

# 中国海油 (600938. SH)

优于大市

## 渤海海域获得亿吨级油田发现，国内油气持续上产

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 石油石化 · 油气开采 II

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

### 事项：

根据中国海油官网报道，2025年12月，公司宣布涠洲11-4油田调整及围区开发项目、西江油田群24区开发项目投产；2025年12月24日，公司宣布在渤海获得秦皇岛29-6亿吨级油田发现。

### 国信化工观点：

- 1) **涠洲11-4油田调整及围区开发项目投产，高峰产量达16900桶/天：**该项目位于南海北部湾盆地，平均水深约43米，主要依托涠洲油田群现有设施开发，项目新建1座无人井口平台和1座中心处理平台，并与现有平台设施通过栈桥相连。该项目油品品质为轻质原油，计划投产开发井35口，其中生产井28口，注水井7口，预计2026年实现高峰产量约16900桶油当量/天。该项目采用“三座海上处理中心+一座陆地终端”的协同开发模式，打造集输枢纽，为区域产能释放与能源供应提供有力保障，中国海油拥有100%权益，并担任作业者。
- 2) **西江油田群24区开发项目投产，高峰产量达18000桶/天：**该项目位于珠江口盆地浅水，主要依托惠州油田群现有设施开发，新建一座无人井口平台。该项目油品品质微微轻质原油，计划投产生产井10口，预计2026年实现高峰产量约18000桶油当量/天。该项目新建的西江24-7平台是中国海上首个油气水混合物高温冷却外输无人平台，创新温控系统降低高温对海底管道的影响，保障油田连续稳产，中国海油拥有100%权益，并担任作业者。
- 3) **公司在渤海海域新近系浅层获得秦皇岛29-6亿吨级油田发现，为增储上产夯实资源基础：**秦皇岛29-6油田位于渤海中部海域，主力含油层系为新近系明化镇组下段，埋藏浅，油品性质为中-重质原油。该油田发现井钻遇油层66.7米，完钻井深1688米，经测试日产原油2560桶。通过持续勘探，实现秦皇岛29-6油田探明地质储量超1亿吨油当量。秦皇岛29-6油田是石臼坨凸起勘探老区发现的第2个亿吨级岩性油田，公司通过加强新近系浅层斜坡带油气运聚模式及技术创新并获得重大发现，展示了伸展—走滑断裂强烈活动背景下凸起围斜区的巨大勘探潜力，为公司增储上产夯实资源基础。
- 4) **渤海油田2025年年产油气当量突破4000万吨，坚实保障国家能源安全：**根据国务院国资委报道，12月21日，我国第一大原油生产基地——渤海油田2025年年产油气当量突破4000万吨。渤海油田始建于1965年，是我国海上产量最高、规模最大的主力油田，渤海油田地质构造复杂，开发60年来已累计生产原油超6亿吨，但同时也面临老油田稳产难度增大、开发技术遭遇瓶颈制约及生产作业量趋于饱和等诸多挑战。近年来，渤海油田坚持新油田快速建产与老油田效益挖潜“双轮驱动”，通过技术创新破解高含水、低渗、稠油等开发难题，系统推进数智化转型与绿色低碳发展，为我国海上油气开发开拓新路。“十四五”期间，渤海油田年均油气产量大幅提升，相继建成我国第一大原油生产基地和第二大油气田，原油总增量占全国增量近40%，已成为支撑国内油气增储上产的重要力量，坚实保障国家能源安全。
- 5) **投资建议：**我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为1263/1297/1350亿元，对应EPS分别为2.66/2.73/2.84元，对应PE分别为10.6/10.3/9.9x，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 涠洲 11-4 油田调整及围区开发项目投产，高峰产量达 16900 桶/天

该项目位于南海北部湾盆地，平均水深约 43 米，主要依托涠洲油田群现有设施开发，项目新建 1 座无人井口平台和 1 座中心处理平台，并与现有平台设施通过栈桥相连。该项目油品品质为轻质原油，计划投产开发井 35 口，其中生产井 28 口，注水井 7 口，预计 2026 年实现高峰产量约 16900 桶油当量/天。该项目采用“三座海上处理中心+一座陆地终端”的协同开发模式，打造集输枢纽，为区域产能释放与能源供应提供有力保障，中国海油拥有 100% 权益，并担任作业者。

### ◆ 西江油田群 24 区开发项目投产，高峰产量达 18000 桶/天

该项目位于珠江口盆地浅水，主要依托惠西油田群现有设施开发，新建一座无人井口平台。该项目有品品质微微轻质原油，计划投产生产井 10 口，预计 2026 年实现高峰产量约 18000 桶油当量/天。该项目新建的西江 24-7 平台是中国海上首个油气水混合物高温冷却外输无人平台，创新温控系统降低高温对海底管道的影响，保障油田连续稳产，中国海油拥有 100% 权益，并担任作业者。

### ◆ 公司在渤海海域新近系浅层获得秦皇岛 29-6 亿吨级油田发现，为增储上产夯实资源基础

秦皇岛 29-6 油田位于渤海中部海域，主力含油层系为新近系明化镇组下段，埋藏浅，油品性质为中-重质原油。该油田发现井钻遇油层 66.7 米，完钻井深 1688 米，经测试日产原油 2560 桶。通过持续勘探，实现秦皇岛 29-6 油田探明地质储量超 1 亿吨油当量。秦皇岛 29-6 油田是石臼坨凸起勘探老区发现的第 2 个亿吨级岩性油田，公司通过加强新近系浅层斜坡带油气运聚模式及技术创新并获得重大发现，展示了伸展一走滑断裂强烈活动背景下凸起围斜区的巨大勘探潜力，为公司增储上产夯实资源基础。

### ◆ 渤海油田 2025 年年产油气当量突破 4000 万吨，坚实保障国家能源安全

根据国务院国资委报道，12 月 21 日，我国第一大原油生产基地——渤海油田 2025 年年产油气当量突破 4000 万吨。渤海油田始建于 1965 年，是我国海上产量最高、规模最大的主力油田，渤海油田地质构造复杂，开发 60 年来已累计生产原油超 6 亿吨，但同时也面临老油田稳产难度增大、开发技术遭遇瓶颈制约及生产作业量趋于饱和等诸多挑战。近年来，渤海油田坚持新油田快速建产与老油田效益挖潜“双轮驱动”，通过技术创新破解高含水、低渗、稠油等开发难题，系统推进数智化转型与绿色低碳发展，为我国海上油气开发开拓新路。“十四五”期间，渤海油田年均油气产量大幅提升，相继建成我国第一大原油生产基地和第二大油气田，原油总增量占全国增量近 40%，已成为支撑国内油气增储上产的重要力量，坚实保障国家能源安全。

### ◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元，对应 PE 分别为 10.6/10.3/9.9x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600938.SH	中国海油	优于大市	28.11	2.90	2.66	2.73	10.2	10.6	10.3	1.8
601857.SH	中国石油	优于大市	9.85	0.90	0.91	0.93	9.9	10.8	10.6	1.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 12 月 25 日，中国石油数据来自国信证券经济研究所预测）

### ◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

## 相关研究报告：

- 《中国海油 (600938. SH) -油气产量稳健增长，第三季度归母净利润 324 亿元符合预期》 ——2025-11-02
- 《中国海油 (600938. SH) -2025 年第二季度归母净利润 330 亿元，盈利能力韧性凸显》 ——2025-08-28
- 《中国海油 (600938. SH) -圭亚那 Yellowtail 项目提前投产，国内油气持续上产》 ——2025-08-14
- 《中国海油 (600938. SH) -公司稳步推进国内油气增储上产，圭亚那原油产量再创新高》 ——2025-07-17
- 《中国海油 (600938. SH) -油气产量稳增长，2025 年第一季度实现归母净利润 365 亿元》 ——2025-04-30

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	150562	154196	280750	304422	354501	营业收入	416609	420506	399618	408112	421249
应收款项	36386	33078	33642	34035	34577	营业成本	208794	194993	195551	198064	202162
存货净额	6451	5732	11700	9597	10236	营业税金及附加	24331	20276	17983	18365	18956
其他流动资产	12572	25832	13987	17223	19466	销售费用	3501	3532	3357	3428	3538
<b>流动资产合计</b>	<b>250275</b>	<b>264609</b>	<b>429079</b>	<b>457277</b>	<b>513780</b>	管理费用	7012	7213	6065	6170	6343
固定资产	8611	164017	158496	217694	274174	研发费用	1605	1711	1598	1632	1685
无形资产及其他	3692	3762	4612	5461	6311	财务费用	846	2832	963	1073	1454
投资性房地产	691768	575402	575402	575402	575402	投资收益	4715	2497	3962	3725	3395
长期股权投资	51252	48491	50808	51435	51496	资产减值及公允价值变动	(3223)	(3450)	(2685)	(3119)	(3085)
<b>资产总计</b>	<b>1005598</b>	<b>1056281</b>	<b>1218396</b>	<b>1307269</b>	<b>1421163</b>	其他收入	(726)	(743)	(1598)	(1632)	(1685)
短期借款及交易性金融负债	24111	22348	30000	33000	36300	营业利润	172891	189964	175378	179985	187420
应付款项	61382	59685	105304	91850	98124	营业外净收支	83	12	56	63	63
其他流动负债	38446	36842	44561	45175	49186	<b>利润总额</b>	<b>172974</b>	<b>189976</b>	<b>175434</b>	<b>180048</b>	<b>187483</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>123939</b>	<b>118875</b>	<b>179865</b>	<b>170025</b>	<b>183610</b>	所得税费用	48884	51994	49122	50413	52495
长期借款及应付债券	88208	61243	83243	103243	123243	少数股东损益	247	46	42	44	45
其他长期负债	125575	126727	136386	143811	149890	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>123843</b>	<b>137936</b>	<b>126270</b>	<b>129591</b>	<b>134942</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>213783</b>	<b>187970</b>	<b>219629</b>	<b>247054</b>	<b>273133</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>337722</b>	<b>306845</b>	<b>399495</b>	<b>417079</b>	<b>456743</b>	<b>净利润</b>	<b>123843</b>	<b>137936</b>	<b>126270</b>	<b>129591</b>	<b>134942</b>
少数股东权益	1290	1888	1905	1918	1929	资产减值准备	2846	4524	130336	65182	67935
股东权益	666586	747548	816997	888272	962490	折旧摊销	66433	71990	150	150	150
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1005598</b>	<b>1056281</b>	<b>1218396</b>	<b>1307269</b>	<b>1421163</b>	公允价值变动损失	3223	3450	2685	3119	3085
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	846	2832	963	1073	1454
每股收益	2.61	2.90	2.66	2.73	2.84	营运资本变动	(61683)	109508	198647	58241	80875
每股红利	1.33	1.38	1.20	1.23	1.28	其它	(2725)	(4500)	(130319)	(65169)	(67924)
每股净资产	14.03	15.74	17.20	18.70	20.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>131937</b>	<b>322908</b>	<b>327770</b>	<b>191114</b>	<b>219064</b>
ROIC	19.31%	19.48%	18%	19%	18%	资本开支	0	(227497)	(128500)	(128500)	(128500)
ROE	18.58%	18.45%	15%	15%	14%	其它投资现金流	43905	(1467)	(43229)	(3000)	(3000)
毛利率	50%	54%	51%	51%	52%	<b>投资活动现金流</b>	<b>41580</b>	<b>(226203)</b>	<b>(174046)</b>	<b>(132127)</b>	<b>(131561)</b>
EBIT Margin	41%	46%	44%	44%	45%	权益性融资	386	197	0	0	0
EBITDA Margin	57%	63%	44%	44%	45%	负债净变化	9	(5510)	10000	8000	8000
收入增长	-1%	1%	-5%	2%	3%	支付股利、利息	(63346)	(65723)	(56822)	(58316)	(60724)
净利润增长率	-13%	11%	-8%	3%	4%	其它融资现金流	(18054)	49198	7652	3000	3300
资产负债率	34%	29%	33%	32%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(144342)</b>	<b>(93071)</b>	<b>(27170)</b>	<b>(35316)</b>	<b>(37424)</b>
股息率	4.7%	4.9%	4.3%	4.4%	4.5%	<b>现金净变动</b>	<b>29175</b>	<b>3634</b>	<b>126554</b>	<b>23672</b>	<b>50079</b>
P/E	10.8	9.7	10.6	10.3	9.9	货币资金的期初余额	121387	150562	154196	280750	304422
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	150562	154196	280750	304422	354501
EV/EBITDA	7.0	6.2	9.9	9.7	9.5	企业自由现金流	0	94020	196344	59817	88292
						权益自由现金流	0	137708	213303	70044	98545

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032