

买入

2025年9月1日

业绩微降，业务优化与高分红彰显转型韧性

► **油价下行导致业绩下滑：**2025年上半年，中国石油实现营业收入1.5万亿元，同比下降6.7%；毛利润为1,175亿元；归母净利润840.1亿元，同比下降5.4%。核心变化源于国际市场原油价格较去年下行，布伦特原油现货均价同比下跌14.5%至71.87美元/桶，替代能源竞争加速，导致油气产品销售收入收缩。

► **业务结构优化，油气稳产与新能源转型加速：**中石油采用减油增化的策略，油气和新能源均创历史同期新高，原油产量为4.76亿桶，同比增长0.3%；可销售天然气产量为2.68万亿立方英尺同比增0.3%，同比增3.8%；新能源业务表现突出，风光发电量飙升70.0%，新获风光发电指标1,638万千瓦。炼化化工分部化工产品商品量增4.9%，新材料产量166.5万吨，激增54.9%。

► **一体化优势推动产业转型，成本压缩：**在面对油价波动与需求承压的情况下，中石油依托产业链一体化优势，坚持提质增效，提高成本效率。单位油气操作成本下降8.1%，炼油单位现金加工成本降2.2%。天然气销售分部经营利润增10.8%，因资源池结构优化和高端客户销量提升。公司拟出资99.95亿元、170.66亿元及129.55亿元，分别收购集团下属全资子公司新疆油田储气库公司、相国寺储气库公司、辽河油田储气库公司100%股权，积极整合业务，推动天然气产业链高质量发展。

► **高分红重塑央企价值标杆：**中石油2025年中期派现402.65亿元（每股0.22元），分红率达47.94%，维持历史高位，凸显油价波动下稳定的盈利韧性。

► **目标价 9.11 港元，给予买入评级：**受益于天然气弹性释放抵消油价波动，预计公司经营情况将持续改善，我们预测公司2025-2027年的收入分别为28732亿元/28800亿元/29366亿元人民币；归母净利润分别为1591亿元、1704亿元和1757亿元；给予公司2026年9倍PE估值，目标价为9.11港元，较现价有19.7%的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

刘家晖

+ 852-25321956

jex.liu@firstshanghai.com.hk

主要数据

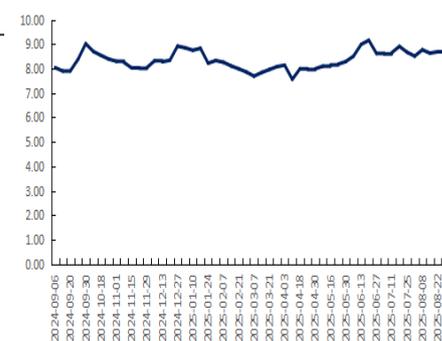
行业	能源
股价	港元
目标价	9.11 港元 (+19.7%)
股票代码	0857.HK
已发行H股股本	1830.21 亿股
H股市值	13900 亿港元
52周高/低	7.90/4.80 港元
每股净资产	8.50 港元
主要股东	中国石油天然气集团有限公司 (82.46%) 香港中央结算(代理人)有限公司 (11.43%)

盈利摘要

截止12月31日	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
营业额(百万人民币)	3,011,012	2,937,981	2,873,152	2,879,956	2,936,595
变动(%)	(7.0)	(2.4)	(2.2)	0.2	2.0
净利润(百万人民币)	161,146	164,684	159,062	170,412	175,678
变动(%)	8.3	2.2	(3.4)	7.1	3.1
每股盈余(人民币)	0.88	0.90	0.87	0.93	0.96
市盈率@7.61港元(倍)	8.0	7.8	8.1	7.5	7.3
市净率@7.61港元(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
每股股息(人民币)	0.44	0.47	0.43	0.47	0.48
股息现价比率(%)	6.3	6.7	6.2	6.6	6.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,011,012	2,937,981	2,873,152	2,879,956	2,936,595	盈利能力					
营业支出	2,775,546	2,704,027	2,649,167	2,641,403	2,690,874	营业利润率	7.8%	8.0%	7.8%	8.3%	8.4%
销售和管理费用	64,074	59,749	56,026	54,719	55,795	EBITDA 率	16.1%	16.5%	16.8%	17.5%	17.8%
勘探费用	20,764	20,862	43,097	43,199	44,049	净利率	5.4%	5.6%	5.5%	5.9%	6.0%
其他收入	1,345	-4,404	0	0	0	ROE	9.9%	9.6%	8.8%	9.0%	8.9%
其他开支	2,689,363	2,627,820	2,550,043	2,543,484	2,591,029	营运表现					
经营利润	235,466	233,954	223,985	238,554	245,721	SG&A收入(%)	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
财务开支	-16,542	-11,090	-13,263	-12,295	-11,913	有效税率(%)	24.1%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%
税前盈利	237,462	241,508	229,366	244,903	252,452	派息率(%)	50.0%	52.2%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	-57,169	-57,753	-55,048	-58,777	-60,589	库存周转天数	31.8	32.4	32.4	32.4	32.4
						应付账款天数	67.0	65.1	65.1	65.1	65.1
归母净利润	161,146	164,684	159,062	170,412	175,678	应收账款天数	8.4	8.6	8.6	8.6	8.6
折旧、折耗及摊销	-247,452	-243,209	-251,908	-260,268	-270,511	财务状况					
EBITDA	484,914	484,717	481,274	505,171	522,963	净负债/股本	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EPS (基本)	0.88	0.90	0.87	0.93	0.96	收入/总资产	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
增长						总资产/股本	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
总收入(%)	-7%	-2%	-2%	0%	2%	盈利对利息倍数	14.2	21.1	16.9	19.4	20.6
EBITDA(%)	7%	0%	-1%	5%	4%						
每股收益(%)	7%	2%	-3%	7%	3%						

资产负债表						现金流量表					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	249,001	172,477	233,565	273,239	339,323	EBITDA	484,914	484,717	481,274	505,171	522,963
应收账款	68,761	71,610	65,664	71,935	68,370	融资成本	16,542	11,090	13,263	12,295	11,913
存货	180,533	168,338	161,042	160,787	165,989	营运资金变化	505,934	507,271	470,300	504,568	521,161
其他流动资产	160,225	178,419	152,978	155,256	158,316	所得税	-62,443	-57,753	-55,048	-58,777	-60,589
流动资产总额	658,520	590,844	613,248	661,217	731,998	其他营运活动	13,105	-42,986	11,910	-6,779	5,123
固定资产	1,521,867	1,570,810	1,570,188	1,580,652	1,581,146	营运现金流	456,596	406,532	427,162	439,012	465,695
无形资产	71,708	76,690	101,363	115,015	127,923	资本开支	-275,338	-275,849	-263,436	-268,705	-268,705
使用权资产	196,594	192,014	192,014	192,014	192,014	其他投资活动	19,549	-31,498	22,850	-2,328	-2,816
非流动资产总额	2,093,928	2,161,907	2,194,473	2,227,774	2,231,731	投资活动现金流	-255,789	-307,347	-240,586	-271,032	-271,520
总资产	2,752,448	2,752,751	2,807,721	2,888,991	2,963,729	新增借款	638,826	-55,123	-19,522	-17,861	-16,346
应付账款	362,155	338,513	409,326	410,295	418,364	支付利息	-18,520	-20,624	-17,713	-16,255	-14,921
短期借款	148,780	138,783	129,068	120,033	111,631	支付股息	-87,784	-96,922	-88,252	-94,189	-96,823
其他短期负债	178,072	160,021	75,799	75,963	77,322	其他融资活动	-679,094	-6,207	0	0	0
总流动负债	689,007	637,317	614,193	606,291	607,317	融资活动现金流	-146,572	-178,876	-125,488	-128,306	-128,090
长期借款	143,198	98,072	88,265	79,438	71,494	现金变化	57,811	-76,524	61,088	39,674	66,084
其他负债	289,870	307,739	303,646	310,192	315,921	期初持有现金	191,190	249,001	172,477	233,565	273,239
总负债	1,122,075	1,043,128	1,006,104	995,922	994,733	汇率变动	3,576	3,167	0	0	0
少数股东权益	184,210	194,491	201,026	207,757	214,960	期末持有现金	249,001	172,477	233,565	273,239	339,323
所有者权益合计	1,630,373	1,709,623	1,801,617	1,893,069	1,968,996						
每股净资产	8.91	9.34	9.84	10.34	10.76						
营运资金	-30,487	-46,473	-946	54,926	124,681						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。