

# 中国海油 (600938. SH)

全年归母净利润同比增长 11. 4%，分红率达到 44. 7%

优于大市

## 核心观点

**公司 2024 年实现归母净利润 1380 亿元，同比增长 11. 4%。**公司 2024 年实现营业收入 4205.1 亿元（同比+0.9%），归母净利润 1379.8 亿元（同比+11.4%），经营性净现金流 2208.9 亿元（同比+5.3%），自由现金流 975.0 亿元（同比+9.7%）。公司 2024 年第四季度实现营业收入 944.2 亿元（同比-13.9%，环比-4.8%），主要由于原油价格下跌及贸易收入减少，归母净利润 212.8 亿元（同比-18.8%，环比-42.4%），主要由于计提资产减值损失 80.3 亿元，扣非归母净利润为 175.3 亿元（同比-40.5%，环比-52.2%），主要由于公允价值变动收益 36.2 亿元。

**公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。**公司 2024 年油气销售收入为 3556.2 亿元（同比+8.5%），油气净产量达到 726.8 百万桶油当量（同比+7.2%），其中国内净产量 493 百万桶油当量（同比+5.6%），得益于渤海 19-6 等油田贡献，海外净产量 234 百万桶油当量（同比+10.8%），得益于圭亚那 Payara 项目等的投产。公司 2024 年石油液体平均实现价格 76.8 美元/桶（同比-1.6%），与布伦特原油均价贴水 3.1 美元/桶，较去年同期收窄 1.1 美元/桶，一方面受益于国内油价与布伦特油价价差收窄，另一方面受益于加拿大油砂折价大幅收窄。公司 2024 年桶油主要成本为 28.52 美元/桶油当量（同比-1.1%），同比下降 0.31 美元/桶油当量，成本管控效果显著。

**资本开支力度稳步增长，与股东分享发展成果。**公司 2024 年完成资本开支 1325 亿元，同比增加 29 亿元（同比+2.2%），2025 年预计资本开支为 1250-1350 亿元。公司全年共获得 11 个新发现，成功评价 30 个含油气构造，净证实储量达 72.7 亿桶油当量，同比增长 7.2%，储量寿命稳定在 10 年。公司在国内成功获得龙口 7-1、秦皇岛 29-6、惠州 19-6、陵水 36-1 等多个新发现，在国外圭亚那 Stabroek 区块获得亿吨级新发现 Bluefin，到 2030 年将实现 8 期项目运行，产能与产量将分别达到 170、130 万桶/天，同时成功获取莫桑比克、巴西和伊拉克共计 10 个新区块的石油合同。公司董事会建议派发每股 0.66 港元的末期股息（含税），全年股息达到 1.40 港元/股（含税），股息支付率为 44.7%，H 股股息率为 7.5%，A 股股息率为 4.9%。

**风险提示：**原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

**投资建议：**由于油价下跌，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 1401/1437 亿元（原值为 1564/1633 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1494 亿元，摊薄 EPS 为 2.95/3.02/3.14 元，对于当前 A 股 PE 为 9.0/8.7/8.4x，对于 H 股 PE 为 6.0/5.8/5.5x，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	416,609	420,506	426,152	435,415	449,368
(+/-%)	-1.3%	0.9%	1.3%	2.2%	3.2%
净利润(百万元)	123843	137936	140051	143657	149350
(+/-%)	-12.6%	11.4%	1.5%	2.6%	4.0%
每股收益(元)	2.61	2.90	2.95	3.02	3.14
EBIT Margin	41.1%	45.8%	45.6%	45.9%	46.3%
净资产收益率(ROE)	18.6%	18.5%	17.0%	15.9%	15.2%
市盈率(P/E)	10.1	9.1	9.0	8.7	8.4
EV/EBITDA	6.7	5.9	6.0	5.9	5.8
市净率(P/B)	1.88	1.68	1.52	1.39	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 石油石化·油气开采Ⅱ

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

25.79 元

收盘价

1225798/1225798 百万元

总市值/流通市值

35.62/24.28 元

52 周最高价/最低价

1118.01 百万元

近 3 个月日均成交额

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

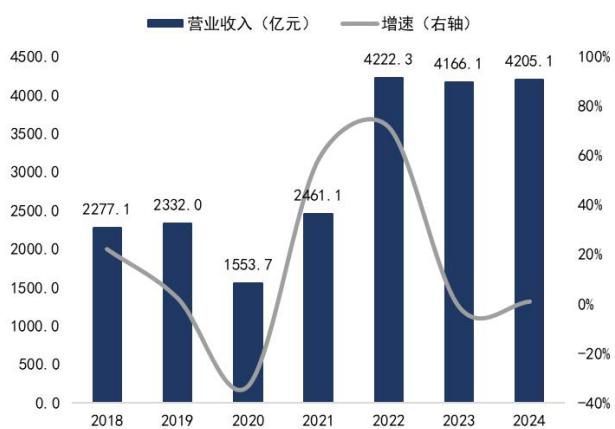
### 相关研究报告

- 《中国海油 (600938.SH) - 渤海 26-6、巴西 Buzios7 项目投产，OPEC+ 或推迟石油增产》——2025-02-19
- 《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%》——2025-01-23
- 《中国海油 (600938.SH) - 继续中、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

公司 2024 年实现归母净利润 1380 亿元，同比增长 11.4%。公司 2024 年实现营业收入 4205.1 亿元（同比+0.9%），归母净利润 1379.8 亿元（同比+11.4%），经营性净现金流 2208.9 亿元（同比+5.3%），自由现金流 975.0 亿元（同比+9.7%）。

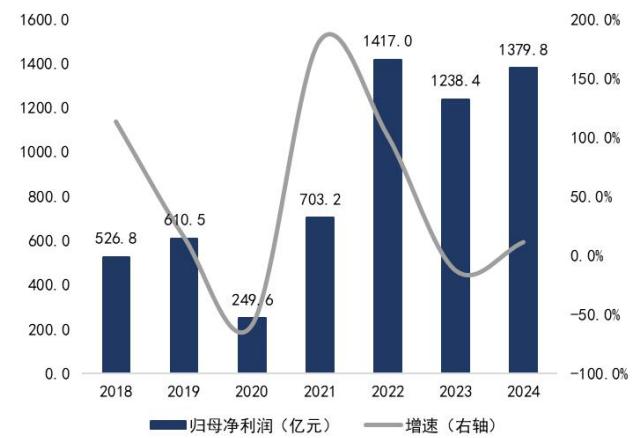
公司 2024 年第四季度实现营业收入 944.2 亿元（同比-13.9%，环比-4.8%），主要由于原油价格下跌及贸易收入减少，归母净利润 212.8 亿元（同比-18.8%，环比-42.4%），主要由于计提资产减值损失 80.3 亿元，扣非归母净利润为 175.3 亿元（同比-40.5%，环比-52.2%），主要由于公允价值变动收益 36.2 亿元。

图1：中国海油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国海油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。公司 2024 年油气销售收入为 3556.2 亿元（同比+8.5%），油气净产量达到 726.8 百万桶油当量（同比+7.2%），其中国内净产量 492.7 百万桶油当量（同比+5.6%），占比 67.8%，得益于渤海 19-6 等油田贡献，海外净产量 234.0 百万桶油当量（同比+10.8%），占比 32.2%，得益于圭亚那 Payara 项目等的投产。公司 2024 年石油净产量为 567.1 百万桶油当量（同比+7.1%），占比 78.0%，天然气净产量为 159.7 百万桶油当量（同比+8.4%），占比 22.0%。

图3：中国海油油气产量及增速（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国海油国内外油气产量分布（百万桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年石油液体平均实现价格 76.8 美元/桶（同比-1.6%），与布伦特原油均价贴水 3.1 美元/桶，较去年同期收窄 1.1 美元/桶，一方面受益于国内油价与布伦特油价价差收窄，另一方面受益于加拿大油砂折价大幅收窄。

2024 年桶油主要成本为 28.52 美元/桶油当量，同比降低 0.31 美元/桶油当量（-1.1%），其中作业费用 7.61 美元/桶，同比增长 0.07 美元/桶（同比+0.9%），主要是汇率变动和油田作业及维修工作量增加的综合影响；折旧、折耗及摊销 14.34 美元/桶，同比增长 0.28 美元/桶（同比+2.0%），主要是产量结构变化的影响；弃置费 0.41 美元/桶，同比降低 0.42 美元/桶（同比-50.6%），主要是弃置义务现值下降的影响；销售及管理费用 2.16 美元/桶，同比降低 0.13 美元/桶（同比-5.7%）；除所得税以外的其他税金 4.00 美元/桶，同比降低 0.11 美元/桶（同比-2.7%）。

图5：中国海油桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**资本开支力度稳步增长，与股东分享发展成果。**公司 2024 年完成资本开支 1325 亿元，同比增加 29 亿元（同比+2.2%），2025 年预计资本开支为 1250-1350 亿元。公司全年共获得 11 个新发现，成功评价 30 个含油气构造，净证实储量达 72.7 亿桶油当量，同比增长 7.2%，储量寿命稳定在 10 年。公司在国内成功获得龙口 7-1、秦皇岛 29-6、惠州 19-6、陵水 36-1 等多个新发现，在国外圭亚那 Stabroek 区块获得亿吨级新发现 Bluefin，到 2030 年将实现 8 期项目运行，产能与产量将分别达到 170、130 万桶/天，同时成功获取莫桑比克、巴西和伊拉克共计 10 个新区块的石油合同，进一步扩大全球勘探业务区域。

**图6: 中国海油经营现金流及资本开支 (单位: 亿元)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司董事会建议派发每股 0.66 港元的末期股息（含税），全年股息达到 1.40 港元/股（含税），股息支付率为 44.7%，H 股股息率为 7.5%，A 股股息率为 4.9%。

**公司在北部湾盆地获潜山勘探重大突破，旅大 5-2、曹妃甸 6-4、文昌 19-1 等新项目近期投产，看好公司长期成长。**2025 年 3 月 6 日，公司宣布在北部湾盆地古生界潜山勘探领域获重大突破，涠洲 10-5 油气田位于南海北部湾海域，平均水深约 37 米。探井 WZ10-5-1Sa 钻遇油气层 283 米，完钻井深约 4840 米。经测试，该井日产天然气约 13.2 百万立方英尺，日产原油约 800 桶，实现了北部湾盆地首个花岗岩潜山天然气勘探的重大突破。

2025 年 2 月 21 日，公司宣布旅大 5-2 北油田Ⅱ期开发项目已投产，该项目位于渤海中部海域，平均水深约 30 米，计划投产开发井 29 口，其中包括生产井 28 口，水源井 1 口，油品性质为重质原油，预计 2026 年高峰产量将实现约 6700 桶油当量/天。

2025 年 3 月 17 日，公司宣布曹妃甸 6-4 油田综合调整项目、文昌 19-1 油田二期项目已投产。曹妃甸 6-4 油田综合调整项目位于渤海西部海域，平均水深约 20 米，计划投产开发井 25 口，其中包括生产井 22 口，注水井 3 口，油品性质为轻质原油，预计 2026 年高峰产量将实现约 11000 桶油当量/天。文昌 19-1 油田二期项目位于珠江口盆地西部海域，平均水深约 125 米，计划投产开发井 13 口，油品性质为中质原油，预计 2027 年高峰产量将实现约 12000 桶油当量/天。公司持有涠洲 10-5、旅大 5-2、曹妃甸 6-4、文昌 19-1 项目 100% 的权益，并担任作业者。

**投资建议：**由于油价下跌，我们下调公司 2025–2026 年归母净利润预测至 1401/1437 亿元（原值为 1564/1633 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1494 亿元，摊薄 EPS 为 2.95/3.02/3.14 元，对于当前 A 股 PE 为 9.0/8.7/8.4x，对于 H 股 PE 为 6.0/5.8/5.5x，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 (元)	PE			PB 2025E
				2024	2025E	2026E	
600938.SH	中国海油	优于大市	26.40	2.90	2.95	3.02	10.2
601857.SH	中国石油	优于大市	8.18	0.95	0.99	1.02	8.5
0883.HK	中国海洋石油	无评级	18.68	2.90	3.08	3.22	6.1
0857.HK	中国石油股份	无评级	6.29	0.89	0.92	0.97	6.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 3 月 27 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	150562	154196	276254	343676	433623	营业收入	416609	420506	426152	435415	449368
应收款项	36386	33078	35876	36312	36885	营业成本	208794	194993	201001	204027	208829
存货净额	6451	5732	8080	6531	7004	营业税金及附加	24331	20276	19177	19594	20222
其他流动资产	12572	25832	14915	18376	20766	销售费用	3501	3532	3580	3657	3775
<b>流动资产合计</b>	<b>250275</b>	<b>264609</b>	<b>424125</b>	<b>496894</b>	<b>593277</b>	管理费用	7012	7213	6458	6573	6756
固定资产	8611	164017	125349	150349	172208	研发费用	1605	1711	1705	1742	1797
无形资产及其他	3692	3762	4612	5461	6311	财务费用	846	2832	985	899	862
投资性房地产	691768	575402	575402	575402	575402	投资收益	4715	2497	3962	3725	3395
长期股权投资	51252	48491	50808	51435	51496	资产减值及公允价值变动	(3223)	(3450)	(2685)	(3119)	(3085)
<b>资产总计</b>	<b>1005598</b>	<b>1056281</b>	<b>1180295</b>	<b>1279541</b>	<b>1398693</b>	其他收入	(726)	(743)	(1705)	(1742)	(1797)
短期借款及交易性金融负债	24111	22348	30000	33000	36300	营业利润	172891	189964	194524	199528	207437
应付款项	61382	59685	72716	62505	67146	营业外净收支	83	12	56	63	63
其他流动负债	38446	36842	31468	31473	34451	<b>利润总额</b>	<b>172974</b>	<b>189976</b>	<b>194580</b>	<b>199591</b>	<b>207500</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>123939</b>	<b>118875</b>	<b>134183</b>	<b>126978</b>	<b>137897</b>	所得税费用	48884	51994	54482	55886	58100
长期借款及应付债券	88208	61243	83243	103243	123243	归属于母公司净利润	123843	137936	140051	143657	149350
其他长期负债	125575	126727	136386	143811	149890	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>213783</b>	<b>187970</b>	<b>219629</b>	<b>247054</b>	<b>273133</b>	<b>净利润</b>	<b>123843</b>	<b>137936</b>	<b>140051</b>	<b>143657</b>	<b>149350</b>
少数股东权益	1290	1888	1907	1921	1934	资产减值准备	2846	4524	90756	23043	24817
股东权益	666586	747548	824576	903587	985730	折旧摊销	66433	71990	72877	76488	77890
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1005598</b>	<b>1056281</b>	<b>1180295</b>	<b>1279541</b>	<b>1398693</b>	公允价值变动损失	3223	3450	2685	3119	3085
						财务费用	846	2832	985	899	862
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(61683)	109508	113844	17915	35078
每股收益	2.61	2.90	2.95	3.02	3.14	其它	(2725)	(4500)	(90738)	(23028)	(24804)
每股红利	1.33	1.38	1.33	1.36	1.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>131937</b>	<b>322908</b>	<b>329475</b>	<b>241194</b>	<b>265415</b>
每股净资产	14.03	15.74	17.36	19.02	20.75	资本开支	0	(227497)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	19.31%	19.48%	20%	21%	22%	其它投资现金流	43905	(1467)	(43229)	(3000)	(3000)
ROE	18.58%	18.45%	17%	16%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>41580</b>	<b>(226203)</b>	<b>(174046)</b>	<b>(132127)</b>	<b>(131561)</b>
毛利率	50%	54%	53%	53%	54%	权益性融资	386	197	0	0	0
EBIT Margin	41%	46%	46%	46%	46%	负债净变化	9	(5510)	10000	8000	8000
EBITDA Margin	57%	63%	63%	63%	64%	支付股利、利息	(63346)	(65723)	(63023)	(64646)	(67207)
收入增长	-1%	1%	1%	2%	3%	其它融资现金流	(18054)	49198	7652	3000	3300
净利润增长率	-13%	11%	2%	3%	4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(144342)</b>	<b>(93071)</b>	<b>(33371)</b>	<b>(41646)</b>	<b>(43907)</b>
资产负债率	34%	29%	30%	29%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>29175</b>	<b>3634</b>	<b>122058</b>	<b>67421</b>	<b>89947</b>
股息率	5.1%	5.2%	5.0%	5.2%	5.4%	货币资金的期初余额	121387	150562	154196	276254	343676
P/E	10.1	9.1	9.0	8.7	8.4	货币资金的期末余额	150562	154196	276254	343676	433623
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	94020	198068	109775	134221
EV/EBITDA	6.7	5.9	6.0	5.9	5.8	权益自由现金流	0	137708	215010	120127	144900

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±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±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