

## 公司研究

## 践行增量降本之路，油气巨头助力建设海洋强国

## ——中国海油（600938.SH/0883.HK）动态跟踪报告

## 要点

**海洋能源国家队，多领域共建海洋强国。**成立四十余年来，中国海油已建成涵盖常规油气、深水油气、LNG、海上风电的完整海洋能源开发体系，是我国海洋能源开发的绝对主力军。政策推动海洋经济开发，建设海洋强国成为国家战略，中国海油将实施增储上产攻坚工程，做好海洋能源开发领军者，着力推动科技创新，聚焦构建新型能源体系，着力推动发展方式转型，从油气增储上产、科技创新、新能源转型多角度助力海洋强国建设，加快向海洋经济价值链中高端迈进。

**业绩穿越周期属性凸显，财务现金流表现优异。**中国海油 2023 年以来的业绩水平显著高于历史油价水平接近时期，在油价下行期的业绩韧性凸显。2022 年以来，公司自由现金流显著改善，2022-2023 年自由现金流超 1000 亿元，有息负债率从 2021 年的 17% 逐渐下降至 2025H1 的 6%。2025 年公司预计实现资本开支 1250-1350 亿元，高资本开支为公司中长期产量的增长奠定坚实基础。公司承诺 2025-2027 年全年股息支付率不低于 45%，优秀的业绩和现金流将通过高股息率转化为投资者回报，从而凸显公司的投资价值。

**油气净产量跨越式增长，成本领先优势稳固。**公司油气产量快速上行，2021-2024 年公司原油产量 CAGR 为 8.0%，天然气产量 CAGR 为 10.5%。公司 25-27 年远期产量增速计划分别为 5.9%、2.6%、3.8%，远期产量增速趋于稳定。2024 年，公司油气当量储量为 73 亿桶油当量，储量现金流价值仍被低估。25 年前三季度公司桶油主要成本为 27.35 美元/桶，同比-2.8%，在国内远低于中国石油、中国石化，在海外低于埃克森美孚、雪佛龙和壳牌，具备国际竞争力。

**前瞻布局能源转型，完善 ESG 治理体系。**公司将抓好新能源资源获取和项目开发建设，推动海上风电发展与增储上产同向发力，坚持油气与新能源融合发展，油气绿色生产成效显著。2024 年，公司通过岸电工程等完成绿电替代 7.6 亿千瓦时，2025 年预计消纳绿电超 10 亿度，同比上升约 30%。公司持续探索海上 CCS/CCUS 产业化路径，推动打造渤海和海南两个海上 CCUS 基地。公司 ESG 评分稳定，评级位居石化化工行业前列，制定清晰的“双碳”实施路径，加强内控体系建设，为公司可持续发展奠定基础。

**投资建议：**得益于优秀的产量增长和成本控制，公司在油价下行期业绩韧性凸显，公司有望油气与新能源业务并举，助力海洋强国建设。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1354、1398、1443 亿元，折合 EPS 分别为 2.85、2.94、3.04 元/股。我们维持公司 A 股的“买入”评级，并首次覆盖公司 H 股，给予“买入”评级。

**风险分析：**油气价格大幅波动，勘探开发项目进度不及预期，海外市场风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	4166	4205	4266	4358	4452
营业收入增长率	-1.33%	0.94%	1.46%	2.13%	2.17%
归母净利润 (亿元)	1238	1379	1354	1398	1443
归母净利润增长率	-12.60%	11.38%	-1.85%	3.23%	3.22%
EPS (元)	2.60	2.90	2.85	2.94	3.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.58%	18.45%	16.49%	15.53%	14.70%
P/E (A 股)	11.4	10.3	10.5	10.1	9.8
P/E (H 股)	7.3	6.6	6.7	6.5	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-06；汇率：按 1HKD=0.8979CNY 换算

## A 股：买入（维持）

当前价：29.79 元

## H 股：买入（首次）

当前价：21.30 港元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师：王礼洙

执业证书编号：S0930524040002

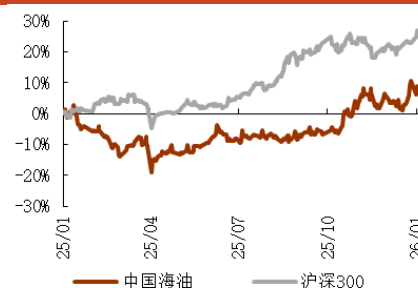
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	475.30
总市值(亿元):	14159.17
一年最低/最高(元):	23.11/30.44
近 3 月换手率:	1.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.6	13.7	-19.4
绝对	2.9	17.0	7.5

资料来源：Wind

## 相关研报

增量降本叠加历史性景气，油气巨头乘风而起——中国海油（600938.SH）投资价值分析报告（2022-07-24）

# 目 录

<b>1、海洋能源巨头，引领海洋强国建设</b> .....	<b>5</b>
1.1 海洋能源国家队，多领域共建海洋强国.....	5
1.2 业绩穿越周期属性凸显，财务现金流表现优异.....	7
<b>2、践行油气增量降本，加强国内外油气资源开发</b> .....	<b>10</b>
2.1 油气净产量跨越式增长，成本领先优势稳固.....	10
2.2 加强国内油田稳产上产，推动深海资源开发.....	14
2.3 海外布局规划长远，远期增量前景广阔.....	17
<b>3、布局绿色产业，完善 ESG 治理体系</b> .....	<b>19</b>
3.1 前瞻布局海上风电，推动油气勘探开发与新能源融合发展.....	19
3.2 ESG 治理框架完善，加强董事会建设、低碳转型等工作.....	20
<b>4、盈利预测和估值</b> .....	<b>22</b>
<b>5、风险分析</b> .....	<b>22</b>

## 图目录

图 1: 我国原油对外依存度 .....	5
图 2: 我国天然气对外依存度 .....	5
图 3: 2024 年我国海洋产业增加值构成 .....	6
图 4: 我国海上原油增产量及占比 (万吨) .....	6
图 5: 中国海油分阶段发展历程 .....	6
图 6: 公司历年归母净利润与布伦特油价 .....	8
图 7: 公司半年度归母净利润与油价关系图 .....	8
图 8: “三桶油” A 股与海外能源巨头 PEG 估值对比 .....	8
图 9: “三桶油” A 股与海外能源巨头 PB-ROE 估值对比 .....	8
图 10: 公司历年现金流情况 (亿元) .....	9
图 11: 公司负债与净现金情况 (亿元) .....	9
图 12: 公司历年资本开支及同比 (亿元) .....	9
图 13: 公司历年资本开支结构 (亿元) .....	9
图 14: 公司历年分红总额和派息率 .....	10
图 15: 公司历年原油产量及同比 .....	10
图 16: 公司历年天然气产量及同比 .....	10
图 17: 公司历年原油可采储量及同比 .....	11
图 18: 公司历年原油储量替代率、储采比 .....	11
图 19: 公司历年天然气可采储量及同比 .....	11
图 20: 公司历年天然气储量替代率、储采比 .....	11
图 21: 公司历年桶油主要成本 (美元/桶) .....	12
图 22: 公司与可比公司桶油作业费 (美元/桶) .....	12
图 23: SEC 储量评估相关概念 .....	13
图 24: 公司开发投入/ $P_1$ 储量与桶油折旧摊销 (美元/桶) .....	14
图 25: 公司开发投入/ $PD$ 储量与桶油折旧摊销 (美元/桶) .....	14
图 26: 公司国内分区域原油产量 (百万桶) .....	14
图 27: 公司国内分区域天然气产量 (亿方) .....	14
图 28: “深海一号” 二期项目介绍 .....	16
图 29: 公司海外油气当量产量及同比 .....	17
图 30: 2025 年前三季度公司海外油气当量产量结构 .....	17
图 31: 加拿大长湖项目桶油作业费下降情况 .....	18
图 32: 公司在加拿大区域原油产量及同比 (百万桶油当量) .....	18
图 33: 圭亚那 Stabroek 区块介绍 .....	18
图 34: 圭亚那 Stabroek 区块产能规划 .....	18
图 35: 中国海油绿电消纳能力 (亿千瓦时) .....	19
图 36: 中国海油 2024 年董事会架构图 .....	21

## 表目录

表 1: 党和国家对海洋强国建设的战略指引 .....	5
表 2: 中国海油及国内外油气巨头产储量、NPV10 对比 .....	11
表 3: 公司桶油五项成本降低情况 .....	12
表 4: 公司部分作业费项目的管控手段 .....	13
表 5: 渤海油田增储上产措施及成果 .....	15
表 6: 中国南海大气区已发现主要气田概况 .....	15
表 7: “十四五”期间中国海油重点天然气项目 .....	16
表 8: 中国海油海外资源布局历程 .....	17
表 9: 中国海油建成及在建海上风电项目 .....	19
表 10: 石化化工行业 Wind ESG 评分前 20 的上市公司 .....	20
表 11: 中国海油气候变化机遇影响分析 .....	21
表 12: 公司相对估值简表 .....	22

# 1、海洋能源巨头，引领海洋强国建设

## 1.1 海洋能源国家队，多领域共建海洋强国

**政策推动海洋经济开发，建设海洋强国成为国家战略。**21 世纪是海洋的世纪，海洋事关国家安全和长远发展。党的二十大报告将海洋强国建设作为社会主义现代化强国建设的有机组成和重要任务，要求“发展海洋经济，保护海洋生态环境，加快建设海洋强国”。2025 年 7 月 1 日，习近平总书记在主持召开中央财经委员会第六次会议时强调“推进中国式现代化必须推动海洋经济高质量发展，走出一条具有中国特色的向海图强之路”，并对推动海洋经济高质量发展做出系统部署。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》指出，要加强海洋开发利用保护。坚持陆海统筹，提高经略海洋能力，推动海洋经济高质量发展，加快建设海洋强国。加强海洋科技创新，巩固提升海洋装备制造业优势，壮大海洋新兴产业，发展现代航运服务业。

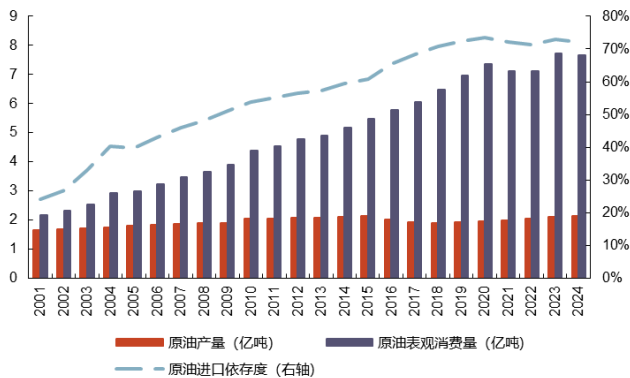
表 1：党和国家对海洋强国建设的战略指引

时间	政策/会议名	内容
2022/10/25	党的二十大报告	发展海洋经济，保护海洋生态环境，加快建设海洋强国。
2025/3/5	2025 年政府工作报告	积极探索资源型地区转型发展新路径。大力发展海洋经济，建设全国海洋经济发展示范区。加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	会议指出，推动海洋经济高质量发展，要加强顶层设计，加大政策支持力度，鼓励引导社会资本积极参与发展海洋经济。要提高海洋科技自主创新能力，强化海洋战略科技力量，培育发展海洋科技领军企业和专精特新中小企业。要做强做优做大海洋产业，推动海上风电规范有序建设，发展现代化远洋捕捞，发展海洋生物医药、生物制品，打造海洋特色文化和旅游目的地，推动海运业高质量发展。要加强海湾经济发展规划研究，有序推进沿海港口群优化整合。要加强海洋生态环境保护，接续实施重点海域综合治理，积极推进海域分层立体利用，探索开展海洋碳汇核算。要深度参与全球海洋治理，加强全球海洋科研调查、防灾减灾、蓝色经济合作。
2025/10/28	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议	要加强海洋开发利用保护。坚持陆海统筹，提高经略海洋能力，推动海洋经济高质量发展，加快建设海洋强国。加强海洋科技创新，巩固提升海洋装备制造业优势，壮大海洋新兴产业，发展现代航运服务业。

资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理

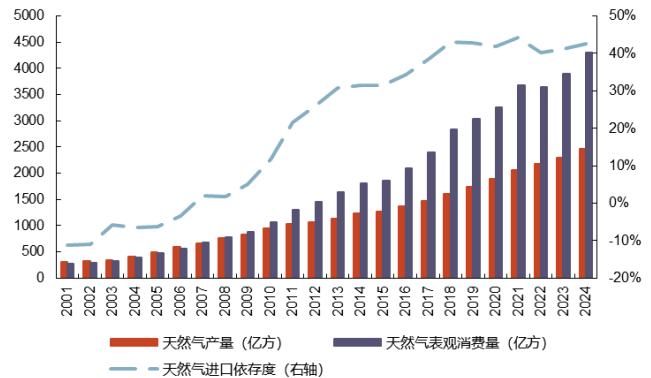
**能源安全保障压力下，海洋能源体系建设任务重大。**石油、煤炭和天然气是重要基础能源，2024 年我国原油、天然气对外依存度分别为 72%、43%，国家能源供应受外部环境影响较大，威胁我国能源资源供应安全。我国海洋油气储量丰富，但我国海洋油气整体探明程度相对较低。随着国内陆地原油资源的开采到达瓶颈，海洋油气资源逐渐成为我国油气增量的主要来源，向海洋要油气成为能源安全保障的重要战略方向。

图 1：我国原油对外依存度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：我国天然气对外依存度

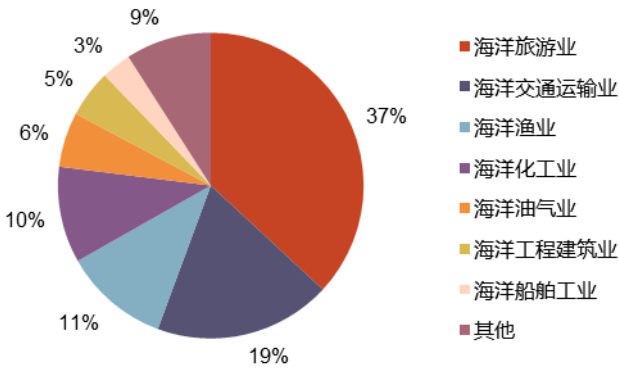


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

**海洋油气业快速发展，助力保障我国能源安全。**产值方面，2024 年，我国海洋油气业增加值为 2542 亿元，占海洋经济各产业总增加值的 6%，海洋油气

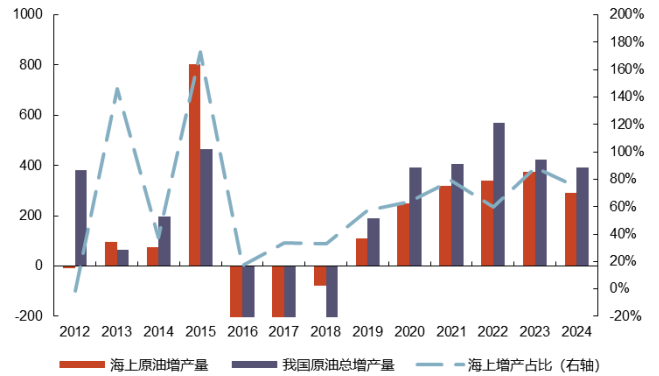
业是我国海洋经济的重要组成部分。油气产量方面，2024年我国海洋油、气产量分别比上年增长4.7%和8.7%，海洋原油增量占全国原油增量的74.6%。

图 3：2024 年我国海洋产业增加值构成



资料来源：自然资源部，光大证券研究所整理

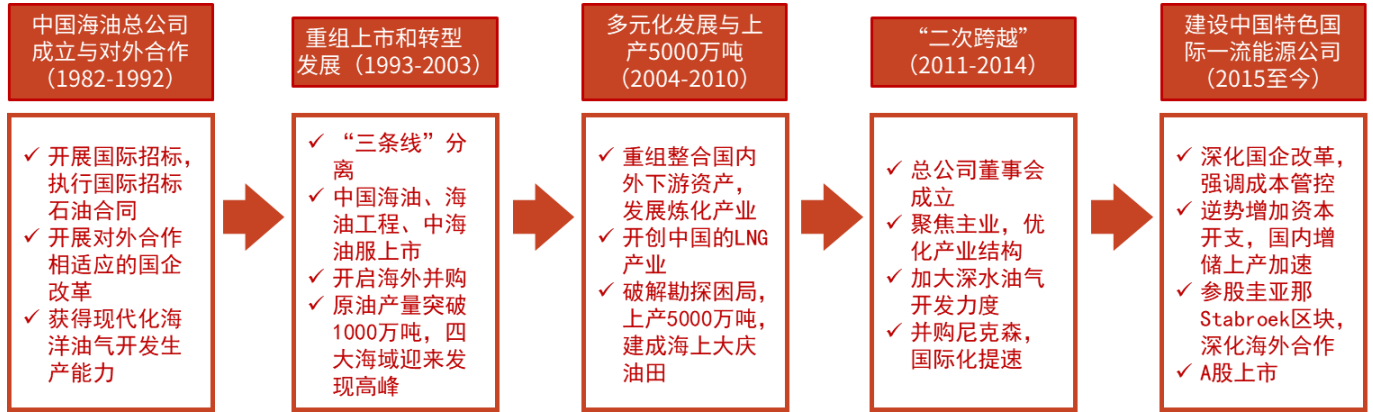
图 4：我国海上原油增产产量及占比（万吨）



资料来源：Wind，自然资源部，光大证券研究所整理

**中国海油是海洋能源开发领军企业，历经四十余年建成完整海洋能源体系。**1982年2月15日，中国海洋石油总公司在北京长安街31号挂牌成立。成立四十余年来，中国海油从对外合作开发海上石油资源开始，逐渐获得现代化海洋油气开发生产能力，历经重组改革上市与多元化发展，现已建成涵盖常规油气、深水油气、LNG、海上风电的完整海洋能源开发体系，是我国海洋能源开发的绝对主力军。中国海油作为我国海洋能源开发的“国家队”，始终牢记职责使命，坚定不移推进油气增储上产，全力推动海洋石油工业高质量发展，以实际行动发挥好能源保供主力军作用。

图 5：中国海油分阶段发展历程



资料来源：《海油30年》（石油工业出版社，2017），公司官网，光大证券研究所整理

**实施增储上产攻坚工程，做好海洋能源开发领军者。**现阶段，我国海上油气资源探明率、动用率都低于陆上，发展潜力较大。中国海油以提高我国能源自给率、将能源的饭碗牢牢端在自己手里为奋斗目标，大力实施国内油气增储上产“七年行动计划”，渤海油田建成我国第一大原油生产基地，为我国原油产量重上2亿吨作出积极贡献。特别是“深海一号”超深水大气田成功投产，标志着我国海洋油气勘探开发能力实现了向1500米超深水的历史性跨越，开辟了加快进军深海的广阔空间。未来，中国海油将始终坚持以保障国家能源安全为己任，积极践行总体国家安全观，胸怀“国之大者”，持续加大海洋油气勘探开发力度，进一步加快进军深海步伐。

**聚焦打造国家战略科技力量，着力推动科技创新。**中国海油牢牢把握实现高水平科技自立自强的紧迫需求，坚定不移打造海洋能源领域国家战略科技力量。“深海一号”能源站建成投产，实现3项世界级创新、攻克13项“卡脖子”装备国产化难题，标志着我国海洋油气勘探开发能力实现向1500米超深水的历史性跨越，获评国家科学技术进步奖一等奖。自主设计建造的深水超大型导管架“海基一号”“海基二号”陆续投产，填补了我国导管架固定平台开发300米级水深油气田的能力空白，开创了我国中深海油气资源开发的新模式。旋转导向与随钻测井系统基本完成技术产品的系列成果转化，使我国成为全球第二个同时掌握此两项技术的国家。500米级国产化水下生产系统示范应用打破国外技术垄断，标志着我国深水油气田开发关键技术装备研制取得重大突破。海洋拖缆、海底节点地震勘探采集装备“海经”“海脉”系统等均实现国产化自主研发，助推我国海上超稠油热采开发、页岩油钻探及压裂测试等取得重要进展。企鹅FPSO（浮式生产储卸油装置）等一批高端装备进军国际市场，在全球能源行业树立起“中国智造”的良好形象。公司获批央企原创技术策源地和现代产业链链长，并获评国务院国资委“科技创新突出贡献企业”。

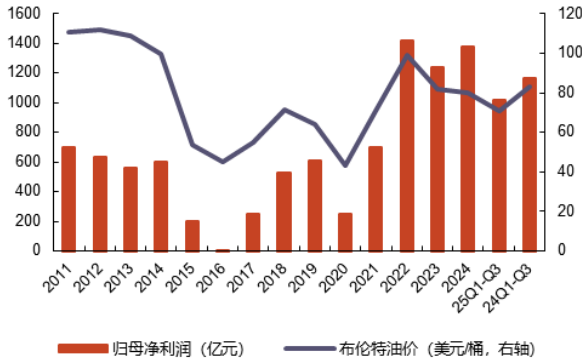
**聚焦构建新型能源体系，着力推动发展方式转型。**公司加强全局性谋划、整体性推进绿色发展各项任务举措，取得积极进展和成效。加快推进油气产业结构调整，2019-2024年公司国内天然气产量年均增速达到11.3%。全面构建绿色低碳生产体系，制订发布“双碳”行动方案，部署实施能源清洁替代等六大行动；全面建成渤海油田三期岸电应用工程，实现海洋油气开发清洁电力替代的重大变革；我国首个全方位绿色设计的乌石23-5油田群开发项目投产，开启了海上油田高效设计、绿色建设新模式。加快培育发展新能源新产业，我国首个“双百”深远海浮式风电平台“海油观澜号”并网投产，标志着我国深远海风电关键技术取得重大进展；我国首个百万吨级海上碳封存示范工程在南海恩平15-1油田建成投用，推动实现海上负碳技术规模应用；持续推进渤海中部海域CCUS项目和大亚湾区CCS/CCUS集群联合研究项目，负碳产业实现有序发展。

**培育发展海洋能源新质生产力，加快向产业链和价值链中高端迈进。**中国海油作为以海洋油气勘探开发为主营业务的能源央企，将继续努力在培育发展以战略性新兴产业为主要载体的海洋能源新质生产力上走在前、勇争先，围绕国务院国资委“9+6”产业方向，分两步走打造涵盖海洋高端装备、新能源、新材料等8大领域和LNG冷能利用等特色产品服务的“8+N”战略性新兴产业格局，积极为中国式现代化建设贡献更大力量。

## 1.2 业绩穿越周期属性凸显，财务现金流表现优异

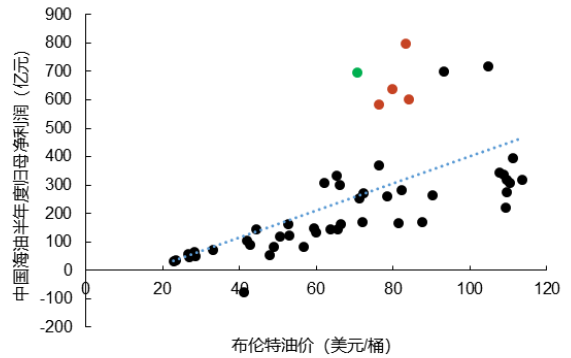
**中国海油业绩穿越周期，抵御油价波动能力显著增强。**从历史数据来看，中国海油归母净利润水平与油价密切相关，2011-2014年的高油价时期公司盈利能力较强，2015-2020年的低油价时期公司盈利能力下行。但是，2022年以来的新一轮油价波动周期中，中国海油归母净利润的周期性明显减弱。2023-2024年油价中枢不断下行，公司归母净利润维持高位；2025年前三季度布伦特原油均价同比-14.4%，中国海油归母净利润同比-12.6%，归母净利润跌幅低于油价跌幅。和历史趋势相比，中国海油2023年以来的半年度业绩显著高于历史油价水平接近时期，在油价下行期的业绩韧性凸显。

图 6：公司历年归母净利润与布伦特油价



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

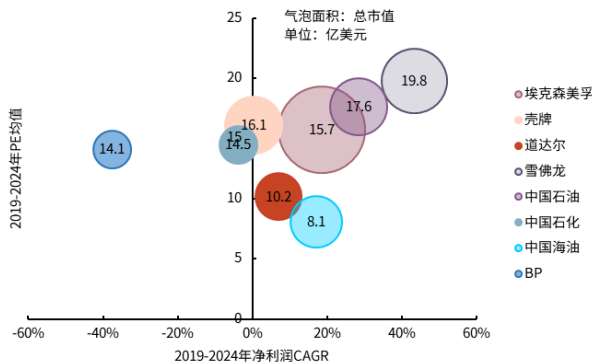
图 7：公司半年度归母净利润与油价关系图



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：黑色为 2001H2-2022H2 数据，红色为 2023H1-2024H2 数据，绿色为 2025H1 数据

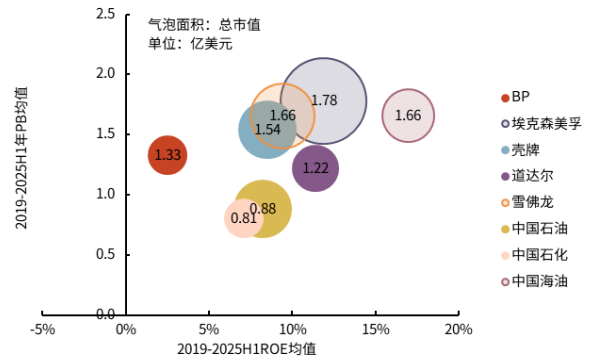
**中国海油的 PEG 和 PB-ROE 估值水平低于海外龙头。**估值方面，我们从 PEG 和 PB-ROE 两个视角对比中国海油及海外油气巨头。（1）PEG 方面，2019-2024 年中国海油（A 股）的归母净利润复合增速为 17%，与埃克森美孚的 19% 接近，平均 PE-TTM 为 8.1 倍，低于所有海外油气巨头，PE/G 为 48 倍，在可比公司中位列较低水平。（2）PB-ROE 方面，2019-2025H1 中国海油（A 股）的 ROE 均值为 17.0%，高于所有海外巨头，平均 PB-LF 为 1.66 倍，与雪佛龙相当，低于埃克森美孚的 1.78 倍。公司呈现低 PE 和高 ROE 的属性，我们认为从 PEG 和 PB-ROE 两个角度看，公司仍被低估。

图 8：“三桶油” A 股与海外能源巨头 PEG 估值对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：汇率按 1 美元=6.9879 人民币折算

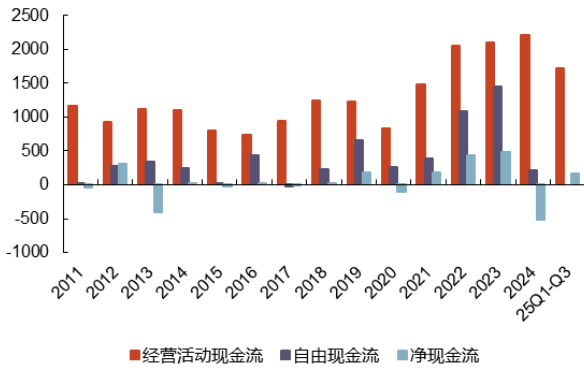
图 9：“三桶油” A 股与海外能源巨头 PB-ROE 估值对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：汇率按 1 美元=6.9879 人民币折算

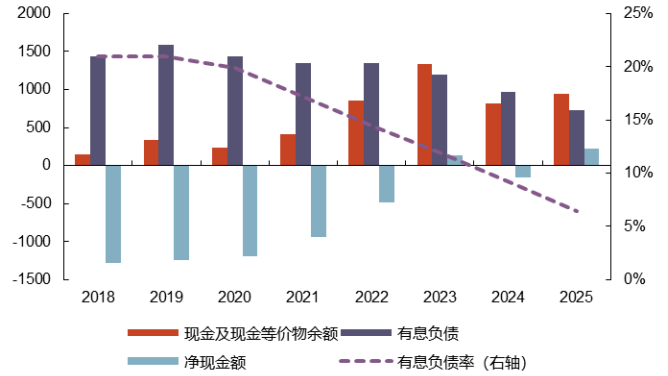
**经营现金流表现优异，偿债能力显著改善。**由于公司终端业务为原油和天然气销售，公司经营现金流表现长期稳定，受油价周期影响较少，2025 年前三季度公司实现经营现金流 1717 亿元，同比-6.0%。2022 年以来，公司自由现金流显著改善，2022-2023 年自由现金流超 1000 亿元。2021 年油价回升以来，公司不断优化债务结构，负债情况显著改善，有息负债率从 2021 年的 17% 逐渐下降至 2025 年前三季度的 6%，截至 25 年 9 月底公司已成为净现金公司。公司现金流的长期优异表现、负债情况的显著改善为公司长期资本开支和分红提供了稳固的基础。

图 10: 公司历年现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

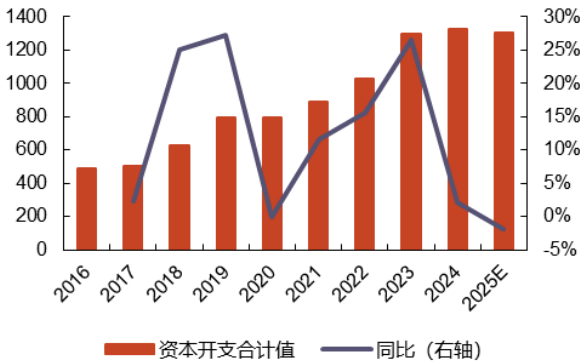
图 11: 公司负债与净现金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 注: 25 年截至 2025-09-30

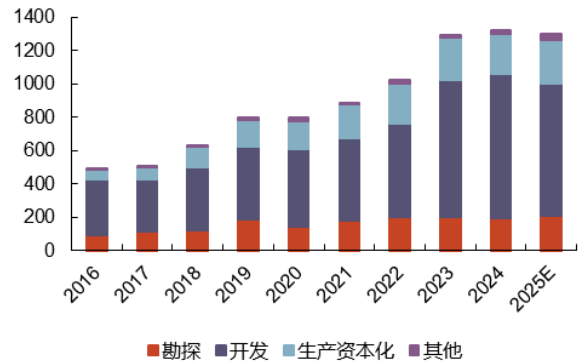
**资本开支维持高位, 奠定中长期增产基础。**2017 年以来, 公司积极响应国家“增储上产”战略号召, 资本开支逆势提升, 2017-2023 年公司资本开支 CAGR 为 17.2%。公司资本开支于 2024-2025 年维持高位, 2025 年公司预计实现资本开支 1250-1350 亿元, 中位数 1300 亿元较 2024 年实现值同比下降 1.9%, 其中勘探、开发、生产资本化占比分别为 16%、61%、20%。2021 年以来, 随着公司油气产量增长加速, 公司开发和生产资本开支占比不断提升, 为公司中长期产量的增长奠定坚实基础。

图 12: 公司历年资本开支及同比 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 注: 预测数据来自公司公告

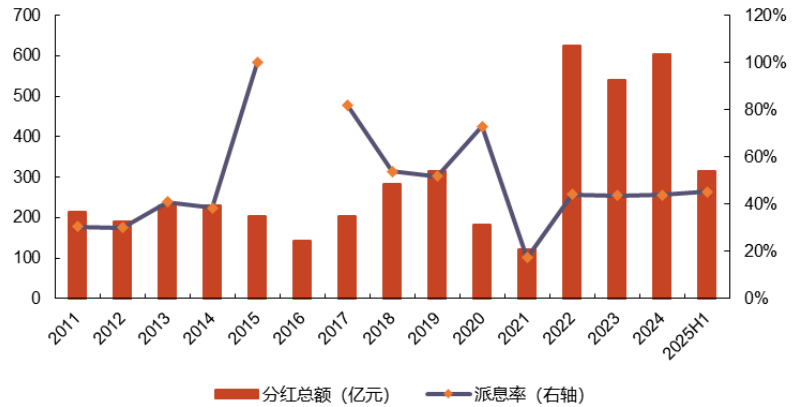
图 13: 公司历年资本开支结构 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 注: 预测数据来自公司公告

**坚持高分红政策, 油价波动期分红韧性凸显。**公司坚持高分红, 每年分红两次, 2022-2024 年度派息率在 45% 左右。2016 年, 由于油价过低导致公司盈利下行, 公司派息率超过 100%, 在极端油价和盈利情况下保障了分红的韧性。公司承诺 2025-2027 年全年股息支付率不低于 45%, 且将根据市场环境变化, 秉承回报股东的原则, 综合考虑公司股东的意愿、战略规划、经营状况等因素, 适时对分红政策进行调整。公司分红稳定性强, 在 A 股市场较为稀缺。公司优秀的业绩和现金流将通过高股息率转化为投资者回报, 从而凸显公司的投资价值。

图 14: 公司历年分红总额和派息率



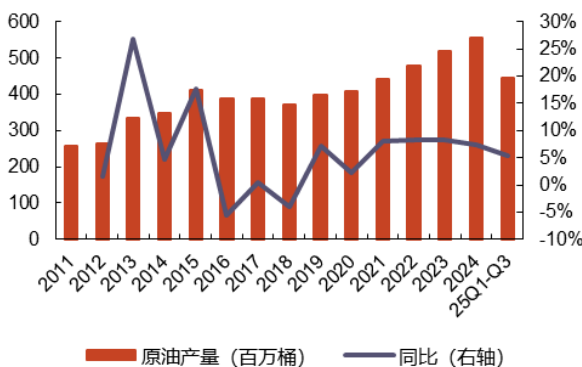
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 注: 2016 年分红率超 100%, 未予显示; 2021 年受 A 股上市程序影响未派发末期股息; 汇率按 1HKD=0.9078 人民币计算

## 2、践行油气增量降本，加强国内外油气资源开发

### 2.1 油气净产量跨越式增长，成本领先优势稳固

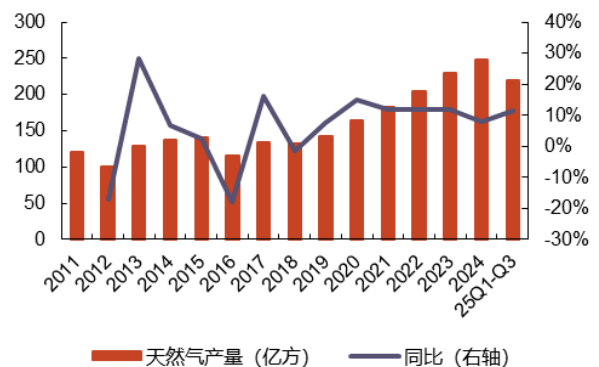
**高资本开支兑现，油气净产量实现跨越式增长。**2021 年以来，随着公司前期资本开支逐渐形成产储量，公司油气产量快速上行，2021-2024 年公司原油产量 CAGR 为 8.0%，天然气产量 CAGR 为 10.5%。2025 年前三季度，公司实现油气净产量 578 百万桶油当量，同比增长 6.7%。其中，原油产量 445 百万桶，同比增长 5.4%，天然气产量 220 亿方，同比增长 11.6%。展望未来，公司 25 年产量目标为 760-780 百万桶油当量，目标中枢同比增长 5.9%，26 年产量目标为 780-800 百万桶油当量，目标中枢同比增长 2.6%，27 年产量目标为 810-830 百万桶油当量，目标中枢同比增长 3.8%，远期产量增速趋于稳定。公司原油产量增速即将趋于平稳，而天然气仍处于快速上产期，天然气产量的增长有望持续带动公司油气净产量保持高增长。

图 15: 公司历年原油产量及同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

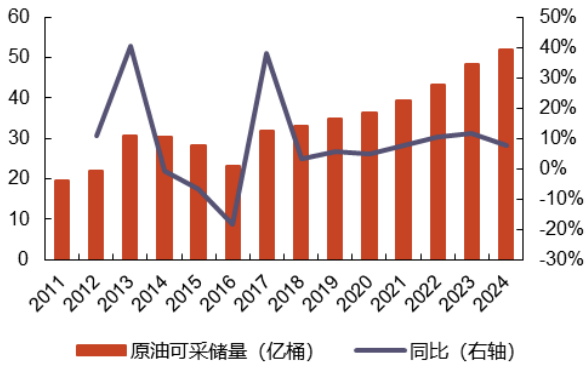
图 16: 公司历年天然气产量及同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

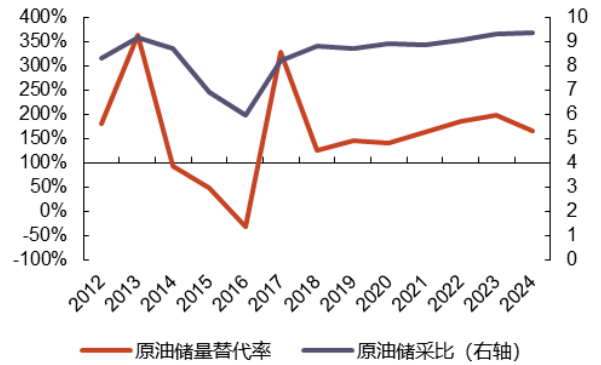
**资本开支维持高位叠加效益开发，油气可采储量有望保持健康。**得益于公司多年来大力提升资本开支，公司的油气可采储量于 21-24 年持续提升，储量指标保持健康。2024 年，公司原油可采储量为 52 亿桶，同比增长 7.6%，原油储量替代率 166%，储采比为 9.4；天然气可采储量为 2833 亿方，同比+8.8%，天然气储量替代率 193%，储采比为 11。展望未来，随着公司的国内浅海油田逐渐步入生命周期的中后期，公司老油田储量指标或出现下降趋势，但是新项目投产和技术进步驱动的深海油气开发有望使公司整体储量维持健康。

图 17：公司历年原油可采储量及同比



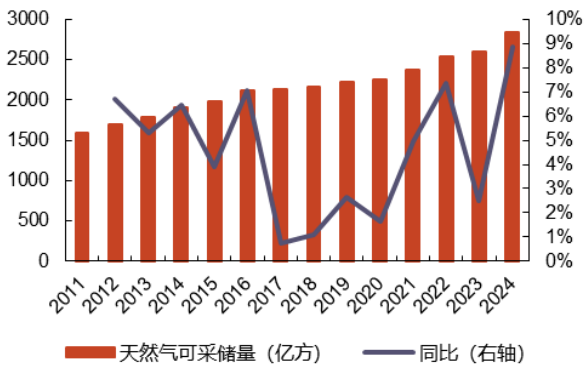
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 18：公司历年原油储量替代率、储采比



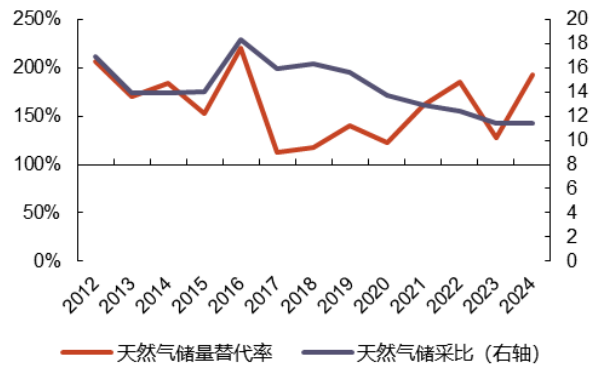
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 19：公司历年天然气可采储量及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 20：公司历年天然气储量替代率、储采比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**公司储量规模具备全球竞争力，储量现金流价值仍被低估。**2024 年，公司油气当量储量为 73 亿桶油当量，油气当量储量规模低于中国石油和埃克森美孚，但与雪佛龙、壳牌的约 100 亿桶油当量接近，公司上游资源规模具备全球竞争力。巨大的储量规模赋予公司较高的储量现金流价值，公司 2024 年报披露的 NPV10 为 1267 亿美元，但相较于市值水平，储量现金流价值仍被低估，公司当前市值与 NPV10 之比为 1.60，而海外巨头该指标在 1.84-2.75 之间，公司当前市值尚未反映公司储量规模价值。随着公司产储量持续上行，经营质量不断优化，公司储量现金流估值水平有望持续提升。

表 2：中国海油及国内外油气巨头产储量、NPV10 对比

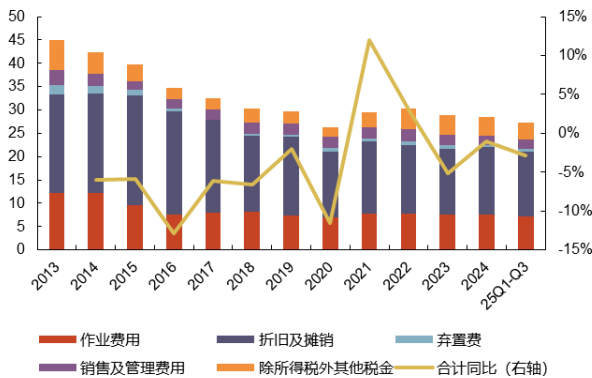
	中国海油	中国石油	中国石化	埃克森美孚	雪佛龙	壳牌	BP	道达尔
原油产量 (百万桶)	567	942	282	1090	721	549	391	536
天然气产量 (十亿立方英尺)	929	5134	1400	2948	2985	2919	846	2116
油气当量产量 (百万桶油当量)	727	1797	515	1582	1218	1035	537	888
原油储量 (百万桶)	5459	6183	2097	13691	5075	4630	3824	6980

天然气储量 (十亿立方英尺)	10668	72814	9870	37549	28375	28942	7821	27626
油气当量储量 (百万桶油当量)	7271	18319	3742	19949	9804	9620	4932	11073
2024 年 NPV10 (亿美元)	1267	2172	566	1856	1199	766	490	708
总市值 (亿美元)	2026	2690	1069	5105	3152	2084	903	1439
<b>总市值/NPV10</b>	<b>1.60</b>	<b>1.24</b>	<b>1.89</b>	<b>2.75</b>	<b>2.63</b>	<b>2.72</b>	<b>1.84</b>	<b>2.03</b>

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：股价日期为 2026-01-06，汇率为 1 美元=6.9879 人民币

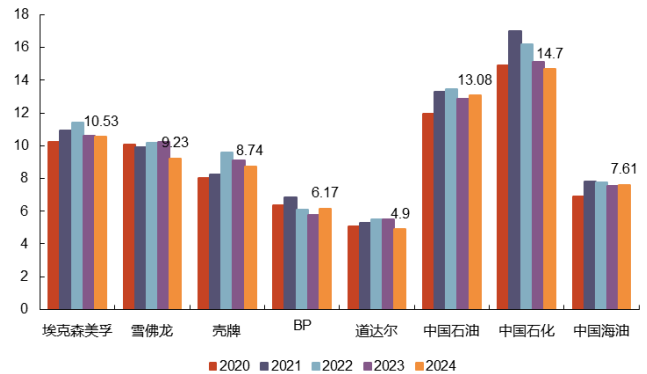
**低成本是公司的核心竞争优势。**经过多年努力，公司披露的桶油主要成本由 2013 年的 45.02 美元/桶油当量降低至 2024 年的 28.52 美元/桶油当量，降幅达 36.7%。2025 年油价波动，公司桶油成本控制成效显著，25 年前三季度桶油主要成本为 27.35 美元/桶，同比-2.8%。对比国内外油气巨头，2024 年公司桶油作业费为 7.61 美元/桶，在国内远低于中国石油、中国石化，在海外低于埃克森美孚、雪佛龙和壳牌，公司的桶油成本具备国际竞争力。

图 21：公司历年桶油主要成本 (美元/桶)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 22：公司与可比公司桶油作业费 (美元/桶)



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

**控制桶油成本的关键是控制作业费用和折旧摊销。**公司披露口径的桶油主要成本包括：(1) 作业费用，即开采石油直接产生的费用，包括油井作业费、维修费、海上人员费、信息通讯气象费、供应船费等；(2) 折旧与摊销，即公司在开始商业性生产前发生的费用和有关固定资产的折耗、摊销、折旧；(3) 弃置费，即拆除海上生产平台和海上油气资产的预计拆除费用；(4) 销售与管理费用；(5) 所得税以外的税金，在我国，石油企业特有的营业税以资源税为主。作业费用和折旧与摊销是桶油主要成本的主体，且可操作性强于后三项，因此成为石油公司管控桶油主要成本的关键。公司 2025 年前三季度桶油作业费、折旧与摊销较 2013 年分别下降 41.88% 和 34.05%，是公司桶油成本下降的核心贡献项。下面我们分别讨论此两项成本的未来变化趋势。

表 3：公司桶油五项成本降低情况

桶油主要成本构成项目	2013 年 (美元/桶)	2025 年前三季度 (美元/桶)	降幅
作业费用	12.25	7.12	41.88%
折旧及摊销	21.03	13.87	34.05%
弃置费	2.02	0.74	63.37%
销售及管理费用	3.21	2	37.69%
除所得税外其他税金	6.51	3.62	44.39%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**降本增效成果斐然，作业费用得到有效控制。**作业费用按是否与产量相关可分为固定费用（例如海上人员费、直升机、供应船、油料、维修费等）和可变费用（主要包括油气水处理费、油井作业费、租赁费等）。作业费用一般与油价正相关，高油价会通过影响大宗商品价格、提高石油开采环节的物料花销，从而提

高桶油作业费用；低油价通过相同渠道降低人员物料成本的同时，也驱使石油公司加强成本管控，进一步降本增效。自 2014 年开始，公司持续通过“质量效益年”活动全面强化成本控制，扎实开展降本提质增效专项行动，通过优化工作部署、加强现场管理、实施技术升级等措施，公司主要产油区实现了桶油作业费持续稳定下降。公司建立了降本增效长效机制，通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式，深挖降本空间、确保资源向效益高点配置，力求勘探开发生产全过程降本。公司已建立降本长效机制，优秀的管理能力和持续的技术创新有望使公司桶油作业费用得到持续控制。

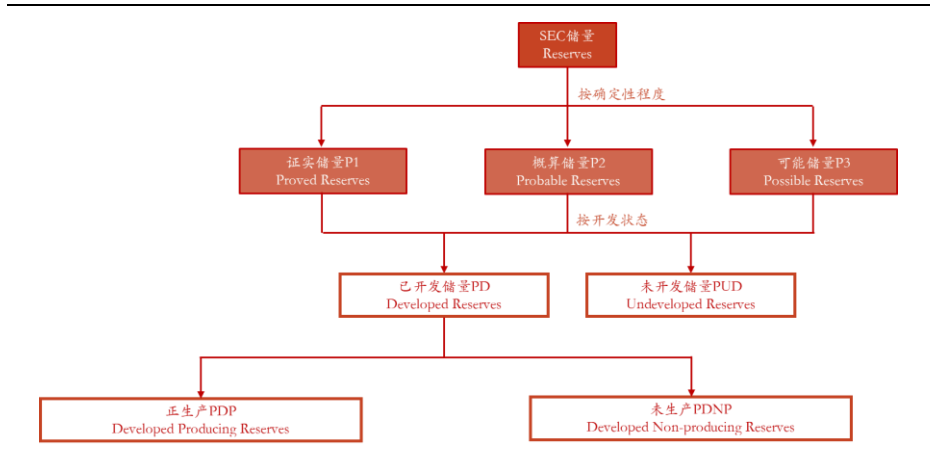
表 4：公司部分作业费项目的管控手段

作业费项目	管控手段
直升机费用	提高直升机上座率和综合利用率，降低固定租金
供应船费用	控制实际租赁马力数，控制千马力日油耗
油气水处理费	通过集中采购和创新合作，降低方水、方油处理化学药剂成本
租赁费	控制浮式生产储油卸油装置（FPSO）的方油处理成本

资料来源：《中海油桶油成本管控探析——对标国际石油公司》（王欣等），光大证券研究所整理

**开发技术提高和新油田开采利好公司控制桶油折旧费用。**由于单个油田的油气产量随着油田寿命的消耗一般呈现先高后低趋势，在计提折旧与摊销时通常采用单位产量法而非直线法，以避免歪曲经营成果，单位油气资产开发成本的  $DD\&A = \text{开发投资期初账面净值} \times \text{油气田当期产量} / \text{油气田期初探明已开发储量}$ 。根据张浩等《通过桶油 DD&A 变动公式保持和降低石油公司桶油成本》的进一步拆分，石油公司的油气资产开发成本摊销一般可以分为公共设施摊销和钻完井投资摊销两部分，分别对应 SEC 储量评估中的 P<sub>1</sub> 储量和 PD 储量。

图 23：SEC 储量评估相关概念



资料来源：SEC，光大证券研究所整理

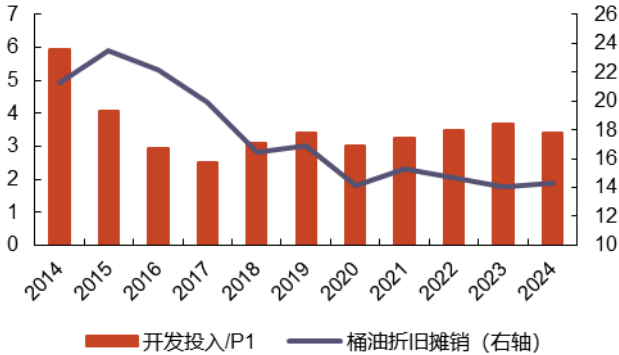
设期初累计公共设施投资为 F，钻完井投资为 W，期初证实储量为 P<sub>1</sub>，证实已开发储量为 PD，则单个油田当期桶油折旧摊销公式可以写为：

$$\text{当期桶油 } DD\&A = F/P_1 + W/PD$$

由此公式可以得出，桶油折旧与摊销不受油田当期产量影响，但与当期新增投资和证实储量评估结果的比值密切相关，若新增投资带来的储量提升效果越明显，则分配到每桶产量的折旧与摊销越低。我们拿中海油公司整体的数据做印证，公司开发投入与储量的比值逐渐降低，体现出公司开发投入产出比和采收率的提高。公司持续优化在产油气田开发方案、提升开发技术，控制产量自然递减率，改善生产动态，提高储量获取效率，有效控制了桶油折旧摊销成本。

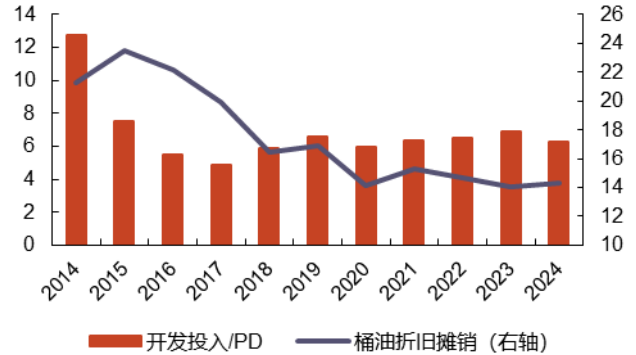
此外，由于累计开发投入较低、开发投入产出比较高，新油田的桶油折旧摊销成本低于老油田；公司 PD 储量与 P<sub>1</sub> 储量的比值长期稳定在 50%左右，PD 储

量未来成长空间较大，也有助于桶油勘探开发成本的控制。综上所述，我们认为随着公司开发技术的提高和新油田的投产，公司将延续优秀的桶油折旧摊销成本控制能力。

图 24: 公司开发投入/P<sub>1</sub> 储量与桶油折旧摊销 (美元/桶)

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：汇率按当年美元兑人民币中间价平均值计算

图 25: 公司开发投入/PD 储量与桶油折旧摊销 (美元/桶)

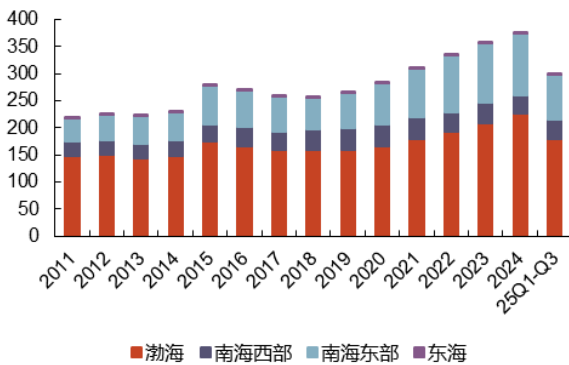


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：汇率按当年美元兑人民币中间价平均值计算

## 2.2 加强国内油田稳产上产，推动深海资源开发

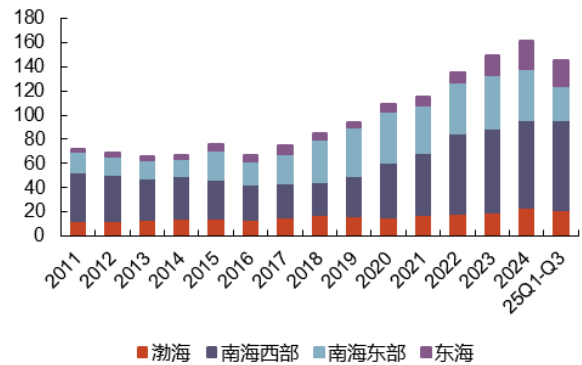
在中国海域，公司通过自营作业及合作项目，在渤海、南海西部、南海东部、东海和陆上进行油气勘探、开发和生产活动。截至 2024 年底，公司 63.1% 的净证实储量及 67.8% 的净产量来自中国。除自营作业外，公司还通过产品分成合同的形式与伙伴合作进行油气资源勘探开发。目前渤海是公司在我国海域最主要的原油产地，25 年前三季度原油产量占公司国内产量的 60%，南海是公司在我国海域最主要的天然气生产基地，25 年前三季度南海西部、东部油田的天然气合计产量占公司国内产量的 71%。

图 26: 公司国内分区域原油产量 (百万桶)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 27: 公司国内分区域天然气产量 (亿方)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 渤海油田：中国最大的原油生产基地，加强稳产上产

渤海油田始建于 1965 年，是我国海上目前产量最高、规模最大的主力油田，截至 2025 年 7 月已建成 60 余个在生产油气田、200 余座生产设施，先后成功勘探发现渤中 19-6、垦利 6-1、秦皇岛 27-3 等多个亿吨级油气田，所产原油主要为重油。渤海的作业区域主要是浅水区，水深约为 10 米至 30 米。截至 2024 年底，渤海油田的净证实储量为 22.4 亿桶油当量，占公司的 30.8%。2024 年，渤海油田净产量达 65.3 万桶油当量/日，占公司的 32.9%。

渤海油气资源丰富，一直是公司勘探开发的核心区域之一。2024年，公司在渤海共获得5个新发现并成功评价15个含油气构造。其中，成功发现秦皇岛29-6，展现了渤海浅层岩性领域良好的勘探前景。成功发现龙口7-1，在中生界潜山领域获得重大突破，创造了渤海油田天然气测试产能的最高记录。

2025年，渤海油田累计生产油气当量突破4000万吨，创历史新高，其中老油田产量超3200万吨，为国家能源安全和社会高质量发展提供坚实保障。渤海油田将以科技创新引领新质生产力发展，全面梳理产量增长点，坚持“稳定老油田、加快新油田、拓展低边稠、强化天然气”的工作方针，全力保障渤海油田油气上产目标实现。

表5：渤海油田增储上产措施及成果

增产措施	2024年成果
抓好新老油田计划管理	紧盯老油田少停产，减少产量损失超9万吨；抓紧新油田早投产，多贡献产量超14万吨。海陆联动盯进度，老井复查专项“把脉”3000余井次生产井，新增动用储量近800万吨，全年贡献产量66万吨；全方位提升新项目实施效率，累计提前投产天数近200天。
加强注水顶层设计工作	针对精细注水、稳油控水面临的挑战，制订11项应对策略，推进注采连通率、调控响应率、注水利用率、水质达标率持续向好，开展层系井网调整、流场调控及新增智能分注分采2400余井次，自然递减率及含水上升率控制效果为历史最好水平。科研人员升级智能流场调控技术，推广技术至10个水驱主力油田，实现技术规模化应用；推进新一代智能分采现场应用，智能分注井占比突破50%，精细注水“三率”指标稳步提升。
创新开拓“老井地质复查+老井动态复查”双路径	全面摸排地质潜力、系统分析单井开发历史，助力油田基础产量同比增长超过6%。工作人员攻关完善并规模推广关键技术，在油藏类型、注采模式、产量规模上实现跨越，渤海油田稠油年产量增长至100万吨；精细管理带动工艺技术创新升级，压裂压驱、解堵稳液等技术在海上规模化实施，全年完成措施产量首次超过100万吨，措施增产各项指标取得历史最好成绩。

资料来源：国务院国资委，光大证券研究所整理

### 南海油田：夯实万亿大气区建设，加强深海资源勘探开发

南海西部是公司重要的原油和天然气产区之一，主要作业水深为40米至1,500米，所产原油多为轻质油和中质油。截至2024年底，南海西部的净证实储量为9.1亿桶油当量，占公司的12.5%。2024年，净产量达21.7万桶油当量/日，占公司的10.9%。南海东部是公司重要的原油和天然气产区之一，主要作业水深为100米至1500米，所产原油多为轻质油和中质油。截至2024年底，南海东部的净证实储量为10.6亿桶油当量，占公司的14.5%。2024年，净产量达37.9万桶油当量/日，占公司的19.1%。

中国海油建设南海、渤海两个万亿大气区，有望推动海洋天然气跨越式发展。2022年，中国海油制定了三个万亿大气区战略规划，其中南海万亿大气区主要涵盖中国南海的莺歌海盆地、琼东南盆地和珠江口盆地，渤海万亿大气区主要是渤海湾盆地渤海海域的中国海油矿区，陆上鄂东—沁水万亿大气区指的是中国海油在鄂尔多斯盆地东缘和沁水盆地的非常规天然气矿区。截至2024年底，南海合计探明天然气地质储量超过万亿方；截至2022年底，渤海已上报国家探明天然气地质储量5348亿方。

表6：中国南海大气区已发现主要气田概况

盆地名称	气田群名称	代表气田名称	发现年份	天然气探明地质储量 (亿方)
莺歌海盆地	中央底辟带	东方 1-1	1991	1203
		东方 13-2	2012	686
		乐东 22-1	1996	348
		乐东 10-1	2017	394
琼东南盆地	崖城	崖城 13-1	1983	803

	陵水 17-2	2014	1020	
乐东-陵水	陵水 25-1	2014	528	
	陵水 18-1	2015	289	
	番禺 30-1	2003	267	
白云凹陷北部斜坡带	番禺 34-1	2005	192	
	荔湾 3-1	2009	525	
	流花 29-1	2011	153	
珠江口盆地	白云凹陷东南斜坡带	流花 28-2	2015	141

资料来源:《双碳背景下中国海油三个万亿大气区勘探战略思考》(徐长贵),光大证券研究所整理

根据徐长贵《双碳背景下中国海油三个万亿大气区勘探战略思考》(2023)的预测,若按照 40%的最终探明率,预计南海北部剩余天然气待探明地质储量超 2 万亿方,具备实现万亿大气区的资源基础,预计 2025 年可实现海油南海万亿大气区建设目标;若按照 50%的最终探明率,预计渤海可探明天然气地质储量约 1.5 万亿方,剩余待探明地质储量超过 0.9 万亿方,具备建成万亿大气区的资源基础,预计 2030 年左右可实现渤海万亿大气区建设目标。中国海油将大力推动天然气增储上产,夯实保障国家能源安全、实现海洋强国国家战略资源基础。

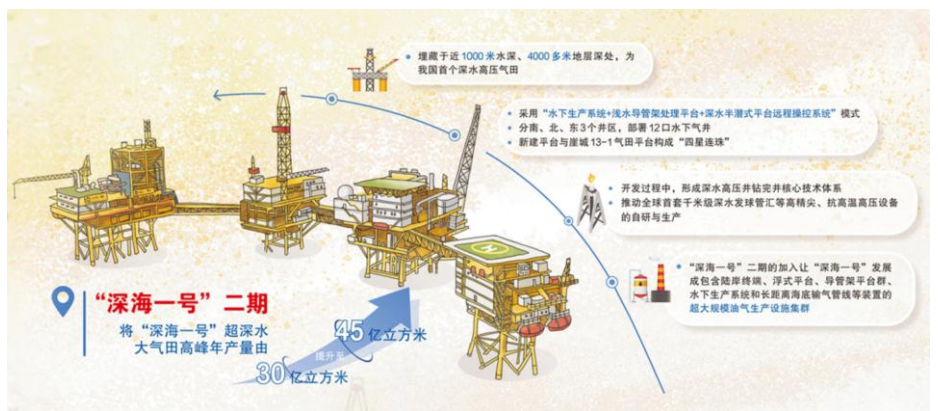
表 7:“十四五”期间中国海油重点天然气项目

投产年份	项目名称	高峰产量 (桶油当量/日)	高峰产量 (亿方/年)
2021	陵水 17-2 气田群开发	58000	35.99
2021	流花 29-2 气田	7200	4.47
2022	锦州 31-1 气田开发项目	2100	1.30
2022	东方 1-1 气田东南区及乐东 22-1 气田南块开发项目	2900	1.80
2023	渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	37000	22.96
2024	深海一号二期天然气开发项目	27500	17.06
2025	深海一号二期扩建	110 百万立方英尺/日	11.37

资料来源:中国海油公司公告,光大证券研究所整理

“深海一号”二期投产,持续深化深海油气资源布局。2025 年 6 月 25 日,在我国首个自营超深水大气田“深海一号”投产四周年之际,大气田二期项目最后一口生产井成功开井并处于平稳生产状态,该项目实现全面投产。至此,“深海一号”大气田所有 23 口水下气井均投入生产运行,最高日产能达 1500 万立方米,成为国内迄今为止产量最大的海上气田,标志着我国迈出了以深水气田群建设实现深海油气规模化开发的关键一步。2025 年,“深海一号”大气田已经达到最高产能设计状态,年产气量有望超过 45 亿立方米。

图 28:“深海一号”二期项目介绍



资料来源:公司官网

## 2.3 海外布局规划长远，远期增量前景广阔

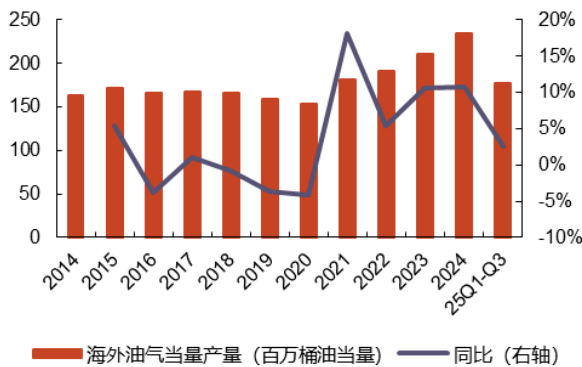
**海外布局历经 30 载，贡献重要油气产储量。**1994 年，中国海油在印尼投资了公司的第一个海外项目——收购美国阿科公司（ARCO）在印尼马六甲海峡产品分成合同部分权益，标志着公司国际化之路开启。历经 30 年海外并购和勘探开发后，海外油气资产已成为公司资产的重要组成部分。2025 年前三季度，公司海外油气当量产量为 177.4 百万桶油当量，同比增长 2.6%，占公司净产量的 30.7%。

表 8：中国海油海外资源布局历程

时间	事件
1994	中国海油在印尼投资了公司的第一个海外项目——收购美国阿科公司（ARCO）在印尼马六甲海峡产品分成合同部分权益。
2002	中海石油东南亚有限公司正式成立，并在印尼 SES 油气区块首次在海外担任作业者。
2006	中国海油收购了尼日利亚 OML130 区块 45% 的权益。
2010	中国海油联合土耳其国家石油公司拿下了伊拉克米桑油田的技术服务合同。
2013	中国海油完成收购加拿大尼克森公司的交易，交易总价约为 151 亿美元。这是当时中国公司完成的最大一笔海外收购。
2014	中国海油成功获得圭亚那海域 Stabroek 区块 25% 的权益，2015 年获得勘探发现，2019 年正式投产。
2024	中国海油与英力士能源完成了股权收购协议，成功出售其在美国墨西哥湾的阿波马托克斯（Appomattox）和斯坦皮德（Stampede）油田的非作业者权益。

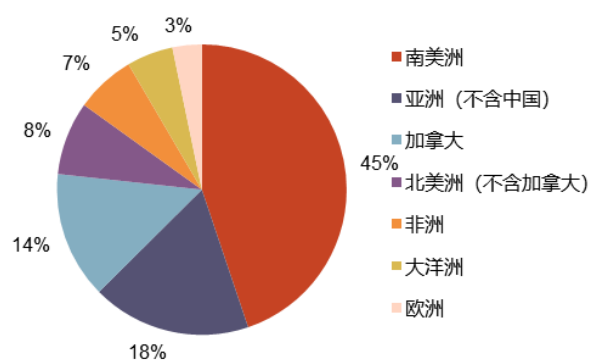
资料来源：公司官网、人民网等，光大证券研究所整理

图 29：公司海外油气当量产量及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

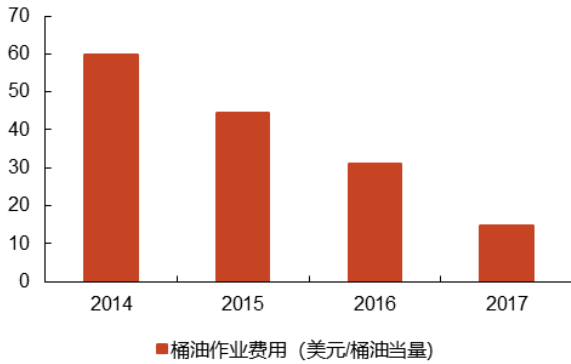
图 30：2025 年前三季度公司海外油气当量产量结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

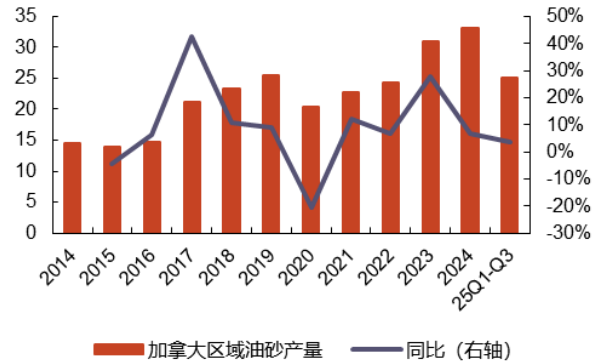
**加拿大长湖项目降本成效显著，新项目投产打开未来空间。**2013 年，中国海油并购加拿大尼克森公司，获得加拿大阿尔伯塔省的油砂资产。油砂生产需使用蒸汽辅助重力泄油（SAGD）技术，开采成本较高，因此 2015 年国际油价暴跌以后，加拿大油砂项目的效益受到严重挑战。公司在加拿大积极推动降本增效工作，实现了产量和储量持续增加以及桶油作业费的连年下降。2017 年，尼克森长湖油砂项目实现经营现金流转正，标志着加拿大资产正式为中国海油贡献经济效益。此后，中国海油开启了加拿大区域新项目建设，于 2024 年投产加拿大长湖西北项目，使得加拿大区域产量有序增长，2025 年前三季度，公司在加拿大的产量为 2510 万桶，同比增长 3.7%。随着油砂开采技术的进步、公司在加拿大区域的不断投入和建设以及加拿大输油管道的扩容，公司加拿大区域油砂产量有望持续提升。

图 31: 加拿大长湖项目桶油作业费下降情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 32: 公司在加拿大区域原油产量及同比 (百万桶油当量)

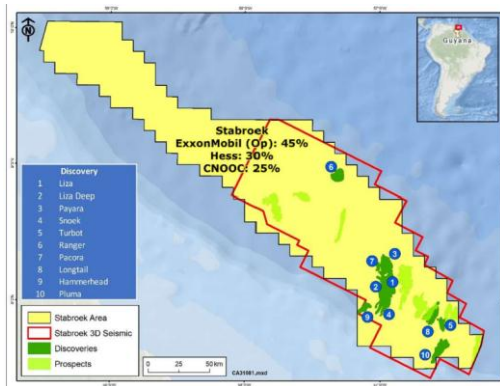


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

南美洲已成为公司海外油气储量和产量最大的地区, 是公司产量增长的重要来源。公司在南美洲的巴西、圭亚那和哥伦比亚持有油气区块的权益, 并持有阿根廷 BC ENERGY INVESTMENTS CORP. (“BC 公司”) 50% 的权益。截至 2024 年底, 南美洲的净证实储量为 11.5 亿桶油当量, 占公司的 15.8%。2025 年前三季度, 公司在南美区域油气当量产量为 79.5 百万桶油当量, 占公司净产量的 13.7%。

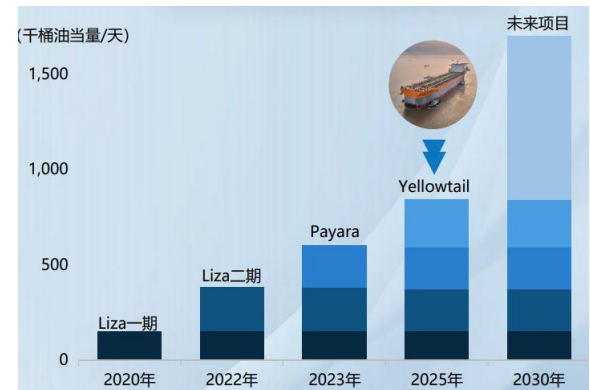
公司在南美的增产潜力主要来自巴西和圭亚那。在圭亚那, 公司拥有 Stabroek 区块 25% 权益, 该区块 Liza 油田一期、二期和 Payara 项目已投产, 公司预计该区块到 2030 年将有 8 期项目运行, 总产量将增长至 130 万桶/日, 产能将达到 170 万桶/日。

图 33: 圭亚那 Stabroek 区块介绍



资料来源: 公司公告

图 34: 圭亚那 Stabroek 区块产能规划



资料来源: 公司公告

在巴西, 公司分别持有 Libra 区块 10% 和 Buzios 项目 7.34% 的权益, 两个项目均位于桑托斯盆地。巴西深水盐下 Libra 项目分为西区、东区和中区, 其中西区于 2017 年获得商业发现, 同时命名为 Mero 油田。Mero 油田包括 Mero 1、Mero 2、Mero 3 和 Mero 4 四期, 前三期已顺利投产。Buzios 项目是全球最大在产深水油田。Buzios 项目共 11 个开发单元, 其中 1、2、3、4、5 单元已经投产。2025 年 2 月, 巴西 Buzios7 油田已顺利投产。Buzios 油田到 2027 年预计将有 11 期项目运行, 总产量将达到 150 万桶/日, 产能将超过 200 万桶/日。Libra 区块和 Buzios 项目已成为公司海外油气产量新的增长点, 为公司产量增长注入新动能。

### 3、布局绿色产业，完善 ESG 治理体系

#### 3.1 前瞻布局海上风电，推动油气勘探开发与新能源融合发展

推动海上风电发展与增储上产同向发力，加速海上风电资源获取。中国海油将抓好新能源资源获取和项目开发建设，推动海上风电发展与增储上产同向发力，实现海上油气田开发绿色低碳转型。2020年，中国海油首个海上风电项目江苏风电项目海上风电场并网发电，并于2021年10月实现全容量投产运行。2023年5月，我国首座深远海浮式风电平台“海油观澜号”投产，投产后年均发电量将达2200万千瓦时。中国海油将稳步发展近海海上风电，探索储备深远海风电技术，加速海上风电资源获取。

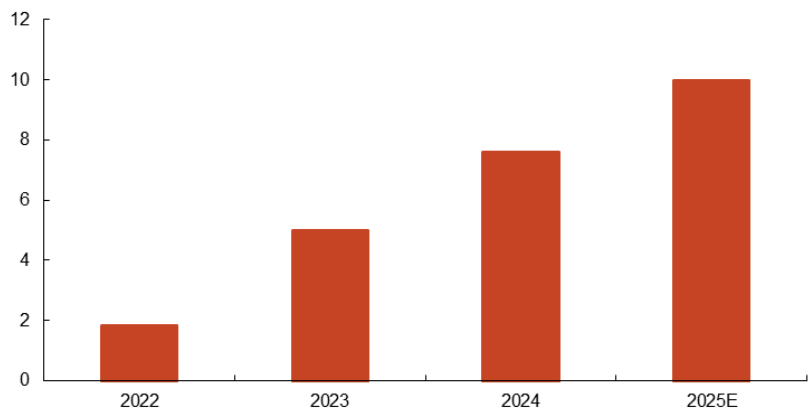
表 9：中国海油建成及在建海上风电项目

项目名称	全面投产时间	规划装机总容量	备注
江苏风电项目海上风电场	2021-10	300 兆瓦	中国海油首个海上风电项目
秦皇岛-曹妃甸油田群岸电应用示范项目	2023-09	980 兆瓦	岸电应用工程分三期实施，将在河北、山东、辽宁区域建设 5 个陆地开关站，8 个海上供电枢纽平台，搭建起总接入规模达 980 兆瓦、覆盖渤海 7 个油田区域 150 余座生产设施的电力网络。
深远海浮式风电平台“海油观澜号”	2023-05	7.25 兆瓦	我国首座深远海浮式风电平台，投产后，年均发电量将达 2200 万千瓦时，全部用于油田群生产用电，每年可节约燃料近 1000 万立方米天然气。
蓬莱分散式风电项目	2022 年开工	34 兆瓦	全容量满发并网后，该项目预计可以满足蓬莱油田 30% 以上的用电需求，年平均二氧化碳减排量可达数万吨，积极助力蓬莱油田实现气候及环保目标。
海南 C27 海上风电示范项目	2022 年核准	1503 兆瓦	中国海油首个大型海上风电示范项目，项目建成后，预计项目年上网发电量为 488893 万 kW·h，年等效满负荷小时数为 3252h，容量系数为 0.371。
陆丰油田群清洁能源电力供给改造示范项目	2025 年开工	16 兆瓦	该项目计划投用于陆丰 14-4DPP 平台附近，离岸 136 公里，水深 136 米，是我国首个应用张力腿浮式风电平台技术的深远海风电示范工程，将搭载全球单机容量最大的 16MW 浮式风电机组。
上海金山 30 万千瓦海上风电项目 (参股)	2024 年 11 月开工	306 兆瓦	一期项目计划于 2025 年全容量并网发电，建成后预计年平均上网电量 107552.4 万千瓦时，满足近 33.6 万户家庭一年的用电需求。

资料来源：公司官网，澎湃新闻等，光大证券研究所整理

坚持油气与新能源融合发展，提升海上绿电自消纳能力。公司坚持油气与新能源融合发展，油气绿色生产成效显著。2024年，公司通过岸电工程等完成绿电替代7.6亿千瓦时，完成5万方/天以上火炬气回收利用，深远海浮式风电平台“海油观澜号”全年稳定运行，发电量达2600万千瓦时。2025年，公司将利用岸电工程，持续提高绿电替代水平，2025年预计消纳绿电超10亿度，同比上升约30%。随着中国海油下属海上风电项目陆续投产，公司绿电消纳空间有望进一步打开，油气业务有望持续与新能源业务深度融合。

图 35：中国海油绿电消纳能力 (亿千瓦时)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2022年1月，中国海油建设的中国首个海上油田群光伏电站——溇洲油田群光伏电站正式投运。该电站共安装8,000余块光伏板，铺设面积约3.6万平方米，总装机容量达4.5兆瓦，平均每年可向溇洲油田群及溇洲岛居民提供绿色清洁电力517万千瓦时，每年可节省天然气172万立方米，运营期内实现减碳量8.5万吨。

**探索 CCS/CCUS 产业化，统筹碳资产管理。**公司持续探索海上 CCS/CCUS 产业化路径，推动打造渤海和海南两个海上 CCUS 基地。目前公司布局恩平 15-1、乐东 15-1 两大 CCS 示范工程，截至 2024 年累计回注二氧化碳超 11 万吨。公司将积极推进大亚湾区、长三角海上 CCS/CCUS 示范项目，研究组建海上 CCUS 产业联盟，打造区域产业联合体，同时统筹做好碳资产管理，将碳排放总量和强度纳入投资评价决策。公司在碳减排领域的储备研究有望在我国碳市场迎来大规模发展之时使公司深度受益。

### 3.2 ESG 治理框架完善，加强董事会建设、低碳转型等工作

**公司 ESG 评级稳定，在石化化工行业内位居前列。**截至 2025 年 12 月 17 日，公司在 Wind ESG 评级中获评“AA”级，ESG 综合得分为 8.91 分，在 527 家石化化工行业上市公司中排名第 10，在石油天然气行业中排名第 3。2025 年，中央广播电视总台联合权威机构发布《中国 ESG 上市公司先锋 100 (2025)》，中国海油位列该榜单 74 名。公司 ESG 评级稳定，以能源开采企业的身份得到权威 ESG 评级机构的认可，展现了公司在 ESG 领域的卓越表现与系统化成果，为我国能源化工行业树立了可借鉴、可推广的实践标杆。

表 10：石化化工行业 Wind ESG 评分前 20 的上市公司

序号	证券简称	证券代码	所属 Wind 行业	评级日期	ESG 评级	ESG 综合得分
1	卫星化学	002648.SZ	基础化工	2025-07-22	AAA	9.22
2	统一股份	600506.SH	石油天然气	2025-05-21	AAA	9.11
3	恒力石化	600346.SH	石油天然气	2025-06-25	AA	8.24
4	海油工程	600583.SH	能源设备与服务	2025-04-17	AA	8.32
5	中伟股份	300919.SZ	多元化工 III	2025-05-08	AA	8.18
6	格林美	002340.SZ	多元化工 III	2025-06-15	AA	8.27
7	杰瑞股份	002353.SZ	能源设备与服务	2025-05-08	AA	8.45
8	神马股份	600810.SH	基础化工	2025-08-28	AA	7.55
9	科思股份	300856.SZ	基础化工	2025-06-28	AA	8.49
10	<b>中国海油</b>	<b>600938.SH</b>	<b>石油天然气</b>	<b>2025-05-16</b>	<b>AA</b>	<b>8.91</b>
11	宝丰能源	600989.SH	基础化工	2025-04-11	AA	7.89
12	天原股份	002386.SZ	基础化工	2025-07-19	AA	8.77
13	泰禾股份	301665.SZ	农用化工	2025-09-03	AA	8.06
14	尤夫股份	002427.SZ	基础化工	2025-06-15	AA	8.67
15	雅本化学	300261.SZ	农用化工	2025-06-28	AA	8.33
16	德方纳米	300769.SZ	多元化工 III	2025-06-21	AA	8.27
17	中化国际	600500.SH	多元化工 III	2025-07-02	AA	8.49
18	德美化工	002054.SZ	多元化工 III	2025-05-09	AA	8.39
19	时代新材	600458.SH	基础化工	2025-06-17	AA	8.52
20	华鲁恒升	600426.SH	农用化工	2025-06-20	AA	8.37

资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：截至 2025-12-17

**董事会独立董事建设完善，统筹管理 ESG 工作。**公司董事会为 ESG 事宜的最高负责及决策机构，将 ESG 事宜纳入公司治理架构中，全程参与 ESG 治理及披露，对公司的 ESG 策略及报告承担全部责任。2024 年中国海油独立董事为 4 人，占比符合监管要求。公司董事会下属战略与可持续发展委员会，就公司发展战略、中长期规划、重大经营计划及投资决策、可持续发展事宜等进行研究，监督公司应对气候变化等关键议题的承诺和表现，并向董事会提出建议，为公司实现可持续发展提供有力支撑。

图 36：中国海油 2024 年董事会架构图



资料来源：中国海油 2024 年 ESG 报告

**积极应对气候变化，积极采取碳减排措施。**中国海油积极响应国家“3060”双碳目标，致力于推动绿色低碳转型。公司计划到 2025 年累计实现减碳 150 万吨以上，在 2025 年通过绿电替代 10 亿千瓦时，预计促进减碳 67.7 万吨。公司持续完善针对高级管理人员的气候相关薪酬指标，将减碳量、新能源业务发展情况、天然气产量等指标纳入公司主要负责人及分管领导的薪酬考核指标体系中。2024 年，在公司主要负责人的绩效年薪中，气候相关绩效指标的占比达 10%。针对负责 ESG、安全管理及新能源业务发展的高层管理人员，额外设立包括责任事故、新能源发电量、绿电采购量及天然气产量等薪酬指标，在上述管理人员的绩效薪酬占比中最高可达 45%。

此外，为实现减排目标，公司将内部碳价应用于商业决策中。公司应用影子碳价的机制，对各项目的温室气体直接排放量和间接排放量进行预测，并依据内部碳价估算项目温室气体排放成本。内部碳价广泛应用于公司国内投资项目的经济评价，海外项目则根据所在国碳定价政策进行评估，在碳排放评价、规划研究、跟踪经济评价等环节中发挥作用。

表 11：中国海油气候变化机遇影响分析

机遇类型	机遇影响	应对措施
天然气等低碳产业发展机遇	建设新型能源体系背景下，天然气作为最清洁低碳的化石能源，用量将保持稳步增长，通过进一步扩大公司天然气业务体量，可直接增加公司业务收入。	在天然气开采过程中加大节能减排技术改造升级力度，加大绿电使用量，提高 CCS/CCUS 技术与天然气的耦合程度。
零碳固碳负碳产业发展机遇	新能源业务发展将为公司带来新的业务增长机遇，通过售卖海上风电项目中自身未消纳的绿电，可增加业务收入；发展海上风电和氢能业务，可形成多元化投资组合，分散投资风险；挖掘离岸 CCS 产业等新的增长点，有助于公司实现营收增长和产业转型。	根据市场供需情况灵活调整电价，增加绿电销售收入；降低海上风电成本，并结合海洋牧场和海水制氢等新模式，实现海洋经济的综合开发利用；拓展绿电销售、氢能业务、碳交易等多元化收入渠道；发展中国海油特色的离岸 CCS 和深远海新能源相关技术，积极打造产业链。
资本市场绿色融资	为践行绿色发展理念，资本市场陆续推出创新绿色产品，积极参与绿色金融有助于企业推进经济绿色转型；发行绿色债券可为企业绿色转型提供新的筹资渠道，降低融资成本，提升其在资本市场的形象。	关注绿色金融市场的趋势和动态，及时调整融资策略；加大绿色技术创新的投入，结合绿色项目融资需求，寻找合适的创新型融资产品。
良好声誉和优质品牌形象	满足合规要求和积极承担社会责任可以帮助公司提升品牌形象，建立加强气候风险管理成果披露，提升外界利益相关方对公司气	

更良好的政府及社区关系；  
积极的转型计划实践可以帮助公司打造良好声誉，提升资本市场评级提升 ESG 报告披露质量，展示公司在应对气候变化方面的努力表现，进而建立良好商业关系，增加融资；  
打造多样的产品组合可以帮助公司塑造良好品牌形象，吸引更多潜在与政府部门和运营地非政府组织合作，共同推动气候变化解决方案。

韧性方面的认知；  
力及成果；  
决方案。

资料来源：中国海油 2024 年 ESG 报告，光大证券研究所整理

## 4、盈利预测和估值

得益于优秀的产量增长和成本控制，公司在油价下行期业绩韧性凸显。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1354/1398/1443 亿元，折合 EPS 分别为 2.85/2.94/3.04 元/股。

公司为油气行业公司，同时拥有较为稳定的盈利能力，我们综合 PE 和 PB 估值为公司进行相对估值。我们选取国内外油气巨头中的埃克森美孚、雪佛龙、道达尔和中国石油作为可比公司，将上游业务占比较低的中国石化、BP 和壳牌剔除。截至 2026 年 1 月 6 日，可比公司 26 年 PE 均值为 12.8 倍，PB 均值为 1.47 倍，中国海油 A 股 26 年 PE 为 10.1 倍，PB 为 1.57 倍，H 股 26 年 PE 为 6.5 倍，PB 为 1.01 倍。除中国海油 A 股 PB 外，其他 A、H 股可比指标均低于可比公司。我们认为中国海油 A 股的高 PB 建立在公司高 ROE 的基础上，公司相较于中国石油享有一定的净资产估值溢价，但公司的 PB 仍低于埃克森美孚、雪佛龙，具备一定提升空间。我们维持公司 A 股的“买入”评级，并首次覆盖公司 H 股，给予“买入”评级。

表 12：公司相对估值简表

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/港元/美元)	EPS (元/美元)			PE (X)			PB (X)		
				24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
XOM.N	埃克森美孚	35672	121.05	7.84	6.79	7.53	15.4	17.8	16.1	2.00	1.94	1.94
CVX.N	雪佛龙	22026	156.54	9.76	7.23	8.28	16.0	21.6	18.9	1.82	2.31	2.38
TTE.N	道达尔	10059	63.41	6.74	6.93	6.76	9.4	9.2	9.4	1.29	1.16	1.10
601857.SH	中国石油	18796	10.27	0.90	0.88	0.90	11.4	11.7	11.4	1.24	1.18	1.12
0857.HK	中国石油股份	13574	8.26	0.90	0.88	0.90	8.2	8.4	8.2	0.90	0.85	0.81
平均值							12.1	13.7	12.8	1.45	1.49	1.47
600938.SH	中国海油	14159	29.79	2.90	2.85	2.94	10.3	10.5	10.1	1.89	1.72	1.57
0883.HK	中国海洋石油	9090	21.3	2.90	2.85	2.94	6.6	6.7	6.5	1.22	1.11	1.01

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：中国海油盈利预测为光大证券研究所预测，其余为 Wind 一致预期；股价日期为 2026-01-06；汇率为 1USD=6.9879CNY, 1HKD=0.8979CNY

## 5、风险分析

### 油气价格大幅波动

公司以原油和天然气销售为主营业务，业绩与原油和天然气价格息息相关。当前 OPEC+ 推出增产计划，全球能源市场面临波动。若油气供需格局出现大幅变化，可能使油气价格大幅波动，影响石化公司的盈利能力。

### 勘探开发项目进度不及预期

公司通过建设原油和天然气新产能推动原油和天然气的产量增长，如果勘探开发项目进度不及预期，可能导致公司油气产量增长预期发生变化，影响公司的盈利能力。

### 海外市场风险

公司约 30%的产量来自海外区块，如果海外地缘政治局势发生变化，可能对公司海外区块的效益产生影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4166	4205	4266	4358	4452
营业成本	2088	1950	2089	2120	2150
折旧和摊销	664	720	744	785	864
税金及附加	243	203	171	174	178
销售费用	35	35	36	37	37
管理费用	70	72	73	75	76
研发费用	16	17	17	18	18
财务费用	8	28	29	26	23
投资收益	47	25	25	25	25
营业利润	1729	1900	1882	1942	2005
利润总额	1730	1900	1882	1942	2005
所得税	489	520	527	544	561
净利润	1241	1380	1355	1399	1444
少数股东损益	2	0	1	1	1
归属母公司净利润	1238	1379	1354	1398	1443
EPS(元)	2.60	2.90	2.85	2.94	3.04

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2097	2209	2190	2208	2306
净利润	1238	1379	1354	1398	1443
折旧摊销	664	720	744	785	864
净营运资金增加	-125	13	56	4	27
其他	320	96	36	22	-27
投资活动产生现金流	-781	-1754	-1418	-1335	-1335
净资本支出	-1209	-1233	-1350	-1350	-1350
长期投资变化	513	485	0	0	0
其他资产变化	-85	-1006	-68	15	15
融资活动现金流	-842	-979	-684	-629	-644
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-155	-287	-40	3	3
无息负债变化	226	-21	-83	33	9
净现金流	478	-522	88	244	327

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.9%	53.6%	51.0%	51.3%	51.7%
EBITDA 率	58.2%	65.2%	61.7%	62.6%	64.4%
EBIT 率	42.2%	48.0%	44.3%	44.6%	45.0%
税前净利润率	41.5%	45.2%	44.1%	44.6%	45.0%
归母净利润率	29.7%	32.8%	31.7%	32.1%	32.4%
ROA	12.3%	13.1%	12.1%	11.7%	11.3%
ROE (摊薄)	18.6%	18.5%	16.5%	15.5%	14.7%
经营性 ROIC	17.0%	18.6%	15.8%	15.2%	14.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	29%	26%	25%	23%
流动比率	2.02	2.23	2.31	2.47	2.74
速动比率	1.97	2.18	2.26	2.42	2.69
归母权益/有息债务	5.93	8.94	10.32	11.26	12.24
有形资产/有息债务	8.52	12.09	13.48	14.46	15.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10056	10563	11177	12002	12828
货币资金	1506	1542	1630	1874	2201
交易性金融资产	443	458	458	458	458
应收账款	363	329	355	359	361
应收票据	1	2	1	1	1
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	65	57	64	64	65
其他流动资产	93	105	105	105	105
流动资产合计	2503	2646	2645	2893	3223
其他权益工具	9	0	0	0	0
长期股权投资	513	485	485	485	485
固定资产	5913	4751	5733	6578	7272
在建工程	16	1573	1190	902	687
无形资产	37	38	37	37	36
商誉	151	153	153	153	153
其他非流动资产	396	463	463	463	463
非流动资产合计	7553	7917	8533	9108	9605
总负债	3377	3068	2946	2981	2993
短期借款	44	43	0	0	0
应付账款	614	597	628	637	650
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1239	1189	1143	1171	1175
长期借款	113	58	61	64	67
应付债券	769	555	555	555	555
其他非流动负债	32	30	33	38	42
非流动负债合计	2138	1880	1803	1810	1818
股东权益	6679	7494	8232	9020	9835
股本	752	752	752	752	752
公积金	729	729	729	729	729
未分配利润	5153	5901	6637	7424	8238
归属母公司权益	6666	7475	8211	8999	9812
少数股东权益	13	19	20	21	23

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
管理费用率	1.68%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
财务费用率	0.20%	0.67%	0.68%	0.60%	0.51%
研发费用率	0.39%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
所得税率	28.26%	27.37%	28.00%	28.00%	28.00%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.14	1.30	1.28	1.32	1.37
每股经营现金流	4.41	4.65	4.61	4.65	4.85
每股净资产	14.01	15.73	17.28	18.93	20.64
每股销售收入	8.76	8.85	8.98	9.17	9.37

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A股)	11.4	10.3	10.5	10.1	9.8
PB (A股)	2.13	1.89	1.72	1.57	1.44
EV/EBITDA	9.2	8.1	8.3	8.0	7.5
股息率	3.8%	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼