

中国石油（601857.SH）

优于大市

中俄签署 500 亿方天然气管道建设备忘录，天然气市场化改革持续深化

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 炼化及贸易

◆ 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
证券分析师：	董丙旭	0755-81982570	dongbingxu@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090002

事项：

根据财新报道，中俄签署 500 亿方天然气管道建设备忘录。

国信化工观点：

1) 中俄签署中俄中线 500 亿方天然气管道建设备忘录，提高中俄东线、中俄远东管道未来进口天然气量：中俄进口管道天然气包括（1）中俄东线（又称西伯利亚力量-1 号）管道：由俄罗斯东西伯利亚气田至中国黑龙江，2019 年正式投产通气，2024 年年供应量提前达到 380 亿立方米的设计容量；（2）远东管道：由俄符拉迪沃斯托克（海参崴）至中国，天然气来源地为萨哈林，2022 年俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签订合同开始建设，天然气运输量 100 亿方米/年，计划 2027 年开通；（3）中俄中线（又称西伯利亚力量-2 号）管道。近期，根据财新报道，俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签署了商业协议，其中包括（1）签署具有法律约束力的关于修建“西伯利亚力量-2 号”天然气管道的备忘录，建成后预计从俄罗斯西西伯利亚气田经蒙古向中国每年供应 500 亿立方米天然气，合同期限预计为 30 年；（2）将中俄东线供气规模从 380 亿立方米/年增至 440 亿立方米/年；（3）远东管道天然气供应量从 100 亿立方米/年增加至 120 亿立方米/年。

2) 天然气市场化改革持续深化，终端销售更加市场化，天然气综合售价预期有所提升：8 月 1 日，国家发改委、国家能源局发布《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》，明确省内天然气管道运输价格按照“准许成本加合理收益”的方法核定，将进一步降低天然气省内天然气运输价格，工商业用气潜能有望得到释放。2025-2026 年中石油管道天然气定价方案中非采暖季管制气占比由 65%降低至 60%，采暖季中管制气占比维持在 55%不变。价格变动幅度与上一季保持一致为 18.5%；非管制气固定气量部分，采暖季占比由 32%上调至 33%，非采暖季占比由 42%下调至 38%，价格上浮比例维持在 70%不变；非管制气中浮动气量由 3%上调至 7%，定价参考上海石油天然气交易中心进口现货价格，表明中石油天然气销售进一步市场化，2025-2026 年公司天然气销售价格预期有所提升。

3) 控股股东划转股份给中国移动集团，优化公司股权结构，加速推进“数智石油”战略：9 月 2 日，中国石油天然气集团有限公司（简称“中国石油集团”）拟通过国有股份划转方式将其持有的中国石油天然气股份有限公司（简称“公司”）541202377 股 A 股股份（占公司总股本的 0.30%）划转给中国移动通信集团有限公司（简称“中国移动集团”）。2021 年以来，中国石油集团和中国移动集团持续开展合作，2024 年双方共建昆仑大模型，打响了国内油气行业“AI 大模型”第一枪，本次股权划转将进一步深化中国石油集团与中国移动集团的战略合作，拓宽合作领域，优化公司股权结构，实现优势互补、合作双赢、共同发展。

4) 投资建议：维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 9.7/9.5/9.4x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 中俄签署中俄中线 500 亿方天然气管道建设备忘录，提高中俄东线、中俄远东管道未来进口天然气量

中俄进口管道天然气包括（1）中俄东线（又称西伯利亚力量-1 号）管道：由俄罗斯东西伯利亚气田至中国黑龙江，2019 年正式投产通气，2024 年年供应量提前达到 380 亿立方米的设计容量；（2）远东管道：由俄符拉迪沃斯托克（海参崴）至中国，天然气来源地为萨哈林，2022 年俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签订合同开始建设，天然气运输量 100 亿方米/年，计划 2027 年开通；（3）中俄中线（又称西伯利亚力量-2 号）管道。近期，根据财新报道，俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签署了商业协议，其中包括（1）签署具有法律约束力的关于修建“西伯利亚力量-2 号”天然气管道的备忘录，建成后预计从俄罗斯西西伯利亚气田经蒙古向中国每年供应 500 亿立方米天然气，合同期限预计为 30 年；（2）将中俄东线供气规模从 380 亿立方米/年增至 440 亿立方米/年；（3）远东管道天然气供应量从 100 亿立方米/年增加至 120 亿立方米/年。

◆ 天然气市场化改革持续深化，终端销售更加市场化，天然气综合售价预期有所提升

8 月 1 日，国家发改委、国家能源局发布《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》，明确省内天然气管道运输价格按照“准许成本加合理收益”的方法核定，将进一步降低天然气省内天然气运输价格，工商业用气潜能有望得到释放。2025-2026 年中石油管道天然气定价方案中非采暖季管制气占比由 65%降低至 60%，采暖季中管制气占比维持在 55%不变。价格变动幅度与上一季保持一致为 18.5%；非管制气固定气量部分，采暖季占比由 32%上调至 33%，非采暖季占比由 42%下调至 38%，价格上浮比例维持在 70%不变；非管制气中浮动气量由 3%上调至 7%，定价参考上海石油天然气交易中心进口现货价格，表明中石油天然气销售进一步市场化，2025-2026 年公司天然气销售价格预期有所提升。

◆ 控股股东划转股份给中国移动集团，优化公司股权结构，加速推进“数智石油”战略

9 月 2 日，中国石油天然气集团有限公司（简称“中国石油集团”）拟通过国有股份划转方式将其持有的中国石油天然气股份有限公司（简称“公司”）541202377 股 A 股股份（占公司总股本的 0.30%）划转给中国移动通信集团有限公司（简称“中国移动集团”）。2021 年以来，中国石油集团和中国移动集团持续开展合作，2024 年双方共建昆仑大模型，打响了国内油气行业“AI 大模型”第一枪，本次股权划转将进一步深化中国石油集团与中国移动集团的战略合作，拓宽合作领域，优化公司股权结构，实现优势互补、合作双赢、共同发展。

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 9.7/9.5/9.4x，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 (元)	PE			PB		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600938.SH	中国海油	优于大市	26.15	2.90	2.82	2.87	10.2	9.3	9.1
601857.SH	中国石油	优于大市	8.89	0.90	0.91	0.93	10.0	9.7	9.5

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 8 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ 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：

- 《中国石油（601857.SH）-天然气量价齐升，盈利稳定凸显韧性》——2025-08-29
- 《中国石油（601857.SH）-天然气市场化改革持续深化，龙头有望充分受益》——2025-08-09
- 《中国石油（601857.SH）-油气产储日新月异，炼化产能减油增特》——2025-06-19
- 《中国石油（601857.SH）-能源转型践行 ESG 理念，社会责任凸显央企担当》——2025-05-22
- 《中国石油（601857.SH）-上游板块逆势增长，2025 年一季度归母净利润同比增长 2.3%》——2025-04-30

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	269873	216246	127484	118420	109309	营业收入	3011012	2937981	2939755	2984351	3027086
应收款项	99802	104032	96649	98116	99521	营业成本	2302385	2275223	2239865	2271676	2303780
存货净额	180533	168338	127747	128809	129867	营业税金及附加	295015	266012	264578	268592	272438
其他流动资产	100908	99412	88193	89531	90813	销售费用	70260	63190	64675	65656	66596
流动资产合计	658520	590844	442889	437690	432325	管理费用	55023	65026	62507	63399	64253
固定资产	665611	695374	748880	783387	801701	研发费用	21957	23014	20578	22383	24217
无形资产及其他	92744	92790	94078	95367	96655	财务费用	18110	12552	6158	2949	1586
投资性房地产	1054863	1083922	1083922	1083922	1083922	投资收益	9554	11934	10000	10000	10000
长期股权投资	280972	290077	293077	296077	299077	资产减值及公允价值变动	(26948)	(9605)	(22000)	(25000)	(25000)
资产总计	2752710	2753007	2662847	2696443	2713680	其他收入	199	(3021)	(20578)	(22383)	(24217)
短期借款及交易性金融负债	156795	147712	50000	50000	50000	营业利润	253024	255286	269394	274698	279217
应付款项	309887	287680	255494	257618	259735	营业外净收支	(15566)	(13784)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	222325	201925	196388	198088	199778	利润总额	237458	241502	249394	254698	259217
流动负债合计	689007	637317	501883	505706	509512	所得税费用	57167	57755	62348	63674	64804
长期借款及应付债券	143198	98072	68072	38072	8072	少数股东损益	19147	19071	19694	20113	20470
其他长期负债	289884	307755	308255	308755	309255	归属于母公司净利润	161144	164676	167351	170910	173943
长期负债合计	433082	405827	376327	346827	317327	现金流量表（百万元）					
负债合计	1122089	1043144	878210	852533	826839	净利润	161144	164676	167351	170910	173943
少数股东权益	184211	194492	202326	210326	218468	资产减值准备	(8277)	(14678)	1437	986	550
股东权益	1446410	1515371	1582312	1633585	1668373	折旧摊销	210347	215967	176768	193219	209848
负债和股东权益总计	2752710	2753007	2662847	2696443	2713680	公允价值变动损失	26948	9605	22000	25000	25000
关键财务与估值指标						财务费用	18110	12552	6158	2949	1586
每股收益	0.88	0.90	0.91	0.93	0.95	营运资本变动	(4229)	(59012)	23408	1443	1111
每股红利	0.58	0.58	0.55	0.65	0.76	其它	14793	21443	6396	7014	7592
每股净资产	7.90	8.28	8.65	8.93	9.12	经营活动现金流	400726	338001	397361	398573	418044
ROIC	12%	11%	13%	14%	14%	资本开支	0	(216470)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	11%	11%	10.6%	10.5%	10.4%	其它投资现金流	(3528)	4588	0	0	0
毛利率	24%	23%	23.81%	23.88%	23.89%	投资活动现金流	(14829)	(220987)	(258000)	(258000)	(258000)
EBIT Margin	9%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	3576	2393	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	(43465)	(52093)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	-7%	-2%	0%	2%	1%	支付股利、利息	(106304)	(106259)	(100411)	(119637)	(139154)
净利润增长率	8%	2%	2%	2%	2%	其它融资现金流	(45111)	143670	(97712)	0	0
资产负债率	47%	45%	41%	39%	39%	融资活动现金流	(341073)	(170641)	(228123)	(149637)	(169154)
股息率	6.5%	6.5%	6.2%	7.4%	8.6%	现金净变动	44824	(53627)	(88762)	(9065)	(9111)
P/E	10.1	9.9	9.7	9.5	9.4	货币资金的期初余额	225049	269873	216246	127484	118420
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	货币资金的期末余额	269873	216246	127484	118420	109309
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.4	5.1	4.9	企业自由现金流	0	127286	160840	159147	177811
						权益自由现金流	0	218863	28510	126935	146621

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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