

海上油气龙头稳步上产，承诺分红率提高彰显股息价值

2025 年 03 月 28 日

➤ **事件：**2025 年 3 月 27 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年，公司实现营业收入 4205.06 亿元，同比增长 0.94%；实现归母净利润 1379.36 亿元，同比增长 11.38%；实现扣非归母净利润 1333.97 亿元，同比增长 6.56%。

➤ **24 年净产量 7.27 亿桶油当量，同比增长 7.20%，25 年产量计划 7.6~7.8 亿桶油当量。**2024 年，公司实现油气净产量 7.27 亿桶油当量，同比增长 7.20%；分区域看，国内/海外产量分别为 4.93/2.34 亿桶油当量，同比增长 5.55%/10.74%；分产品看，石油/天然气产量分别为 5.67 亿桶/9294 亿立方英尺，同比增长 7.10%/7.48%。据公司规划，2025 年产量目标为 7.6~7.8 亿桶油当量，以预期中值计算同比增速为 5.94%。资本开支方面，2024 年实际完成 1325 亿元，符合年初计划，同比增速为 2.24%；2025 年公司计划资本开支保持稳定，预期为 1250~1350 亿元。

➤ **油气价格略降，成本管控成效显著，盈利能力增强。**1) **价格：**据 wind 数据，2024 年布伦特原油期货均价为 79.86 美元/桶，同比下滑 2.81%；在此背景下，公司原油实现价格为 76.75 美元/桶，同比下滑 1.55%；天然气实现价格为 7.72 美元/千立方英尺，同比下滑 3.26%。2) **成本：**公司 2024 年桶油主要成本为 28.52 美元/桶，同比下滑 1.08%，主要得益于单位弃置费和销售管理费用的下降。其中，桶油作业费为 7.61 美元/桶，同比微增 0.93%，海外作业费下滑较为明显，同比下滑 4.71%至 9.31 美元/桶；桶油弃置费同比下滑 50.60%至 0.41 美元/桶；桶油折旧、折耗及摊销同比增长 1.99%至 14.34 美元/桶；桶油销售及管理费用同比下滑 5.68%至 2.16 美元/桶；桶油所得税以外的其他税金同比下滑 2.68%至 4.00 美元/桶。3) **盈利能力：**2024 年，公司实现毛利率为 53.63%，同比提升 3.75pct；归母净利率为 32.80%，同比提升 3.08pct。

➤ **24 年分红率 44.7%，A/H 股股息率 4.89%/7.49%，25~27 年承诺分红率不低于 45%。**公司 2024 年末期股息每股 0.66 港元，连同中期股息 0.74 港元合计 2024 年每股股息 1.40 港元，同比增长 12.00%，分红率为 44.7%，同比增长 1.1pct，以 2025 年 3 月 27 日中间汇率和收盘价计算，每股现金分红约 1.29 人民币，A 股和 H 股股息率分别为 4.89%和 7.49%。此外，公司计划将 2025~2027 年的分红率提高至不低于 45%，相比 2024 年分红率有所提升。

➤ **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力和分红意愿强，油价中枢维持高位的背景下具备高股息特点，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 2025~2027 年归母净利润分别为 1268.93/1305.19/1344.15 亿元，EPS 分别为 2.67/2.75/2.83 元/股，对应 2025 年 3 月 27 日的 PE 分别为 10/10/9 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	420,506	397,773	406,542	415,553
增长率 (%)	0.9	-5.4	2.2	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	137,936	126,893	130,519	134,415
增长率 (%)	11.4	-8.0	2.9	3.0
每股收益 (元)	2.90	2.67	2.75	2.83
PE	9	10	10	9
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.40 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：lujiagi@mszq.com

相关研究

- 1.中国海油 (600938.SH) 事件点评：提高未来 3 年分红比率，攻守兼备属性深化-2025/01/23
- 2.中国海油 (600938.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 利润同比增长，新签巴西区块潜力可期-2024/10/29
- 3.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
- 4.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掘-2024/04/26
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	420506	397773	406542	415553
营业成本	194993	190097	193488	196978
营业税金及附加	20276	19298	19443	19581
销售费用	3532	3341	3415	3490
管理费用	7213	7080	7271	7468
研发费用	1711	1619	1654	1691
EBIT	193600	177223	182176	187270
财务费用	2832	2591	2257	1702
资产减值损失	-8047	-3151	-3521	-3888
投资收益	2497	2362	2414	2468
营业利润	189964	173872	178841	184179
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	189976	173884	178853	184191
所得税	51994	46949	48290	49732
净利润	137982	126935	130563	134459
归属于母公司净利润	137936	126893	130519	134415
EBITDA	268206	253559	261975	270542

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	154196	157549	170132	181409
应收账款及票据	33078	32412	33126	33860
预付款项	2924	2877	2928	2981
存货	5732	5342	5437	5536
其他流动资产	68679	68863	68762	63094
流动资产合计	264609	267043	280387	286879
长期股权投资	48491	48491	48491	48491
固定资产	6739	8239	9739	11239
无形资产	3762	3762	3762	3762
非流动资产合计	791672	845146	898592	952027
资产合计	1056281	1112189	1178978	1238906
短期借款	4303	4103	3903	3703
应付账款及票据	59685	57419	58444	59498
其他流动负债	54887	53946	52449	41797
流动负债合计	118875	115468	114796	104998
长期借款	5786	4786	3786	2786
其他长期负债	182184	177184	172184	167184
非流动负债合计	187970	181970	175970	169970
负债合计	306845	297438	290766	274968
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1888	1930	1974	2019
股东权益合计	749436	814751	888212	963938
负债和股东权益合计	1056281	1112189	1178978	1238906

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.94	-5.41	2.20	2.22
EBIT 增长率	12.42	-8.46	2.79	2.80
净利润增长率	11.38	-8.01	2.86	2.98
盈利能力 (%)				
毛利率	53.63	52.21	52.41	52.60
净利率	32.80	31.90	32.10	32.35
总资产收益率 ROA	13.06	11.41	11.07	10.85
净资产收益率 ROE	18.45	15.61	14.73	13.97
偿债能力				
流动比率	2.23	2.31	2.44	2.73
速动比率	2.01	2.09	2.22	2.49
现金比率	1.30	1.36	1.48	1.73
资产负债率 (%)	29.05	26.74	24.66	22.19
经营效率				
应收账款周转天数	29.63	29.50	28.90	28.90
存货周转天数	11.25	10.49	10.03	10.03
总资产周转率	0.41	0.37	0.35	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.90	2.67	2.75	2.83
每股净资产	15.73	17.10	18.65	20.24
每股经营现金流	4.65	4.34	4.51	4.59
每股股利	1.29	1.20	1.24	1.27
估值分析				
PE	9	10	10	9
PB	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.45	4.70	4.55	4.41
股息收益率 (%)	4.87	4.55	4.68	4.82

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	137982	126935	130563	134459
折旧和摊销	74606	76336	79799	83272
营运资金变动	-5777	-657	391	-3197
经营活动现金流	220891	206110	214314	218155
资本开支	-123309	-130169	-133966	-137789
投资	-57099	0	0	0
投资活动现金流	-175426	-127807	-131552	-135321
股权募资	197	0	0	0
债务募资	-32409	-8200	-8200	-8200
筹资活动现金流	-97935	-74950	-70178	-71557
现金净流量	-52155	3353	12583	11276

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。	公司评级	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