

# 中国海油 (600938.SH)

## 一季度油气净产量同比增长 8.6%，二季度有望受益油价上涨

优于大市

### 核心观点

美伊冲突带动原油价格大幅上涨，公司 2026 年第一季度归母净利润同比增长 7.1%，业绩超预期。公司 2026 年第一季度实现营业收入 1160.8 亿元（同比+8.6%，环比+35.4%），归母净利润 391.4 亿元（同比+7.1%，环比+94.6%），主要原因是受到美伊冲突影响，3 月以来霍尔木兹海峡航运几近停滞，全球原油价格大幅上涨，同时公司油气销量上升所致。

公司油气净产量超预期，实现油价同环比上涨，成本竞争优势继续巩固。公司 2026 年第一季度油气销售收入为 970.0 亿元（同比+9.9%），油气净产量达到 205.1 百万桶油当量（同比+8.6%），再创历史新高，主要由于公司合理优化油气田停产检修安排，加快新井投产进度。从产地看，国内净产量 140.0 百万桶油当量（同比+7.0%），主要得益于垦利 10-2 等油气田的贡献；海外净产量 65.1 百万桶油当量（同比+12.3%），主要得益于圭亚那 Yellowtail 等项目的贡献。从产品结构看，石油液体产量 158.5 百万桶油当量（同比+8.9%），天然气产量 2725 亿立方英尺（同比+7.7%）。2026 年第一季度布伦特原油均价 78.4 美元/桶（同比+4.5%），公司实现价格 75.9 美元/桶（同比+4.5%），与布伦特原油均价贴水 2.5 美元/桶（同比扩大 0.1 美元/桶），平均实现气价为 7.69 美元/千立方英尺（同比-1.2%）。公司 2026 年第一季度桶油主要成本 28.4 美元/桶油当量（同比+1.4 美元/桶油当量），主要受到人民币升值及税金上涨的影响，作业费用为 6.66 美元/桶油当量（同比基本持平），桶油作业费用管控良好，保持成本竞争优势。

公司持续加大勘探力度，稳步推进产能建设，一季度投产 3 个新项目。2026 年第一季度，公司共获得 4 个新发现，并成功评价 12 个含油气构造。其中，新发现旅大 16-1 展示了辽中凹陷古近系岩性领域的勘探前景；成功评价恩平 20-5，一体化滚动增储成效显著。开发生产方面，惠州 25-8 油田综合调整项目和蓬莱 19-3 油田 1/2/3/8/9 区二次调整项目等三个新项目已成功投产。2026 年第一季度，公司资本支出约人民币 330.2 亿元（同比+19.1%），其中勘探/开发/生产资本开支为 50/218/60 亿元，分别同比+13.0%/+24.0%/+12.8%，主要由于勘探井、调整井工作量的加快部署和产能建设的提速，公司全年资本开支维持 1120-1220 亿元。

**风险提示：**原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

**投资建议：**由于中东地缘冲突带来油价大幅上行，我们上调 2026-2028 年布伦特油价中枢至 85/80/75 美元/桶，上调公司 2026-2028 年盈利预测为 1651/1552/1487 亿元（原值为 1563/1470/1485 亿元），对应 EPS 分别为 3.48/3.27/3.13 元，对应 PE 分别为 11.8/12.5/13.1x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	420,506	398,220	468,841	453,712	443,108
(+/-%)	0.9%	-5.3%	17.7%	-3.2%	-2.3%
净利润(百万元)	137936	122082	165067	155218	148667
(+/-%)	11.4%	-11.5%	35.2%	-6.0%	-4.2%
每股收益(元)	2.90	2.57	3.48	3.27	3.13
EBIT Margin	45.8%	43.5%	49.6%	48.4%	47.1%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	15.2%	18.5%	15.9%	14.0%
市盈率 (PE)	14.1	15.9	11.8	12.5	13.1
EV/EBITDA	8.5	8.9	10.2	10.9	11.6
市净率 (PB)	2.60	2.42	2.18	1.99	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 石油石化·油气开采 II

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

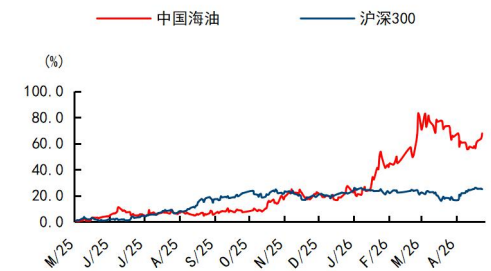
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.77 元
总市值/流通市值	1890266/1890266 百万元
52 周最高价/最低价	44.54/24.54 元
近 3 个月日均成交额	3326.65 百万元

#### 市场走势



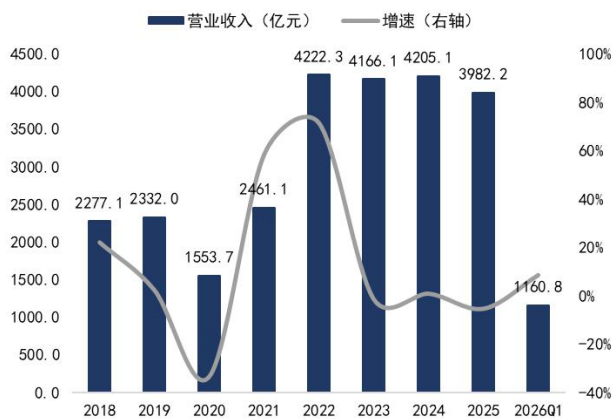
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国海油 (600938.SH) - 油气产量再创新高，有望充分受益油价弹性》——2026-03-27
- 《中国海油 (600938.SH) - 渤海海域获得亿吨级油田发现，国内油气持续上产》——2025-12-25
- 《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

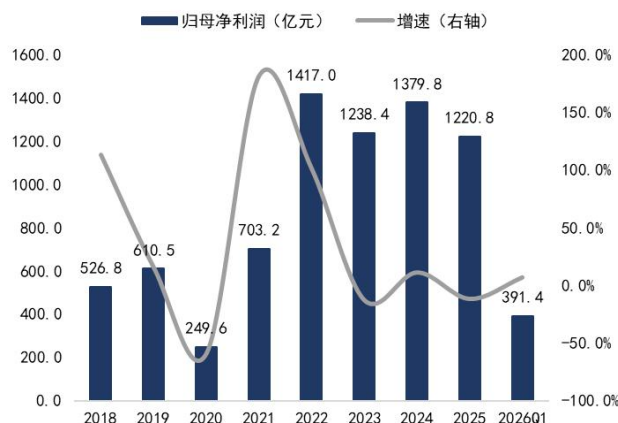
美伊冲突带动原油价格大幅上涨，公司 2026 年第一季度归母净利润同比增长 7.1%，业绩超预期。公司 2026 年第一季度实现营业收入 1160.8 亿元（同比+8.6%，环比+35.4%），归母净利润 391.4 亿元（同比+7.1%，环比+94.6%），主要原因是受到美伊冲突影响，3 月以来霍尔木兹海峡航运几近停滞，全球原油价格大幅上涨，同时公司油气销量上升所致。

图1：中国海油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国海油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

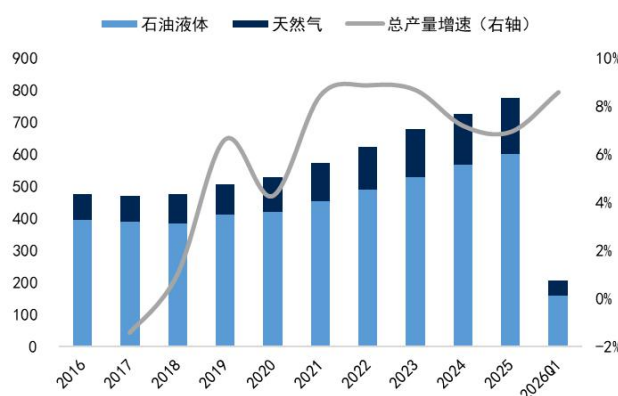
公司油气净产量超预期，实现油价同环比上涨，成本竞争优势继续巩固。公司 2026 年第一季度油气销售收入为 970.0 亿元（同比+9.9%），油气净产量达到 205.1 百万桶油当量（同比+8.6%），再创历史新高，主要由于公司合理优化油气田停产检修安排，加快新井投产进度。从产地看，国内净产量 140.0 百万桶油当量（同比+7.0%），主要得益于垦利 10-2 等油气田的贡献；海外净产量 65.1 百万桶油当量（同比+12.3%），主要得益于圭亚那 Yellowtail 等项目的贡献。从产品结构看，石油液体产量 158.5 百万桶油当量（同比+8.9%），天然气产量 2725 亿立方英尺（同比+7.7%）。

图3：中国海油国内外油气产量分布（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国海油油气产量及增速（百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2026 年第一季度布伦特原油均价 78.4 美元/桶（同比+4.5%），公司实现价格 75.9 美元/桶（同比+4.5%），与布伦特原油均价贴水 2.5 美元/桶（同比扩大 0.1 美元）。

/桶)，平均实现气价为 7.69 美元 / 千立方英尺（同比-1.2%）。公司 2026 年第一季度桶油主要成本 28.4 美元/桶油当量（同比+1.4 美元/桶油当量），主要受到人民币升值及税金上涨的影响，作业费用为 6.66 美元/桶油当量（同比基本持平），桶油作业费用管控良好，保持成本竞争优势。

图5：中国海油桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司持续加大勘探力度，稳步推进产能建设，一季度投产 3 个新项目。**2026 年第一季度，公司共获得 4 个新发现，并成功评价 12 个含油气构造。其中，新发现旅大 16-1 展示了辽中凹陷古近系岩性领域的勘探前景；成功评价恩平 20-5，一体化滚动增储成效显著。开发生产方面，惠州 25-8 油田综合调整项目和蓬莱 19-3 油田 1/2/3/8/9 区二次调整项目等三个新项目已成功投产。2026 年第一季度，公司资本支出约人民币 330.2 亿元（同比+19.1%），其中勘探/开发/生产资本开支为 50/218/60 亿元，分别同比+13.0%/+24.0%/+12.8%，主要由于勘探井、调整井工作量的加快部署和产能建设的提速，公司全年资本开支维持 1120-1220 亿元。

图6：中国海油经营现金流及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**由于中东地缘冲突带来油价大幅上行，我们上调 2026-2028 年布伦特油价中枢至 85/80/75 美元/桶，上调公司 2026-2028 年盈利预测为 1651/1552/1487 亿元（原值为 1563/1470/1485 亿元），对应 EPS 分别为 3.48/3.27/3.13 元，对应 PE 分别为 11.8/12.5/13.1x，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 (元)	EPS			PE			PB
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
600938.SH	中国海油	优于大市	39.77	2.57	3.48	3.27	11.8	11.8	12.5	2.4
601857.SH	中国石油	优于大市	12.18	0.86	0.98	1.01	12.1	12.4	12.1	1.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2026 年 4 月 28 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	154196	214695	319090	343049	383213	营业收入	420506	398220	468841	453712	443108
应收款项	33078	32425	38668	36684	36151	营业成本	194993	193261	202188	201301	202126
存货净额	5732	6090	12235	10310	10826	营业税金及附加	20276	18194	21098	20417	19940
其他流动资产	25832	16175	16409	20727	17917	销售费用	3532	3926	3938	3811	3722
<b>流动资产合计</b>	<b>264609</b>	<b>295383</b>	<b>475403</b>	<b>502770</b>	<b>543107</b>	管理费用	7213	7769	7086	6840	6661
固定资产	164017	157465	195871	276414	356351	研发费用	1711	1659	1875	1815	1772
无形资产及其他	3762	3683	4536	5388	6241	财务费用	2832	823	60	612	1042
投资性房地产	575402	596209	596209	596209	596209	投资收益	2497	(943)	0	0	(314)
长期股权投资	48491	45819	44783	42627	40672	资产减值及公允价值变动	(3450)	(3127)	(3267)	(3281)	(1000)
<b>资产总计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1316801</b>	<b>1423408</b>	<b>1542579</b>	其他收入	(743)	(1064)	(1875)	(1815)	(1772)
短期借款及交易性金融负债	22348	3354	30000	33000	36300	营业利润	189964	169113	229328	215634	206531
应付款项	59685	59631	110114	99567	102337	营业外净收支	12	526	56	63	63
其他流动负债	36842	28268	46833	46444	45947	<b>利润总额</b>	<b>189976</b>	<b>169639</b>	<b>229384</b>	<b>215697</b>	<b>206594</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>118875</b>	<b>91253</b>	<b>186946</b>	<b>179011</b>	<b>184583</b>	所得税费用	51994	47491	64228	60395	57846
长期借款及应付债券	61243	58832	80832	100832	120832	少数股东损益	46	66	89	84	80
其他长期负债	126727	143290	153016	162163	173975	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137936</b>	<b>122082</b>	<b>165067</b>	<b>155218</b>	<b>148667</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>187970</b>	<b>202122</b>	<b>233848</b>	<b>262995</b>	<b>294807</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>306845</b>	<b>293375</b>	<b>420794</b>	<b>442006</b>	<b>479390</b>	净利润	137936	122082	165067	155218	148667
少数股东权益	1888	2434	2470	2495	2515	资产减值准备	4524	(4238)	85827	43676	46563
股东权益	747548	802750	893537	978907	1060674	折旧摊销	71990	76962	147	147	147
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1056281</b>	<b>1098559</b>	<b>1316801</b>	<b>1423408</b>	<b>1542579</b>	公允价值变动损失	3450	3127	3267	3281	1000
						财务费用	2832	823	60	612	1042
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	109508	(7158)	151979	41479	63475
每股收益	2.90	2.57	3.48	3.27	3.13	其它	(4500)	4270	(85792)	(43651)	(46543)
每股红利	1.38	1.34	1.56	1.47	1.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>322908</b>	<b>195045</b>	<b>320496</b>	<b>200151</b>	<b>213309</b>
每股净资产	15.74	16.90	18.81	20.61	22.33	资本开支	0	(62105)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	19.48%	16.29%	23%	22%	19%	其它投资现金流	(1467)	19773	(63002)	(3000)	(3000)
ROE	18.45%	15.21%	18%	16%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1294</b>	<b>(39660)</b>	<b>(190466)</b>	<b>(129344)</b>	<b>(129545)</b>
毛利率	54%	51%	57%	56%	54%	权益性融资	315	556	0	0	0
EBIT Margin	46%	44%	50%	48%	47%	负债净变化	(5510)	(684)	10000	8000	8000
EBITDA Margin	63%	63%	50%	48%	47%	支付股利、利息	(65723)	(63566)	(74280)	(69848)	(66900)
收入增长	1%	-5%	18%	-3%	-2%	其它融资现金流	(178417)	33058	26646	3000	3300
净利润增长率	11%	-11%	35%	-6%	-4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(320568)</b>	<b>(94886)</b>	<b>(25634)</b>	<b>(46848)</b>	<b>(43600)</b>
资产负债率	29%	27%	32%	31%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>3634</b>	<b>60499</b>	<b>104395</b>	<b>23959</b>	<b>40164</b>
股息率	3.4%	3.3%	3.8%	3.6%	3.4%	货币资金的期初余额	150562	154196	214695	319090	343049
P/E	14.1	15.9	11.8	12.5	13.1	货币资金的期末余额	154196	214695	319090	343049	383213
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	0	132563	191138	71186	85521
EV/EBITDA	8.5	8.9	10.2	10.9	11.6	权益自由现金流	0	164937	227740	81745	96071

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所提及的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