

提高未来 3 年分红比率，攻守兼备属性深化

2025 年 01 月 23 日

- **事件：**2025 年 1 月 22 日，公司发布 2025 年经营策略公告。
- **24 年净产量预计为 720 百万桶油当量，达到年初目标上限，25~27 年产量预期中值年均增速 4.4%。**2024 年初，公司预期当年目标产量为 700-720 百万桶油当量，据公司最新预期，2024 年净产量预计达约 720 百万桶油当量，达到年初目标上限，且实现连续 6 年创产量新高。2025-2027 年公司产量目标分别为 760~780、780~800、810~830 百万桶油当量，以预期中值计算年同比增速分别为 6.9%、2.6%、3.8%，三年 CAGR 为 4.4%。
- **25 年国内外多个新项目投产推动产量增长。**国内方面，渤中 26-6 油田开发项目一期、垦利 10-2 油田群开发项目一期将于 2025 年投产；前者高峰产量可达到 2.23 万桶油当量/天，得益于工程标准化等应用，该亿吨级油田开发周期大幅缩短，仅用时 3 年；后者高峰产量为 1.94 万桶油当量/天；此外，番禺 10/11 区块联合开发项目于 2025 年 1 月 2 日投产、高峰产量 1.36 万桶油当量/天，深海一号二期天然气开发项目于 2024 年 9 月 27 日投产、2025 年将投产 9 口新井，新增天然气产能约 110 百万立方英尺/天，涠洲 11-4 油田调整及围区开发项目也将统筹新区开发和老油田二次开发。海外方面，圭亚那 Yellowtail 项目和巴西 Buzios7 项目将于 2025 年投产；前者将贡献产能 25 万桶/天，截至 2024 年 8 月，圭亚那 Stabroek 区块产量达到 63 万桶/天以上，公司预计到 2030 年产量将增长至 130 万桶/天、产能将达到 170 万桶/天；后者将贡献产能 22.5 万桶/天，截至 2023 年，巴西 Buzios 油田高峰产量达 67.4 万桶/天，公司预计到 2027 年产量将达到 150 万桶/天、产能将超过 200 万桶/天。
- **25 年资本支出预算为 1250~1350 亿元，维持稳定。**2024 年公司资本支出预计达约 1320 亿元，符合 2024 年初 1250~1350 亿元的目标。公司预计，2025 年资本支出预算总额依然为 1250~1350 亿元，保持稳定；其中，勘探、开发和生产资本化支出预计分别占比 16%、61%和 20%。
- **25~27 年承诺股息支付率不低于 45%，相比前三年承诺比率提高 5pct，相比 23 年分红率提高 1.2pct。**公司计划 2025~2027 年股息支付率不低于 45%，相比 2022~2024 年承诺的 40%提高了 5pct，相比 2023 年实际分红率 43.8% 提高了 1.2pct。根据我们的业绩预期，若 2025 年分红率为 45%，则以 2025 年 1 月 22 日收盘价计算，A 股股息率为 5%、H 股股息率为 8%，股息价值显著。
- **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力强，兼具成长性和高分红的特点，且随着国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。我们预计，公司 2024~2026 年归母净利润分别为 1469.88/1457.72/1488.09 亿元，EPS 分别为 3.09/3.07/3.13 元/股，对应 2025 年 1 月 22 日的 PE 分别为 9/9/9 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**油气勘探建设不及预期，国际局势变动对原油价格造成冲击，宏观经济增长不及预期，能源政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	416,609	430,871	428,978	438,499
增长率 (%)	-1.3	3.4	-0.4	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	123,843	146,988	145,772	148,809
增长率 (%)	-12.6	18.7	-0.8	2.1
每股收益 (元)	2.61	3.09	3.07	3.13
PE	11	9	9	9
PB	2.0	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 1 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.60 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.中国海油 (600938.SH) 2024 年三季度报点评：24Q3 利润同比增长，新签巴西区块潜力可期-2024/10/29
- 2.中国海油 (600938.SH) 2024 年半年报点评：24Q2 产量延续高增，业绩同环比增长-2024/08/29
- 3.中国海油 (600938.SH) 2024 年一季报点评：产量业绩超预期，成本压降空间持续挖潜-2024/04/26
- 4.中国海油 (600938.SH) 2023 年年报点评：业绩韧性凸显，储产再创新高-2024/03/22
- 5.中国海油 (600938.SH) 事件点评：年内连获两个亿吨级发现，能源巨头成长不停歇-2024/03/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	416609	430871	428978	438499
营业成本	208794	200240	201208	206508
营业税金及附加	24331	23147	23191	23698
销售费用	3501	3738	3721	3804
管理费用	7012	7156	7680	7872
研发费用	1605	1680	1673	1710
EBIT	172213	195832	192422	195845
财务费用	846	1522	22	-558
资产减值损失	-3523	-356	-69	-71
投资收益	4715	4733	4713	4817
营业利润	172891	198731	197086	201193
营业外收支	83	83	83	83
利润总额	172974	198814	197169	201276
所得税	48884	51692	51264	52332
净利润	124090	147122	145905	148944
归属于母公司净利润	123843	146988	145772	148809
EBITDA	241160	267307	268956	277448

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	150562	161177	190084	223418
应收账款及票据	36386	39100	38929	39793
预付款项	3218	3379	3395	3485
存货	6451	6692	6724	6901
其他流动资产	53658	59001	58970	59125
流动资产合计	250275	269349	298102	332722
长期股权投资	51252	51252	51252	51252
固定资产	7010	7470	8004	8605
无形资产	3692	3692	3692	3692
非流动资产合计	755323	806514	857679	908839
资产合计	1005598	1075862	1155781	1241561
短期借款	4365	4315	4815	5315
应付账款及票据	61382	63013	63318	64986
其他流动负债	58192	58093	58245	59322
流动负债合计	123939	125421	126377	129623
长期借款	11296	6296	5796	5296
其他长期负债	202487	186477	184477	182477
非流动负债合计	213783	192773	190273	187773
负债合计	337722	318194	316650	317396
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1290	1424	1557	1692
股东权益合计	667876	757669	839131	924165
负债和股东权益合计	1005598	1075862	1155781	1241561

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.33	3.42	-0.44	2.22
EBIT 增长率	-11.49	13.71	-1.74	1.78
净利润增长率	-12.60	18.69	-0.83	2.08
盈利能力 (%)				
毛利率	49.88	53.53	53.10	52.91
净利润率	29.73	34.11	33.98	33.94
总资产收益率 ROA	12.32	13.66	12.61	11.99
净资产收益率 ROE	18.58	19.44	17.40	16.13
偿债能力				
流动比率	2.02	2.15	2.36	2.57
速动比率	1.91	2.03	2.24	2.45
现金比率	1.21	1.29	1.50	1.72
资产负债率 (%)	33.58	29.58	27.40	25.56
经营效率				
应收账款周转天数	31.47	31.40	32.55	32.13
存货周转天数	10.94	11.81	12.00	11.88
总资产周转率	0.43	0.41	0.38	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	2.61	3.09	3.07	3.13
每股净资产	14.02	15.91	17.62	19.41
每股经营现金流	4.41	4.50	4.65	4.83
每股股利	1.14	1.36	1.34	1.37
估值分析				
PE	11	9	9	9
PB	2.0	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.05	4.56	4.53	4.39
股息收益率 (%)	4.14	4.91	4.87	4.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124090	147122	145905	148944
折旧和摊销	68947	71475	76535	81603
营运资金变动	9965	-4174	304	1151
经营活动现金流	209743	214034	220936	229728
资本开支	-120851	-120312	-125226	-130289
投资	34205	-4058	0	0
投资活动现金流	-78095	-120645	-120514	-125471
股权募资	111	0	0	0
债务募资	-20993	-26069	-1800	-1800
筹资活动现金流	-84228	-82774	-71515	-70922
现金净流量	47806	10615	28907	33334

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048