

中国海油 (600938.SH)

无评级

全球油气生产巨头，高度重视股东回报

中国海洋石油有限公司主要从事原油和天然气的勘探、开发、生产及销售，是中国最大的海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产企业之一。

□ **公司是世界领先的油气生产巨头。**中国海油是一家专注于油气勘探、开发和生产的上游公司，是中国海上主要油气生产商，以储量和产量计，也是世界最大的独立油气勘探开发公司之一。在国内，公司通过自营作业及合作项目，在渤海、南海西部、南海东部、东海和陆上进行油气勘探、开发和生产活动。在海外，公司拥有多元化的优质资产，在多个世界级油气项目持有权益，成为全球领先的行业参与者。目前公司资产遍及世界二十多个国家和地区，包括印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那和阿联酋等。

□ **2025年我们认为油价将保持高位宽幅震荡。**2020年因为疫情原因布油最低跌至近20美元/桶关口后开始逐步上涨，2021年全球货币政策宽松，欧美等通过发钱等措施大幅刺激需求，油价快速上涨。到2022年2月，俄乌冲突爆发，欧洲大幅减少购买俄罗斯油气，造成全球原油供给严重不均衡，中东油气产能被疯抢，油价最高冲到120美元/桶之上。随着俄乌局势陷入胶着，欧美等国疫情缓解，开始加息，原油价格逐步回落，2023年油价基本上在70-90美元之间震荡。2024Q1由于受到红海地区局势动荡影响，中东地区原油供应不稳定，叠加市场对美国降息猜测，油价逐步走高，布伦特原油最高触及92美元/桶；但进入Q2后，全球需求不及预期，美国降息不断推迟，导致油价在70-80美元/桶之间高位震荡。进入2025年，因为美国目前已经是全球最大的原油生产国，随着美国新任总统上台，对原油政策存在较大不确定性，全球需求存在较大不确定性，我们预计油价将在65-85美元之间宽幅震荡。

□ **首次覆盖，不给予投资评级。**我们预计油价将在65-85美元区间内宽幅震荡，由于公司继续降本增效，且产量有可能继续提升，公司业绩有望同比继续增长。预计公司2024-2026年收入分别为4502.79亿元、4828.52亿元和5160.82亿元，归母净利润分别为1388.25亿元、1487.62亿元和1577.62亿元，EPS分别为2.92元、3.13元和3.32元。当前股价对应PE分别为9.2倍、8.6倍和8.1倍，首次覆盖，不给予投资评级。

□ **风险提示：产能建设不及预期的风险、原油价格波动的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	422230	416609	450279	482852	516082
同比增长	72%	-1%	8%	7%	7%
营业利润(百万元)	194925	172891	194050	208084	220795
同比增长	103%	-11%	12%	7%	6%
归母净利润(百万元)	141700	123843	138825	148762	157762
同比增长	102%	-13%	12%	7%	6%
每股收益(元)	2.98	2.61	2.92	3.13	3.32
PE	9.1	10.4	9.2	8.6	8.1
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：27.01元

基础数据

总股本(百万股)	47530
已上市流通股(百万股)	2842
总市值(十亿元)	1283.8
流通市值(十亿元)	76.8
每股净资产(MRQ)	15.1
ROE(TTM)	19.9
资产负债率	33.2%
主要股东	中国海洋石油(BVI)公司
主要股东持股比例	60.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	3	23
相对表现	-8	-14	7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

周铮 S1090515120001
 zhousheng3@cmschina.com.cn
 赵晨曦 S1090523010001
 zhaochenxi@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司是全球油气勘探龙头，重视股东回报.....	4
1、 公司是全球油气勘探龙头.....	4
2、 公司油气产量储量不断增长，海内外结构保持稳定.....	4
3、 公司近五年营收利润稳步增长，高度重视股东回报.....	6
二、 未来油价将受多方面影响，有望高位宽幅震荡.....	9
三、 公司是全球优秀的海上石油开发公司.....	14
1、 公司生产经营稳步提升.....	14
2、 公司持续勘探新的油气领域.....	16
3、 圭亚那 Payara 项目为公司带来新增量.....	17
4、 公司持续聚焦科技创新.....	17
5、 公司高效推动节能降碳.....	17
6、 2025 年公司经营策略.....	18
四、 盈利预测.....	18
五、 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 中国海油股权结构.....	4
图 2: 中国海油油气日净产量（千桶油当量/天）.....	5
图 3: 中国海油油气净证实储量（百万桶油当量）.....	5
图 4: 中国海油营收结构.....	5
图 5: 布伦特原油价格和公司营收走势对比.....	6
图 6: 布伦特原油价格和公司净利润走势对比.....	6
图 7: 中国海油营业收入及增速.....	7
图 8: 中国海油归母净利润及增速.....	7
图 9: 中国海油盈利能力.....	7
图 10: 公司近年三费情况.....	7
图 11: 中国海油净现比.....	8
图 12: 中国海油历年资本开支.....	8
图 13: 公司历年分红金额以及股利支付率.....	9

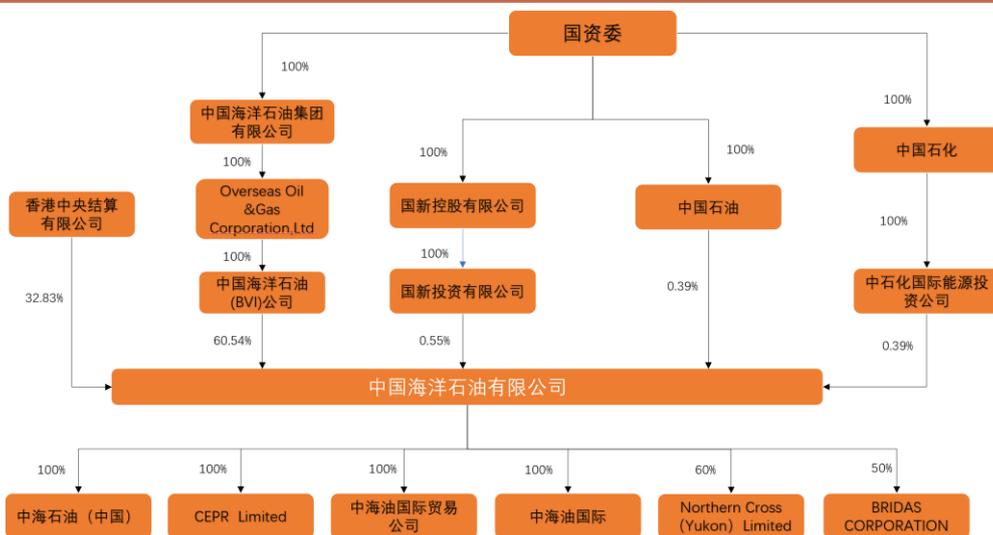
图 14: 中国海油每股股利及股息率	9
图 15: 布伦特原油价格走势 (美元/桶)	10
图 16: 美国商业原油库存 (千桶)	10
图 17: 美国战略储备原油库存和页岩油产量 (百万桶)	10
图 18: 美国原油产量 (千桶/日)	11
图 19: 美国活跃钻井数量 (座)	11
图 20: 美国页岩油产量 (百万桶/日)	11
图 21: 欧佩克原油日产量 (千桶/日)	11
图 22: 俄罗斯原油日产量 (千桶/日)	11
图 23: 原油主要消费领域	12
图 24: 美国车用汽油消费量 (千桶/日)	12
图 25: 中国成品油消费 (万吨)	12
图 26: 美国纯电动车保有量 (万辆)	13
图 27: 中国新能源汽车保有量 (万辆)	13
图 28: 主要产油国财政平衡油价	14
图 29: 中国海油单桶原油成本 (美元/桶)	16
图 30: 中国海油历史 PE Band	20
图 31: 中国海油历史 PB Band	20
表 1: OPEC+近期会议宣布的减产计划	13
表 2: 中国海油近五年产量数据	14
表 3: 中国海油近五年储量数据	15
表 4: 2024 年上半年公司勘探工作量	16
表 5: 公司各产品收入预测	19
附: 财务预测表	21

一、公司是全球油气勘探龙头，重视股东回报

1、公司是全球油气勘探龙头

二十余年耕耘，公司成为全球油气勘探龙头。中国海洋石油有限公司 (China National Offshore Oil Corporation, CNOOC Limited)，主要从事原油和天然气的勘探、开发、生产及销售，是中国最大的海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产企业之一。1982 年，国务院批准中国海洋石油总公司为国家石油公司；1999 年，中国海洋石油有限公司在香港注册成立，2001 年在纽约证券交易所和香港联合交易所挂牌上市，2013 年在多伦多证券交易所挂牌上市，2021 年公司自愿从纽交所和多交所退市，2022 年 4 月 21 日正式在 A 股上市。上市以来，公司不断通过并购扩大规模，稳固行业地位并提升自身竞争力，目前已发展成为全球最大的独立油气勘探及生产企业之一。

图 1：中国海油股权结构

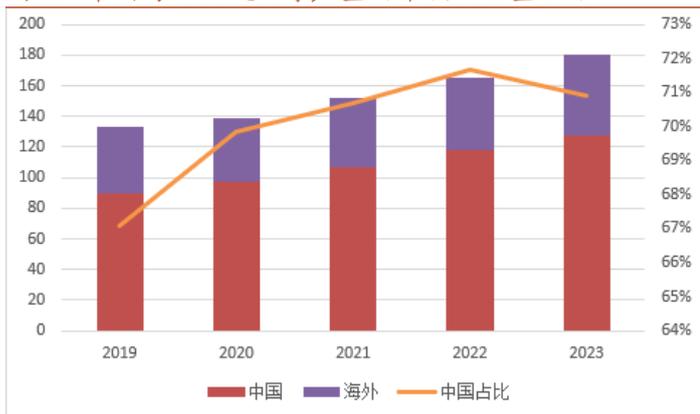


资料来源：公司公告、招商证券

国资委为实际控制人，公司资产布局全球。截至 2024 年三季度末，中国海洋石油集团有限公司直接或间接持有中国海油 60.53% 股权，国资委持有中国海洋石油集团 100% 股份，因此国资委为公司实际控制人。此外，公司积极布局资产全球化之路，通过并购海外油气资产，资产分布遍及亚洲、非洲、北美洲、南美洲、大洋洲和欧洲，将业务拓展至全球版图。目前，公司在北美洲、亚洲、非洲及欧洲等地区均设有全资附属公司，负责全球范围内油气勘探、开发、生产及销售等工作。截至 2023 年底，公司拥有净证实储量约 67.8 亿桶油当量，全年平均日净产量达 1857619 桶油当量。

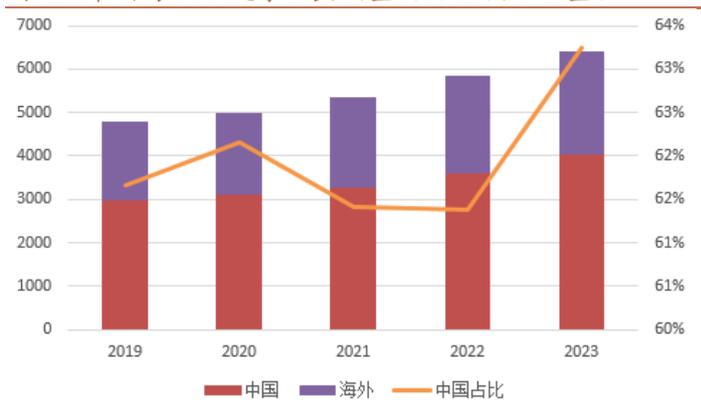
2、公司油气产量储量不断增长，海内外结构保持稳定

图 2: 中国海油油气日净产量 (千桶油当量/天)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 中国海油油气净证实储量 (百万桶油当量)



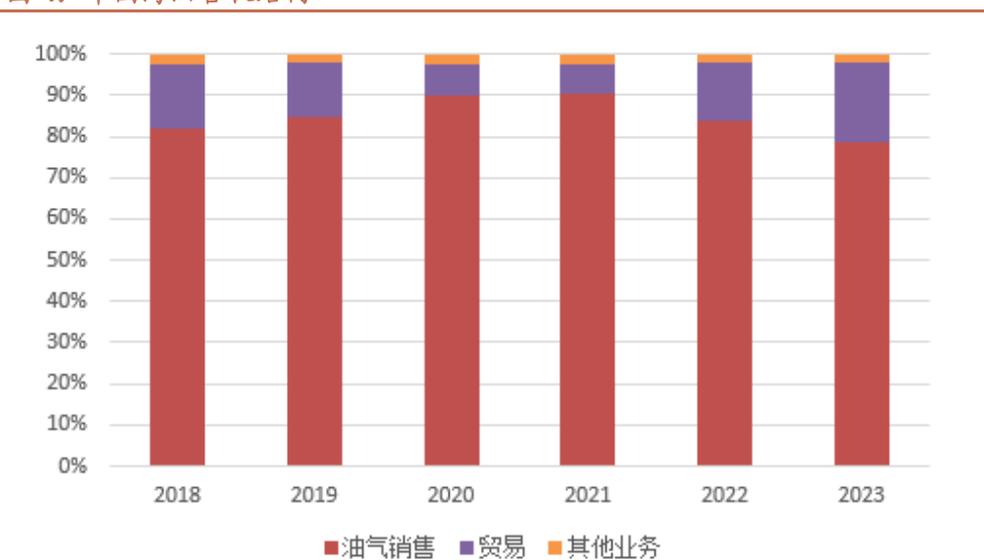
资料来源: 公司公告、招商证券

中国海油海内外油气储量、油气产量基本呈上升趋势。截至 2023 年底, 中国海油拥有油气净证实储量 64.03 亿桶当量 (不含权益法核算储量), 其中国内占比 63.2%, 海外占比 36.8%; 2023 年实现净产量 180.2 万桶油当量/天, 其中国内占比 70.9%, 海外占比 29.1%。

国内油气储量、产量逐年上升。在中国, 公司主要通过自营作业和合作项目开展油气勘探和开发工作。过去五年间, 国内油气储量及产量增长率均为正, 油气净证实储量由 2019 年的 29.64 亿桶当量上升至 2023 年的 40.49 亿桶当量; 油气净产量由 89.3 万桶油当量/天上升至 127.8 万桶油当量/天。

海外油气储量、产量总体有所增加。在海外, 公司主要在印度尼西亚、伊拉克和阿联酋拥有油气资产。近五年来, 公司在海外油气储量逐年增加, 截至 2023 年底, 海外油气储量达到 23.54 亿桶当量, 较 2019 年增长约 28%。公司在海外油气产量除 2020 年受疫情影响下降约 4.35% 外, 均呈上升趋势, 至 2023 年底, 海外油气产量达到 52.4 万桶油当量/天。

图 4: 中国海油营收结构



资料来源: 公司公告、招商证券

油气销售为主要营收来源。中国海油主要从事海上油气勘探、开发、生产及销售活动, 主营业务包括油气销售及贸易两大板块。其国内油气产区主要分布在渤海、

南海西部、南海东部、东海及陆上。公司 2018 年至 2022 年油气销售收入稳定在总收入的 80%以上，2023 年油气销售收入为 3278.67 亿元，占比 78.70%，较以往年度略有下降；贸易板块销售收入为 793.08 亿元，占比 19.04%，是占比最高的一年。

3、公司近五年营收利润稳步增长，高度重视股东回报

公司营收和利润受油价影响波动较大。2020 年疫情对全球经济产生较大冲击，油价低位运行，由此导致公司当年营业收入只有 1553.73 亿元，净利润只有 249.56 亿元，为近六年的最低值。2021 年，世界经济复苏推动油价呈震荡攀升走势，公司营业收入与净利润也相应增加。2022 年爆发的俄乌冲突导致俄罗斯原油出口受阻，市场供给短缺，油价大幅上升，公司 2022 年的收入与净利润达到近年来的峰值。2023 年，受美联储加息及政治动荡的影响，布伦特原油价格先后经历了宽振幅震荡走跌、上涨、下跌过程，均价为 82.2 美元/桶，同比下降约 17%，导致公司营业收入与净利润略有下降。2024 年第一季度原油均价与 2023 年均价基本持平。

图 5：布伦特原油价格和公司营收走势对比



资料来源：wind、公司年报、招商证券

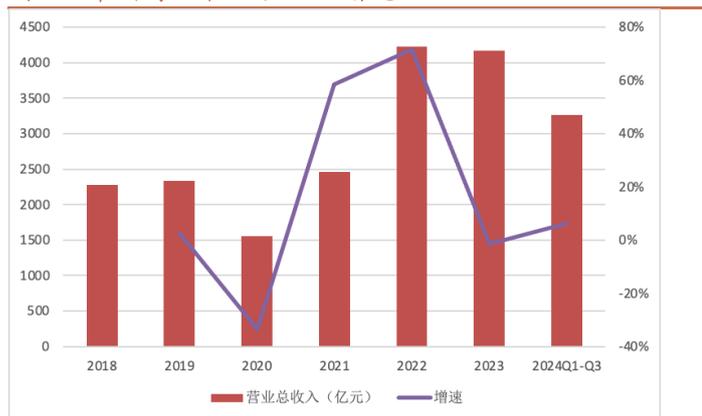
图 6：布伦特原油价格和公司净利润走势对比



资料来源：wind、公司年报、招商证券

油价回暖带动公司经营业绩向好发展。2020 年受疫情影响，布伦特原油均价大幅下跌，导致公司营业收入及归母净利润急剧下降。伴随 2021 年国际油价回升，公司抓住有利时机，聚焦主业，扩大优势，储量产量持续突破，营业收入同比增长 58.40%，归母净利润同比增长 181.77%。2022 年油价维持高位，公司营业收入达到 4222.3 亿元，同比增长 71.56%；公司归母净利润达到 1417.00 亿元，同比增长 101.51%。

图 7: 中国海油营业收入及增速



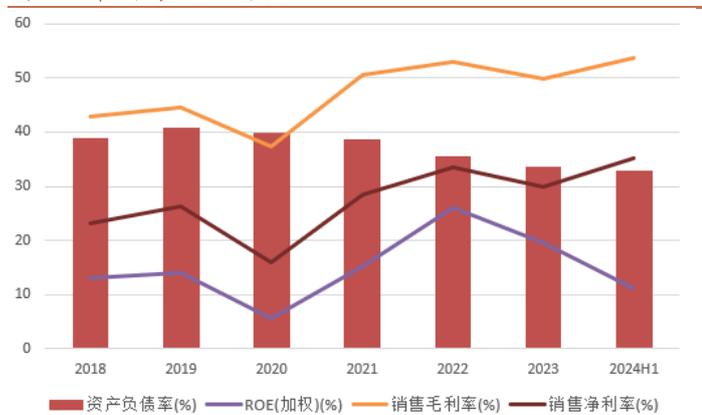
资料来源: wind、公司年报、招商证券

图 8: 中国海油归母净利润及增速



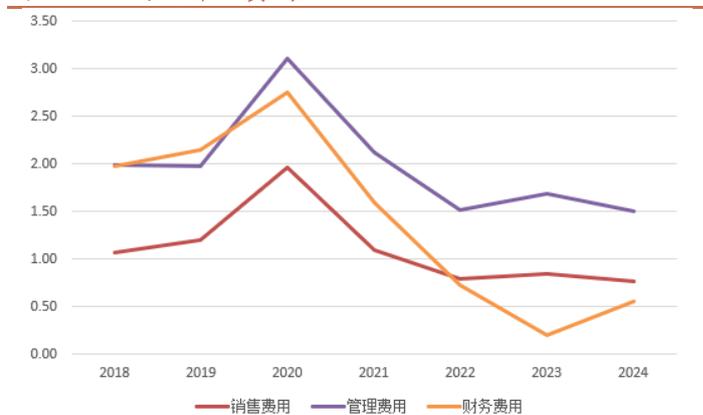
资料来源: wind、公司年报、招商证券

图 9: 中国海油盈利能力



资料来源: wind、公司年报、招商证券

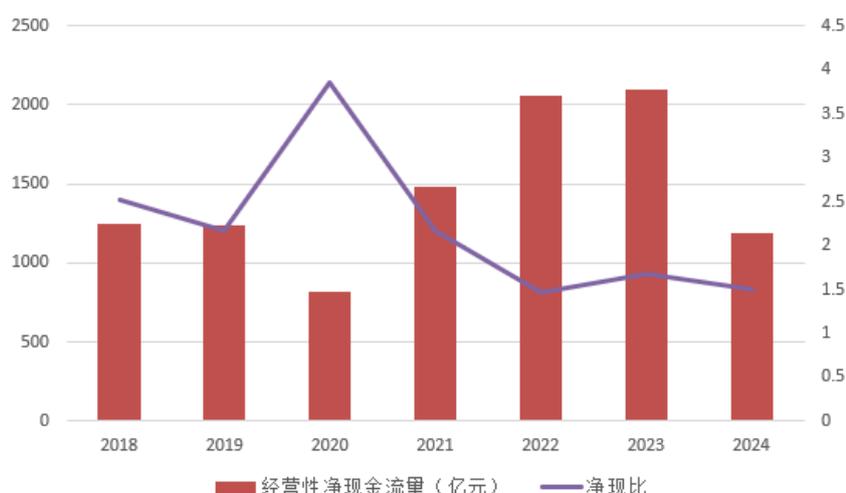
图 10: 公司近年三费情况



资料来源: wind、公司年报、招商证券

盈利能力持续提升，财务状况稳健。盈利能力方面，2022 年国际布伦特原油价格上涨，公司抢抓机遇期，推进油气增储上产、提质增效升级工作，巩固成本核心竞争力，提升价值创造能力，使得公司 ROE（加权）达到峰值，净利率与毛利率分别上升至 26%、34%和 53%，达到近五年的最大值。此外，公司负债规模相对较小，近年来资产负债率均低于中石油、中石化，且保持下降趋势，体现公司稳健良好的财务状况，也反映出管理层对于使用债务工具驱动业绩增长模式持保守态度，较少采用财务杠杆驱动业绩增长。在现金流方面，公司近年来净现比基本保持在 1.5 以上，充裕的经营现金流加上低水平的债务负担，使得公司财务水平较为稳健，进一步为公司扩大资本开支、推进增储上产提供了良好的支撑。

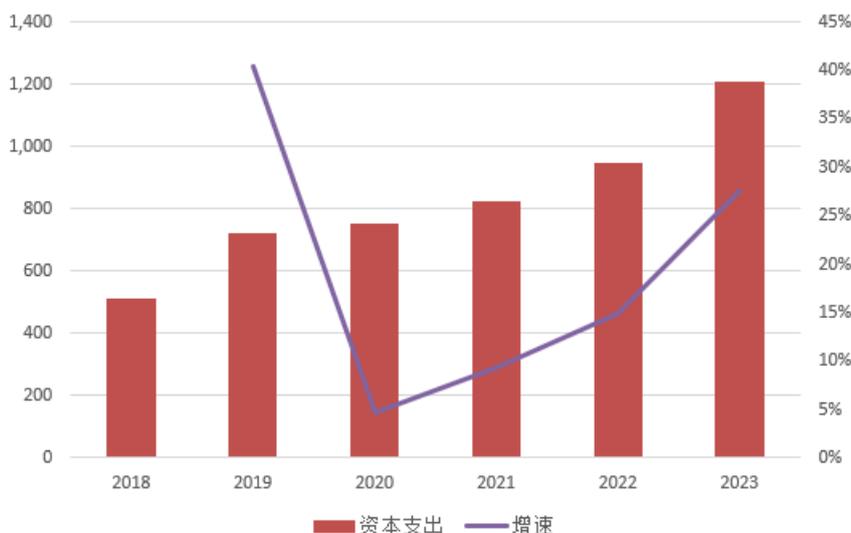
图 11: 中国海油净现比



资料来源: wind、招商证券

资本开支稳定提升，坚持增储上产。中国海油近年来油气产量的增长得益于有力的项目接续和较高强度的资本投资，公司注重投资效益，坚持科学、合理地规划资本支出，确保油气业务可持续发展。自 2018 年以来，公司资本开支持续增长，2023 年资本开支达到 1206.57 亿元，同比增长 27.13%，是近六年来的最高值，是 2018 年公司资本开支的 1.35 倍左右。根据公司 2024 年的经营策略公告，2024 年公司调增资本开支预算至 1250~1350 亿元。持续增加的资本支出有助于公司坚持油气增储上产，推进能源绿色转型，为公司进一步发展提供广阔空间。

图 12: 中国海油历年资本开支



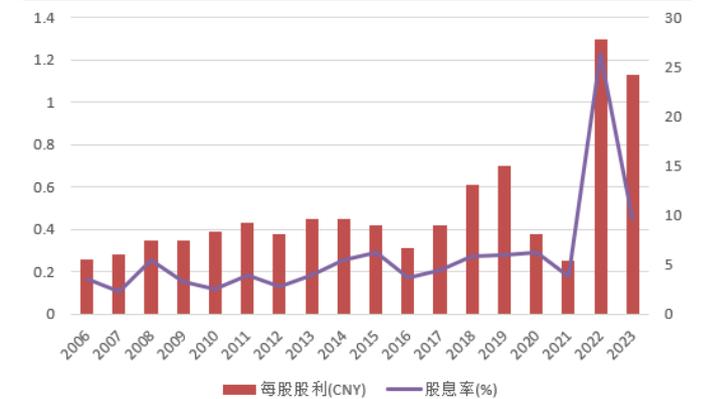
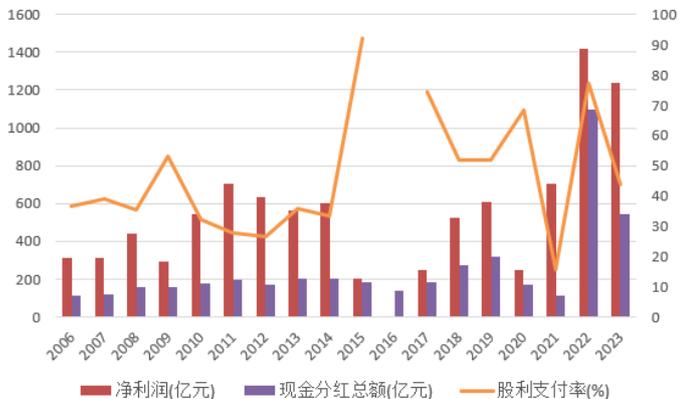
资料来源: wind、招商证券

公司注重股东回报，分红政策稳定持续。公司重视对投资者的回报，实行持续、稳定的分红政策。公司十年平均股息支付率为 59%（除 2016 年，2016 年公司股息支付率为 2232.92%），在最近的 2023 年度，公司现金分红为 580.16 亿港元，股息支付率为 42.74%。即使在 2020 年国际油价大幅下跌的情况下，公司

依然保证 204.22 亿港元的现金分红，当年股息支付率为 68.66%。中国海油的高位分红一方面得益于充裕的经营现金流，另一方面也受益于公司对股东回报一贯的重视，公司公告表明，2022-2024 年，公司表示全年股息支付率将不低于 40%，绝对值不低于 0.70 港元/股（含税），这在一定程度上增加了投资者信心。

图 13: 公司历年分红金额以及股利支付率

图 14: 中国海油每股股利及股息率



资料来源: wind、公司年报、招商证券

资料来源: wind、公司年报、招商证券

二、未来油价将受多方面影响，有望高位宽幅震荡

2020 年因为疫情原因布伦特原油价格最低跌至近 20 美元/桶关口后开始逐步上涨，2021 年全球货币政策宽松，欧美等通过发放现金等措施大幅刺激需求，油价快速上涨。到 2022 年 2 月，俄乌冲突爆发，欧洲大幅减少购买俄罗斯油气，造成全球原油供给严重不均衡，中东油气产能被抢购，油价最高冲到 120 美元/桶之上。随着俄乌局势陷入胶着，欧美等国疫情缓解，开始加息，原油价格逐步回落，2023 年油价基本上在 70-90 美元之间震荡。2024Q1 由于受到红海地区局势动荡影响，中东地区原油供应不稳定，叠加市场对美国降息预期，油价逐步走高，布伦特原油最高触及 92 美元/桶；但进入 Q2 后，全球需求不及预期，美国降息不断推迟，导致油价在 70-80 美元/桶之间震荡。进入 2025 年，因为美国目前已经是全球最大的原油生产国，随着美国新任总统上台，对原油政策存在较大不确定性，全球需求存在较大不确定性，我们预计油价将在 65-85 美元之间宽幅震荡。

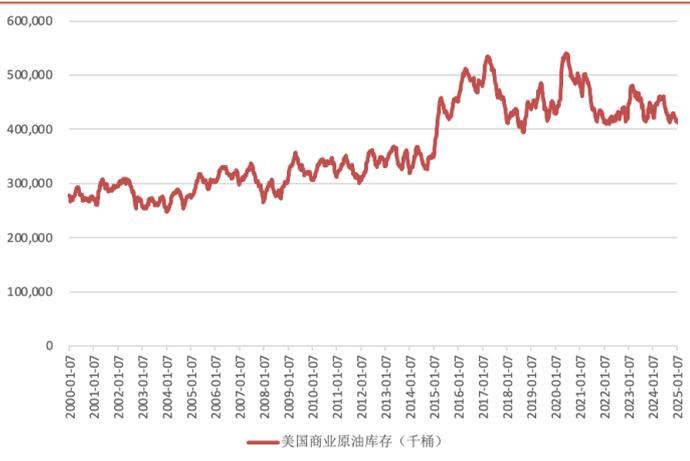
图 15: 布伦特原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind、招商证券

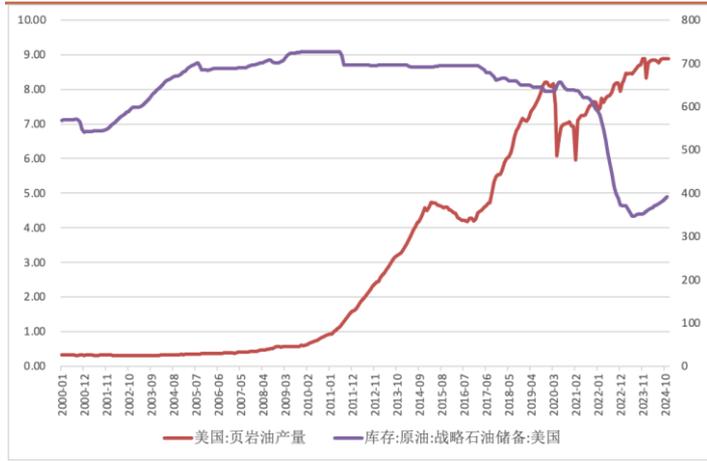
美国商业原油库存持续下降, 已经从 4 月底的 4.61 亿桶下降至 4.17 亿桶左右, 美国战略储备原油库存 2024 年变化较小。从 2000 年之后美国战略储备原油库存数据可以看出, 页岩油产量的增长是美国战略储备库存降低最大的支撑。美国自从 2013 年前一直是原油进口大国, 随着 2009 年页岩油技术的快速发展, 页岩油产量逐步提高, 2013 年开始美国逐步成为一个原油出口国家, 也可以看到从那之后美国战略储备原油库存逐步下降。在 2022 年俄乌冲突爆发后, 油价暴涨, 为了对抗通胀, 美国战略储备库存从 5.93 亿桶下降至 3.72 亿桶, 下降 37%。随着页岩油产量增速放缓, 油价有所回落, 美国战略储备库存开始再次缓慢增长。

图 16: 美国商业原油库存 (千桶)



资料来源: wind、EIA、招商证券

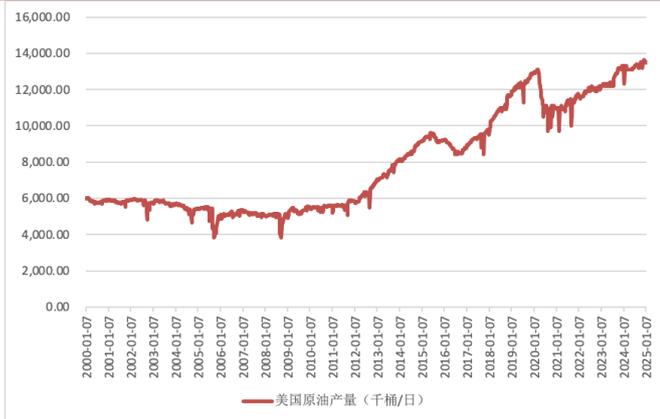
图 17: 美国战略储备原油库存和页岩油产量 (百万桶)



资料来源: wind、EIA、招商证券

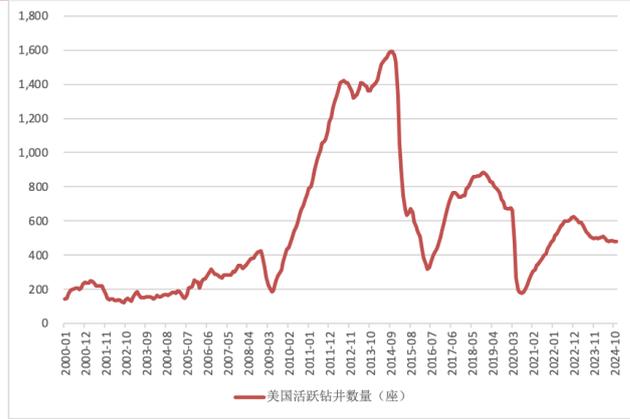
美国活跃钻井数量在 2013 年达到峰值后便逐步回落, 2018 年虽然钻井数有所反弹, 但增加数量有限, 从 2022 年底见顶后持续回落, 目前已经降至 486 座。由于活跃钻井数量增加有限, 短期内美国原油产量增加有限, 但考虑到新任总统上台, 2025 年原油产量受新领导人政策影响较大。当前页岩油已经是美国原油生产中最重要来源, 占美国原油生产份额超过 65%。

图 18: 美国原油产量 (千桶/日)



资料来源: wind、招商证券

图 19: 美国活跃钻井数量 (座)



资料来源: EIA、招商证券

图 20: 美国页岩油产量 (百万桶/日)



资料来源: wind、招商证券

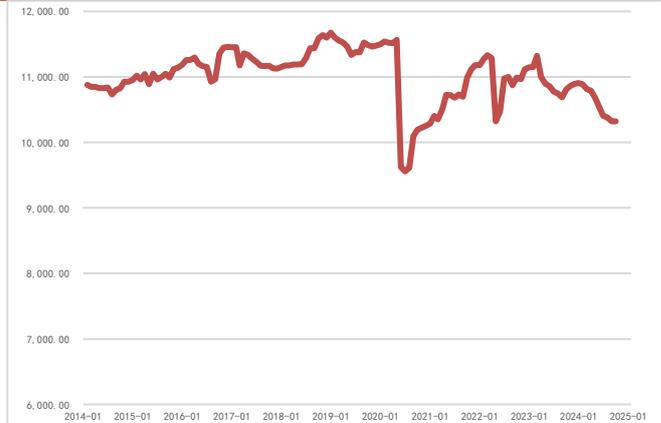
2024 年上半年由于执行减产计划, OPEC+ 组织成员国原油日产量逐步走低, 6 月日产量已经接近自俄乌冲突以来最低水平。2024 上半年全球原油供需总体偏紧平衡, 但随着全球需求低于预期的表现, 油价维持高位面临一定压力。

图 21: 欧佩克原油日产量 (千桶/日)



资料来源: EIA、招商证券

图 22: 俄罗斯原油日产量 (千桶/日)

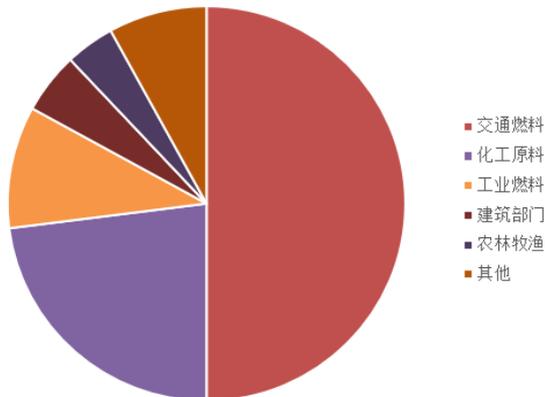


资料来源: EIA、招商证券

原油下游主要消费领域是交通、化工原料、工业燃料等, 其中交通占了原油消费领域的 50% 左右。而中美两国是世界上最大的汽车保有量国家, 从 21 世纪以来, 两国对于成品油消费一直都在稳步增长, 到 2017 年达到峰值, 随后受疫情影响,

消费量有所下降。目前已经恢复到疫情前水平，中国甚至创下新高。但由于全球经济发展放缓等因素影响，EIA 以及 OPEC 组织均下调对 2025 年原油需求的预期。

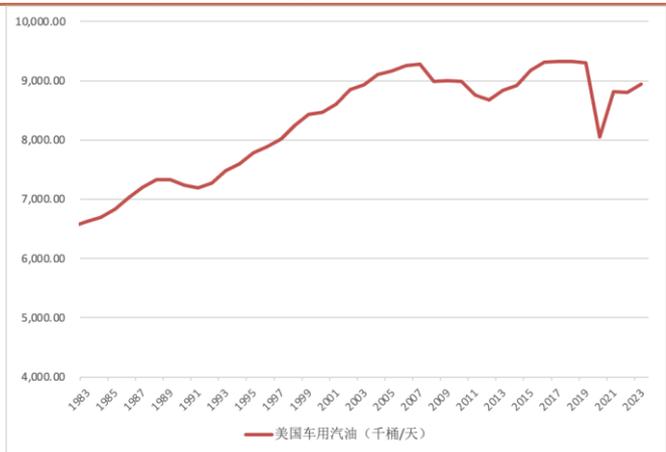
图 23: 原油主要消费领域



资料来源: Wind、招商证券

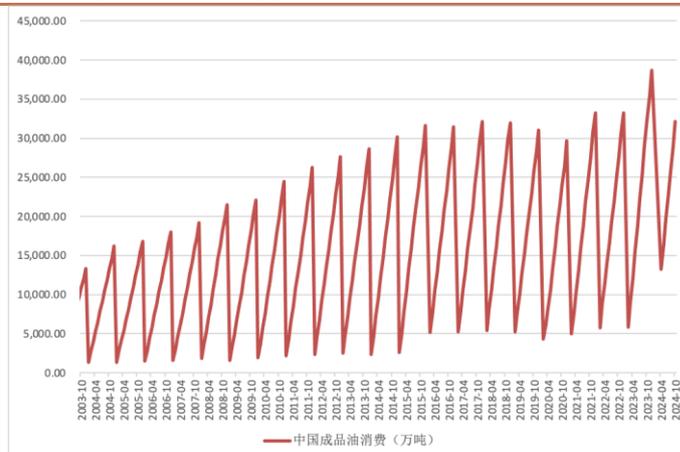
中美两国近年大力发展新能源产业，截至 2023 年中美两国新能源车保有量较 10 年前均大幅提升。这在一定程度上对汽柴油消费造成一定影响，原油下游最大的用途就是交通燃料。中国汽柴油消费有望在近几年达峰，航空煤油消费还会持续增长。美国虽然新能源车发展较快，但总体占比还较低。

图 24: 美国车用汽油消费量 (千桶/日)



资料来源: EIA、招商证券

图 25: 中国成品油消费 (万吨)



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 26: 美国纯电动车保有量 (万辆)

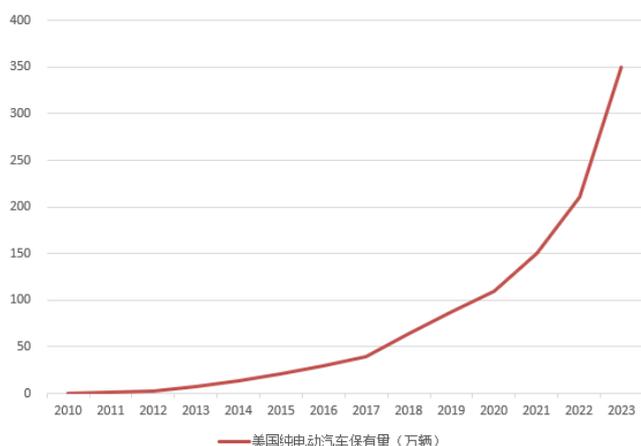
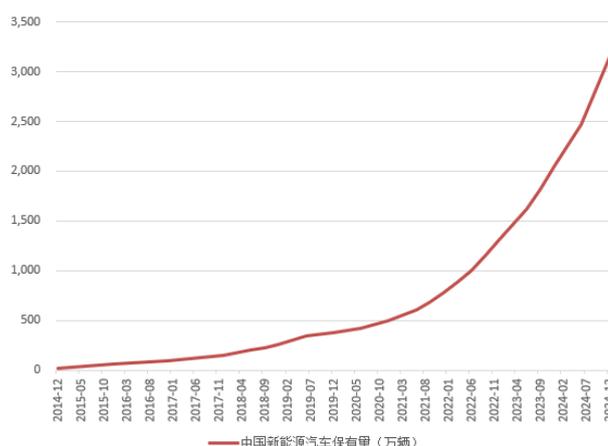


图 27: 中国新能源汽车保有量 (万辆)



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

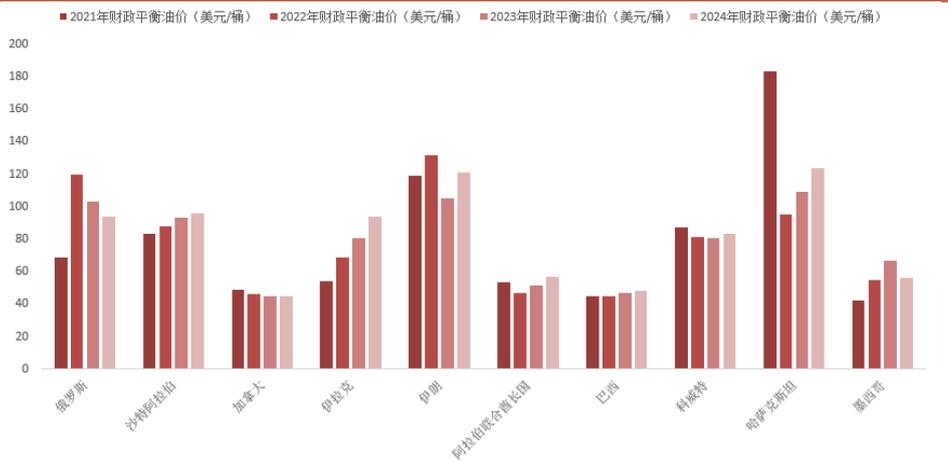
由于大部分主要产油国财政对油价依赖程度较高,所以 OPEC+成员国有较强的维持高油价的需求。另外在全球碳中和的背景下,未来原油消费增速大概率走低,维护油价在较高位置也是他们的核心诉求。从 2023 年 5 月开始, OPEC+成员国为了稳定油价开始自愿减产,合计减产约 166 万桶/日,本次减产持续到 2024 年年底;在减产 166 万桶/日的基础上,2024 年 3 月 3 日, OPEC+部长级会议宣布 OPEC+国家自愿减产量增加至 220 万桶/日,减产持续到 2024 年 12 月底,2024 年 12 月, OPEC+国家自愿减产继续推迟,并且将在 2025 年上半年陆续增产。

表 1: OPEC+近期会议宣布的减产计划

单位: 万桶/日	2023 年 4 月会议宣布的减产量 (2023 年 5 月开始实施到 2024 年底)	2023 年 11 月宣布的减产量 (2024 年第一季度)	2024 年 3 月宣布的减产量 (2024 年第二季度)
沙特	50	100	100
伊拉克	21.1	22.3	22
阿联酋	14.4	16.3	16.3
科威特	12.8	13.5	13.5
哈萨克斯坦	7.8	8.2	8.2
阿尔及利亚	4.8	5.1	5.1
阿曼	4	4.2	4.2
加蓬	0.8	0	0
俄罗斯	50	50	47.1
总计	165.7	219.6	216.4

资料来源: OPEC、招商证券

图 28: 主要产油国财政平衡油价



资料来源: IMF、招商证券

总体来看,我们认为 2025 年油价总体保持宽幅震荡,受新能源产业快速发展影响,中美两国石油消费增速有所下滑,另外美国总统能源相关政策也会影响美国原油供应。但由于地缘政治、宏观政策等影响,油价不排除遭遇突发事件,因此我们认为原油价格有望在 65-85 美元/桶之间宽幅震荡。

三、公司是全球优秀的海上石油开发公司

1、公司生产经营稳步提升

中国海油是一家专注于油气勘探、开发和生产的上游公司,是中国海上主要油气生产商,以储量和产量计,也是世界最大的独立油气勘探开发公司之一。

在国内,公司通过自营作业及合作项目,在渤海、南海西部、南海东部、东海和陆上进行油气勘探、开发和生产活动。2024 年上半年,公司约 68.3%的净产量来自国内。

在海外,公司拥有多元化的优质资产,在多个世界级油气项目持有权益,成为全球领先的行业参与者。目前公司资产遍及世界二十多个国家和地区,包括印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那和阿联酋等。2024 年上半年,海外油气资产占公司油气总资产约 43.5%。

当前全球经济增长分化,中国经济延续回升向好态势。国际油价宽幅震荡,2024 年上半年布伦特原油均价同比增幅 4.4%。面对复杂多变的外部环境,公司围绕高质量发展,大力实施增储上产,坚定科技创新发展,推动新能源融合发展,坚持提质降本增效,生产经营业绩再创历史同期最好水平。

表 2: 中国海油近五年产量数据

单位: 桶油当量/天	2019	2020	2021	2022	2023
合计净产量					
中国	892,928	970,793	1,071,681	1,184,844	1,277,725
渤海	462,564	477,374	522,084	557,734	599,847
南海西部	164,352	187,311	195,511	210,739	221,573
南海东部	242,026	273,719	305,828	355,669	375,232

东海	11,389	14,948	16,927	19,327	31,154
陆上	12,596	17,442	31,331	41,376	49,919
海外	437,812	418,750	444,526	467,874	523,967
亚洲（不含中国）	70,715	77,017	97,114	82,842	95,725
大洋洲	21,987	32,673	30,516	32,281	32,454
非洲	120,925	90,750	96,859	75,647	57,586
北美洲（不含加拿大）	85,595	88,458	80,192	77,674	74,076
加拿大	70,627	55,492	62,532	66,671	84,804
欧洲	64,027	54,518	43,232	42,403	30,510
南美洲	3,937	19,842	34,082	90,355	148,813
合计	1,330,740	1,389,543	1,516,208	1,652,718	1,801,692
权益法核算的净产量					
石油液体（桶/天）	29,039	28,335	28,295	30,428	29,612
天然气（百万立方英尺/天）	161.3	147	145.5	151.1	152.7
合计（桶油当量/天）	56,824	53,658	53,353	56,457	55,927
总计（桶油当量/天）	1,387,564	1,443,201	1,569,560	1,709,175	1,857,619

资料来源：公司 2023 年年报、招商证券

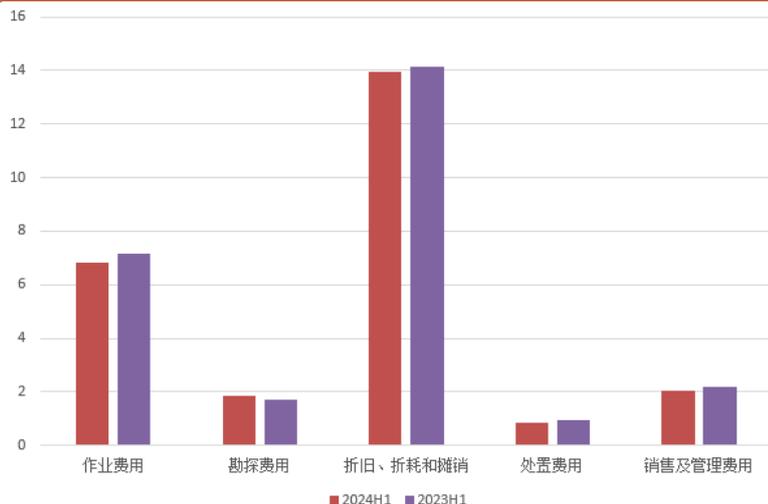
表 3：中国海油近五年储量数据

单位：百万桶油当量	2019	2020	2021	2022	2023
合计净证实储量					
中国	2,964.30	3,108.50	3,289.10	3,597.30	4,048.90
渤海	1,347.10	1,443.90	1,536.90	1,721.10	1,968.40
南海西部	828.7	843	847	903.1	861.9
南海东部	633.9	592.9	665.1	681.7	892.6
东海	143.2	151.3	155.2	194.1	192.8
陆上	11.4	77.4	84.9	97.2	133.2
海外	1,843.60	1,892.70	2,066.20	2,262.80	2,353.60
亚洲（不含中国）	196.6	326.9	315.5	284.2	264
大洋洲	59.6	42	39.6	38.7	27.6
非洲	83.6	77.5	52.7	88.3	104.2
北美洲（不含加拿大）	317.3	197	234.3	231.4	200.4
加拿大	933.2	890.7	884.2	919.3	931.8
欧洲	108.3	72	66.1	54.3	49.5
南美洲	145	286.6	473.9	646.7	776
合计	4,807.90	5,001.20	5,355.30	5,860.10	6,402.60
权益法核算的净证实储量					
石油液体	269.8	271	275.2	270	270.8
天然气（十亿立方英尺）	161.3	147	145.5	151.1	152.7
合计	376.7	371.6	372.3	378.5	381.7
总计	5,184.60	5,372.70	5,727.60	6,238.60	6,784.20

资料来源：公司 2023 年年报、招商证券

公司单桶原油成本进一步降低，2024 年上半年作业费用 6.81 美元/桶，同比下降 5.2%，折旧、折耗和摊销为 13.94 美元/桶，同比下降 1.4%，处置费用为 0.86 美元/桶，同比下降 10.4%，销售及管理费用为 2.04 美元/桶，同比下降 6.8%。其中仅有勘探费用有所上涨同比增长 8.7%，但总体来说，单桶原油成本进一步降低，达到 25.51 美元/桶，未来随着公司开采规模的扩大，降本增效，原油成本有望进一步降低。

图 29: 中国海油单桶原油成本 (美元/桶)



资料来源: Wind、招商证券

2、公司持续勘探新的油气领域

公司坚持以寻找大中型油气田为目标,持续加大风险勘探和甩开勘探力度,在新领域、新层系获得重大突破,进一步夯实油气储量基础。在国内,攻坚火山岩、中深层、超深水超浅层等新区新领域,拓展领域性勘探;在海外,拓展圭亚那 Stabroek 区块东南部勘探,加大新区块获取力度,进一步挖掘区块勘探潜力。

公司勘探技术理论持续突破和进步,助力油气增储上产。渤海伸展-走滑复合断裂带深部油气勘探技术突破,指导新发现龙口 7-1,推动成功评价渤中 8-3 南,还指导发现了渤中 26-6 和蓬莱 9-1 等 7 个亿吨级油田群;超浅层天然气成藏理论创新,指导发现陵水 36-1;北部湾盆地深层储层地质认识突破,推动成功评价乌石 16-5。

中国海域获 6 个新发现,分别为秦皇岛 29-6、龙口 7-1、惠州 19-6、陆丰 15-9、陵水 36-1 和涠洲 6-7,并成功评价 18 个含油气构造。其中,陵水 36-1 是中国首个超深水超浅层领域勘探发现,测试无阻天然气流量超千万方/天,开拓了超深水超浅层勘探领域,标志着南海万亿大气区的实现。新发现龙口 7-1 单井测试日产天然气近百万方,创造了渤海油田天然气测试产能的最高记录;成功评价乌石 16-5 含油气构造,测试日产油当量超千方,该构造有望成为中型油田。

在海外,圭亚那 Stabroek 区块加快推进中深层勘探,再获 1 个亿吨级新发现 Bluefin。Bluefin-1 井 DST 测试获得高产,进一步扩大了该区块东南部储量规模。还与莫桑比克能矿部及莫桑比克国家石油公司就莫桑比克的 5 个海上区块分别签订了石油勘探与生产特许合同。2024 上半年,公司完成勘探井 174 口,采集三维地震资料 4,755 平方公里。

表 4: 2024 年上半年公司勘探工作量

类型	勘探井		地震数据
	预探井 (口)	评价井 (口)	三维地震 (km ²)
中国海域	45	77	4755
中国陆上	20	26	
海外	5	1	
合计	70	104	4755

资料来源：公司数据、招商证券

3、圭亚那 Payara 项目为公司带来新增量

公司加强生产组织，高效推进产能建设。计划 2024 年内投产的新项目中，绥中 36-1 / 旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-6 气田 13-2 区块 5 井区开发项目、恩平 21-4 油田开发项目和乌石 23-5 油田群开发项目已成功投产，深海一号二期天然气开发项目和流花 11-1/4-1 油田二次开发项目等建设稳步推进。

公司强化精细生产组织，生产时率保持最好水平；狠抓油气田精细描述，深挖增产潜力；实施精细注水和控水稳油，深入挖掘上产潜力，油田自然递减率降至历史最好水平，在产油气田稳产增产成效显著。同时，公司加强资源统筹调度，工程建设高效推进，重点项目提前投产；强化钻前优化与随钻研究，达产率维持在较高水平。2024 年上半年，油气净产量再创历史同期新高，达 362.6 百万桶油当量，同比上升 9.3%。

分区域来看，中国油气净产量为 247.6 百万桶油当量，同比上升 7.1%，主要得益于垦利 6-1 和渤中 19-6 等油气田产量贡献。海外油气净产量为 114.9 百万桶油当量，同比上升 14.2%，主要由于圭亚那 Payara 项目投产带来产量增长。

2024 年上半年，公司石油液体和天然气产量占比分别为 78.2% 和 21.8%。石油液体产量同比增长 8.8%，主要得益于渤中 19-6 及圭亚那 Payara 项目投产；天然气产量同比上升 10.8%，主要原因是番禺 34-1 及陆上天然气产量贡献。

4、公司持续聚焦科技创新

公司强化油气主业和绿色低碳转型科研攻关，科技自主创新能力不断提升。“‘深海一号’超深水大气田开发工程关键技术与应用”和“渤海伸展-走滑复合断裂带深部油气勘探理论技术创新与重大发现”两个项目分获 2023 年度中国国家科学技术进步奖一等奖、二等奖。成功攻克深水导管架平台和圆筒型 FPSO 设计建造安装关键技术，完成亚洲首艘圆筒型 FPSO“海葵一号”和亚洲第一深水导管架“海基二号”海上安装，实现关键设备自主研发及应用的重要突破；在恩平 21-4 油田成功实施中国首个海上超深大位移井，创造中国海上最深钻井纪录和水平长度纪录，降低投资费用 40-50%，显著提高油气田开发效益。

公司纵深推进数智化转型，赋能油气勘探开发降本增效。海上智能油气田建设加快推进，秦皇岛 32-6 智能油田通过创建安全管理、油藏管理等应用场景，实现平台减员 20%；勘探开发数据湖平台二期实现线上运行，优化勘探开发统一数据标准体系，经营管理数据资产目录实现 100% 线上管理，数据治理效率平均提升约 30%；“深海一号”智能油气田建立基于数字孪生的深水气田产-供-销全业务流程一体化智能调控体系，推动油气生产模式转变；持续推进勘探开发专业大模型顶层设计，梳理公司各专业 AI 场景需求，谋划布局人工智能技术应用。

5、公司高效推动节能降碳

公司继续稳步有序发展新能源业务。“海油观澜号”稳定在产一周年，2024 年上半年累计发电 1,440 万度，累计发电 2,858 万度，折合 CO2 减排 1.66 万吨。持续

加强用能替代，通过自产自用及绿电交易两种方式，扩大绿电使用规模，上半年共消纳绿电超 4 亿度，减少碳排放近 30 万吨。

推动油气勘探开发与新能源融合发展。宁波终端光伏项目投运，实现年可供电 140 万度，陆岸终端光伏覆盖率提升到 82%。首个海上光伏建筑一体化项目 - 蓬莱油田太阳能发电项目投用，完成 1 艘 FPSO 和 4 个平台分布式光伏安装。中国海上首个绿色设计油田 - 乌石 23-5 油田群开发项目投产，将绿色低碳理念贯穿于设计、建造、生产全过程。

新能源示范项目取得突破。稳妥推进闽南海上风电 B-2 项目，该项目已被列入福建省可再生能源发展试点示范项目。稳步推动粤东深远海风电示范项目，积极跟踪协调海南 CZ7 项目。大亚湾 CCS/CCUS 集群研究示范项目通过预可研审查，并启动可行性研究。

高效推动节能降碳重点工程。全球首套 5 兆瓦级海上高温烟气余热发电装置完工，预计使用 20 年累计可节省天然气消耗约 3 亿立方米，减少二氧化碳排放约 80 万吨。绥中 - 锦州岸电投运，建成全球海上油田交流输电电压最高、规模最大的岸电应用基地；完成火炬区点位治理，日减少放空量 24 万方；实施永磁电机电潜泵 95 井次，平均节电率达到 20%，有力推动节能降碳工作为增储上产保驾护航。

6、2025 年公司经营策略

1 月 22 日，公司发布 2025 年经营策略公告，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，其中中国约占 69%、海外约占 31%。2026 年和 2027 年，公司的净产量目标分别为 780-800 百万桶油当量和 810-830 百万桶油当量。公司 2024 年的净产量预计达约 720 百万桶油当量。

2025 年，公司的资本支出预算总额为人民币 1,250-1,350 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资本支出预算总额的约 16%、61% 和 20%。2024 年本公司资本支出预计达约人民币 1,320 亿元，符合年初目标。

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。

为确保股东回报，预计在各年度建议股息获股东大会批准的前提下，2025 年至 2027 年，公司全年股息支付率不低于 45%；未来，公司将扎实推进增储上产、科技创新和绿色发展三大工程，实施提质增效升级行动。在不断提升价值创造能力的同时，公司将继续积极与股东共享公司发展成果。

四、盈利预测

主要假设：

1、随着公司新的油气田生产出油气，预计公司 2024-2026 年，油气销售板块收入分别为 3442.6 亿元、3614.73 亿元和 3831.62 亿元。

2、随着贸易业务的增长，预计公司 2024-2026 年，贸易板块收入分别为 951.70 亿元、1094.45 亿元和 1203.90 亿元。

3、预计公司 2024-2026 年，其他业务收入分别为 108.49 亿元、119.34 亿元和 125.31 亿元。

表 5: 公司各产品收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、油气销售						
收入 (百万)	222,125.40	352,956.00	327,867.00	344,260.35	361,473.37	383,161.77
增速	59.11%	58.90%	-7.11%	5.00%	5.00%	6.00%
成本 (百万)	99,078.06	131,920.00	125,816.00	120,491.12	122,900.94	130,275.00
毛利 (百万)	123,047.34	221,036.00	202,051.00	223,769.23	238,572.42	252,886.77
毛利率	55.40%	62.62%	61.63%	65.00%	66.00%	66.00%
二、贸易						
收入 (百万)	18,084.12	60,433.00	79,308.00	95,169.60	109,445.04	120,389.54
增速	49.07%	234.18%	31.23%	20.00%	15.00%	10.00%
成本 (百万)	16,640.48	57,383.00	73,950.00	91,362.82	105,067.24	115,573.96
毛利 (百万)	674.35	586.85	786.16	3,806.78	4,377.80	4,815.58
毛利率	3.73%	0.97%	0.99%	4.00%	4.00%	4.00%
三、其他业务收入						
收入 (百万)	5,902.17	8,841.00	9,434.00	10,849.10	11,934.01	12,530.71
增速	62.14%	49.79%	6.71%	15.00%	10.00%	5.00%
成本 (百万)	5,866.90	8,920.00	9,028.00	10,415.14	11,456.65	12,029.48
毛利 (百万)	35.27	-79.00	406.00	433.96	477.36	501.23
毛利率	0.60%	-0.89%	4.30%	4.00%	4.00%	4.00%
营业总收入 (百万)	246,111.69	422,230.00	416,609.00	450,279.05	482,852.42	516,082.02
增速	58.40%	71.56%	-1.33%	8.08%	7.23%	6.88%
营业成本 (百万)	121,585.44	198,223.00	208,794.00	222,269.07	239,424.83	257,878.45
营业成本/营业收入	49.40%	46.95%	50.12%	49.36%	49.59%	49.97%
毛利 (百万)	124,526.25	224,007.00	207,815.00	228,009.98	243,427.58	258,203.58

资料来源: 公司公告、招商证券

盈利预测:

我们预计油价将在 65-85 美元区间内宽幅震荡，由于公司继续降本增效，且产量有可能继续提升，公司业绩有望同比继续增长。预计公司 2024-2026 年收入分别为 4502.79 亿元、4828.52 亿元和 5160.82 亿元，归母净利润分别为 1388.25 亿元、1487.62 亿元和 1577.62 亿元，EPS 分别为 2.92 元、3.13 元和 3.32 元。当前股价对应 PE 分别为 9.2 倍、8.6 倍和 8.1 倍，首次覆盖，不给予投资评级。

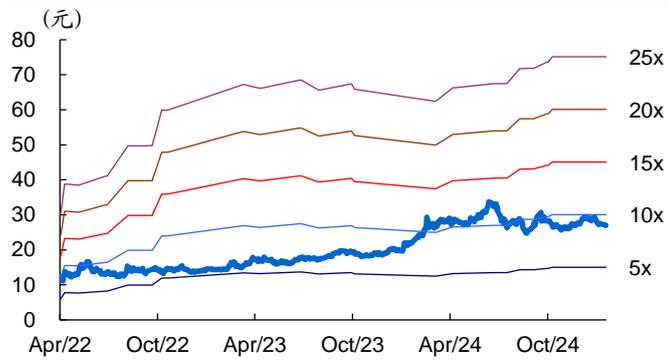
五、风险提示

1、产能建设不及预期的风险。新油气田由于在国内和在海外均有可能受到政策、审批多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性。若投产不及预期，将影响公司业绩。

2、原油价格波动的风险。公司主要业务为销售油气，油气价格受国际宏观、地

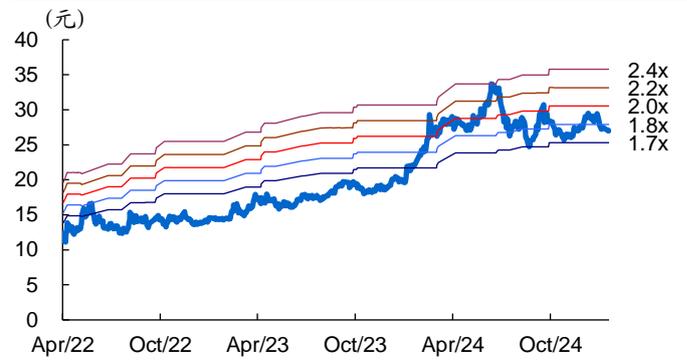
缘政治、金融政策等因素影响较大，若未来油价剧烈波动或者大幅下跌，将对公司业绩产生不利影响。

图 30: 中国海油历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 31: 中国海油历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	264679	250275	333433	444822	552649
现金	121387	150562	229403	336425	439752
交易性投资	88239	44347	44347	44347	44347
应收票据	0	95	103	110	118
应收款项	36546	36291	39224	42061	44956
其它应收款	4942	5256	5681	6092	6511
存货	6239	6451	6867	7397	7968
其他	7326	7273	7808	8390	8998
非流动资产	664352	755323	694977	640629	592294
长期股权投资	48927	51252	51252	51252	51252
固定资产	6652	7010	7131	7187	7804
无形资产商誉	543238	603062	542756	488480	439632
其他	65535	93999	93838	93709	93606
资产总计	929031	1005598	1028411	1085451	1144943
流动负债	113391	123939	103880	109040	114589
短期借款	4303	4365	0	0	0
应付账款	59789	61382	65343	70387	75812
预收账款	1691	1383	1472	1586	1708
其他	47608	56809	37065	37067	37069
长期负债	217257	213783	213783	213783	213783
长期借款	11287	11296	11296	11296	11296
其他	205970	202487	202487	202487	202487
负债合计	330648	337722	317663	322823	328372
股本	75180	75180	75180	75180	75180
资本公积金	2854	2861	2861	2861	2861
留存收益	519148	588545	631139	682724	736352
少数股东权益	1201	1290	1567	1864	2178
归属于母公司所有者权益	597182	666586	709180	760765	814393
负债及权益合计	929031	1005598	1028411	1085451	1144943

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	205574	209743	259639	263188	265609
净利润	141677	124090	139102	149059	158076
折旧摊销	61511	66598	126237	120239	114224
财务费用	3029	846	650	(816)	(1658)
投资收益	(4674)	(4711)	(6085)	(6085)	(6085)
营运资金变动	1968	21023	(267)	790	1048
其它	2063	1897	2	2	4
投资活动现金流	(98473)	(78095)	(59806)	(59806)	(59806)
资本支出	(94754)	(120875)	(65891)	(65891)	(65891)
其他投资	(3719)	42780	6085	6085	6085
筹资活动现金流	(64962)	(84228)	(120992)	(96361)	(102476)
借款变动	105381	58247	(24111)	0	0
普通股增加	32099	0	0	0	0
资本公积增加	0	7	0	0	0
股利分配	(202675)	(137579)	(96230)	(97177)	(104133)
其他	233	(4903)	(650)	816	1658
现金净增加额	42139	47420	78841	107021	103327

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422230	416609	450279	482852	516082
营业成本	198223	208794	222269	239425	257878
营业税金及附加	18778	24331	26297	28200	30140
营业费用	3355	3501	3784	4058	4337
管理费用	6356	7012	7579	8127	8686
研发费用	1527	1605	1735	1860	1988
财务费用	3029	846	650	(816)	(1658)
资产减值损失	(678)	(3714)	0	0	0
公允价值变动收益	(705)	300	300	300	300
其他收益	672	1070	1070	1070	1070
投资收益	4674	4715	4715	4715	4715
营业利润	194925	172891	194050	208084	220795
营业外收入	161	510	510	510	510
营业外支出	316	427	427	427	427
利润总额	194770	172974	194133	208167	220878
所得税	53093	48884	55031	59109	62801
少数股东损益	(23)	247	277	297	315
归属于母公司净利润	141700	123843	138825	148762	157762

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	72%	-1%	8%	7%	7%
营业利润	103%	-11%	12%	7%	6%
归母净利润	102%	-13%	12%	7%	6%
获利能力					
毛利率	53.1%	49.9%	50.6%	50.4%	50.0%
净利率	33.6%	29.7%	30.8%	30.8%	30.6%
ROE	26.3%	19.6%	20.2%	20.2%	20.0%
ROIC	24.9%	18.4%	19.4%	19.7%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	33.6%	30.9%	29.7%	28.7%
净负债比率	3.9%	3.5%	1.1%	1.0%	1.0%
流动比率	2.3	2.0	3.2	4.1	4.8
速动比率	2.3	2.0	3.1	4.0	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	33.2	32.9	33.4	33.6	33.6
应收账款周转率	13.3	11.4	11.9	11.8	11.8
应付账款周转率	3.6	3.4	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	2.98	2.61	2.92	3.13	3.32
每股经营净现金	4.33	4.41	5.46	5.54	5.59
每股净资产	12.56	14.02	14.92	16.01	17.13
每股股利	2.04	1.80	2.04	2.19	2.32
估值比率					
PE	9.1	10.4	9.2	8.6	8.1
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.4	9.0	6.7	6.6	6.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。