

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938.SH)

中国海洋石油 (0883.HK)

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

折价收窄，产量增长，上半年业绩符合预期

2025年8月28日

事件: 2025年8月27日晚，中国海油发布2025年半年度报告。2025上半年，公司实现营收2076.08亿元，同比-8.45%；实现归母净利润695.33亿元，同比-12.79%；扣非后归母净利润693.53亿元，同比-12.43%。实现基本每股收益1.46元，同比-13.10%。

2025Q2，公司实现营业收入1007.54亿元，同比-12.62%，环比-5.71%；实现归母净利润329.70亿元，同比-17.60%，环比-9.83%；实现扣非后归母净利润323.26亿元，同比-18.62%，环比-12.70%；实现基本每股收益0.69元，同比-17.86%，环比-10.39%。

点评:

- **公司整体业绩符合预期，受油价中枢下跌影响，上半年公司利润同比出现下滑，但在价差和量增方面，公司仍有较好表现。**
- **价格端，公司实现油价较布油折价持续收窄，天然气销售价格上涨。**25H1公司实现油价69美元/桶，较布油折价约1美元/桶（上年同期折价为3美元/桶），其中Q2单季公司实现价格66美元/桶，较布油折价缩小到约0.5美元/桶。Q2公司实现气价8美元/千立方英尺，同环比均实现上涨（同比+1.60%，环比+3.03%），公司下游主要是华东和华南工业用户。
- **产量端，天然气产量同比大幅增长。**25H1公司石油、天然气产量分别为296.1、88.5百万桶当量，同比分别+4%、+12%。其中Q2油、气产量分别为150.6、45.2百万桶当量，同环比均实现增长，且天然气增速表现突出，主要来自“深海一号”二期全面投产的贡献。下半年海外增长点主要来自圭亚那yellowtail、巴西Mero4项目等。此外公司在海内外资源储备取得收获，包括哈萨克斯坦Zhylyoi区块油气勘探与生产合同、印尼勘探区块产品分成合同、以及南海深层变质岩潜山勘探突破。
- **成本端，继续巩固低桶油成本优势。**H1公司桶油成本26.94美元/桶（较Q1基本持平），较去年同期-0.8美元/桶，继续保持低成本竞争优势。
- **资本开支同比下降。**2025H1公司实现资本开支576亿元，同比-9%。2025年公司预算开支稳定维持在1250-1350亿元，结构上勘探和生产支出占比有所提升。
- **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1350.29、1397.82和1480.96亿元，同比增速分别为-2.1%、3.5%、5.9%，EPS分别为2.84、2.94和3.12元/股，按照2025年8月27日A股收盘价对应的PE分别为8.97、8.66和8.17倍，H股收盘价对应的PE分别为5.98、5.78、5.45倍。考虑到公司受益于低桶油成本和产量增长，2025-2027年公司有望继续保持良好业绩，H股估值仍有修复空间，我们维持对公司A股和H股的“买入”评级。
- **风险因素:** 经济波动和油价下行风险；公司增储上产速度不及预期风险；

经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	416,609	420,506	401,934	408,469	425,870
增长率 YoY%	-1.3%	0.9%	-4.4%	1.6%	4.3%
归属母公司净利润 (百万元)	123,843	137,936	135,029	139,782	148,096
增长率 YoY%	-12.6%	11.4%	-2.1%	3.5%	5.9%
毛利率(%)	49.9%	53.6%	52.7%	52.9%	53.4%
净资产收益率 ROE%	18.6%	18.5%	16.4%	15.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.61	2.90	2.84	2.94	3.12
P/E (A 股)	9.78	8.78	8.97	8.66	8.17
P/E (H 股)	4.52	6.10	5.98	5.78	5.45
P/B (A 股)	1.82	1.62	1.47	1.35	1.23
P/B (H 股)	0.84	1.13	0.98	0.90	0.82

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，注：2025 年 8 月 27 日港元兑人民币汇率为 0.9130

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	250,275	264,609	303,222	347,872	391,217
货币资金	150,562	154,196	189,791	237,020	273,290
应收票据	95	160	108	96	117
应收账款	36,291	32,918	34,071	30,603	35,643
预付账款	3,218	2,924	3,229	3,077	2,977
存货	6,451	5,732	5,875	6,092	6,035
其他	53,658	68,679	70,148	70,983	73,155
非流动资产	755,323	791,672	824,467	858,919	894,212
长期股权投资	51,252	48,491	47,491	47,491	47,491
固定资产	7,010	6,739	6,553	6,338	6,094
无形资产	3,692	3,762	3,762	3,762	3,762
其他	693,369	732,680	766,661	801,327	836,865
资产总计	1,005,59	1,056,28	1,127,68	1,206,790	1,285,42
流动负债	123,939	118,875	115,595	118,191	115,743
短期借款	4,365	4,303	4,303	4,303	4,303
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	61,382	59,685	56,386	59,014	57,852
其他	58,192	54,887	54,906	54,874	53,587
非流动负债	213,783	187,970	187,270	186,770	186,270
长期借款	11,296	5,786	5,486	5,486	5,486
其他	202,487	182,184	181,784	181,284	180,784
负债合计	337,722	306,845	302,865	304,961	302,013
少数股东权益	1,290	1,888	2,010	2,136	2,269
归属母公司股东权益	666,586	747,548	822,814	899,694	981,147
负债和股东权益	1,005,598	1,056,281	1,127,689	1,206,790	1,285,429

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	416,609	420,506	401,934	408,469	425,870
同比 (%)	-1.3%	0.9%	-4.4%	1.6%	4.3%
归属母公司净利润	123,843	137,936	135,029	139,782	148,096
同比	-12.6%	11.4%	-2.1%	3.5%	5.9%
毛利率 (%)	49.9%	53.6%	52.7%	52.9%	53.4%
ROE%	18.6%	18.5%	16.4%	15.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.61	2.90	2.84	2.94	3.12
P/E (A股)	9.78	8.78	8.97	8.66	8.17
	1.82	1.62	1.47	1.35	1.23
P/B (A股)					
EV/EBITDA	4.01	5.00	4.42	4.17	3.88

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	416,60	420,506	401,934	408,469	425,870
营业成本	208,79	194,993	189,935	192,333	198,451
营业税金及附加	24,331	20,276	19,367	19,840	20,917
销售费用	3,501	3,532	3,416	3,472	3,620
管理费用	7,012	7,213	7,052	7,252	7,687
研发费用	1,605	1,711	1,407	1,430	1,491
财务费用	846	2,832	-2,406	-3,678	-5,351
减值损失	-3,523	-8,047	0	0	0
投资净收益	4,715	2,497	-1,608	0	0
其他	1,179	5,565	1,241	1,245	1,256
营业利润	172,89	189,964	182,796	189,065	200,310
营业外收	83	12	-160	0	0
利润总额	172,97	189,976	182,636	189,065	200,310
所得税	48,884	51,994	47,485	49,157	52,081
净利润	124,09	137,982	135,151	139,908	148,230
少数股东损益	247	46	122	126	133
归属母公司净利润	123,84	137,936	135,029	139,782	148,096
EBITDA	241,16	268,206	251,753	255,121	264,721
EPS(当年)(元)	2.60	2.90	2.84	2.94	3.12

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	209,743	220,891	204,367	218,782	212,413
净利润	124,09	137,982	135,151	139,908	148,230
折旧摊销	68,947	74,606	70,796	70,775	70,804
财务费用	846	2,832	2,990	2,965	2,945
投资损失	-134	-4,711	-2,498	1,608	0
营运资金	9,965	-5,777	-5,298	6,175	-8,523
其它	10,606	13,746	-880	-1,041	-1,043
投资活动现金流	-78,095	-175,426	-105,318	-105,186	-106,055
资本支出	120,85	123,309	104,711	105,186	-106,055
长期投资	34,205	-57,099	0	-1,000	-1,000
其他	8,551	4,982	-608	1,000	1,000
筹资活动	-84,228	-97,935	-64,454	-66,367	-70,088
吸收投资	111	197	0	0	0
借款	170	1,816	-300	0	0
支付利息或股息	-63,346	-65,723	-63,754	-65,867	-69,588
现金流净增加额	47,806	-52,155	35,595	47,229	36,269

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。