年上半年，我国油气稳产增产形势良好，供应保障能力稳步提升，油气生产稳定增长，共实现规模以上工业原油产量 1.08 亿吨，同比增长 1.3%；根据公司官网报道，2025 年上半年，我国最大原油生产基地渤海油田累计生产油气达 2050 万吨油当量，首次实现半年产量突破 2000 万吨，进一步增强了我国海上油气供应能力。

4) OPEC+完全退出 220 万桶/天额外自愿减产，中长期油价中枢或小幅下移：2025 年 8 月初 OPEC+发布声明，计划 9 月继续增产 54.8 万桶/天，至此 220 万桶/天的额外自愿减产完全退出。2025 年 7 月布伦特原油期货均价为 69.4 美元/桶，环比下跌 0.4 美元/桶；WTI 原油期货均价 67.1 美元/桶，环比下跌 0.6 美元/桶。2025 年第三季度进入北半球需求旺季，我们预计 2025 年第三季度 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

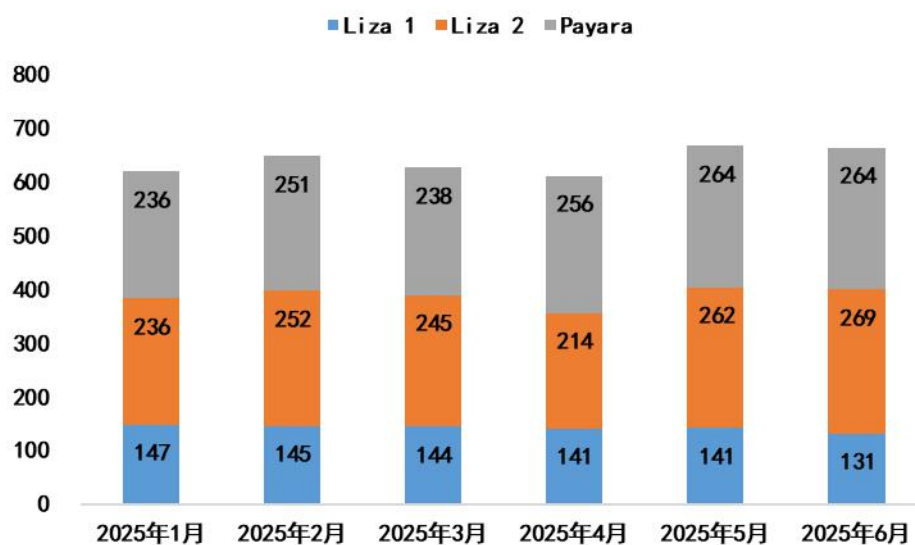
5) 投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元，对应 PE 分别为 9.7/9.4/9.0x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ Yellowtail 项目设计产能 25 万桶/天，原计划于 2025 年四季度投产，圭亚那 Stabroek 区块总产能提升至 90 万桶/天

圭亚那 Stabroek 区块现有 Liza 一期、Liza 二期、Payara 项目，Yellowtail 项目是该区块投产的第 4 个项目，水深 1600–2100 米。该项目主要生产设施包括 1 艘浮式生产储卸油装置（FPSO）和 1 套水下生产系统，其 FPSO 为圭亚那 Stabroek 区块目前规模最大的 FPSO，设计储油能力约 200 万桶。目前 Stabroek 区块原油平均产量约 65 万桶/天，2025 年上半年平均产量为 63.9 万桶/天，同比增长 1.6 万桶/天，Yellowtail 项目产能 25 万桶/天，项目投产后区块总产能将提升至 90 万桶/天，预计到 2027 年、2030 年 Stabroek 区块产能将分别达到 130、170 万桶/天。中国海油拥有 Stabroek 区块 25% 权益，作业者 ExxonMobil、Hess 分别拥有 45%、30% 权益。

图1：2025 年 1–5 月圭亚那 Stabroek 区块油气产量（千桶/天）



资料来源：埃克森美孚，国信证券经济研究所整理

◆ 垦利 10-2 油田群开发项目（一期）、东方 1-1 气田 13-3 区开发项目顺利投产

垦利 10-2 油田是渤海湾盆地凹陷带浅层发现的首个亿吨级岩性油田，分两期进行开发，一期项目投产标志着中国海上最大规模浅层岩性油田正式进入生产阶段，该项目计划投产开发井 79 口，油品性质为重质原油，预计 2026 年实现高峰产量约 19400 桶油当量/天。东方 1-1 气田 13-3 区开发项目是中国海上首个高温高压低渗天然气开发项目，依托东方气田群现有设施进行开发，计划投产开发井 6 口，预计 2026 年实现天然气高峰产量约 35 百万立方英尺/天。

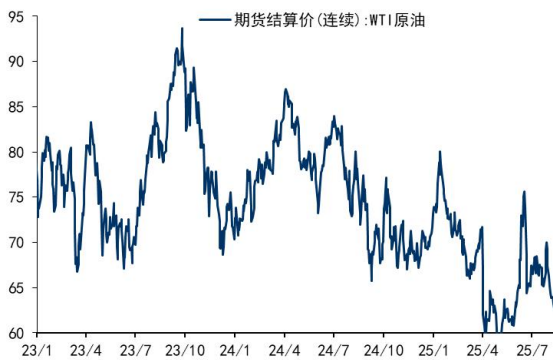
◆ 2025 年上半年我国油气稳产增产形势良好，国内渤海油田半年油气产量首破 2000 万吨

根据国家统计局数据，2025 年上半年，我国油气稳产增产形势良好，供应保障能力稳步提升，油气生产稳定增长，共实现规模以上工业原油产量 1.08 亿吨，同比增长 1.3%；根据公司官网报道，2025 年上半年，我国最大原油生产基地渤海油田累计生产油气达 2050 万吨油当量，首次实现半年产量突破 2000 万吨，进一步增强了我国海上油气供应能力。

◆ OPEC+完全退出 220 万桶/天额外自愿减产，中长期油价中枢或小幅下移

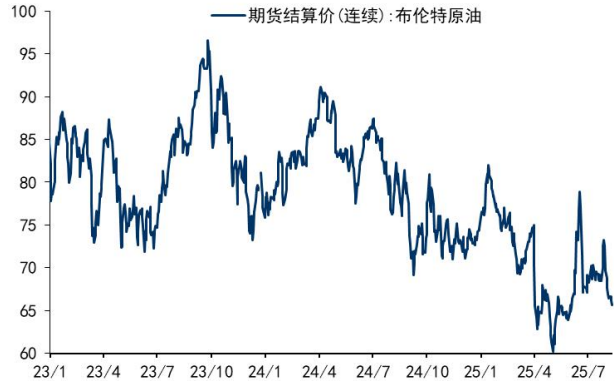
2025 年 8 月初 OPEC+发布声明，计划 9 月继续增产 54.8 万桶/天，至此 220 万桶/天的额外自愿减产完全退出。2025 年 7 月布伦特原油期货均价为 69.4 美元/桶，环比下跌 0.4 美元/桶；WTI 原油期货均价 67.1 美元/桶，环比下跌 0.6 美元/桶。2025 年第三季度进入北半球需求旺季，我们预计 2025 年第三季度 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

图2: WTI 油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 布伦特油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元,对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元,对应 PE 分别为 9.7/9.4/9.0x, 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			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600938.SH	中国海油	优于大市	25.90	2.90	2.66	2.73	10.2	9.7	9.5	1.6
601857.SH	中国石油	优于大市	8.71	0.90	0.91	0.93	9.9	9.6	9.4	1.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 13 日，中国石油数据来自国信证券经济研究所预测）

◆ 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：

- 《中国海油（600938.SH）-公司稳步推进国内油气增储上产，圭亚那原油产量再创新高》——2025-07-17
- 《中国海油（600938.SH）-油气产量稳增长，2025 年第一季度实现归母净利润 365 亿元》——2025-04-30
- 《中国海油（600938.SH）-全年归母净利润同比增长 11.4%，分红率达到 44.7%》——2025-03-29
- 《中国海油（600938.SH）-渤中 26-6、巴西 Buzios7 项目投产，OPEC+或推迟石油增产》——2025-02-19
- 《中国海油（600938.SH）-保持稳健资本开支，未来三年全年股息支付率不低于 45%》——2025-01-23

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	150562	154196	280750	304498	354673	营业收入	416609	420506	399618	408343	421584
应收款项	36386	33078	33642	34054	34604	营业成本	208794	194993	195551	198132	202265
存货净额	6451	5732	11700	9600	10241	营业税金及附加	24331	20276	17983	18375	18971
其他流动资产	12572	25832	13987	17233	19482	销售费用	3501	3532	3357	3430	3541
流动资产合计	250275	264609	429079	457385	514000	管理费用	7012	7213	6065	6174	6348
固定资产	8611	164017	158496	217694	274174	研发费用	1605	1711	1598	1633	1686
无形资产及其他	3692	3762	4612	5461	6311	财务费用	846	2832	963	1072	1453
投资性房地产	691768	575402	575402	575402	575402	投资收益	4715	2497	3962	3725	3395
长期股权投资	51252	48491	50808	51435	51496	资产减值及公允价值变动	(3223)	(3450)	(2685)	(3119)	(3085)
资产总计	1005598	1056281	1218396	1307377	1421383	其他收入	(726)	(743)	(1598)	(1633)	(1686)
短期借款及交易性金融负债	24111	22348	30000	33000	36300	营业利润	172891	189964	175378	180131	187629
应付款项	61382	59685	105304	91883	98177	营业外净收支	83	12	56	63	63
其他流动负债	38446	36842	44561	45192	49213	利润总额	172974	189976	175434	180194	187692
流动负债合计	123939	118875	179865	170075	183690	所得税费用	48884	51994	49122	50454	52554
长期借款及应付债券	88208	61243	83243	103243	123243	少数股东损益	247	46	42	44	45
其他长期负债	125575	126727	136386	143811	149890	归属于母公司净利润	123843	137936	126270	129696	135093
长期负债合计	213783	187970	219629	247054	273133	现金流量表（百万元）					
负债合计	337722	306845	399495	417130	456823		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1290	1888	1905	1918	1929	净利润	123843	137936	126270	129696	135093
股东权益	666586	747548	816997	888330	962631	资产减值准备	2846	4524	130336	65182	67935
负债和股东权益总计	1005598	1056281	1218396	1307377	1421383	折旧摊销	66433	71990	150	150	150
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	3223	3450	2685	3119	3085
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	846	2832	963	1072	1453
每股收益	2.61	2.90	2.66	2.73	2.84	营运资本变动	(61683)	109508	198647	58259	80889
每股红利	1.33	1.38	1.20	1.23	1.28	其它	(2725)	(4500)	(130319)	(65169)	(67924)
每股净资产	14.03	15.74	17.20	18.70	20.27	经营活动现金流	131937	322908	327770	191238	219228
ROIC	19.31%	19.48%	18%	19%	18%	资本开支	0	(227497)	(128500)	(128500)	(128500)
ROE	18.58%	18.45%	15%	15%	14%	其它投资现金流	43905	(1467)	(43229)	(3000)	(3000)
毛利率	50%	54%	51%	51%	52%	投资活动现金流	41580	(226203)	(174046)	(132127)	(131561)
EBIT Margin	41%	46%	44%	44%	45%	权益性融资	386	197	0	0	0
EBITDA Margin	57%	63%	44%	44%	45%	负债净变化	9	(5510)	10000	8000	8000
收入增长	-1%	1%	-5%	2%	3%	支付股利、利息	(63346)	(65723)	(56822)	(58363)	(60792)
净利润增长率	-13%	11%	-8%	3%	4%	其它融资现金流	(18054)	49198	7652	3000	3300
资产负债率	34%	29%	33%	32%	32%	融资活动现金流	(144342)	(93071)	(27170)	(35363)	(37492)
股息率	5.1%	5.3%	4.6%	4.7%	4.9%	现金净变动	29175	3634	126554	23748	50175
P/E	9.9	8.9	9.7	9.5	9.1	货币资金的期初余额	121387	150562	154196	280750	304498
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	150562	154196	280750	304498	354673
EV/EBITDA	6.6	5.8	9.3	9.1	8.9	企业自由现金流	0	94020	196344	59940	88455
						权益自由现金流	0	137708	213303	70168	98709

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