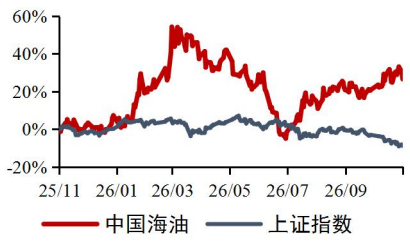
# 石油开采Ⅲ　中国海油（600938.SH）　买入-B(首次)

## 油气增产增效，长期价值明确

2026 年 11 月 4 日　公司研究/公司快报

**公司近一年市场表现**




**市场数据：2026 年 11 月 3 日**

| | |
|---|---|
| 收盘价（元/股）： | 34.21 |
| 年内最高/最低（元/股）： | 44.54/26.40 |
| 流通 A 股/总股本（亿股）： | 29.90/475.30 |
| 流通 A 股市值（亿元）： | 1,022.88 |
| 总市值（亿元）： | 16,260.00 |

**基础数据：2026 年 9 月 30 日**

| | |
|---|---|
| 基本每股收益(元/股)： | 2.51 |
| 摊薄每股收益(元/股)： | 2.51 |
| 每股净资产(元/股)： | 17.88 |
| 净资产收益率(%)： | 14.03 |

资料来源：常闻

**分析师：**

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

### 事件描述

➢ 公司发布 2026 年三季度报，前三季度实现营业收入 3,555.74 亿元，同比增长 13.8%；实现归属于母公司股东的净利润 1,191.18 亿元，同比增长 16.8%；实现扣非归母净利润 1,189.25 亿元，同比增长 17.8%。第三季度单季实现营业收入 1,129.14 亿元，同比增长 7.6%；实现归母净利润 333.00 亿元，同比增长 2.7%；实现扣非归母净利润 331.92 亿元，同比增长 5.2%。

### 事件点评

➢ **油气净产量稳步增长，盈利水平再创新高。**前三季度，公司油气净产量达 593.7 百万桶油当量，同比上升 2.7%。中国净产量达 408.5 百万桶油当量，同比上升 1.9%，主要得益于垦利 10-2 等油气田的产量贡献；海外净产量 185.1 百万桶油当量，同比上升 4.3%，主要得益于圭亚那和巴西项目带来的产量贡献。第三季度，公司油气净产量达 194.9 百万桶油当量，同比上升 0.6%。前三季度实现油气销售收入约 3,053.5 亿元，同比增加 19.5%，主要原因是油价上涨。归属于母公司股东的净利润达 1,191.2 亿元，同比增加 16.8%。前三季度，公司的平均实现油价为 86.32 美元 / 桶，同比上升 26.4%；平均实现气价为 8.13 美元 / 千立方英尺，同比上升 3.4%。公司持续保持成本竞争优势，前三季度桶油主要成本为 30.57 美元/桶油当量。

➢ **资本支出稳步推进，在建储备充足。**前三季度，公司资本支出约人民币 899 亿元，同比增加 4.5%，主要是调整井工作量加快部署。公司共获得 5 个新发现，成功评价 23 个含油气构造。在中国，成功评价渤中 8-3 南和惠州 21-8，持续扩大储量规模，有望成为大中型油气田；成功评价曹妃甸 22-3，展现了埕北低凸起古近系岩性领域良好的勘探前景。在海外，有序推进伊拉克和哈萨克斯坦新获取勘探区块地震采集工作。第三季度，公司获得 1 个新发现，成功评价 7 个含油气构造。

➢ **高分红与大额增持承诺彰显长期价值。**前三季度公司毛利率 53.89%，同比提升 1.65 个百分点；期间费用率 2.03%，同比下降 1.09 个百分点；资产负债率 29.83%，同比下降 0.26 个百分点。经营性现金流净额同比+16.2%至 1,995.86 亿元。公司发布行动方案公告，承诺 2025-2027 年全年股息支付率不低于 45%（较 2022－2024 年提升 5 个百分点），保持每年两次派息；控股股东自 2025 年 4 月至 2026 年 10 月已累计增持 6.52 亿元，并计划截至 2027 年 4 月 8 日累计增持 20－40 亿元人民币。

### 投资建议

➢ 公司作为中国最大的海上原油及天然气生产商，亦为全球最大的独立油气勘探及生产集团之一，在多个世界级油气项目持有权益，在中东地缘冲突影响下，油价宽幅高位震荡，公司业绩有望充分受益。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 3.43\3.49\3.66 元，对应公司 11 月 3 日收盘价 34.21 元，PE 分别为 10.0\9.8\9.3 倍，首次给予“买入-B”投资评级。

**风险提示**

➢ 1）宏观经济风险

➢ 所处行业与宏观经济密切相关。地缘政治、贸易摩擦等因素叠加对全球物资、人员和资本流动造成负面影响，全球供应链面临前所未有的挑战。宏观经济变化会影响石油及天然气的供给和下游需求，从而可能使得公司业绩受到不利影响。

➢ 2）国际政治经济因素变动风险

➢ 国际政治经济形势复杂多变，乌克兰、中东地区地缘政治局势持续紧张，加快世界格局深刻演变。若公司经营所在国出现政治或经济不稳定的情形，可能会对公司的财务状况和经营结果产生负面影响。公司在俄罗斯拥有 10%权益的 ArcticLNG2LLC 及其所运营的项目因俄乌冲突引发的制裁受到一定程度的不利影响。

➢ 3）市场竞争日益加剧风险

➢ 新一轮科技革命和产业变革对能源产业发展产生深远影响。公司面临着在油气资源获取、替代能源、客户、资本融资、技术和设备、人才和商业机会等各方面的竞争。能源价格持续受到全球供需、地缘局势、绿色低碳等方面的影响，同时，能源领域的环保监管日趋严格，替代能源行业的不断进步和发展同样导致能源供应市场竞争加剧，可能会对公司的经营和业绩产生不利影响。

**财务数据与估值：**

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 420,506 | 398,220 | 451,364 | 460,391 | 473,639 |
| YoY(%) | 0.9 | -5.3 | 13.3 | 2.0 | 2.9 |
| 净利润(百万元) | 137,936 | 122,082 | 163,007 | 165,852 | 174,077 |
| YoY(%) | 11.4 | -11.5 | 33.5 | 1.7 | 5.0 |
| 毛利率(%) | 53.6 | 51.5 | 57.8 | 57.4 | 57.7 |
| EPS(摊薄/元) | 2.90 | 2.57 | 3.43 | 3.49 | 3.66 |
| ROE(%) | 18.4 | 15.2 | 17.4 | 15.6 | 14.5 |
| P/E(倍) | 11.8 | 13.3 | 10.0 | 9.8 | 9.3 |
| P/B(倍) | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| 净利率(%) | 32.8 | 30.7 | 36.1 | 36.0 | 36.8 |

资料来源：常闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 264609 | 295383 | 405264 | 594412 | 785712 |
| 现金 | 154196 | 214695 | 313287 | 506849 | 691692 |
| 应收票据及应收账款 | 33078 | 32425 | 41978 | 33832 | 44201 |
| 预付账款 | 2924 | 4771 | 2738 | 5493 | 2670 |
| 存货 | 5732 | 6090 | 5692 | 6380 | 5966 |
| 其他流动资产 | 68679 | 37402 | 41569 | 41858 | 41182 |
| **非流动资产** | 791672 | 803176 | 815185 | 749380 | 685473 |
| 长期投资 | 48491 | 45819 | 44213 | 42782 | 41210 |
| 固定资产 | 475132 | 515457 | 546918 | 508110 | 465356 |
| 无形资产 | 3762 | 3683 | 2827 | 1858 | 908 |
| 其他非流动资产 | 264287 | 238217 | 221227 | 196631 | 177998 |
| **资产总计** | 1056281 | 1098559 | 1220449 | 1343792 | 1471184 |
| **流动负债** | 118875 | 91253 | 106828 | 109593 | 108261 |
| 短期借款 | 4303 | 0 | 4303 | 4303 | 4303 |
| 应付票据及应付账款 | 59685 | 59631 | 58370 | 63000 | 60885 |
| 其他流动负债 | 54887 | 31622 | 44155 | 42291 | 43073 |
| **非流动负债** | **187970** | **202122** | **178607** | **169240** | **159790** |
| 长期借款 | 61243 | 58832 | 47066 | 35299 | 23533 |
| 其他非流动负债 | 126727 | 143290 | 131541 | 133941 | 136257 |
| **负债合计** | 306845 | 293375 | 285435 | 278833 | 268051 |
| 少数股东权益 | 1888 | 2434 | 3522 | 3612 | 3706 |
| 股本 | 75180 | 75180 | 75180 | 75180 | 75180 |
| 资本公积 | 2851 | 2851 | 5583 | 5583 | 5583 |
| 留存收益 | 660075 | 721869 | 834026 | 949590 | 1070125 |
| 归属母公司股东权益 | 747548 | 802750 | 931492 | 1061347 | 1199427 |
| **负债和股东权益** | 1056281 | 1098559 | 1220449 | 1343792 | 1471184 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 220891 | 209042 | 220531 | 245884 | 240745 |
| 净利润 | 137982 | 122148 | 163095 | 165942 | 174171 |
| 折旧摊销 | 72196 | 77193 | 70232 | 78737 | 83529 |
| 财务费用 | 2832 | 823 | -1070 | -3510 | -6339 |
| 投资损失 | -2497 | 943 | -639 | -792 | -663 |
| 营运资金变动 | -5781 | -7438 | -8429 | 7179 | -7789 |
| 其他经营现金流 | 16159 | 15373 | -2658 | -1672 | -2165 |
| **投资活动现金流** | -175426 | -125264 | -78944 | -10468 | -16794 |
| **筹资活动现金流** | -97935 | -85983 | -42995 | -41854 | -39108 |
| | | | | | |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.90 | 2.57 | 3.43 | 3.49 | 3.66 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 4.65 | 4.40 | 4.64 | 5.17 | 5.07 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 15.73 | 16.89 | 19.60 | 22.33 | 25.24 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 420506 | 398220 | 451364 | 460391 | 473639 |
| 营业成本 | 194993 | 193261 | 190593 | 196311 | 200237 |
| 营业税金及附加 | 20276 | 18194 | 20622 | 21034 | 21640 |
| 营业费用 | 3532 | 3926 | 4121 | 4371 | 4410 |
| 管理费用 | 7213 | 7769 | 8806 | 8982 | 9240 |
| 研发费用 | 1711 | 1659 | 1880 | 1918 | 1973 |
| 财务费用 | 2832 | 823 | -1070 | -3510 | -6339 |
| 资产减值损失 | -8076 | -3818 | -4328 | -4414 | -4541 |
| 公允价值变动收益 | 4597 | 682 | 2640 | 1661 | 2150 |
| 投资净收益 | 2497 | -943 | 639 | 792 | 663 |
| **营业利润** | 189964 | 169113 | 225980 | 229934 | 241363 |
| 营业外收入 | 398 | 888 | 888 | 888 | 888 |
| 营业外支出 | 386 | 362 | 362 | 362 | 362 |
| **利润总额** | 189976 | 169639 | 226506 | 230460 | 241889 |
| 所得税 | 51994 | 47491 | 63411 | 64518 | 67718 |
| **税后利润** | 137982 | 122148 | 163095 | 165942 | 174171 |
| 少数股东损益 | 46 | 66 | 88 | 90 | 94 |
| **归属母公司净利润** | 137936 | 122082 | 163007 | 165852 | 174077 |
| EBITDA | 263115 | 246553 | 295390 | 305196 | 318020 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 0.9 | -5.3 | 13.3 | 2.0 | 2.9 |
| 营业利润(%) | 9.9 | -11.0 | 33.6 | 1.7 | 5.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 11.4 | -11.5 | 33.5 | 1.7 | 5.0 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 53.6 | 51.5 | 57.8 | 57.4 | 57.7 |
| 净利率(%) | 32.8 | 30.7 | 36.1 | 36.0 | 36.8 |
| ROE(%) | 18.4 | 15.2 | 17.4 | 15.6 | 14.5 |
| ROIC(%) | 16.4 | 13.9 | 16.1 | 14.5 | 13.5 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 29.0 | 26.7 | 23.4 | 20.7 | 18.2 |
| 流动比率 | 2.2 | 3.2 | 3.8 | 5.4 | 7.3 |
| 速动比率 | 2.0 | 3.1 | 3.6 | 5.2 | 7.1 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 应收账款周转率 | 12.1 | 12.2 | 12.1 | 12.1 | 12.1 |
| 应付账款周转率 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 11.8 | 13.3 | 10.0 | 9.8 | 9.3 |
| P/B | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 9.4 | 9.8 | 7.8 | 6.9 | 6.0 |

资料来源：常闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：**

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所：

**上海**
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**深圳**
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

**太原**
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

**北京**
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

