

公司研究

北部湾海域油气勘探获重大突破，进一步夯实油气资源基础

——中国海油（600938.SH）事件点评

要点

事件：2025 年 3 月 6 日，根据公司官网及央视消息，位于我国北部湾海域的涠洲 10-5 油气田获得高产油气流，标志着北部湾海域油气勘探获重大突破。

点评：

潜山勘探获重大突破，北部湾盆地勘探前景广阔。涠洲 10-5 油气田位于北部湾海域，距离广西北海市约 75 公里，平均水深约 37 米。探井在水下近 5000 米，获得厚度达 283 米油气层，并测试天然气产量约 37 万立方米/日，原油约 800 桶/日，成为北部湾盆地首个花岗岩潜山油气勘探发现。北部湾盆地涠西南凹陷是中国海域勘探程度最高的凹陷之一，公司近年来加强了复杂潜山成储理论与关键技术攻关，获得了古生界花岗岩潜山勘探的重大突破，不仅展示了北部湾盆地潜山领域广阔的勘探前景，也对我国类似海域的勘探具有重要指导意义。

近年来油气发现成果显著，夯实公司资源基础。近年来，中国海油在中国多个海域获得了多种类型大中型油气发现，2024 年，公司在南海开平、渤海秦皇岛 27-3 获得亿吨级油田发现，在陵水 36-1 气田、珠江口盆地荔湾 4-1 构造超深水海域获得探井高产气流，在渤海中生界潜山勘探领域创造了渤海油田天然气测试产能的最高纪录，进一步夯实了公司的油气资源基础。此次在北部湾盆地探获勘探发现，将有助于保障公司油气资源的稳定供应，为经济社会发展持续贡献海油力量。

25 年维持高额资本开支，产量规模有望稳步增长。公司 2025 年资本开支预算为 1250-1350 亿元，其中勘探、开发、生产资本支出占比分别为 61%、20%、16%，国内、海外资本支出占比分别为 68%、32%。公司将在支持产量稳定增长的基础上保持未来资本支出稳定，实施严格的成本管控，保持行业领先的成本竞争优势。公司 25 年产量目标为 760-780 百万桶油当量，目标中枢同比增长 6.9%，26 年产量目标为 780-800 百万桶油当量，目标中枢同比增长 2.6%，27 年产量目标为 810-830 百万桶油当量，目标中枢同比增长 3.8%，远期产量增速趋于稳定。公司将专注高质量发展，追求有效益的产量，保持生产规模稳步增长。

盈利预测、估值与评级：南海再获重大发现，公司“增储上产”有望再上新台阶。公司将维持高额勘探开发资本开支投入，油气产量保持高速增长，保持成本领先优势，坚持高股息政策，在油价波动期的盈利韧性+高分红价值凸显。我们维持 24-26 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1457/1582/1639 亿元，折合 EPS 分别为 3.06/3.33/3.45 元/股，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：原油和天然气价格大幅波动、勘探开发进度不及预期、成本波动。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	4,222	4,166	4,310	4,616	4,746
营业收入增长率	71.56%	-1.33%	3.46%	7.10%	2.80%
净利润（亿元）	1,417	1,238	1,457	1,582	1,639
净利润增长率	101.51%	-12.60%	17.62%	8.59%	3.63%
EPS（元）	2.98	2.60	3.06	3.33	3.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.73%	18.58%	18.65%	17.50%	15.93%
P/E	8.3	9.5	8.1	7.4	7.2
P/B	1.97	1.76	1.50	1.30	1.14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-05

买入（维持）

当前价：24.70 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebcn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003
021-52523800
caijiahao@ebcn.com

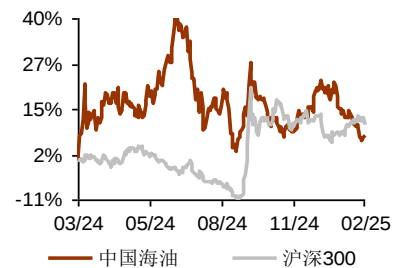
分析师：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002
010-56513142
wanglimo@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	475.30
总市值(亿元):	11739.90
一年最低/最高(元):	23.71/34.17
近 3 月换手率:	5.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.34	-6.74	-14.87
绝对	-8.79	-8.52	-4.98

资料来源：Wind

相关研报

高资本开支助力产量稳健增长，提升派息率加强股东回报——中国海油（600938.SH）2025 年战略展望点评（2025-01-23）
油价下行经营韧性凸显，前三季度净产量、净利润再创历史新高——中国海油（600938.SH）2024 年三季报点评（2024-10-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4222	4166	4312	4616	4746
营业成本	1982	2088	2015	2142	2196
折旧和摊销	614	664	578	622	667
税金及附加	188	243	172	185	190
销售费用	34	35	36	39	40
管理费用	64	70	73	78	80
研发费用	15	16	17	18	18
财务费用	30	8	27	15	2
投资收益	47	47	47	47	47
营业利润	1949	1729	2026	2199	2279
利润总额	1948	1730	2026	2199	2279
所得税	531	489	567	616	638
净利润	1417	1241	1458	1584	1641
少数股东损益	0	2	1	2	1
归属母公司净利润	1417	1238	1457	1582	1639
EPS(元)	2.98	2.60	3.06	3.33	3.45

现金流量表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2056	2097	2003	2165	2293
净利润	1417	1238	1457	1582	1639
折旧摊销	614	664	578	622	667
净营运资金增加	508	-125	58	100	8
其他	-483	320	-90	-139	-20
投资活动产生现金流	-985	-781	-929	-913	-933
净资本支出	-947	-1209	-930	-950	-970
长期投资变化	489	513	0	0	0
其他资产变化	-527	-85	1	37	37
融资活动现金流	-650	-842	-374	-347	-383
股本变化	321	0	0	0	0
债务净变化	-16	-155	-41	3	3
无息负债变化	277	226	-30	7	58
净现金流	442	478	699	905	977

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	53.1%	49.9%	53.3%	53.6%	53.7%
EBITDA 率	60.8%	58.2%	60.0%	60.4%	61.1%
EBIT 率	46.3%	42.2%	46.6%	47.0%	47.1%
税前净利润率	46.1%	41.5%	47.0%	47.6%	48.0%
归母净利润率	33.6%	29.7%	33.8%	34.3%	34.5%
ROA	15.2%	12.3%	13.1%	12.8%	12.0%
ROE (摊薄)	23.7%	18.6%	18.7%	17.5%	15.9%
经营性 ROIC	21.3%	17.0%	18.3%	18.8%	18.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	36%	34%	30%	27%	25%
流动比率	2.33	2.02	2.63	3.39	4.03
速动比率	2.28	1.97	2.57	3.33	3.97
归母权益/有息债务	4.67	5.93	7.21	8.33	9.45
有形资产/有息债务	6.88	8.52	9.84	10.96	12.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	9290	10056	11130	12373	13684
货币资金	1214	1506	2205	3110	4087
交易性金融资产	882	443	443	443	443
应收账款	365	363	402	409	424
应收票据	0	1	4	2	2
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	62	65	73	71	73
其他流动资产	92	93	93	93	93
流动资产合计	2647	2503	3257	4162	5160
其他权益工具	11	9	9	9	9
长期股权投资	489	513	513	513	513
固定资产和油气资产	5313	5913	6259	6580	6877
在建工程	14	16	19	21	23
无形资产	38	37	36	36	35
商誉	148	151	151	151	151
其他非流动资产	122	396	396	396	396
非流动资产合计	6644	7553	7873	8211	8525
总负债	3306	3377	3307	3317	3377
短期借款	43	44	0	0	0
应付账款	598	614	671	663	685
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1134	1239	1237	1229	1280
长期借款	113	113	116	119	122
应付债券	919	769	769	769	769
其他非流动负债	33	32	39	54	60
非流动负债合计	2173	2138	2070	2088	2097
股东权益	5984	6679	7823	9057	10307
股本	752	752	752	752	752
公积金	729	729	729	729	729
未分配利润	4490	5153	6297	7529	8777
归属母公司权益	5972	6666	7809	9041	10290
少数股东权益	12	13	14	16	17

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.79%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
管理费用率	1.51%	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%
财务费用率	0.72%	0.20%	0.63%	0.33%	0.04%
研发费用率	0.36%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
所得税率	27.26%	28.26%	28.00%	28.00%	28.00%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.68	0.66	0.74	0.82	0.84
每股经营现金流	4.32	4.41	4.21	4.55	4.82
每股净资产	12.55	14.01	16.42	19.01	21.63
每股销售收入	8.88	8.76	9.06	9.70	9.98

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	8.3	9.5	8.1	7.4	7.2
PB	1.97	1.76	1.50	1.30	1.14
EV/EBITDA	7.2	7.6	6.9	6.1	5.5
股息率	2.7%	2.7%	3.0%	3.3%	3.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP