

中海油在地緣風險展韌性



几不可失

黃德几

盈立證券研究部
執行董事

中東局勢持續惡化，成為全球能源市場最大不確定因素。霍爾木茲海峽運輸受阻、卡塔爾全球最大液化天然氣（LNG）出口工廠，因無人機攻擊關閉，導致原油及天然氣供應鏈嚴重擾亂。歐洲天然氣價格急升逾兩成，亞洲 LNG 現貨價格急劇上升。



■ 中海油近期增持股份，有助提振市場信心。
路透社

中國作為亞洲最大能源消費國，中東供應佔石油進口約50%，中央已口頭要求煉油企業暫停柴油及汽油出口，優先保障國內需求。此等地緣政治風險，直接利好上游油氣企業如中海油(0883)，公司盈利與油價正相關度最高，高於中石油(0857)及中石化(0386)。

不過，地緣風險亦具雙刃劍效應。中國擁有13億桶戰略石油儲備，可應付約75天消費，短期供應中斷可獲緩衝；但若地緣衝突長期化，全球供應鏈斷裂、海外資產風險上升。中海油海外項目（如巴西Mero系列）貢獻產量增長，但暴露於地緣緊張之下。

回顧業績，中海油2025年第三季，在油價下跌環境下仍展現強韌性。去年首三季，純利達1,019.71億元（人民幣，下同），按年跌12.6%；油氣銷售收入2,554.8億元，降5.9%。雖然布蘭特油價前三季跌14.6%，公司平均每桶實現油價68.29美元，降13.6%；但天然氣收入逆勢增15.2%，

平均實現氣價7.86美元/千立方英尺，上升1.0%，反映天然氣業務韌性。

成本控制奏效

財務方面，雖然油價壓力大，但公司成本控制奏效。全成本每桶油當量（BOE）為27.35美元，按年降2.8%。資本支出約860億元，按年降9.8%，主要因在建項目工作量減少。

中海油生產目標維持2025年7.6億至7.8億BOE，2026年7.8億至8億BOE，2027年8.1億至8.3億BOE，穩步增長。成本控制為亮點，桶油稅項下降11%，有效抵消油價壓力。公司強調高質量發展，聚焦有效產出，鞏固全球低成本優勢。

中海油控股股東中海油集團近期增持行動進一步提振市場信心，截至2026年3月4日，集團累計增持A股70.55萬股（佔總股本0.002%），金額3,000.63萬元；增持H股2,429.8萬股（佔總股本0.051%），金額3.73億

元。反映管理層樂觀，特別在地緣風險環境下。

展望未來，中海油機遇大於挑戰。地緣溢價推升油價，亞洲LNG需求急增（買家要求提前交付），天然氣業務受益。海外項目如巴西Buzios6、渤海秦皇島29-6百萬噸油田發現，支撐儲量增長。公司積極轉型，可再生能源投資每年升10%，料至2050年佔盈利50%，海上風電為重點。

總括而言，中海油在地緣政治風險下展現韌性，業績穩健、增持及高派息增強吸引力。投資者可考慮中長期持有，但需密切監察油價、地緣動態及全球供應變化。

技術上，年初至今維持一浪高於一浪形態，早前升至28.12元（港元，下同）見獲利回吐，未持有宜候低於20天移動線25元水平吸納，中線目標32元，若不跌穿23.5元可以繼續持有。

（筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份）

宏觀透視

Tomasz Wieladek 普徠仕歐洲首席宏觀經濟學家

歐洲央行或將加息

英國國債持續下挫，市場不斷調低對英倫銀行減息預期。今年初，英國國債曾是市場焦點，隨著政治及通脹風險溢價回落，投資者重新看好英國國債。

英國面對通脹黏性問題，遠較大多數已發展市場嚴峻。儘管通脹預期有所回落，勞動市場轉弱，但高企的通脹仍是市場討論的核心議題。這與歐元區情況不同，歐元區通脹明確回落至2%，並有望維持。意味英國通脹超出預期的風險明顯高於歐元區。英倫銀行可能在較長時間，維持較高政策利率，以降低相關風險。

歐元區通脹風險回升

另外，德國國債亦持續下跌，反映市場憂慮歐洲經濟體面臨更高天然氣價格壓力。今次中東危機，對德國而言可謂雪上加霜。歐洲天然氣儲備原已低於去年同期水平，而德國目前儲氣量僅相當於正常水平的兩成，法國情況相若。未來1年需在冬季來臨前重建庫存，即使地緣局勢緩和，料歐洲天然氣價格維持在高位。

在德國財政擴張帶動下，德國及整個歐元區面臨顯著的需求刺激。此外，中東局勢可能推動其他國家增加軍事開支。鑑於服務業通脹已具黏性，歐元區通脹再次回升風險不容忽視。德國財政刺激可能加劇勞動力短缺，進一步推通脹。歐洲央行或再次加息，料下一步政策行動是上調利率。

太平洋航運基本面改善

太平洋航運(2343)2025年全年溢利5,817.2萬美元，按年跌55.8%，基本溢利5,920萬美元，跌48%。派末期股息每股6仙，增17.6%，全年派息7.6仙，跌17.4%。集團由3月4日至12月31日展開股份購回計劃，資金上限4,000萬美元。

摩根大通發表報告指，太平洋航運去年業績遜預期，但公司是中國內地及香港唯一專注小宗散貨航運公司，可望受惠基本面改善，故對其正面看法維持不變。

摩通對集團2026年至2028財年稅後淨利潤預測分別增0%、增1%及降5%。維持其目標價4.1元，評級「增持」。

現價估值偏高

另外，大和表示，太平洋航運去年盈利未達預期，以最新期租等價收益(TCE)假設，將其2026年至2027年每股盈利預測下調46%至53%。

該行表示，太平洋航運管理層對2026年TCE前景相對樂觀。預計今年有41%及56%的靈便型與超靈便型船舶營運日期，分別以11,370美元及14,050美元日均淨租金鎖定，顯示TCE上行空間有限。其次，由於淨資產價值(NAV)低於當前市值，反映現價估值偏高。

大和將其評級由「買入」連降三級至「跑輸大市」，目標價則由3元上調至3.25元。

中東衝突引發潛在影響

全球地緣政治和經濟不確定性已成為2020年代一大特點，而中東地區近期軍事行動頻繁，令地緣政治局勢升溫，便是明顯例子。美國及以色列對伊朗的軍事行動，引發伊朗迅速作出反擊，包括針對卡塔爾能源設施的無人機襲擊。雖然未造成實質損害，但當地主要液化天然氣（LNG）暫停生產，反映是次事件與2025年6月以色列與伊朗的衝突相比，或帶來更廣泛的影響。

中東衝突事件對北美股市暫時未有太大影響，相比之下，其他市場板塊反應更為明顯。油價及天然氣價格急升；傳統避險資產如黃金、白銀及美元同步上揚，唯獨全球債息卻普遍不跌反升（債券價格下跌），顯示市場對通脹回升及央行後續政策的憂慮增加。

儘管目前仍然有很多未知之數，我們現時從三個主要變數評估是次衝突對市場及經濟的潛在影響：

1) 時間：按基本預測，這次事件應會維持較短時間，理由是華府過去的軍事行動多為短暫且具針對性（例如2025年6月的伊朗行動、2026年1月的委內瑞拉行動）。若情況再次如此，經濟的直接影響將可能較為短暫，市場亦會較快回到原有主題。最具參考性的歷史情境，是觀察2025年6月美國及以色列空襲伊朗前後，油價及天然氣價格的市場表現。若衝突持續遠超數星期，市場與經濟所受的影響將更顯著，較溫和的情境可能是能源價格持續但有限度上升。若只有伊朗能源供應受影響，全球充裕產能或可稍微抵消。

全球供應鏈可能受阻

不過，其他嚴重依賴伊朗石油的地區（如中國、印度及亞洲）較易受到衝擊。更大的風險則是全球

供應鏈受阻，例如霍爾木茲海峽部分封閉，或令能源價格出現更明顯的升幅。不過，只要軍事行動只集中於軍事目標，未影響能源設施，能源價格仍有望較快回落。

2) 基建：若商業基建設施（特別是能源生產設施）成為攻擊目標並遭破壞，能源價格或會急劇上升，甚至拖累經濟增長，並可能帶來滯脹風險。我們認為出現此情況的機會較低，因為任何具規模的破壞，同樣會對伊朗自身造成衝擊。然而，若伊朗陷入「背水一戰」的局面，相關風險則可能上升。

3) 局勢升級：目前衝突的範圍相對受控，亦有機會維持此水平。然而，若伊朗動用代理武裝把衝突擴散至其他地區，或干擾蘇伊士運河航運，局勢或會出現更廣泛、甚至更具破壞性的區域外溢效應，屆時影響的不僅是能源價格，亦可能波及全球供應鏈。