

中国海油（600938.SH）

保持稳健资本开支，未来三年全年股息支付率不低于 45%

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 油气开采 II

◆ 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

事项：

公司公告：公司发布 2025 年经营策略公告，2025 年公司的净产量（包括本公司享有的按权益法核算的被投资实体的权益）目标为 760-780 百万桶油当量；2025 年公司的资本支出预算总额为人民币 1250-1350 亿元；2025 年公司的储量替代率不低于 130%；在各年度建议股息获股东大会批准的前提下，2025-2027 年公司全年股息支付率不低于 45%。

国信化工观点：

1) **公司坚持增储上产，2025 年净产量目标为 760-780 百万桶油当量**：2024 年公司预计完成净产量约 720 百万桶油当量，同比增长 6.7%，符合 2024 年初制定的 700-720 百万桶油当量目标，其中我国海上最大油田——渤海油田原油日产突破 10 万吨大关，连续 4 年保持全国原油生产基地首位。2025 年公司净产量目标为 760-780 百万桶油当量，其中国内约占 69%、海外约占 31%，渤海油田锚定 2025 年上产 4000 万吨的目标，公司 2025 年净产量较 2024 年初 780-800 百万桶油当量的指引有所下调，我们认为主要原因是公司出售了位于美国墨西哥湾的上游油气资产，大约影响产量 5.5 万桶油当量/天；2026 年、2027 年公司的净产量分别为 780-800 百万桶油当量和 810-830 百万桶油当量。

2) **公司保持稳健资本开支，2025 年资本支出预算为 1250-1350 亿元**：2024 年公司资本支出完成情况良好，预计资本开支达约 1320 亿元，符合 2024 年初制定的 1250-1350 亿元目标。2025 年公司在支持产量稳增长基础上，资本支出预算总额为 1250-1350 亿元，其中勘探、开发、生产资本化预计分别占资本支出预算总额的约 16%、61%和 20%；国内、海外预计分别占资本支出预算总额的约 68%和 32%。

3) **公司聚焦寻找大中型油气田，加快新油气田储量向产量高质量转换**：勘探方面，公司聚焦寻找大中型油气田，持续夯实增储上产资源基础；在国内保持合理勘探投资，保障原油储量稳定，以建成三个万亿大气区为引领，持续推进天然气勘探；在海外公司聚焦大西洋两岸和“一带一路”沿线国家部署。开发方面，公司积极推进重点项目，加快新油气田储量向产量高质量转换，包括国内的渤中 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。2025 年 1 月 20 日，公司宣布东方 29-1 气田开发项目已投产，该项目位于莺歌海海域，平均水深约 68 米，预计 2025 年将实现日产天然气 38 百万立方英尺的高峰产量。

4) **公司积极推动科技创新，高度重视绿色发展与 ESG 工作**：2025 年，公司将持续研究油气领域关键勘探开发技术，推进智能油气田建设。依托“海能”人工智能模型，推动数智技术与油气产业深度融合，促进精益管理。公司将推动油气勘探开发与新能源融合发展，逐步扩大海上风电规模，择优推进陆上光伏，持续提高绿电替代水平。2025 年，预计消纳绿电超 10 亿度，同比上升约 30%。此外，公司已将碳价纳入投资评价决策，正有序推进区域 CCS/CCUS 示范项目。

5) **公司注重股东投资回报，共同分享发展成果，2025-2027 年公司全年股息支付率不低于 45%**：在各年度建议股息获股东大会批准的前提下，2025-2027 年公司全年股息支付率不低于 45%，相较于 2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%的分红政策进一步提升。

6) **投资建议**：我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测，对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 8.8/8.4/8.0x，对应 H 股 PE 分别为 5.5/5.3/5.0x，维持“优于大市”评级。

评论：

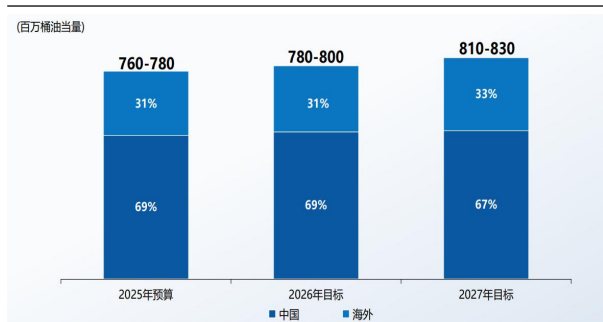
◆ 公司坚持增储上产，2025 年净产量目标为 760-780 百万桶油当量

2024 年公司预计完成净产量约 720 百万桶油当量，同比增长 6.7%，符合 2024 年初制定的 700-720 百万桶油当量目标，其中我国海上最大油田——渤海油田原油日产突破 10 万吨大关，连续 4 年保持全国原油生产基地首位。2025 年公司净产量目标为 760-780 百万桶油当量，其中国内约占 69%、海外约占 31%，渤海油田锚定 2025 年上产 4000 万吨的目标，公司 2025 年净产量较 2024 年初 780-800 百万桶油当量的指引有所下调，我们认为主要原因是公司出售了位于美国墨西哥湾的上游油气资产，大约影响产量 5.5 万桶油当量/天；2026 年、2027 年公司的净产量分别为 780-800 百万桶油当量和 810-830 百万桶油当量。

◆ 公司保持稳健资本开支，2025 年资本支出预算为 1250-1350 亿元

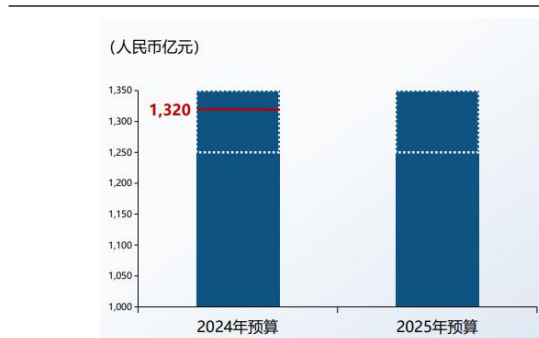
2024 年公司资本支出完成情况良好，预计资本开支达约 1320 亿元，符合 2024 年初制定的 1250-1350 亿元目标。2025 年公司在支持产量稳增长基础上，资本支出预算总额为 1250-1350 亿元，其中勘探、开发、生产资本化预计分别占资本支出预算总额的约 16%、61%和 20%；国内、海外预计分别占资本支出预算总额的约 68%和 32%。

图1：中国海油 2025-2027 年产量目标



资料来源：《中国海油 2025 年战略展望》，国信证券经济研究所整理

图2：中国海油 2024-2025 年资本支出情况



资料来源：《中国海油 2025 年战略展望》，国信证券经济研究所整理

◆ 公司聚焦寻找大中型油气田，加快新油气田储量向产量高质量转换

勘探方面，公司聚焦寻找大中型油气田，持续夯实增储上产资源基础；在国内保持合理勘探投资，保障原油储量稳定，以建成三个万亿大气区为引领，持续推进天然气勘探；在海外公司聚焦大西洋两岸和“一带一路”沿线国家部署。开发方面，公司积极推进重点项目，加快新油气田储量向产量高质量转换，包括国内的渤中 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。2025 年 1 月 20 日，公司宣布东方 29-1 气田开发项目已投产，该项目位于莺歌海海域，平均水深约 68 米，预计 2025 年将实现日产天然气 38 百万立方英尺的高峰产量。

◆ 公司积极推动科技创新，高度重视绿色发展与 ESG 工作

2025 年，公司将持续研究油气领域关键勘探开发技术，推进智能油气田建设。依托“海能”人工智能模型，推动数智技术与油气产业深度融合，促进精益管理。公司将推动油气勘探开发与新能源融合发展，逐步扩大海上风电规模，择优推进陆上光伏，持续提高绿电替代水平。2025 年，预计消纳绿电超 10 亿度，同比上升约 30%。此外，公司已将碳价纳入投资评价决策，正有序推进区域 CCS/CCUS 示范项目。

◆ 公司注重股东投资回报，共同分享发展成果，2025-2027 年公司全年股息支付率不低于 45%

在各年度建议股息获股东大会批准的前提下，2025-2027 年公司全年股息支付率不低于 45%，相较于于

2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%的分红政策进一步提升。同时公司将根据市场环境变化，秉承回报股东的原则，综合考虑公司股东的意愿、战略规划、经营状况等因素，适时对上述分红政策进行调整。

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测，对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 8.8/8.4/8.0x，对应 H 股 PE 分别为 5.5/5.3/5.0x，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			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600938.SH	中国海油	优于大市	27.60	2.60	3.15	3.29	8.1	8.8	8.4	1.9
601857.SH	中国石油	优于大市	8.23	0.88	0.95	1.02	8.0	8.7	8.1	1.0
0883.HK	中国海洋石油	无评级	18.74	2.60	3.12	3.26	4.5	5.5	5.3	1.1
0857.HK	中国石油股份	无评级	5.98	0.88	0.89	0.92	5.3	6.2	6.0	0.7

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 1 月 22 日，中国石油数据来自国信证券经济研究所预测，其余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：

- 《中国海油（600938.SH）-绥中、番禺油田新项目投产，Stabroek 第八个项目有望落地》——2025-01-06
- 《中国海油（600938.SH）-国内外新项目顺利投产，公司长期成长确定性显著》——2024-12-03
- 《中国海油（600938.SH）-油气产量同比增长 8.5%，新签署 4 个巴西海上勘探区块合同》——2024-10-29
- 《中国海油（600938.SH）-公司勘探、开发取得新进展，积极回购重视股东利益》——2024-09-12
- 《中国海油（600938.SH）-油气净产量再创新高，上半年归母净利润同比增长 25.1%》——2024-08-29

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	121387	150562	184080	249473	330443	营业收入	422230	416609	454615	482283	497484
应收款项	36546	36386	43006	43163	45011	营业成本	198223	208794	212400	229110	233103
存货净额	6239	6451	9216	8156	8314	营业税金及附加	18778	24331	20458	21703	22387
其他流动资产	12298	12572	15912	15160	16021	销售费用	3355	3501	3864	4099	4229
流动资产合计	264679	250275	341213	407952	494789	管理费用	6356	7012	6967	7382	7610
固定资产	6652	8611	54808	101622	137538	研发费用	1527	1605	1818	1929	1990
无形资产及其他	3798	3692	4544	5397	6249	财务费用	3029	846	2331	2667	2686
投资性房地产	604975	691768	691768	691768	691768	投资收益	4674	4715	3935	4441	4364
长期股权投资	48927	51252	54214	58439	61609	资产减值及公允价值变动	(1382)	(3223)	(2302)	(2302)	(2609)
资产总计	929031	1005598	1146548	1265178	1391953	其他收入	(856)	(726)	(1818)	(1929)	(1990)
短期借款及交易性金融负债	24690	24111	30000	33000	36300	营业利润	194925	172891	208410	217531	227234
应付款项	59789	61382	82941	76040	76886	营业外净收支	(155)	83	56	63	63
其他流动负债	28912	38446	35774	39051	39671	利润总额	194770	172974	208466	217594	227297
流动负债合计	113391	123939	148715	148091	152857	所得税费用	53093	48884	58370	60926	63643
长期借款及应付债券	103145	88208	110208	130208	150208	少数股东损益	(23)	247	298	311	325
其他长期负债	114112	125575	137241	150405	162503	归属于母公司净利润	141700	123843	149798	156357	163329
长期负债合计	217257	213783	247449	280613	312711	现金流量表（百万元）					
负债合计	330648	337722	396164	428704	465567	净利润	141700	123843	149798	156357	163329
少数股东权益	1201	1290	1409	1502	1583	资产减值准备	(7286)	2846	14329	11491	14698
股东权益	597182	666586	748975	834971	924802	折旧摊销	61400	66433	64819	67040	74425
负债和股东权益总计	929031	1005598	1146548	1265178	1391953	公允价值变动损失	1382	3223	2302	2302	2609
关键财务与估值指标						财务费用	3029	846	2331	2667	2686
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(60068)	(61683)	32158	22685	25395
每股收益	1.88	2.60	3.15	3.29	3.43	其它	7276	(2725)	(14210)	(11398)	(14617)
每股红利	1.10	1.33	1.42	1.48	1.55	经营活动现金流	144404	131937	249196	248478	265839
每股净资产	7.94	14.01	15.75	17.55	19.44	资本开支	0	(67115)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	25.99%	19.31%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(5769)	43905	(44696)	(3000)	(3000)
ROE	23.73%	18.58%	20%	19%	18%	投资活动现金流	(13155)	(25535)	(176158)	(135725)	(134671)
毛利率	53%	50%	53%	52%	53%	权益性融资	2062	111	0	0	0
EBIT Margin	46%	41%	46%	45%	46%	负债净变化	(3)	9	10000	8000	8000
EBITDA Margin	60%	57%	60%	59%	61%	支付股利、利息	(82421)	(63346)	(67409)	(70361)	(73498)
收入增长	72%	-1%	9%	6%	3%	其它融资现金流	73195	49336	5889	3000	3300
净利润增长率	102%	-13%	21%	4%	4%	融资活动现金流	(89592)	(77227)	(39520)	(47361)	(50198)
资产负债率	36%	34%	35%	34%	34%	现金净变动	41657	29175	33518	65393	80971
股息率	6.3%	4.8%	5.1%	5.4%	5.6%	货币资金的期初余额	79730	121387	150562	184080	249473
P/E	14.6	10.6	8.8	8.4	8.0	货币资金的期末余额	121387	150562	184080	249473	330443
P/B	3.5	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	60571	119035	118228	135598
EV/EBITDA	9.4	6.9	6.2	6.1	5.9	权益自由现金流	0	109917	133245	127307	144965

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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