

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国石油 (601857. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号: S1500525060002
邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
邮箱: liuyilin@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

油价震荡下行，上游及炼化业务短期拖累公司业绩

2025 年 8 月 27 日

事件: 2025 年 8 月 26 日晚，中国石油发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 14500.99 亿元，同比下降 6.74%；实现归母净利润 839.93 亿元，同比下降 5.42%；实现扣非后归母净利润 841.16 亿元，同比下降 8.40%；实现基本每股收益 0.46 元，同比下降 5.4%。

其中，第二季度公司实现营业收入 6969.91 亿元，同比下降 6.09%，环比下降 7.45%；实现归母净利润 371.86 亿元，同比下降 13.59%，环比下降 20.55%；实现扣非后归母净利润 375.54 亿元，同比下降 18.01%，环比下降 19.35%；实现基本每股收益 0.20 元，同比下降 13.04%，环比下降 23.07%。

点评:

- **油价中枢下行，勘探开发及炼化业务小幅拖累业绩。**油价端，2025 年上半年国际油价整体呈现震荡下行态势，主要受 OPEC+超预期增产叠加美国关税政策冲击需求预期影响，虽 6 月伊以冲突推升国际油价，但地缘溢价在停火后边际走弱，油价震荡下跌。2025 年上半年布伦特平均油价为 71 美元/桶，同比下降 15%。**分板块盈利看**，上半年油气及新能源、炼化及新材料、销售板块、天然气销售板块分别实现经营利润人民币 857、111、76、186 亿元，同比-62、-26、-25、+18 亿元。总体来看，一季度油价单边下跌，二季度油价波动较剧烈，勘探业务受油价下跌盈利有所收窄，炼化板块受供需偏弱及库存跌价影响，对公司盈利带来一定拖累，天然气销售业务仍保持增长。
- **油气产量稳中有增，新能源业务持续突破。**2025 年上半年公司坚持高效勘探，油气产量稳步增长，新能源业务快速发展。**油气方面**，2025 年上半年，公司实现油气当量产量 923.6 百万桶，同比增长 2.0%，其中原油产量 476.4 百万桶，同比增长 0.3%，天然气产量 447.2 百万桶油当量，同比增长 3.8%，油气产量稳中有增。公司上半年由于作业费等基本运行费减少，单位油气操作成本 10.14 美元/桶，比上年同期大幅下降 8.1%，降本增效成果突出。**新能源方面**，公司加速完善新能源业务布局，持续推进塔里木上库光伏、青海格尔木风电、吉林昂格风电等重点项目建设，风光发电量同比增长 70.0%，新能源业务快速发展。
- **炼化板块周期磨底，新材料业务加快推进。****炼油板块**，2025 年上半年公司原油加工量为 694.3 百万桶，与去年同期基本持平，成品油产量 5957 万吨，同比-0.9%。**成品油销售板块**，公司分品种、区域、客户开展差异化营销，助力国内成品油销量逆势增长，上半年公司成品油销售量 5865 万吨，同比+0.3%，主要贡献来自柴油及煤油产品。**化工板块**，上半年公司增产增销高效益炼油产品和高附加值化工产品，并加大新产品新材料研发力度，实现化工产品商品量 1997.1 万吨，同比增长 4.9%，生产新材料 166.5 万吨，同比增长 54.9%，新材料业务连续三年保持 50%以上高速增长。我们认为，短期来看，当前炼化行业

或仍处于周期磨底阶段，但公司炼化板块加快生产结构优化，优化原油资源配置，并加大新产品新材料研发力度，在行业景气低迷阶段仍具备较强的抗风险能力。

- **天然气销售业务实现量效双升，市场份额进一步提高。**上半年公司持续优化天然气资源池结构和综合采购成本，稳步提升高效市场、高端客户销量占比。上半年公司实现销售天然气 1515.0 亿立方米，同比增长 2.9%；国内销售天然气 1197.7 亿立方米，同比增长 4.2%，再创历史同期新高，市场份额提高 2.1pct。公司天然气产业链创效能力突出，助力公司业绩安全边际增厚。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1650.87、1689.72 和 1726.00 亿元，归母净利润增速分别为 0.2%、2.4%和 2.1%，EPS（摊薄）分别为 0.90、0.92 和 0.94 元/股，对应 2025 年 8 月 26 日的收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 9.72、9.50 和 9.30 倍。我们看好公司作为国内油气龙头的全产业链抗风险能力和降本增效推进过程中的业绩修复，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**增储上产不及预期风险；原油价格大幅波动风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；新能源汽车销售替代风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,012,812	2,937,981	2,770,472	2,744,484	2,776,444
增长率 YoY %	-7.0%	-2.5%	-5.7%	-0.9%	1.2%
归属母公司净利润 (百万元)	161,414	164,676	165,087	168,972	172,600
增长率 YoY%	8.5%	2.0%	0.2%	2.4%	2.1%
毛利率%	23.6%	22.6%	23.2%	23.5%	23.5%
净资产收益率 ROE%	11.1%	10.9%	10.7%	10.4%	10.1%
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.90	0.90	0.92	0.94
市盈率 P/E(倍)	9.94	9.75	9.72	9.50	9.30
市净率 P/B(倍)	1.11	1.06	1.04	0.99	0.94

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 26 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	663,098	590,844	569,451	696,885	777,096
货币资金	269,873	216,246	210,928	326,939	409,194
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	69,006	71,610	66,914	70,311	68,512
预付账款	13,915	14,192	12,764	14,691	15,925
存货	180,639	168,338	150,760	158,219	154,386
其他	129,665	120,458	128,085	126,725	129,079
非流动资产	2,096,139	2,162,163	2,162,591	2,166,392	2,174,502
长期股权投资	280,972	290,077	300,077	310,077	320,077
固定资产（合计）	470,058	480,407	490,329	495,684	498,598
无形资产	92,745	92,790	97,490	102,190	106,890
其他	1,252,364	1,298,889	1,274,696	1,258,441	1,248,937
资产总计	2,759,237	2,753,007	2,732,042	2,863,277	2,951,598
流动负债	690,597	637,317	567,475	602,346	591,079
短期借款	38,979	45,955	45,955	45,955	45,955
应付票据	20,731	14,895	14,651	14,498	14,993
应付账款	289,934	272,785	223,590	242,794	229,063
其他	340,953	303,682	283,278	299,099	301,068
非流动负债	433,096	405,827	405,827	405,827	405,827
长期借款	126,165	74,072	74,072	74,072	74,072
其他	306,931	331,755	331,755	331,755	331,755
负债合计	1,123,693	1,043,144	973,302	1,008,173	996,906
少数股东权益	184,211	194,492	212,835	231,610	250,788
归属母公司股	1,451,333	1,515,371	1,545,905	1,623,494	1,703,904
负债和股东权益	2,759,237	2,753,007	2,732,042	2,863,277	2,951,598
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	3,012,812	2,937,981	2,770,472	2,744,484	2,776,444
同比（%）	-7.0%	-2.5%	-5.7%	-0.9%	1.2%
归属母公司净利润	161,414	164,676	165,087	168,972	172,600
同比（%）	8.5%	2.0%	0.2%	2.4%	2.1%
毛利率（%）	23.6%	22.6%	23.2%	23.5%	23.5%
ROE%	11.1%	10.9%	10.7%	10.4%	10.1%
EPS (摊薄)(元)	0.88	0.90	0.90	0.92	0.94
P/E	9.94	9.75	9.72	9.50	9.30
P/B	1.11	1.06	1.04	0.99	0.94
EV/EBITDA	2.83	3.60	3.62	3.30	3.08

利润表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,012,812	2,937,981	2,770,472	2,744,484	2,776,444
营业成本	2,303,005	2,275,223	2,127,322	2,098,729	2,123,356
营业税金及附加	295,106	266,012	249,342	247,004	249,880
销售费用	70,260	63,190	59,565	59,006	59,694
管理费用	55,634	65,026	45,713	45,284	45,811
研发费用	21,967	23,014	16,623	16,467	16,659
财务费用	18,091	12,552	7,037	7,130	5,100
减值损失合计	-28,956	-14,278	-32,000	-32,000	-32,000
投资净收益	9,554	11,934	11,082	10,978	11,106
其他	24,175	24,666	14,406	14,271	14,438
营业利润	253,522	255,286	258,358	264,113	269,488
营业外收支	-15,645	-13,784	-13,784	-13,784	-13,784
利润总额	237,877	241,502	244,574	250,329	255,704
所得税	57,316	57,755	61,143	62,582	63,926
净利润	180,561	183,747	183,430	187,747	191,778
少数股东损益	19,147	19,071	18,343	18,775	19,178
归属母公司净利润	161,414	164,676	165,087	168,972	172,600
EBITDA	507,574	493,860	483,331	495,416	504,317
EPS (当年)(元)	0.88	0.90	0.90	0.92	0.94

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	456,847	406,532	372,204	459,973	436,889
净利润	180,561	183,747	183,430	187,747	191,778
折旧摊销	225,476	231,331	197,572	203,699	209,390
财务费用	18,091	12,552	10,821	10,821	10,821
投资损失	-275	-9,554	-11,934	-11,082	-10,978
营运资金变	3,966	-29,181	-53,767	23,448	-9,223
其它	38,307	20,017	45,230	45,235	45,229
投资活动现金流	-255,750	-307,347	-232,148	-231,757	-231,623
资本支出	-281,550	-301,903	-233,230	-232,735	-232,729
长期投资	7,038	-27,350	-10,000	-10,000	-10,000
其他	18,762	21,906	11,082	10,978	11,106
筹资活动现金流	-146,862	-178,876	-101,605	-112,205	-123,011
吸收投资	4,592	2,393	14	0	0
借款	-42,861	-45,117	0	0	0
支付利息或股息	-106,587	-106,259	-101,619	-112,205	-123,011
现金流净增加额	57,811	-76,524	38,451	116,011	82,255

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，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，现任信达证券研发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

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。