

## 买入

2025年11月7日

### 上游板块经营稳健，中下游业务拓展转型

➤ **国际油价下行导致业绩略降：**2025年前三季度公司实现营业收入 2.17 万亿元，同比-3.9%；毛利润为 1751 亿元；归母净利润 1263 亿元，同比-4.9%。国际市场原油价格相较去年下行，布伦特原油期货均价同比下跌 14.6%至 69.91 美元/桶。公司第三季度营业收入 7192 亿元，毛利润 580 亿元，归母净利润 423 亿元，近半年油价企稳，业绩环比改善。

➤ **油气和新能源业务经营稳健：**前三季度公司原油产量 7.14 亿桶，同比+0.8%；可销售天然气产量 3.98 万亿立方英尺，同比增长 4.6%，风光发电项目累计发电量达 57.9 亿千瓦时，同比+72.2%，前三季度油气单位操作成本降至 10.79 美元/桶，同比-6.1%；油气和新能源业务实现经营利润 1,251.03 亿元，整体盈利水平稳健。

➤ **炼化业务高端化转型提速：**前三季度公司原油加工量达 10.41 亿桶，同比增长 0.4%；化工产品商品量 2959 万吨，同比+3.3%。高附加值产品表现亮眼，该板块合计实现经营利润 162.40 亿元，转型成效持续显现。

➤ **销售业务提质增效：**公司大力发展非油和车用 LNG 加注业务，积极开发效益增长点，前三季度公司销售汽油、煤油、柴油 12,087.6 万吨，同比增长 0.8%，销售业务实现经营利润 116.26 亿元。

➤ **天然气销售效益提升：**前三季度，公司销售天然气 2,185.41 亿立方米，同比增长 4.2%，其中国内销售天然气 1,708.92 亿立方米，同比增长 4.9%；公司天然气销售业务实现经营利润 312.79 亿元。

➤ **目标价 9.78 港元, 给予买入评级：**受益于各板块业务提质增效及天然气业务高增，我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 28620 亿元/28777 亿元/29347 亿元人民币；归母净利润分别为 1608 亿元、1670 亿元和 1734 亿元；给予公司 2026 年 10 倍 PE 估值，目标价为 9.78 港元，较现价有 15%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

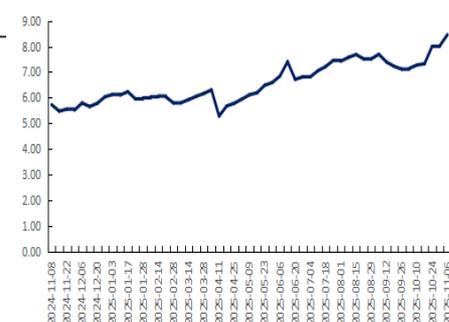
行业	能源
股价	港元
目标价	9.78 港元 (+15%)
股票代码	0857.HK
已发行 H 股股本	1830.21 亿股
H 股市值	15600 亿港元
52 周高/低	8.58/4.55 港元
每股净资产	8.51 港元
主要股东	中国石油天然气集团有限公司 (82.46%) 香港中央结算(代理人)有限公司 (11.43%)

### 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	2,862,053	2,877,671	2,934,654
变动 (%)	(7.0)	(2.4)	(2.6)	0.5	2.0
净利润 (百万人民币)	161,146	164,684	160,764	167,025	173,456
变动 (%)	8.3	2.2	(2.4)	3.9	3.9
每股盈余 (人民币)	0.88	0.90	0.88	0.91	0.95
市盈率@8.52港元 (倍)	8.9	8.7	8.9	8.6	8.3
市净率@8.52港元 (倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
每股股息 (人民币)	0.44	0.47	0.44	0.46	0.47
股息现价比率 (%)	5.6	6.0	5.6	5.8	6.0

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	2,862,053	2,877,671	2,934,654	盈利能力和					
营业支出	2,775,546	2,704,027	2,635,828	2,643,573	2,691,855	营业利润率	7.8%	8.0%	7.9%	8.1%	
销售和管理费用	64,074	59,749	55,810	54,676	55,758	EBITDA 率	16.1%	16.5%	16.9%	17.4%	
勘探费用	20,764	20,862	42,931	43,165	44,020	净利率	5.4%	5.6%	5.6%	5.8%	
其他收入	1,345	-4,404	0	0	0	ROE	9.9%	9.6%	8.9%	8.8%	
其他开支	2,689,363	2,627,820	2,537,087	2,545,732	2,592,077	营运表现					
经营利润	235,466	233,954	226,225	234,098	242,798	SG&A 收入 (%)	2.1%	2.0%	2.0%	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%	
税前盈利	237,462	241,508	231,607	240,447	249,530	派息率 (%)	50.0%	52.2%	50.0%	50.0%	
所得税	-57,169	-57,753	-55,586	-57,707	-59,887	库存周转天数	31.8	32.4	32.4	32.4	
归母净利润	161,146	164,684	160,764	167,025	173,456	应付账款天数	67.0	65.1	65.1	65.1	
折旧、折耗及摊销	-247,452	-243,209	-251,908	-260,268	-270,511	应收账款天数	8.4	8.6	8.6	8.6	
EBITDA	484,914	484,717	483,515	500,715	520,040	财务状况					
EPS (基本)	0.88	0.90	0.88	0.91	0.95	净负债/股本	0.7	0.6	0.6	0.5	
增长						收入/总资产	1.1	1.1	1.0	1.0	
总收入 (%)	-7%	-2%	-3%	1%	2%	总资产/股本	1.7	1.6	1.6	1.5	
EBITDA (%)	7%	0%	0%	4%	4%	盈利对利息倍数	14.2	21.1	17.1	19.0	
每股收益 (%)	7%	2%	-2%	4%	4%						
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	235,891	268,687	339,535	EBITDA	484,914	484,717	483,515	500,715	
应收账款	68,761	71,610	65,133	72,366	67,856	融资成本	16,542	11,090	13,263	12,295	
存货	180,533	168,338	159,035	163,269	163,756	营运资金变化	505,934	507,271	472,809	499,309	
其他流动资产	160,225	178,419	152,461	155,149	158,225	所得税	-62,443	-57,753	-55,586	-57,707	
流动资产总额	658,520	590,844	612,520	659,460	729,372	其他营运活动	13,105	-42,986	13,116	-11,161	
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	430,339	430,440	
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	
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	
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	
总资产	2,752,448	2,752,751	2,806,993	2,887,234	2,961,102	新增借款	638,826	-55,123	-19,522	-17,861	
应付账款	362,155	338,513	407,745	409,970	418,088	支付利息	-18,520	-20,624	-17,713	-16,255	
短期借款	148,780	138,783	129,068	120,033	111,631	支付股息	-87,784	-96,922	-89,104	-92,496	
其他短期负债	178,072	160,021	75,533	75,908	77,275	其他融资活动	-679,094	-6,207	0	0	
总流动负债	689,007	637,317	612,346	605,911	606,994	融资活动现金流	-146,572	-178,876	-126,339	-126,613	
长期借款	143,198	98,072	88,265	79,438	71,494	现金变化	57,811	-76,524	63,414	32,796	
其他负债	289,870	307,739	303,915	309,658	315,570	期初持有现金	191,190	249,001	172,477	235,891	
总负债	1,122,075	1,043,128	1,004,525	995,007	994,059	汇率变动	3,576	3,167	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	235,891	268,687	
所有者权益合计	1,630,373	1,709,623	1,802,468	1,892,227	1,967,043						
每股净资产	8.91	9.34	9.85	10.34	10.75						
营运资金	-30,487	-46,473	175	53,549	122,377						

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。