

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

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

上半年利润同比下滑，海外新项目稳步推进

2025 年 8 月 28 日

事件：2025 年 8 月 27 日晚，中曼石油发布 2025 年半年度报告，2025 上半年，公司实现营收 19.81 亿元，同比+3.29%；实现归母净利润 3.00 亿元，同比-29.81%；扣非后归母净利润 2.91 亿元，同比-30.38%。实现基本每股收益 0.76 元，同比-30.28%。实现经营现金流净额 4.29 亿元，同比-11.96%。

2025 年第二季度，公司单季度营业收入 10.38 亿元，同比-6.56%，环比+10%；单季度归母净利润 0.70 亿元，同比-72.44%，环比-69.33%；单季度扣非后净利润 0.69 亿元，同比-72.21%，环比-68.98%。

点评：

- **上半年公司利润出现同比下降，主要受到国际油价下跌（H1 布油均价同比-15%至 70 美元/桶）、Q2 坚戈汇率变动导致汇兑损失增加、伊拉克油田项目启动导致管理费用增加（其中勘探费用同比+4880 万元）三方面的影响。上半年公司库存商品增加约 1.9 亿元。**
- **上半年公司原油业务的桶油毛利润 32 美元/桶，同比-7.86 美元/桶。**原油平均实现价格为 48 美元/桶（按原油产量计），同比约-6 美元/桶（同比-11.16%），小于布油跌幅，可能是哈萨克地区原油内销价格波动较小的影响。桶油平均生产成本 15 美元/桶（按原油产量计），同比约+2 美元/桶，可能是哈萨克油田产量占比增加所致。
- **海外坚戈油田为增产主力。**H1 公司温宿、坚戈油气产量当量分别为 33.73、21.09 万吨，同比+3.06%、+80.41%，温宿、坚戈产油量分别为 31.73、12.62 万吨，同比+0.32%、+42.26%，其中 Q2 温宿、坚戈产油量为 15.62、6.39 万吨，同比-3.46%、+40.75%。温宿以产油为主，坚戈伴生气产量占比约 40%，主要自用以降低生产成本。
- **海外新项目稳步推进。**上半年，公司伊拉克项目完成勘探开发总体方案及第一阶段初始开发方案编制并通过初审，哈萨克斯坦新岸边项目试油获得高产油流，成功中标阿尔及利亚 ZerafaII 区块。我们预计海外项目增产对未来经营业绩将产生积极影响，同时公司一体化业务布局也有望助力海外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 6.51、8.50 和 11.47 亿元，同比增速分别为-10.3%、30.5%、35.0%，EPS 分别为 1.41、1.84 和 2.48 元/股，按照 2025 年 8 月 27 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 14.23、10.90 和 8.08 倍，PB 分别为 2.07、1.78、1.50 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	4,084	4,764	5,766
增长率 YoY%	16.7%	10.8%	-1.2%	16.6%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	812	726	651	850	1,147
增长率 YoY%	68.3%	-10.6%	-10.3%	30.5%	35.0%
毛利率 (%)	45.7%	46.0%	44.1%	45.7%	47.7%
净资产收益率 ROE%	30.5%	18.1%	14.5%	16.4%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.57	1.41	1.84	2.48
P/E	11.41	12.76	14.23	10.90	8.08
P/B	3.48	2.32	2.07	1.78	1.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 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	3,729	4,064	4,764
货币资金	1,250	2,542	1,718	2,022	2,745
应收票据	20	25	9	12	13
应收账款	702	662	692	703	690
预付账款	242	130	194	194	211
存货	595	615	647	642	614
其他	349	419	469	489	491
非流动资产	6,134	7,562	7,909	8,347	8,772
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,130	2,046	1,975	1,944	1,905
无形资产	58	56	55	53	52
其他	3,945	5,460	5,879	6,350	6,815
资产总计	9,292	11,955	11,638	12,411	13,536
流动负债	4,168	4,552	3,716	3,730	3,817
短期借款	1,054	1,725	1,625	1,625	1,625
应付票据	212	137	180	194	191
应付账款	936	910	992	950	976
其他	1,966	1,781	919	961	1,024
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	6,853	6,868	6,954
少数股东权益	228	266	304	354	420
归属母公司股东权益	2,663	3,999	4,481	5,190	6,162
负债和股东权益	9,292	11,955	11,638	12,411	13,536

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	4,084	4,764	5,766
同比 (%)	16.7%	10.8%	-1.2%	16.6%	21.0%
归属母公司净利润	812	726	651	850	1,147
同比	68.3%	-10.6%	-10.3%	30.5%	35.0%
毛利率 (%)	45.7%	46.0%	44.1%	45.7%	47.7%
ROE%	30.5%	18.1%	14.5%	16.4%	18.6%
EPS (摊薄)(元)	1.76	1.57	1.41	1.84	2.48
P/E	11.41	12.76	14.23	10.90	8.08
P/B	3.48	2.32	2.07	1.78	1.50
EV/EBITDA	5.67	5.55	6.54	5.41	4.10

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	4,084	4,764	5,766
营业成本	2,026	2,233	2,281	2,589	3,015
营业税金及附加	118	140	135	157	190
销售费用	52	65	61	71	86
管理费用	244	277	319	362	438
研发费用	135	131	143	167	202
财务费用	148	366	221	225	222
减值损失	3	-6	-5	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	17	52	13	23	28
营业利润	1,030	968	932	1,215	1,640
营业外收	-7	-4	-1	-1	-1
利润总额	1,023	964	931	1,215	1,640
所得税	200	223	242	316	426
净利润	823	741	689	899	1,213
少数股东损益	11	15	38	49	67
归属母公司净利润	812	726	651	850	1,147
EBITDA	1,655	1,883	1,630	1,913	2,349
EPS (当年)(元)	2.06	1.76	1.41	1.84	2.48

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	1,269	1,548	2,002
净利润	823	741	689	899	1,213
折旧摊销	478	545	458	471	486
财务费用	150	301	197	193	193
投资损失	-134	0	0	0	0
营运资金	70	-92	-88	-16	109
其它	60	48	13	1	1
投资活动现金流	-1,644	-1,269	-806	-911	-911
资本支出	-1,261	-1,144	-826	-901	-901
长期投资	-383	-124	-10	-10	-10
其他	0	0	31	0	0
筹资活动	635	1,021	-1,267	-323	-363
吸收投资	0	1,175	0	0	0
借款	2,126	2,378	-100	0	0
支付利息或股息	-247	-597	-327	-323	-363
现金流净增加额	555	1,326	-824	304	723

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，中国煤炭经济 30 人论坛成员，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 年起，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研究开发中心负责人。

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。