

石油石化

2025 年 03 月 28 日

中国海油 (600938)

——资源禀赋优势持续兑现，分红+回购提升股东回报

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公告：**2024 年公司实现营业收入 4205 亿元，同比增长 0.94%；归母净利润 1379 亿元，同比增长 11.38%；实现扣非归母净利润 1334 亿元，同比增长 6.56%。其中 Q4 实现营业收入 944.82 亿元，同比下滑 13.94%，环比下滑 4.81%；归母净利润 213 亿元，同比下滑 18.78%，环比下滑 42.38%；扣非归母净利润 175 亿元，同比下滑 40.54%，环比下滑 52.2%。四季度业绩下滑较大，一方面来自于油价下滑，24Q4 布伦特油价达到 74 美金，同比下降 8.8 美金，环比下降 4.7 美金；另一方面公司 Q4 计提 80 亿资产减值，主要系海外项目确认资产减值损失导致，并且 Q4 财务费用提升较大，主要系利息收入下降以及汇兑变化所致，而汇率变化导致公允价值变动净收益达到 36 亿，在一定程度上抵消下滑影响。
- **净产量超出年度目标，储量再创历史新高。**根据万得数据，2024 年布伦特原油均价为 79.86 美元/桶，同比下降 2.81%，而公司收入实现同比增长，主要得益于国内渤中 19-6 等油气田以及海外圭亚那 Payara 项目等带来的油气产量提升较大。2024 年公司实现油气净产量 7.27 亿桶油当量，同比提升 7.2%，超出公司年初指引的 7-7.2 亿桶油当量目标上限。2024 年公司净证实储量达到 72.71 亿桶油当量，再创历史新高，储量替代率达 167%，储量寿命稳定在 10 年。公司规划 2025 年产量目标为 7.6-7.8 亿桶油当量，增速为 4.5%-7.3%，仍将维持较好增长，预期在储量持续提升下，公司油气业务具备较好的长期增长潜力。
- **低成本优势继续巩固，费用率维持较低水平。**2024 年公司桶油成本达到 28.52 美元/桶油当量，同比下降 1.1%，持续巩固成本竞争优势。费用方面，2024 年公司期间费用率达到了 3.64%，同比提升 0.53pct，整体仍维持较低水平，其中财务费用提升较大，主要系资本化利息的下降以及美元汇率变化带来的汇兑损失变化所致。
- **经营现金流稳定提升，重视股东回报。**2024 年公司实现经营现金流 2209 亿元，同比提升 5.32%，在油价下滑背景下，体现了公司经营的稳健，未来在油气产量持续提升下，公司现金流水平有望持续提升。公司重视股东回报，2024 年计划分红 1.4 港元/股（含税），分红比例达到 44.7%，A/H 股息率分别达到 5.0%/7.5%（按照 3 月 27 日市值测算），并且年内实现回购港股 3,681 万股并注销，体现了公司对于股东回报的重视，公司规划 2025 至 2027 年分红率不低于 45%。2024 年公司实现资本开支 1325 亿元，2025 年目标维持 1250-1350 亿元，预期未来在资本开支相对稳定的情况下，随着公司现金流的不断提升，公司分红比例有望维持较好水平。
- **投资分析意见：**预期 2025 年油价维持 60-80 美金区间震荡，油价中枢小幅下滑，因此我们下调 2025-2026 年盈利预测至 1399、1447 亿元（原为 1556、1601 亿），并新增 2027 年盈利预测为 1490 亿元，对应 PE 估值分别为 9X、9X、8X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际油气价格波动；油气产量不达预期风险；HSSE 风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	416,609	420,506	444,457	466,070	487,684
同比增长率 (%)	-1.3	0.9	5.7	4.9	4.6
归母净利润 (百万元)	123,843	137,936	139,927	144,763	149,031
同比增长率 (%)	-12.6	11.4	1.4	3.5	2.9
每股收益 (元/股)	2.60	2.90	2.94	3.05	1.98
毛利率 (%)	49.9	53.6	51.6	51.4	50.2
ROE (%)	18.6	18.5	17.0	16.0	15.0
市盈率	10	9	9	9	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 03 月 27 日

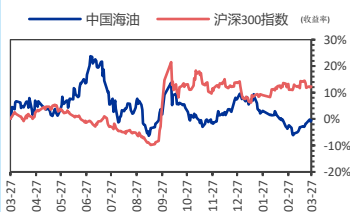
收盘价 (元)	26.40
一年内最高/最低 (元)	35.62/24.28
市净率	1.7
股息率 (分红/股价)	4.84
流通 A 股市值 (百万元)	75,025
上证指数/深证成指	3,373.75/10,668.10

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	15.73
资产负债率%	29.05
总股本/流通 A 股 (百万)	47,530/2,842
流通 B 股/H 股 (百万)	-/44,540

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818×
chenyue@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	416,609	420,506	444,457	466,070	487,684
其中: 营业收入	416,609	420,506	444,457	466,070	487,684
减: 营业成本	208,794	194,993	215,116	226,513	243,084
减: 税金及附加	24,331	20,276	21,334	22,371	23,409
主营业务利润	183,484	205,237	208,007	217,186	221,191
减: 销售费用	3,501	3,532	3,556	3,729	3,901
减: 管理费用	7,012	7,213	7,624	7,995	8,365
减: 研发费用	1,605	1,711	1,808	1,896	1,984
减: 财务费用	846	2,832	2,263	2,666	2,991
经营性利润	170,520	189,949	192,756	200,900	203,950
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-74	-29	-229	-229	-229
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3,523	-8,047	-110	-110	-110
加: 投资收益及其他	5,785	3,463	2,166	1,366	2,966
营业利润	172,891	189,964	194,582	201,927	206,576
加: 营业外净收入	83	12	0	0	0
利润总额	172,974	189,976	194,582	201,927	206,576
减: 所得税	48,884	51,994	54,608	57,116	57,495
净利润	124,090	137,982	139,974	144,811	149,081
少数股东损益	247	46	47	48	50
归属于母公司所有者的净利润	123,843	137,936	139,927	144,763	149,031

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。