



中国海油 (600938.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

生产成本及资本开支优势双驱动，支撑油气储量产量持续快速增长

石油化工组

分析师：孙羲昱 (执业 S1130525090005)

sunxiyu@gjzq.com.cn

联系人：杨啸

yangxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.86 元

目标价 (人民币)：32.88 元

公司简介

公司于 1999 年 8 月在香港注册成立，是中国最大的海上原油及天然气生产商，亦是全球最大的独立油气勘探及生产企业之一。

投资逻辑：

1、公司油气生产主要成本优势明显，盈利能力优秀。

近几年来公司的油气生产成本下降较多，成本优势明显：2024 年公司平均生产成本仅 29.56 美元/桶，中石油为 33.08 美元/桶，中石化为 38.41 美元/桶，生产主要成本在“三桶油”中最低；公司与美国主要页岩油龙头公司的生产成本相当，在国际上具有较强竞争力。油气生产成本的优势带来公司优秀的盈利能力，2024 年公司桶油净利润达 27.19 美元/桶，中石油、中石化勘探开发板块净利润分别为 8.69 和 15.20 美元/桶。

2、公司 CAPEX 水平保持高位，支撑储量产量共同稳定增长。

公司 CAPEX 支出水平行业较领先，并且近年来持续保持 CAPEX 提升，2024 年公司 CAPEX 达到 180.8 亿美元，是年产量水平相近的康菲石油 (97 亿美元) 的近两倍。高水平的 CAPEX 为公司带来了油气资源储量及资源可开采寿命的优势，支撑着公司后续油气产量长期高增速可持续的发展。

3、公司相比于国际油气公司具备一定估值优势。

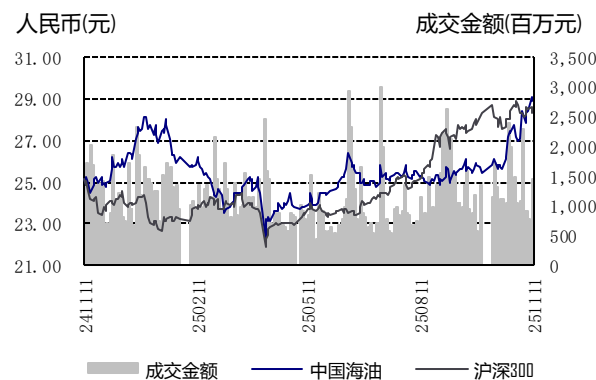
从油气公司常用的估值方法 EV/PV-10 的数据来看，公司 PV-10 估值明显低于绝大多数的国际油气公司，公司的油气储量价值并未被充分体现。从 PE、EV/EBITDA、PB 估值来看，公司较埃克森美孚等国际大牌原油公司估值低约 20%-50%，具备一定估值优势。根据 EIA 预测的数据，未来国际原油市场供需持续宽松，预计国际油价短期内或将震荡下行。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 3978.22/3944.18/4355.17 亿元，同比-5.4%/-0.9%/+10.4%，归母净利润 1303.04/1209.17/1449.83 亿元，同比-5.5%/-7.2%/+19.90%，对应 EPS 为 2.74/2.54/3.05 元。给予公司 2025 年 12 倍估值，目标股价 32.88 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

地缘政治风险，原油价格大幅波动风险，宏观经济下滑导致需求不及预期，能源转型加快，地区政策带来供给端大幅变化风险。



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	416,609	420,506	397,822	394,418	435,517
营业收入增长率	-1.33%	0.94%	-5.39%	-0.86%	10.42%
归母净利润(百万元)	123,843	137,936	130,304	120,917	144,983
归母净利润增长率	-12.60%	11.38%	-5.53%	-7.20%	19.90%
摊薄每股收益(元)	2.604	2.902	2.742	2.544	3.050
每股经营性现金流净额	4.41	4.65	4.70	4.50	5.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.58%	18.45%	16.82%	15.11%	17.46%
P/E	8.05	10.17	10.14	10.92	9.11
P/B	1.50	1.88	1.70	1.65	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司桶油生产主要成本优势明显，主要来自于操作成本项.....	4
1.1 公司桶油生产主要成本优势明显，近年成本控制效果显著.....	4
1.2 公司生产成本优势主要来源于操作成本项.....	5
二、公司生产结构及 CAPEX 水平行业领先，支撑产量稳定增长.....	7
2.1 公司油气产量增长稳定迅速，生产结构油气比优势明显.....	7
2.2 公司桶油 CAPEX 水平行业领先，油价下行资本支出仍能保持高位.....	8
2.3 高水平 CAPEX 带来资源储量及寿命优势，支撑产量长期高增速发展.....	10
三、预计未来国际原油市场供需宽松，公司具备估值优势.....	11
3.1 未来国际原油市场供需宽松，油价或将震荡下行.....	11
3.2 公司估值较国际主要油气公司更低，具备一定估值优势.....	13
四、盈利预测与估值.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议与估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：“三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年桶油当量平均生产成本.....	4
图表 2：公司 2012-2024 年桶油当量平均生产成本（美元/桶）及成本结构占比.....	4
图表 3：公司 2012-2024 年弃置费用成本较低.....	5
图表 4：各原油公司 2012-2024 年操作成本（美元/桶）有所下降.....	5
图表 5：“三桶油”2012-2024 年折旧成本（美元/桶）变化.....	6
图表 6：“三桶油”2012-2024 年石油税金成本（美元/桶）变化.....	6
图表 7：“三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年桶油当量石油税金成本.....	6
图表 8：公司 2012-2024 年桶油当量产量（千桶/日）及增速（右轴）.....	7
图表 9：公司液体石油海内外产量（桶/天）及占比.....	7
图表 10：公司天然气海内外产量（Bcf/d）及占比.....	7
图表 11：公司 2012-2024 年油气产量及结构占比（右轴）.....	8
图表 12：“三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年产量油气比.....	8
图表 13：西方石油历年 CAPEX（百万美元）与油价.....	9
图表 14：康菲石油历年 CAPEX（百万美元）与油价.....	9
图表 15：中石油历年 CAPEX（百万元）与油价（右轴）.....	9
图表 16：中石化历年 CAPEX（亿元）与油价（右轴）.....	9
图表 17：公司 2011-2024 年 CAPEX（百万元）与油价（右轴）.....	9



图表 18: “三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年 CAPEX (百万美元)	10
图表 19: “三桶油”与美国页岩油公司 2024 年平均桶油当量 CAPEX	10
图表 20: 公司储量理论寿命与 CAPEX (亿元, 右轴)	11
图表 21: 西方石油油气资源储量理论寿命	11
图表 22: “三桶油” 2011-2024 年勘探开发板块桶油当量平均净利润 (美元/桶)	11
图表 23: 布伦特原油季度均价 (美元/桶)	12
图表 24: 美国原油及石油产品库存 (百万桶, 不含 SPR)	12
图表 25: EIA 预测全球原油供需将维持宽松 (百万桶/天, 虚线为预测值)	12
图表 26: 全球大型油气公司 EV/PV-10 估值	13
图表 27: 全球主要油气公司 PE、EV/EBITDA、PB 估值对比	14
图表 28: 公司营收几乎全部来自于油气销售 (亿元)	15
图表 29: 公司销售实现价格与布油价格高度相关	15
图表 30: 公司油气销售业务盈利预测	15
图表 31: 公司细分业务营收拆分	16
图表 32: 可比公司估值比较	16
图表 33: 公司 2025 年股息率与未来油价的敏感性分析	16



一、公司桶油生产主要成本优势明显，主要来自于操作成本项

1.1 公司桶油生产主要成本优势明显，近年成本控制效果显著

公司是中国最大的海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产企业之一，主要业务是勘探开发、生产及销售原油和天然气。对于资源开发型企业来说，资源开采的成本是最重要的竞争力，也是决定企业盈利能力的核心标杆。公司桶油当量的平均生产成本在全国、甚至在全球都是十分出色的，具有很强的竞争力。

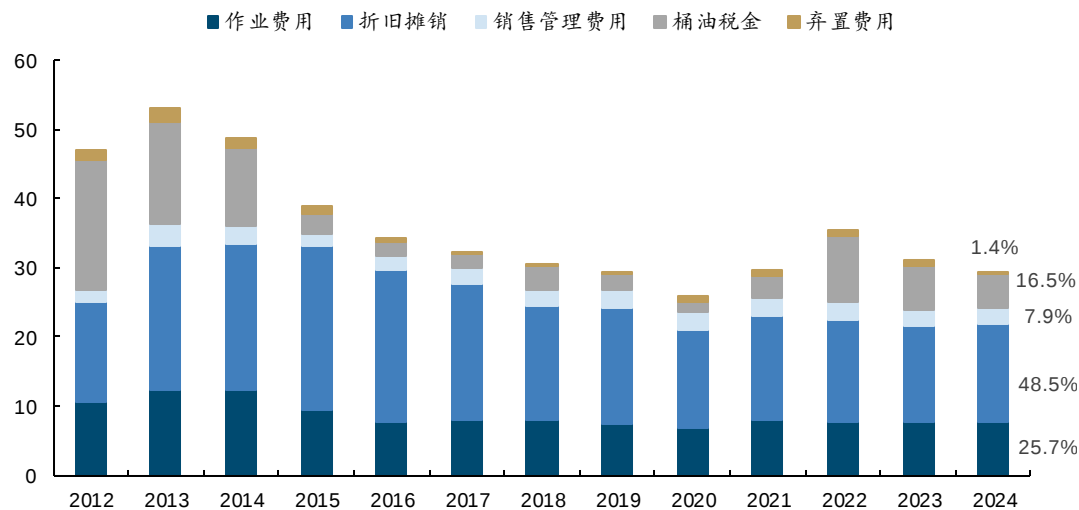
图表1：“三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年桶油当量平均生产成本

美元/桶	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国海油	47.06	53.30	48.86	39.11	34.33	32.10	30.65	29.50	25.96	29.60	35.40	31.06	29.56
中国石油	42.57	44.67	43.89	33.28	34.38	35.28	34.43	32.29	30.37	33.50	37.49	35.13	33.08
中国石化	57.99	59.70	57.17	49.40	52.11	52.17	50.82	41.64	38.18	44.38	43.49	40.97	38.41
西方石油	34.02	37.69	38.91	33.12	32.12	33.17	33.05	32.84	30.12	35.71	35.92	34.76	33.37
康菲石油	32.34	33.58	35.69	31.01	27.79	26.35	26.94	26.26	26.86	26.67	29.18	28.14	29.70
EOG 能源	33.37	35.66	35.43	30.06	29.81	28.44	27.05	26.64	23.99	25.67	25.99	23.62	23.98

来源：各公司年报，国金证券研究所

横向比较来看，近几年来公司的桶油当量平均生产成本在“三桶油”中是最低的，且优势十分明显；与美国主要页岩油龙头公司的生产成本相当，在国际上也有较强竞争实力。根据我们之前发布的石油行业深度报告《众原油龙头的成本数据推演：指引油价底部空间及动态投资策略》，统一将生产成本拆分成操作成本、折旧摊销、销售管理费用与石油税金四个成本项。

图表2：公司 2012-2024 年桶油当量平均生产成本（美元/桶）及成本结构占比

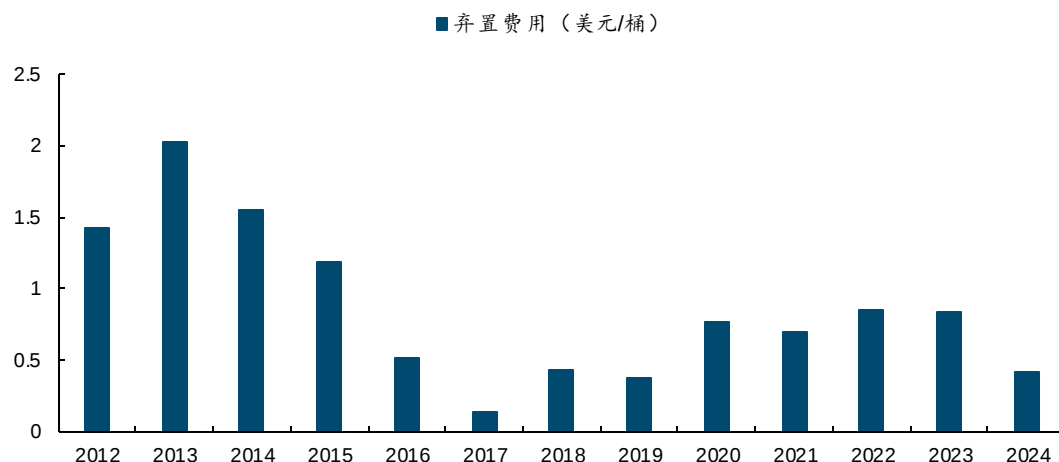


来源：公司年报，国金证券研究所

在这些成本项中，折旧摊销是公司生产成本中占比最大的一项，其次是操作成本与桶油税金成本，销售管理费用占比较少。除了统一的四个成本项以外，公司年报中披露了弃置费用这一项较为特殊的生产成本，在其公司的年报中并没有体现。这是因为根据政府《海上油气生产设施处置管理暂行规定》要求，需对中国境内所有合作油田计提弃置费，并分月存放于由中国政府监督管理的弃置费专户中，该专户存款按规定不能提取并用于除未来油气生产设施弃置以外的其他用途。该专户存款在会计上计入其他非流动资产。但是随着公司油气产量快速增长，弃置费用平均成本不足 1 美元/桶，对整体的生产成本影响较小。



图表3: 公司 2012-2024 年弃置费用成本较低



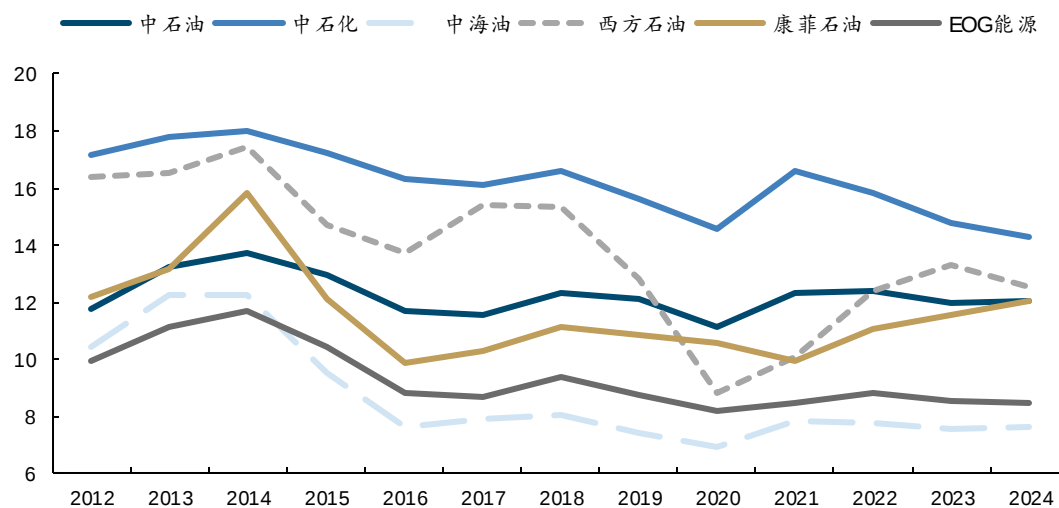
来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司 2025H1 的平均生产主要成本进一步降低: 作业费用成本仅 6.76 美元/桶, 折旧摊销成本 13.89 美元/桶, 销售管理费用 1.91 美元/桶, 弃置费用 0.73 美元/桶, 合计桶油成本 26.2 美元/桶。

1.2 公司生产成本优势主要来源于操作成本项

在报告《众原油龙头的成本数据推演: 指引油价底部空间及动态投资策略》中我们详细讨论了各个成本项的影响因素, 将公司各成本项进行对比我们发现操作成本项的变化是公司生产成本优势的主要来源。公司 2012 年以来操作成本(作业费用)下降较为明显, 从 2012 年的 10.44 美元/桶降至 2024 年的 7.61 美元/桶, 2025 年 H1 仅有 6.76 美元/桶, 核心变化原因来自于公司生产技术和企业现金成本的管控。尽管其他公司在此期间由于技术改进和成本管控, 操作成本均有所下降, 但是从数据可以看到公司操作成本下降的幅度最为明显, 逐步与同行业其他公司拉开了差距。

图表4: 各原油公司 2012-2024 年操作成本 (美元/桶) 有所下降

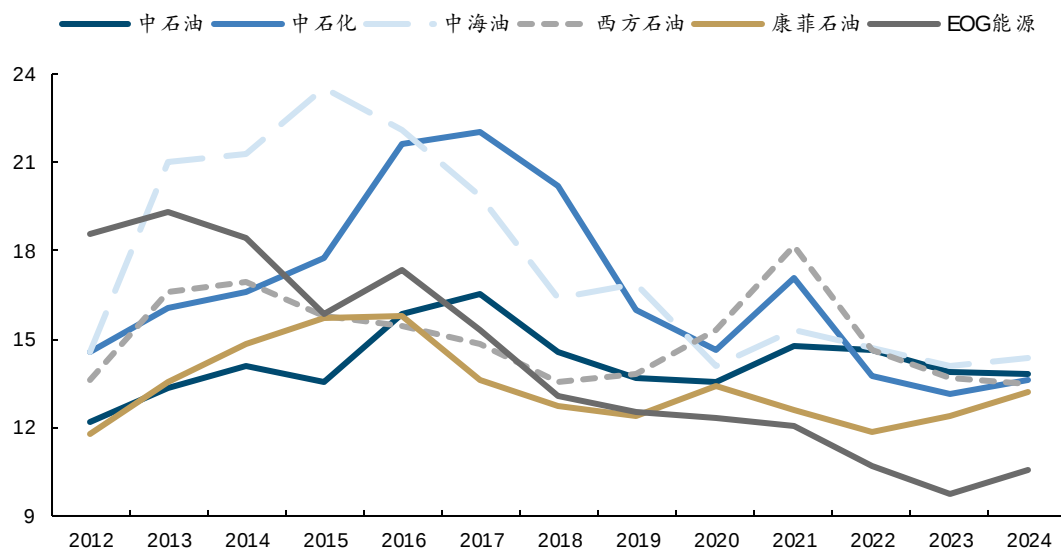


来源: 各公司年报, 国金证券研究所

从折旧成本项来看, 单位折旧成本受资产成本与证实储量的比值影响, 因此影响因素较为复杂, 油价变动会影响证实储量的评估从而影响折旧成本; 公司收购油气资产也会影响折旧成本。近几年来看, “三桶油” 之间的折旧成本十分相近, 公司与美国主要页岩油公司的折旧成本差距也并不明显。



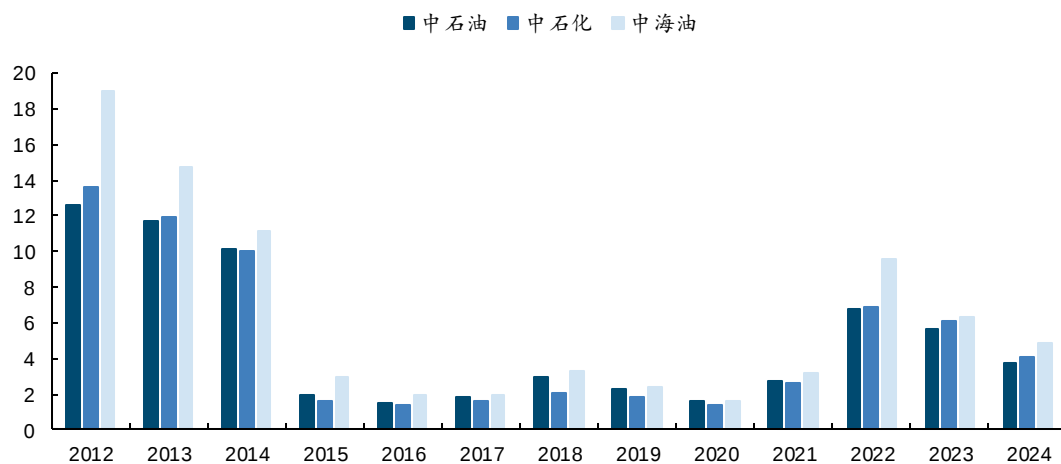
图表5: “三桶油” 2012-2024 年折旧成本 (美元/桶) 变化



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

从石油税金成本项来看, 三桶油的石油税金成本差别不大, 公司的桶油税金成本略高, 这主要是由于公司在全球不同区域作业时适用的税项有所不同带来的细微差别。除去国家税收政策对税金成本的影响外 (例如 2015 年 1 月 1 日起特别收益金起征点由 55 美元/桶上调至 65 美元/桶), 石油税金成本的主要影响因素是原油价格。

图表6: “三桶油” 2012-2024 年石油税金成本 (美元/桶) 变化



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

图表7: “三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年桶油当量石油税金成本

美元/桶	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国石油	12.64	11.66	10.18	2.00	1.49	1.83	2.95	2.34	1.66	2.71	6.77	5.68	3.79
中国石化	13.67	11.98	9.98	1.65	1.35	1.60	2.02	1.86	1.44	2.59	6.88	6.16	4.08
中国海油	18.96	14.79	11.20	2.92	1.94	1.91	3.30	2.46	1.67	3.24	9.61	6.34	4.87
西方石油	2.24	2.48	2.45	1.32	1.08	1.28	1.72	2.13	1.27	2.34	3.63	2.41	2.11
康菲石油	6.36	5.26	3.71	1.55	1.29	1.61	2.24	1.94	1.83	2.86	5.31	3.11	2.87
EOG 能源	2.90	3.35	3.49	2.02	1.71	2.45	2.94	2.68	1.73	3.46	4.78	3.57	3.21

来源: 各公司年报, 国金证券研究所

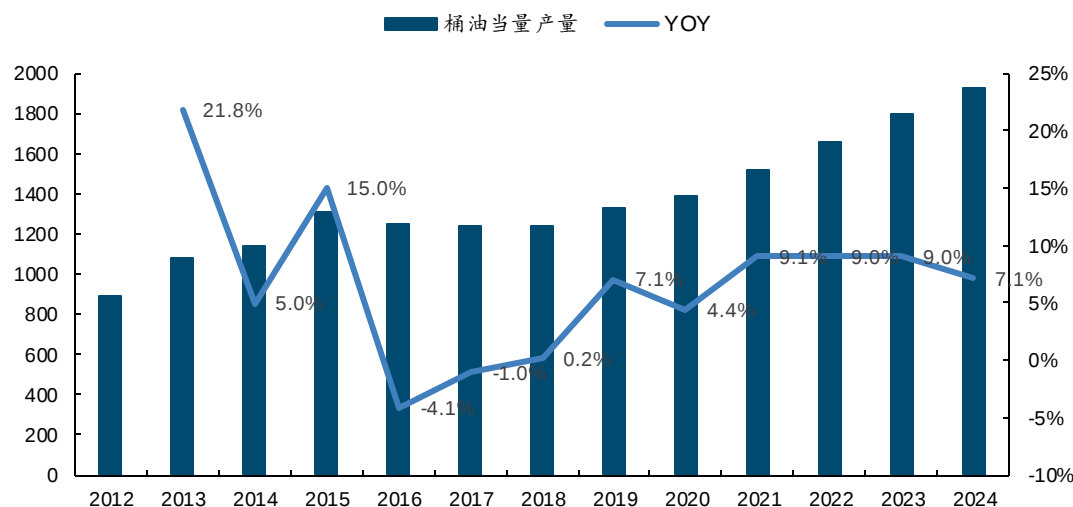


二、公司生产结构及 CAPEX 水平行业领先，支撑产量稳定增长

2.1 公司油气产量增长稳定迅速，生产结构油气比优势明显

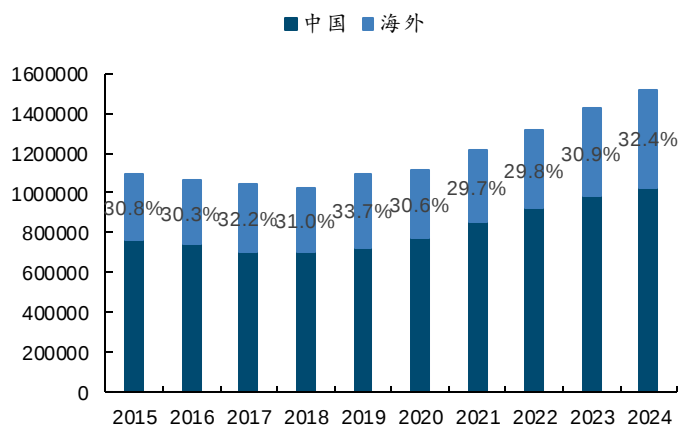
公司近年来油气当量产量增长十分迅速且稳定，产量增速较为明显，从 2012 年的 889 千桶/日增长至 2024 年的 1930 千桶/日，产量实现翻倍增长；同时 2020 年以来油气当量产量增速持续维持在较高稳定水平。从油气的地区生产结构来看，公司的液体石油产量约 70% 来自于中国国内，且近年来海内外石油产量占比较为稳定，无较大变化。天然气方面，由于近年国内大力发展天然气等清洁能源，公司的国内天然气产量占比有所提升，由 60% 增长至近 80% 的占比。

图表8：公司 2012-2024 年桶油当量产量（千桶/日）及增速（右轴）



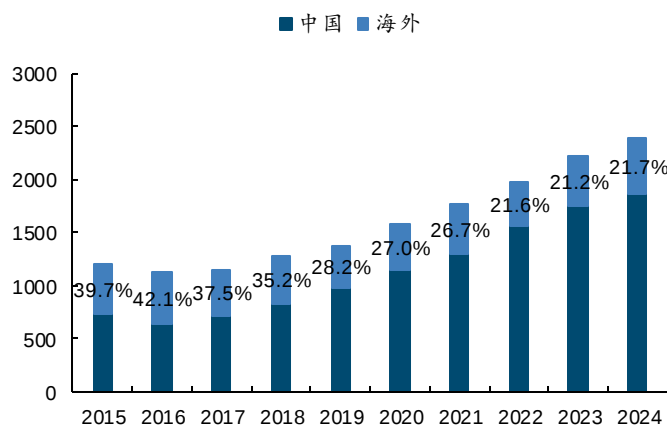
来源：公司年报，国金证券研究所

图表9：公司液体石油海内外产量（桶/天）及占比



来源：公司年报，国金证券研究所

图表10：公司天然气海内外产量（Bcf/d）及占比

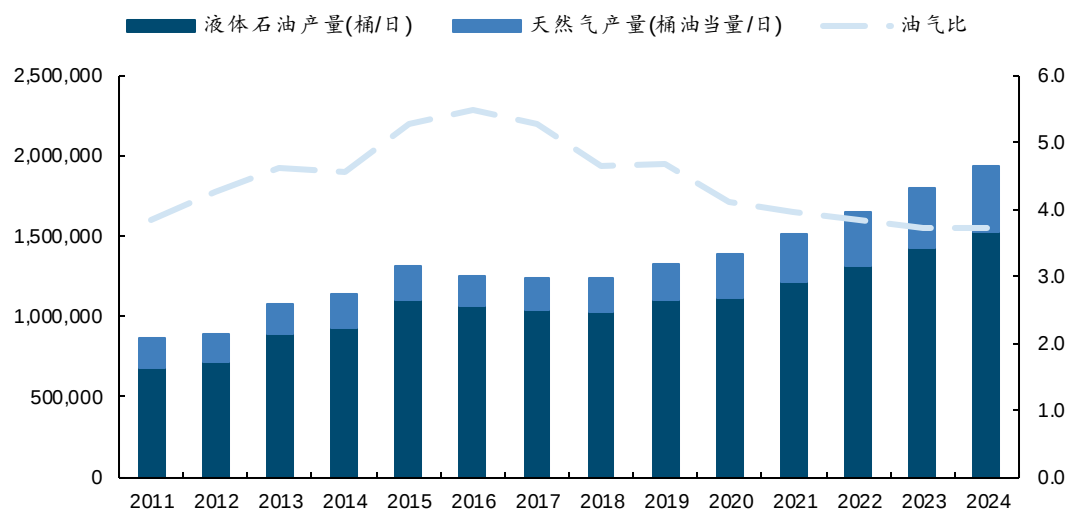


来源：公司年报，国金证券研究所

油气生产结构是影响一家油气开采公司的业绩较为重要的因素之一，因为天然气产量是按桶油当量产量进行披露的，1 桶油当量 (Boe) 约等于 6 千立方英尺 (Mcf)，以此换算天然气的价格仅约 20 美元/桶油当量，是要远低于当前原油价格的。尽管天然气的生产成本较原油也有所下降，但是综合来看通常液体石油产量占比越高，对应公司的盈利水平也有所提高。



图表11: 公司 2012-2024 年油气产量及结构占比 (右轴)



来源: iFinD, 国金证券研究所

因此从产量结构来看,公司的液体石油生产占比较高,接近80%,其油气比在中美几家原油公司中十分突出。对比中石油、中石化的油气比的历史数据来看,随着近年陆上老旧油田资源的逐渐枯竭,以及大力发展天然气等清洁能源和公司“稳油增气”的发展战略,中石油和中石化的油气比在逐年下降,天然气产量占比逐年上升。公司相比于美国主要页岩油公司,油气比也具有一定的优势。

图表12: “三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年产量油气比

油气比	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国海油	4.26	4.61	4.54	5.28	5.49	5.27	4.63	4.66	4.09	3.97	3.85	3.73	3.71
中国石油	2.15	2.00	1.87	1.86	1.69	1.55	1.48	1.40	1.31	1.20	1.16	1.14	1.10
中国石化	3.29	3.02	3.02	2.85	2.38	1.93	1.77	1.63	1.57	1.40	1.35	1.26	1.21
西方石油	2.57	2.69	2.95	3.10	2.97	3.45	3.68	3.22	2.84	3.04	3.16	2.97	2.95
康菲石油	1.24	1.29	1.34	1.35	1.44	1.53	1.78	1.88	1.82	1.97	2.33	2.50	2.47
EOG 能源	1.19	1.83	2.36	2.44	2.70	3.32	3.32	3.31	3.14	2.91	3.00	2.71	2.56

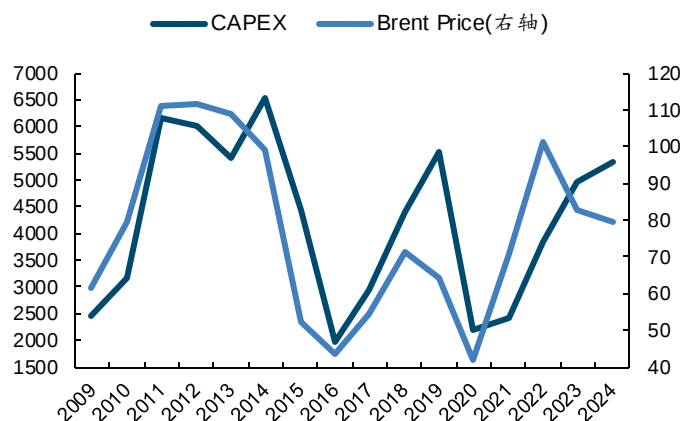
来源: 各公司年报, 国金证券研究所

2.2 公司桶油 CAPEX 水平行业领先, 油价下行资本支出仍能保持高位

上游油气开采业务众所周知是资本密集型的业务,从前期的地质勘探到中期的平台设施管线的建设到后期的持续开采作业,都需要很高的资本开支(CAPEX)来维持。因此从公司的层面来看,原油公司的 CAPEX 支出是一项非常重要的数据指标,可以用来衡量公司的综合实力。对于中美主要原油公司,例如西方石油、康菲石油、中石油和中石化勘探板块历年的 CAPEX 支出,与当年的原油价格都呈现出高度的关联性。这也是由于公司的 CAPEX 不论是费用化还是资本化,都会影响到公司的业绩,因此绝大多数的公司都会选择在油价较低的年份来降低 CAPEX 以稳定公司的利润水平,油价较高的年份再去加大对勘探开采的 CAPEX 支出。

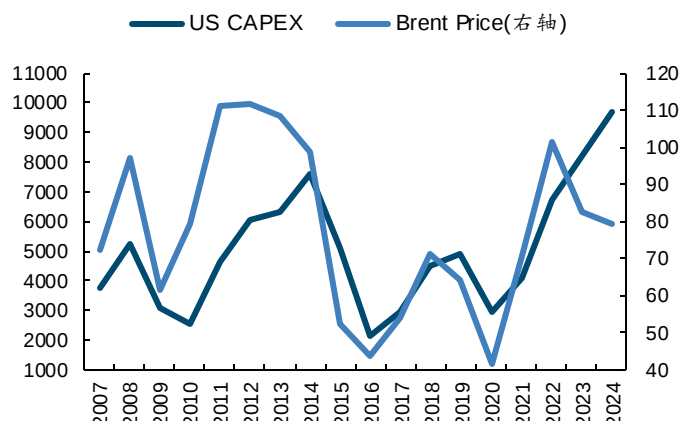


图表13: 西方石油历年 CAPEX (百万美元) 与油价



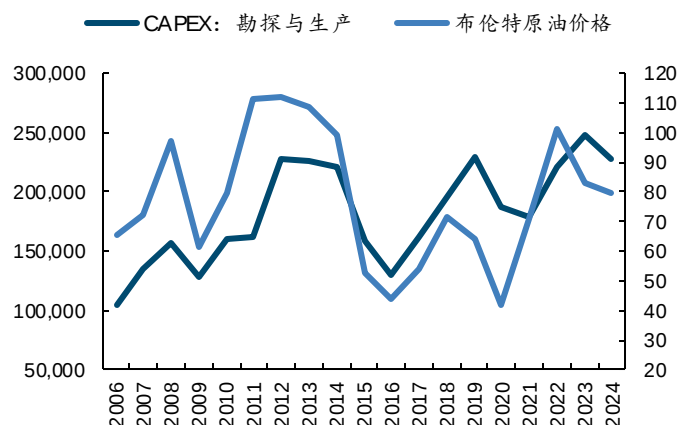
来源: 西方石油年报, iFinD, 国金证券研究所

图表14: 康菲石油历年 CAPEX (百万美元) 与油价



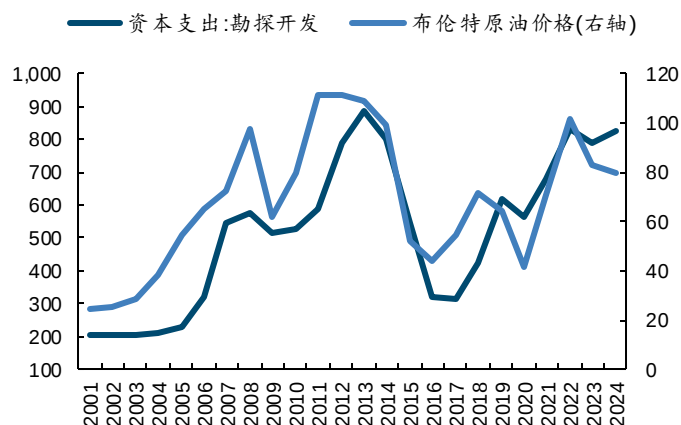
来源: 康菲石油年报, iFinD, 国金证券研究所

图表15: 中石油历年 CAPEX (百万元) 与油价 (右轴)



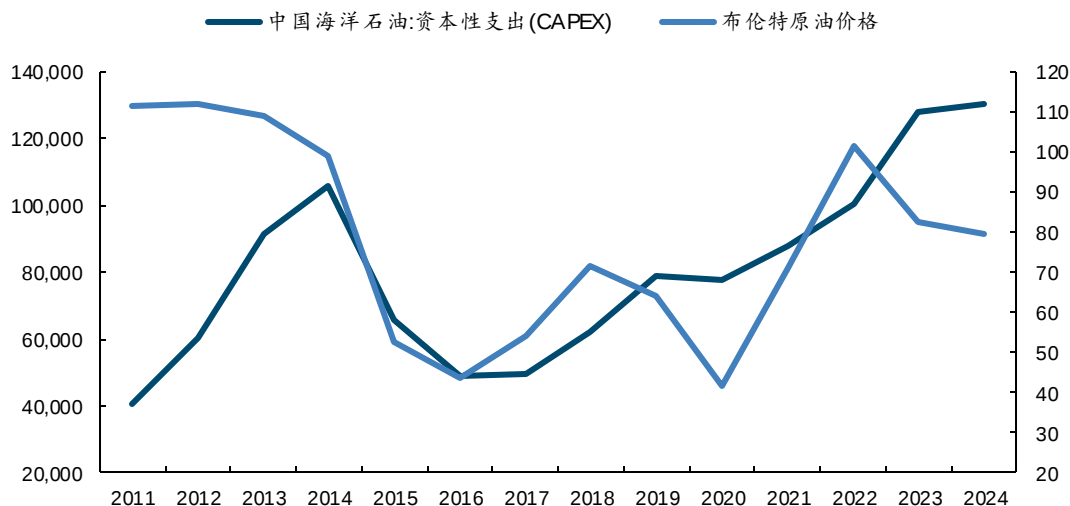
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表16: 中石化历年 CAPEX (亿元) 与油价 (右轴)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表17: 公司 2011-2024 年 CAPEX (百万元) 与油价 (右轴)



来源: iFinD, 国金证券研究所



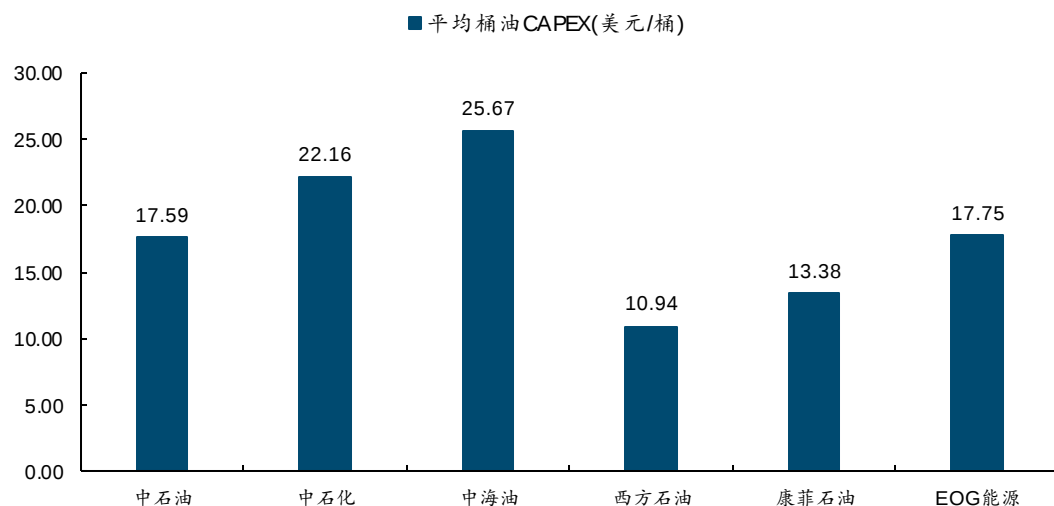
而公司的 CAPEX 支出，从 2017 年以来便在逐年上升，并且 CAPEX 受油价的影响在逐渐变小，逐步显示出脱离油价限制的趋势：近年来即使国际原油价格出现了比较明显的下降，公司依旧保持了资本支出的增加。从 CAPEX 数额上来看，中海油处于行业较高水平，相比于产量相当的康菲石油，24 年中海油产量 1930 千桶/日，康菲石油产量 1987 千桶/日，中海油相应的 CAPEX 达到 181 亿美元，而康菲石油仅有 97 亿美元，仅有中海油的约一半。从产量单位平均的 CAPEX 水平来看，中海油的 CAPEX 水平在中美原油公司中极为突出，24 年达到平均每桶油当量 25.67 美元/桶的 CAPEX。

图表18：“三桶油”与美国页岩油公司 2012-2024 年 CAPEX（百万美元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国海油	35994	36552	36055	25339	19609	23993	29635	33358	27056	27631	32945	35255	31612
中国石油	12526	14335	13055	8784	4846	4642	6370	8944	8179	10563	12385	11154	11423
中国石化	9506	14763	17208	10574	7337	7363	9385	11391	11222	13577	14921	18152	18083
西方石油	6025	5409	6533	4442	1978	2945	4413	5512	2208	2409	3844	4960	5320
康菲石油	6079	6350	7618	5117	2145	2951	4482	4907	2919	4111	6721	8192	9704
EOG 能源	7754	7361	8632	5216	6554	4613	6706	6900	4113	4255	5610	6818	6653

来源：各公司年报，国金证券研究所

图表19：“三桶油”与美国页岩油公司 2024 年平均桶油当量 CAPEX



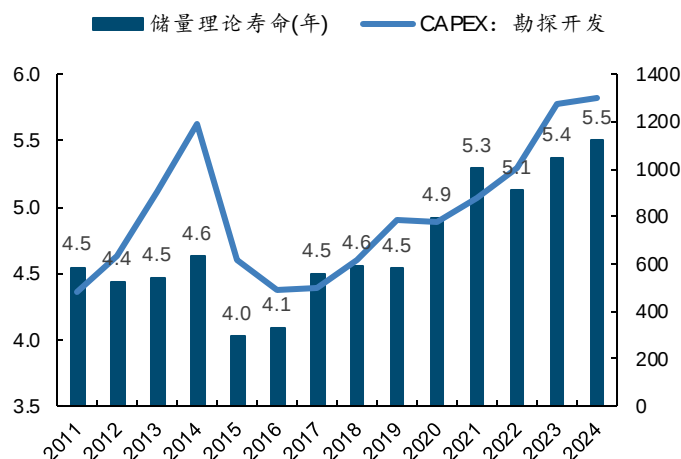
来源：各公司年报，国金证券研究所

2.3 高水平 CAPEX 带来资源储量及寿命优势，支撑产量长期高增速发展

在我们以往的报告《石油供给深度（二）：美国主要页岩油公司的表现与展望》中有详细地叙述到，CAPEX 与储量的净增量的关联性比较强，CAPEX 会较很大程度上影响到原油公司油气资源资产的储量增加量。当前美国页岩油公司的 CAPEX 水平带来的储量增量，并不足以支撑长期维持当前较高的产量及产量增速，美国页岩油公司的油气资源理论寿命（证实已开发储量/年产量）有着明显的下降。而公司近年不断加大 CAPEX 投入水平，油气资源的理论寿命也有着明显的改善，高水平资本支出对于提高资源储量、维持油气资源可持续开采是有效且十分重要的，这也是公司当前以及未来支撑油气产量稳定高速增长的重要基石之一。

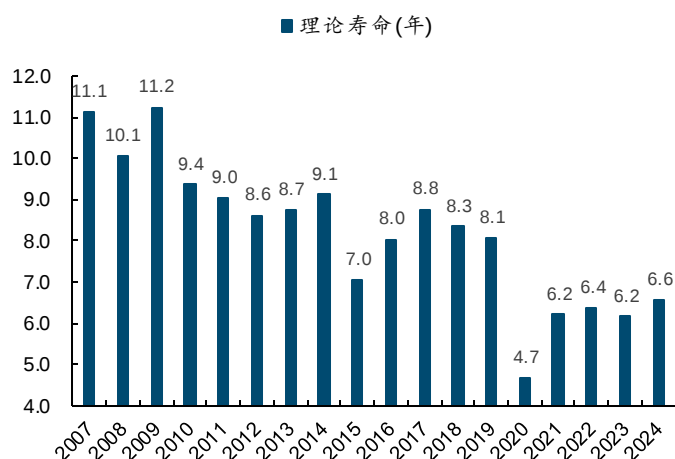


图表20：公司储量理论寿命与 CAPEX（亿元，右轴）



来源：公司年报，国金证券研究所

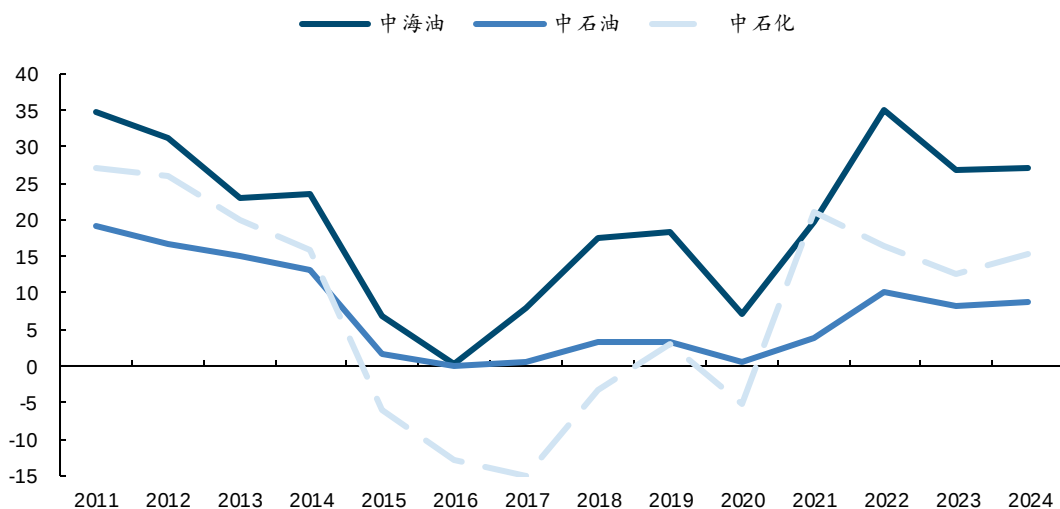
图表21：西方石油油气资源储量理论寿命



来源：康菲石油年报，国金证券研究所

综合来看，公司凭借其核心的油气生产成本优势以及生产结构油气比的优势，既能在保持较高水平的 CAPEX 支出的同时，又能保持较高的盈利水平；公司的桶油当量净利润仍能在“三桶油”中保持领先和较大的优势，2024 年桶油净利润超过 27 美元/桶，盈利能力十分优秀。

图表22：“三桶油”2011-2024 年勘探开发板块桶油当量平均净利润（美元/桶）



来源：各公司年报，国金证券研究所

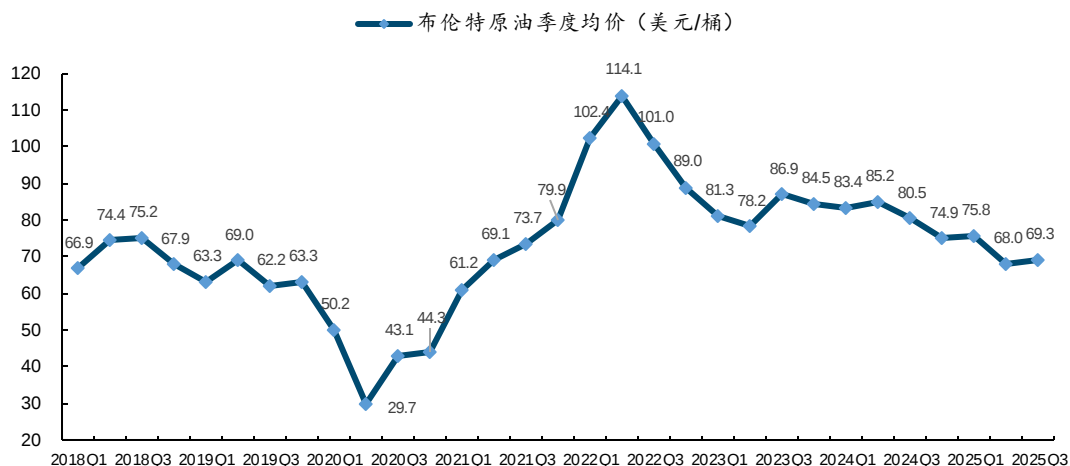
三、预计未来国际原油市场供需宽松，公司具备估值优势

3.1 未来国际原油市场供需宽松，油价或将震荡下行

当前全球原油市场供需格局仍处于宽松状态，原油及石油产品库存持续累库，美国原油及石油产品库存上升至近 5 年同期高位。根据 EIA 的预测，今年至明年全球原油供需将持续维持宽松，原油总供给略过剩。从油价来看，今年以来受到基本面及地缘冲突和政治的多重影响下，布伦特原油价格有所下滑；25 年三季度布油均价 69.3 美元/桶，环比二季度上升 1.3 美元/桶 (+1.8%)，主要是由于地缘及宏观降息预期因素推动，但同比去年下降了 11.2 美元/桶 (-13.9%)。综合来看，未来中短期国际布伦特原油价格或将在地缘政治的综合影响下震荡下行。

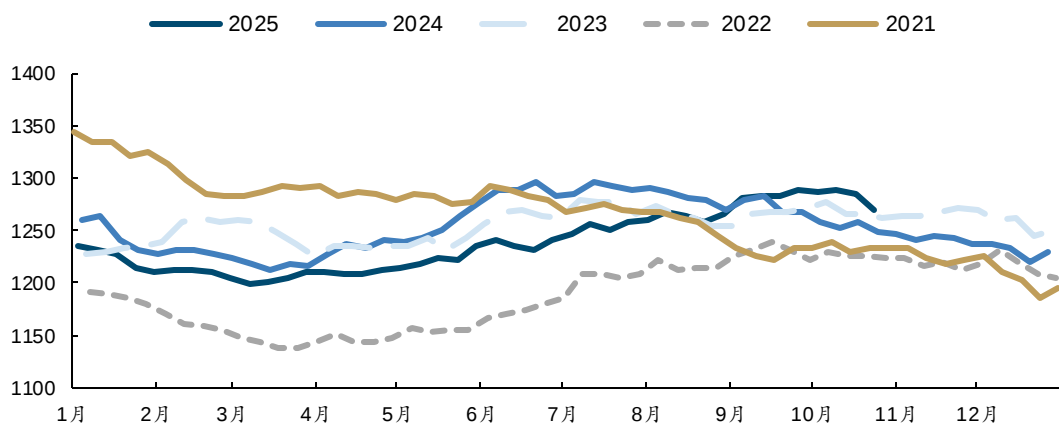


图表23: 布伦特原油季度均价 (美元/桶)



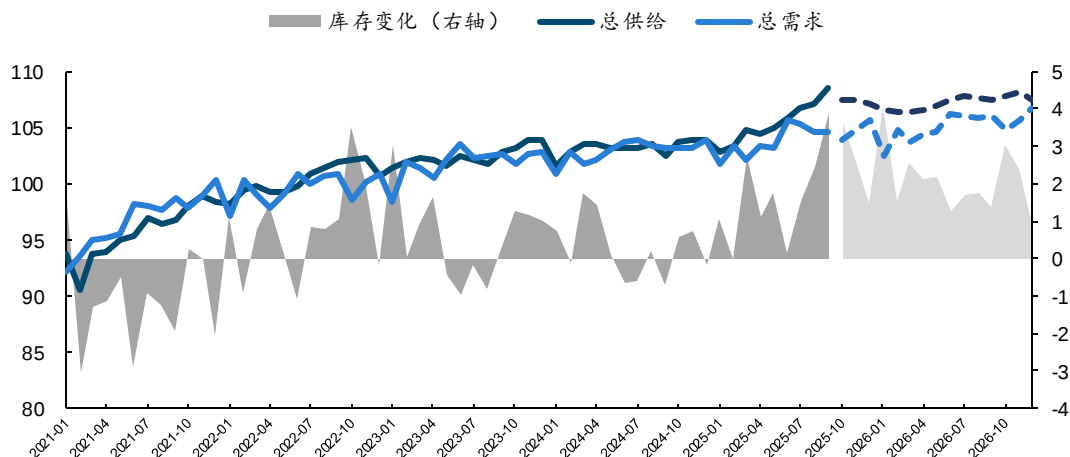
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 美国原油及石油产品库存 (百万桶, 不含 SPR)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: EIA 预测全球原油供需将维持宽松 (百万桶/天, 虚线为预测值)



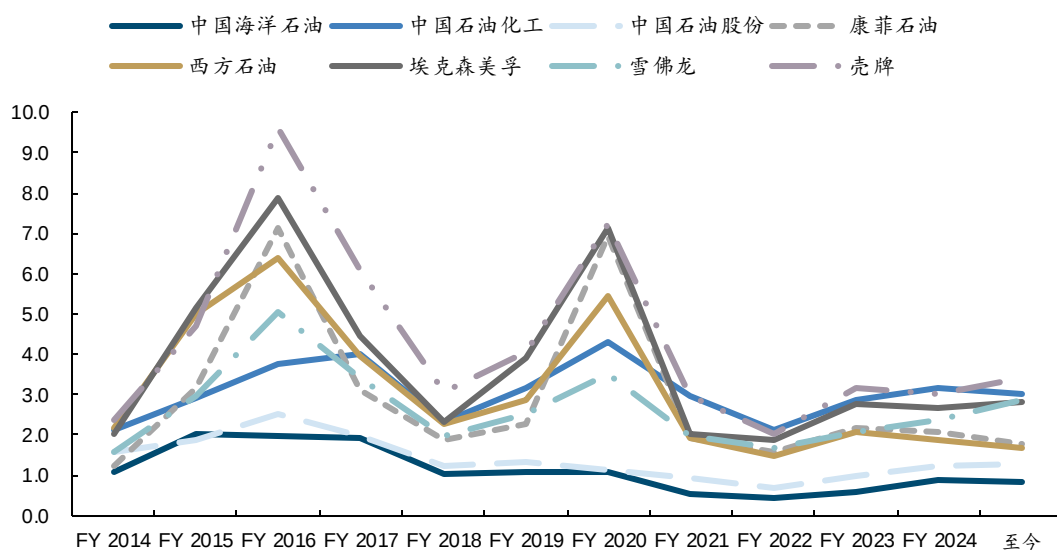
来源: EIA, 国金证券研究所



3.2 公司估值较国际主要油气公司更低，具备一定估值优势

PV-10 估值是美国证监会规定的油气公司专用储量价值评估方法，是油气行业评估公司价值的常用指标；从该指标数据来看，当前公司的企业价值与 PV-10 的比值 (EV/PV-10) 仅有 0.84，明显低于绝大多数的国际油气公司，公司的油气储量价值并未被充分体现。根据公司年报披露，公司 2024 年证实已开发储量达到石油 24.9 亿桶、天然气 58950 亿立方英尺、合成油 0.72 亿桶及沥青 1.18 亿桶；2024 年公司证实未开发储量达到石油 18.23 亿桶、天然气 41070 亿立方英尺、合成油 4.56 亿桶及沥青 2.5 亿桶。从公司与国际油气公司的 PE、EV/EBITDA 和 PB 估值来看，公司较康菲石油、西方石油、埃克森美孚、雪佛龙、壳牌等国际原油公司估值低约 20%-50%。

图表26：全球大型油气公司 EV/PV-10 估值



来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所。股价数据截止 2025 年 11 月 5 日。


图表27：全球主要油气公司 PE、EV/EBITDA、PB 估值对比

	代码	名称	P/E 2024	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	PB
纯油气标的	COP US Equity	康菲石油	11.19	13.74	13.77	5.49	5.02	5.24	1.65
	OXY US Equity	西方石油	12.05	18.52	22.99	5.29	5.42	5.94	1.47
	DVN US Equity	戴文能源	6.65	8.04	7.85	3.73	3.74	3.80	1.35
	PXD US Equity	先锋能源	12.98	11.20	12.03	7.15	6.25	6.59	2.67
	EOG US Equity	EOG 资源	9.09	10.56	9.89	4.46	4.75	4.43	1.98
	PETR4 BZ Equity	巴西石油	6.95	3.69	4.44	3.04	3.13	3.10	0.96
	纯油气标的平均		9.82	10.96	11.83	4.86	4.72	4.85	1.68
综合性油公司	XOM US Equity	埃克森美孚	14.77	16.83	15.39	7.97	7.54	7.17	1.87
	CVX US Equity	雪佛龙	18.41	21.22	18.72	9.11	8.37	7.49	1.82
	TTE FP Equity	道达尔集团	7.84	9.10	8.93	4.21	4.70	4.80	1.22
	BP/ LN Equity	BP 公司	12.52	12.50	11.99	4.79	4.26	4.34	1.52
	SHEL LN Equity	壳牌	9.91	11.70	11.48	4.25	4.75	4.91	1.23
	综合性油公司平均		12.69	14.27	13.30	6.07	5.92	5.74	1.53
三桶油 A 股	600938. SH	中国海油	10.17	10.14	10.92	4.27	4.47	4.38	1.75
	600028. SH	中国石化	13.37	15.92	13.87	6.12	6.25	5.75	0.81
	601857. SH	中国石油	10.59	10.83	10.50	3.97	4.29	4.09	1.12
	平均		11.38	12.30	11.76	4.79	5.00	4.74	1.23
三桶油 H 股	883 HK Equity	中国海洋石油	6.39	6.70	6.55	2.60	2.72	2.66	1.17
	386 HK Equity	中国石油化工	9.22	10.98	9.57	5.04	5.15	4.74	0.56
	857 HK Equity	中国石油股份	8.47	8.66	8.39	3.25	3.51	3.35	0.89
	平均		8.03	8.78	8.17	3.63	3.79	3.58	0.87

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所。股价数据截止 2025 年 11 月 5 日；公司 A 股 PE 数据来自于盈利预测。

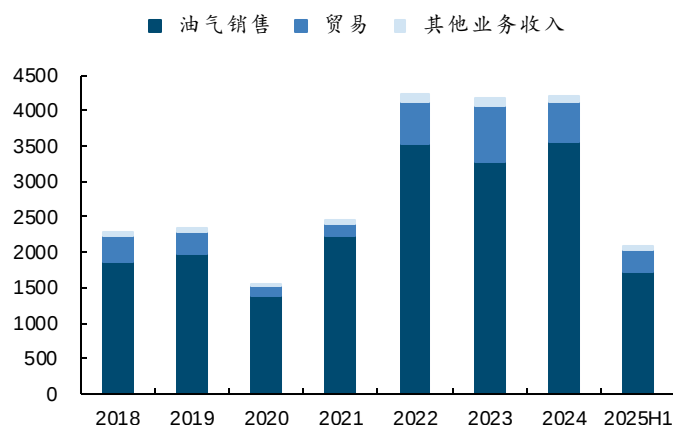
四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司主营业务收入分为三个板块，油气销售板块、贸易板块和其他业务收入板块，其中贸易板块业务中收入是公司及其子公司在石油产品分成合同下销售归属于外国合作方的原油及天然气和通过本公司的子公司买卖原油及天然气取得的贸易收入。因此贸易板块业务本质上也是属于油气销售业务，公司的营收几乎全部来自于油气销售，总营收受国际油价影响较大。同时，公司原油销售价格主要参考国际基准油的价格而定，根据市场变化有一定的溢价或折价，公司主要挂靠的基准油价为布伦特价格，因此公司历年的销售实现价格与布油价格相近且高度相关。

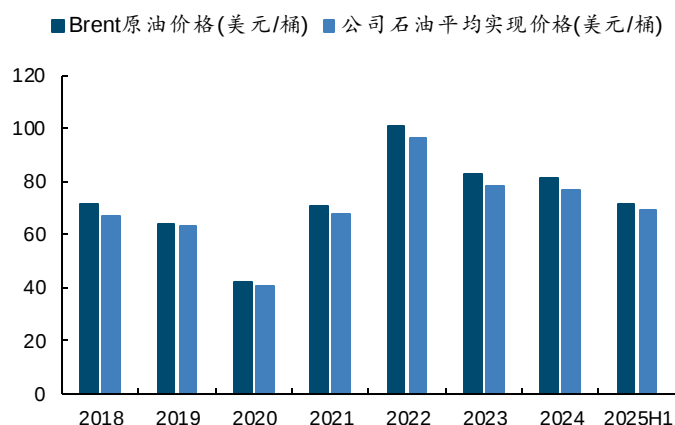


图表28：公司营收几乎全部来自于油气销售（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表29：公司销售实现价格与布油价格高度相关



来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

公司 2024 年实现油气当量产量 726.8 百万桶，计划 2025 年产量 760-780 百万桶，25H1 实现产量 384.6 百万桶，基本完成预定全年产量目标的进度；2024 年实现销量石油液体 562.9 百万桶，天然气 870.3 十亿立方英尺。根据公司“稳油增气”战略，预计公司未来油气当量产量保持稳定增长，油气生产结构方面预计天然气产量占比略有提升，石油销售价格随布油价格略有下降。

图表30：公司油气销售业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
石油实现价格(美元/桶)	96.59	77.96	76.75	69.15	65	60	65
天然气实现价格(美元/bcf)	8.58	7.98	7.72	7.90	8	8	8
油气产量(百万桶油当量)	623.8	678.0	726.8	384.6	769.2	814.1	862.9
yoy		8.7%	7.2%	6.1%	5.8%	6%	6%
石油销量(百万桶)	478.7	514.5	562.9	290	572.2	597.7	625.2
石油占比	79.82%	79.27%	79.51%	78.05%	77%	76%	75%
天然气销量(bcf)	726.2	807.4	870.3	489.2	1025.4	1132.4	1250.4
油气总销量(百万桶油当量)	599.7	649.1	708.0	371.5	743.1	786.4	833.6
产销率	104.0%	104.5%	102.7%	103.5%	103.5%	103.5%	103.5%
美元平均汇率	6.7261	7.0467	7.1217	7.1837	7.1837	7.1837	7.1837
合计销售收入(百万元)	352908	328048	355524	171821	326096	322692	363791
油气销售板块营收(百万元)	352956	327867	355615	171745	326096	322692	363791
桶油平均生产成本	35.4	31.06	29.56	26.2	26.2	26.2	26.2
桶油毛利率	63.35%	60.16%	61.49%	62.11%	59.69%	56.33%	59.69%
销售板块毛利率	62.62%	61.63%	62.41%	62.84%	60.39%	56.99%	60.39%

来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所；bcf=十亿立方英尺。

由于国际原油市场处于供需宽松的格局，预计未来三年公司石油平均实现价格为 65/60/65 美元/桶，油气销售板块营收 3260.96/3226.92/3637.91 亿元，同比-8.3%/-1.0%/+12.7%。预计公司未来三年营收 3978.22/3944.18/4355.17 亿元，同比-5.4%/-0.9%/10.4%，综合毛利率为 51.05%/48.19%/51.86%。


图表31：公司细分业务营收拆分

板块		2023	2024	2025E	2026E	2027E
油气销售	营收（亿元）	3278.67	3556.15	3260.96	3226.92	3637.91
	yoy	-7.1%	8.5%	-8.3%	-1.0%	12.7%
	毛利率	61.63%	62.41%	60.39%	56.99%	60.39%
贸易	营收（亿元）	793.08	551.42	621.16	621.16	621.16
	毛利率	6.76%	9.26%	10.47%	10.47%	10.47%
其他业务	营收（亿元）	94.34	97.49	96.10	96.10	96.10
	毛利率	4.30%	-15.75%	-3.50%	-3.50%	-3.50%
合计	营收（亿元）	4166.09	4205.06	3978.22	3944.18	4355.17
	yoy	-1.3%	0.9%	-5.4%	-0.9%	10.4%
	毛利率	49.88%	53.63%	51.05%	48.19%	51.86%

来源：iFinD，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 3978.22/3944.18/4355.17 亿元，同比-5.4%/-0.9%/+10.4%，归母净利润 1303.04/1209.17/1449.83 亿元，同比-5.5%/-7.2%/+19.90%，对应 EPS 为 2.74/2.54/3.05 元。给予公司 2025 年 12 倍估值，目标股价 32.88 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表32：可比公司估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601857.SH	中国石油	9.71	0.88	0.90	0.88	0.91	0.94	11.03	10.63	10.38
600028.SH	中国石化	5.61	0.51	0.41	0.36	0.40	0.46	15.59	13.85	12.24
603619.SH	中曼石油	22.04	2.02	1.57	1.43	1.85	2.29	15.47	11.90	9.64
	平均值		1.14	0.96	0.89	1.05	1.23	14.03	12.13	10.75
	中位数		0.88	0.90	0.88	0.91	0.94	11.03	10.63	10.38
600938.SH	中国海油	28.45	2.60	2.90	2.74	2.54	3.05	10.14	10.92	9.11

来源：iFinD，国金证券研究所（可比公司估值为 iFinD 一致预测均值，数据截至 2025 年 11 月 7 日收盘）

公司作为核心红利股标的，公司战略指引未来三年（2025-2027）的股利支付率不低于 45%，基于我们的盈利预测对公司 2025 年在不同油价下的股息率作敏感性分析如下：当 2025 年原油平均价格为 65 美元/桶，股利支付率达到 60%时，公司的股息率将达到 5.8%。

图表33：公司 2025 年股息率与未来油价的敏感性分析

股息率	原油价格（美元/桶）						
	70	65	60	55	50	45	40
	对应 EPS						
	2.91	2.74	2.57	2.40	2.23	2.06	1.89
45%	4.6%	4.3%	4.1%	3.8%	3.5%	3.3%	3.0%
50%	5.1%	4.8%	4.5%	4.2%	3.9%	3.6%	3.3%
55%	5.6%	5.3%	5.0%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
60%	6.1%	5.8%	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	4.0%
65%	6.6%	6.3%	5.9%	5.5%	5.1%	4.7%	4.3%
70%	7.2%	6.7%	6.3%	5.9%	5.5%	5.1%	4.7%

来源：iFinD，国金证券研究所（股息率中股价计算依据为 2025 年 11 月 7 日收盘价）



五、风险提示

- 1、**地缘政治风险**：俄乌冲突、中东地区冲突等地缘政治事件会对原油的供需格局产生影响，从而影响到国际原油价格，存在突发性的地缘政治事件风险。
- 2、**原油价格大幅波动风险**：原油价格受较多因素影响较易发生波动，未来存在原油价格大幅波动的风险。
- 3、**宏观经济下滑导致需求不及预期**：原油需求受宏观经济影响较大，宏观经济下滑会导致全球原油的需求不及预期，带来原油价格下滑的风险。
- 4、**能源转型进程加快，新能源替代传统油气能源**：当前众多国家实行低碳经济，如果未来能源转型的进程加快，新能源将更多地替代传统的油气能源，会对原油价格产生较大的风险。
- 5、**新技术带来原油成本大幅下降**：随着原油勘探开采等技术的不断改进，原油开采成本也随之有所减少。如果未来原油行业出现革命性的新技术出现，会使得原油生产成本大幅下降。
- 6、**地区政策带来供给端大幅变化风险**：产油国地区政策的调节会给国际原油供给端带来较大影响，OPEC+国家原油增产、减产计划，以及美国对进出口原油的政策法案均会影响国际原油价格的走向。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	422,230	416,609	420,506	397,822	394,418	435,517
增长率		-1.3%	0.9%	-5.4%	-0.9%	10.4%
主营业务成本	-198,223	-208,794	-194,993	-194,725	-204,349	-209,656
%销售收入	46.9%	50.1%	46.4%	48.9%	51.8%	48.1%
毛利	224,007	207,815	225,513	203,097	190,069	225,861
%销售收入	53.1%	49.9%	53.6%	51.1%	48.2%	51.9%
营业税金及附加	-18,778	-24,331	-20,276	-18,976	-18,814	-20,774
%销售收入	4.4%	5.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
销售费用	-3,355	-3,501	-3,532	-3,501	-3,471	-3,833
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-6,356	-7,012	-7,213	-6,524	-6,468	-7,142
%销售收入	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-1,527	-1,605	-1,711	-1,353	-1,341	-1,481
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	193,991	171,366	192,781	172,743	159,975	192,631
%销售收入	45.9%	41.1%	45.8%	43.4%	40.6%	44.2%
财务费用	-3,029	-846	-2,832	2,105	2,105	2,184
%销售收入	0.7%	0.2%	0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-666	-3,597	-8,076	-65	-65	-65
公允价值变动收益	-705	300	4,597	515	515	515
投资收益	4,674	4,715	2,497	2,000	2,000	2,000
%税前利润	2.4%	2.7%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%
营业利润	194,925	172,891	189,964	177,298	164,531	197,265
营业利润率	46.2%	41.5%	45.2%	44.6%	41.7%	45.3%
营业外收支	-155	83	12	0	0	0
税前利润	194,770	172,974	189,976	177,298	164,531	197,265
利润率	46.1%	41.5%	45.2%	44.6%	41.7%	45.3%
所得税	-53,093	-48,884	-51,994	-46,949	-43,568	-52,236
所得税率	27.3%	28.3%	27.4%	26.5%	26.5%	26.5%
净利润	141,677	124,090	137,982	130,350	120,963	145,029
少数股东损益	-23	247	46	46	46	46
归属于母公司的净利润	141,700	123,843	137,936	130,304	120,917	144,983
净利率	33.6%	29.7%	32.8%	32.8%	30.7%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	141,677	124,090	137,982	130,350	120,963	145,029
少数股东损益	-23	247	46	46	46	46
非现金支出	63,518	72,544	82,682	81,178	92,844	89,037
非经营收益	6,547	3,144	6,004	12,453	-580	-569
营运资金变动	-6,172	9,964	-5,781	-742	893	12,377
经营活动现金净流	205,570	209,742	220,887	223,239	214,119	245,874
资本开支	-94,661	-120,851	-123,309	-104,961	-116,211	-111,211
投资	-9,664	34,205	-57,099	2,251	-6,485	-6,485
其他	5,852	8,551	4,982	2,000	2,000	2,000
投资活动现金净流	-98,473	-78,095	-175,426	-100,710	-120,696	-115,696
股权募资	32,258	111	197	0	0	0
债权募资	-14,176	-20,993	-32,409	-6,468	1,007	5,405
其他	-82,421	-63,346	-65,062	-105,092	-97,564	-116,609
筹资活动现金净流	-64,339	-84,228	-97,274	-111,560	-96,557	-111,204
现金净流量	44,820	47,805	-51,498	10,968	-3,134	18,974

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	121,387	150,562	154,196	162,731	157,877	175,637
应收款项	42,934	42,308	39,269	39,706	39,366	43,468
存货	6,239	6,451	5,732	6,402	6,718	6,893
其他流动资产	94,119	50,954	65,412	73,151	80,343	87,449
流动资产	264,679	250,275	264,609	281,989	284,305	313,447
%总资产	28.5%	24.9%	25.1%	26.5%	26.1%	27.5%
长期投资	62,003	64,591	57,013	48,509	48,509	48,509
固定资产	532,719	592,920	632,410	702,500	725,964	748,102
%总资产	57.3%	59.0%	59.9%	66.1%	66.7%	65.6%
无形资产	19,123	19,558	19,814	20,341	20,750	21,268
非流动资产	664,352	755,323	791,672	781,486	804,853	827,026
%总资产	71.5%	75.1%	74.9%	73.5%	73.9%	72.5%
资产总计	929,031	1,005,598	1,056,281	1,063,475	1,089,158	1,140,473
短期借款	24,690	24,111	22,348	21,950	22,957	28,361
应付款项	68,219	70,979	68,590	69,720	73,135	75,075
其他流动负债	20,482	28,849	27,937	26,141	24,658	28,957
流动负债	113,391	123,939	118,875	117,810	120,750	132,393
长期贷款	11,287	11,296	5,786	5,786	5,786	5,786
其他长期负债	205,970	202,487	182,184	163,162	160,571	169,877
负债	330,648	337,722	306,845	286,758	287,107	308,056
普通股股东权益	597,182	666,586	747,548	774,783	800,071	830,391
其中：股本	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	448,985	515,345	590,075	617,325	642,613	672,933
少数股东权益	1,201	1,290	1,888	1,934	1,980	2,026
负债股东权益合计	929,031	1,005,598	1,056,281	1,063,475	1,089,158	1,140,473

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.979	2.604	2.902	2.742	2.544	3.050
每股净资产	12.555	14.014	15.728	16.301	16.833	17.471
每股经营现金净流	4.322	4.409	4.647	4.697	4.505	5.173
每股股利	5.523	2.224	1.282	1.371	1.272	1.525
回报率						
净资产收益率	23.73%	18.58%	18.45%	16.82%	15.11%	17.46%
总资产收益率	15.25%	12.32%	13.06%	12.25%	11.10%	12.71%
投入资本收益率	19.16%	15.54%	16.56%	14.77%	13.27%	15.36%
增长率						
主营业务收入增长率	71.56%	-1.33%	0.94%	-5.39%	-0.86%	10.42%
EBIT 增长率	86.64%	-11.66%	12.50%	-10.39%	-7.39%	20.41%
净利润增长率	101.51%	-12.60%	11.38%	-5.53%	-7.20%	19.90%
总资产增长率	18.11%	8.24%	5.04%	0.68%	2.41%	4.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.2	31.9	30.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	11.0	11.1	11.4	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	100.2	105.9	113.3	113.3	113.3	113.3
固定资产周转天数	459.3	518.1	412.4	436.1	420.0	365.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.67%	-12.37%	-15.53%	-16.78%	-16.14%	-17.64%
EBIT 利息保障倍数	64.0	202.6	68.1	-82.0	-76.0	-88.2
资产负债率	35.59%	33.58%	29.05%	26.96%	26.36%	27.01%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	21	25	49	72
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究