

持续增储上产，提高分红比例

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	422230	416609	445777	477520	498762
同比 (%)	71.56	(1.33)	7.00	7.12	4.45
归母净利润 (百万元)	141700	123843	150004	163532	172916
同比 (%)	101.51	(12.60)	21.12	9.02	5.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.98	2.61	3.16	3.44	3.64
P/E (A)	9.26	10.59	8.75	8.02	7.59
P/E (H)	5.74	6.56	5.42	4.97	4.70

投资要点

- **事件:** 2025 年 1 月 22 日，公司披露 2025 年战略展望文件，推动增储上产，保持稳健的资本开支，提高分红比例。
- **持续增储上产，2024 年实际油气净产量达到 2024 年制定目标上限：公司下调 2025-2026 年产量目标，披露 2027 年产量目标。** 1) 2025 年，公司净产量目标为 760-780 百万桶油当量（同比+5.6%至 8.3%），其中中国、海外预计分别占 69%、31%。2026、2027 年，公司净产量目标分别 780-800、810-830 百万桶油当量。公司过去的产量增量已经比较明显，本着稳妥的原则制定了新的产量计划。此外，出售墨西哥湾资产也对产量计划存在影响。2) 2024 年初，公司预计 2024-2026 年产量目标分别 700-720、780-800、810-830 百万桶油当量。2024 年，公司实际净产量预计 720 百万桶油当量，达到 2024 年制定目标上限。
- **资本支出保持稳健，2024 年资本开支符合公司目标：公司加大 2024 年资本开支力度，2025 年保持稳健的资本开支。** 1) 2025 年，公司资本支出总预算为人民币 1250-1350 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。2) 2024 年，公司计划年资本开支为 1250-1350 亿元，实际资本支出预计 1320 亿元，符合公司目标。
- **国内外新项目稳步推进:** 2025 年，公司将有多项重要新项目投产，包括中国的渤中 26-6 油田开发项目（一期）和垦利 10-2 油田群开发项目（一期）以及海外的圭亚那 Yellowtail 项目和巴西 Buzios7 项目等。
- **公司注重股东回报，提高分红比例:** 根据 2025 年战略指引文件，公司将保持 2025-2027 年股息支付率不低于 45%（此前公司承诺 2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%，全年股息绝对值不低于 0.70 港元/股）。
- **盈利预测与投资评级:** 根据公司增储上产&新项目推进情况，我们维持 2024-2026 年归母净利润分别 1500、1635、1729 亿元，按 2025 年 1 月 22 日收盘价对应 A 股 PE 分别 8.8、8.0、7.6 倍，对应 H 股 PE 分别 5.4、5.0、4.7 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

2025 年 01 月 22 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

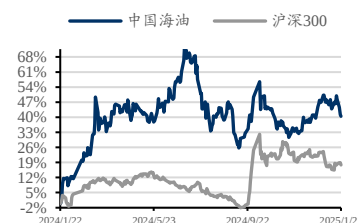
chensx@dwzq.com.cn

研究助理 周少玟

执业证书: S0600123070007

zhoushm@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

人民币/港币	600938 SH	00883 HK
收盘价	27.60	18.74
52 周价格范围	20.54/35.14	13.26/23.50
市净率 (倍)	1.82	1.24
市值 (百万)	1,311,826.73	890,711.34

相关研究

《中国海油(600938): 2024 年三季报点评: 新签巴西 4 个海上勘探区块石油合同，继续增储上产》

2024-10-28

《中国海油(600938): 2024 年半年报点评: 油气产量增长，成本管控优异》

2024-08-29

中国海油三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	250,275	262,855	279,149	311,794	营业总收入	416,609	445,777	477,520	498,762
货币资金及交易性金融资产	194,866	204,165	215,778	247,696	营业成本(含金融类)	208,794	218,112	229,999	238,310
经营性应收款项	40,270	42,539	46,329	46,520	税金及附加	24,331	20,283	21,727	22,694
存货	6,451	6,878	7,177	7,386	销售费用	3,501	3,566	3,820	3,990
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,012	6,241	7,163	7,481
其他流动资产	8,688	9,273	9,864	10,192	研发费用	1,605	1,426	1,528	1,596
非流动资产	755,323	824,395	890,894	957,321	财务费用	846	1,587	973	272
长期股权投资	51,252	52,252	53,252	54,252	加:其他收益	1,070	892	955	998
固定资产及使用权资产	17,066	17,563	17,981	18,323	投资净收益	4,715	4,458	4,775	4,988
在建工程	1,601	1,576	1,557	1,543	公允价值变动	300	100	50	50
无形资产	3,692	4,692	5,192	5,692	减值损失	(3,597)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
商誉	15,061	16,561	16,561	16,561	资产处置收益	(117)	4	5	5
长期待摊费用	805	1,005	1,205	1,405	营业利润	172,891	198,515	216,594	228,959
其他非流动资产	665,846	730,746	795,146	859,546	营业外净收支	83	200	43	109
资产总计	1,005,598	1,087,249	1,170,042	1,269,116	利润总额	172,974	198,715	216,637	229,068
流动负债	123,939	129,362	128,213	137,994	减:所得税	48,884	48,685	53,076	56,122
短期借款及一年内到期的非流动负债	24,111	24,111	24,111	24,111	净利润	124,090	150,030	163,561	172,946
经营性应付款项	61,382	71,909	68,646	76,988	减:少数股东损益	247	26	29	30
合同负债	1,383	2,181	2,300	2,383	归属母公司净利润	123,843	150,004	163,532	172,916
其他流动负债	37,063	31,161	33,156	34,512	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.61	3.16	3.44	3.64
非流动负债	213,783	203,983	194,183	184,383	EBIT	172,213	197,040	214,237	225,688
长期借款	11,296	11,296	11,296	11,296	EBITDA	241,160	269,068	286,338	297,861
应付债券	76,912	66,912	56,912	46,912	毛利率(%)	49.88	51.07	51.83	52.22
租赁负债	7,858	8,058	8,258	8,458	归母净利率(%)	29.73	33.65	34.25	34.67
其他非流动负债	117,717	117,717	117,717	117,717	收入增长率(%)	(1.33)	7.00	7.12	4.45
负债合计	337,722	333,345	322,396	322,377	归母净利润增长率(%)	(12.60)	21.12	9.02	5.74
归属母公司股东权益	666,586	752,588	846,301	945,363					
少数股东权益	1,290	1,316	1,345	1,375					
所有者权益合计	667,876	753,904	847,646	946,739					
负债和股东权益	1,005,598	1,087,249	1,170,042	1,269,116					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209,743	225,536	230,568	254,138	每股净资产(元)	14.01	15.83	17.81	19.89
投资活动现金流	(78,095)	(140,438)	(135,777)	(135,499)	ROIC(%)	16.25	18.01	17.85	17.16
筹资活动现金流	(84,228)	(78,900)	(84,227)	(87,772)	ROE-摊薄(%)	18.58	19.93	19.32	18.29
现金净增加额	47,806	6,199	10,563	30,868	资产负债率(%)	33.58	30.66	27.55	25.40
折旧和摊销	68,947	72,028	72,101	72,173	P/E (A)	10.59	8.75	8.02	7.59
资本开支	(120,851)	(139,796)	(137,953)	(137,886)	P/B (A)	1.97	1.74	1.55	1.39
营运资本变动	9,965	2,142	(5,829)	9,053	EV/EBITDA	4.01	4.70	4.35	4.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>