

2025年04月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

油气产量和储量双增，成本持续下降

—中国海油（600938.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：高铭谦 S1050124080006
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-08

当前股价(元)	24.34
总市值(亿元)	11569
总股本(百万股)	47530
流通股本(百万股)	2842
52周价格范围(元)	23.23-35.14
日均成交额(百万元)	1336.88

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《中国海油（600938）：Q3 油气产量提升，优质多元资产支撑稳健经营》2024-11-13
- 《中国海油（600938）：上半年业绩创历史同期最好水平，现金流持续健康》2024-08-29
- 《中国海油（600938）：油气净产量高增，2024Q1 业绩超预期》2024-04-26

中国海油发布年度业绩报告：2024 全年实现营业总收入 4205.06 亿元，同比上升 0.94%；实现归母净利润 1379.36 亿元，同比上升 11.38%。其中，2024Q4 单季度实现营业收入 944.82 亿元，同比下滑 13.94%、环比下滑 4.81%，实现归母净利润 212.77 亿元，同比下滑 18.78%、环比下滑 42.38%。

投资要点

■ 公司全年油气产量再创新高，桶油成本持续下探

2024 年，公司继续增储上产，提升对油气稀缺资源的控制力。产量方面，公司全年油气总产量达 7.27 亿桶油当量，同比增长 7.2%；储量方面，公司油气证实储量 72.7 亿桶油当量，同比增长 7.2%，全年共获得 11 个油气新发现，建成南海万亿大气区，储量替代率达到 167%，储量寿命稳定在 10 年。随着圭亚那 Payara 的投产以及国内新项目的稳步推进，公司油气产量有望持续保持较快增速。销量方面，公司石油全年销售量达到 5.63 亿桶油当量，同比增长 9.4%，显示出较强的市场需求增长态势。受国际油价走低影响，全年平均实现油价为 76.75 美元/桶，同比下降约 1.6%。公司天然气全年销售量达到 870.3 十亿立方英尺，同比增长 7.8%，呈现出稳健的销售增长态势。但受中国天然气市场供需宽松格局的影响，天然气平均实现价格为 7.72 美元/千立方英尺，较 2023 年下降约 3.3%。成本方面，公司年内增储上产导致公司整体作业费同比上升 9.8%，但桶油作业费在公司高效成本管控举措下保持稳定，为 7.61 美元/桶油当量，与 2023 年基本持平。公司基于资源储备的强大成本控制能力使得桶油成本继续下探至 28.52 美元/桶油当量，公司盈利能力继续保持全球领先水平。

■ 高资本支出赋能油气业务高质量发展。

期间费用方面，公司在销售、管理、研发费用率方面均保持稳定，同比基本持平。公司油气资产弃置义务折现为 32.89 亿元，同比增加 3.58 亿元，公司财务费用率同比增加 0.47pct。现金流方面，公司经营活动产生的净现金流量为 2208.91 亿元，同比增加 5.3%，现金流保持健康水平。资本支出方面，公司 2024 全年资本支出达人民币 1327 亿元，主

要用于保持增储上产和油气基础设施建设投资力度。公司设定 2025 年产量目标为 760 至 780 百万桶油当量，预计 2025 年继续保持同等规模资本开支以支持增储上产。

■ 公司抗风险能力凸显，稳健经营与股东回报并重

中国海油在复杂的国际政治环境下展现出较强的抗风险能力，成功应对了中东巴以冲突、美国制裁等外部挑战，保持业务稳定发展。尽管第四季度营业收入和净利润有所下降，但公司分红情况良好，董事会建议派发 2024 年末期股息每股 0.66 港元（含税），并计划在 2025 至 2027 年期间保持全年股息支付率不低于 45%，持续提升股东回报，以实现长期可持续增长。

■ 盈利预测

公司积极增储上产，资源护城河进一步拓展。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1500、1597、1731 亿元，当前股价对应 PE 分别为 7.7、7.2、6.7 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

油价大幅下跌；新项目不及预期；年产量不及预期；公允价值变动净收益的不确定性；汇率波动影响。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	420,506	434,667	465,575	499,825
增长率（%）	0.9%	3.4%	7.1%	7.4%
归母净利润（百万元）	137,936	150,058	159,701	173,124
增长率（%）	11.4%	8.8%	6.4%	8.4%
摊薄每股收益（元）	2.90	3.16	3.36	3.64
ROE（%）	18.4%	18.5%	18.3%	18.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	154,196	219,397	291,117	369,312
应收款	33,078	34,192	36,623	39,317
存货	5,732	6,418	6,968	7,466
其他流动资产	71,603	72,473	74,372	76,476
流动资产合计	264,609	332,480	409,080	492,571
非流动资产:				
金融类资产	45,771	45,771	45,771	45,771
固定资产	6,739	100,657	131,693	138,012
在建工程	157,278	62,911	25,164	10,066
无形资产	3,762	3,574	3,386	3,207
长期股权投资	48,491	48,491	48,491	48,491
其他非流动资产	575,402	575,402	575,402	575,402
非流动资产合计	791,672	791,035	784,136	775,178
资产总计	1,056,281	1,123,515	1,193,216	1,267,749
流动负债:				
短期借款	4,303	4,303	4,303	4,303
应付账款、票据	59,685	66,828	72,558	77,743
其他流动负债	54,379	54,379	54,379	54,379
流动负债合计	118,875	126,035	131,803	137,029
非流动负债:				
长期借款	61,243	61,243	61,243	61,243
其他非流动负债	126,727	126,727	126,727	126,727
非流动负债合计	187,970	187,970	187,970	187,970
负债合计	306,845	314,005	319,773	324,999
所有者权益				
股本	47,567	47,530	47,530	47,530
股东权益	749,436	809,509	873,443	942,751
负债和所有者权益	1,056,281	1,123,515	1,193,216	1,267,749

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	137982	150108	159755	173182
少数股东权益	46	50	53	58
折旧摊销	71990	637	6889	8949
公允价值变动	4597	4597	4597	4597
营运资金变动	6276	4491	887	-70
经营活动现金净流量	220891	159883	172181	186715
投资活动现金净流量	-175426	449	6710	8780
筹资活动现金净流量	19736	-90035	-95821	-103874
现金流量净额	65,201	70,298	83,071	91,620

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	420,506	434,667	465,575	499,825
营业成本	194,993	197,372	214,601	229,888
营业税金及附加	20,276	20,959	22,449	24,101
销售费用	3,532	3,651	3,911	4,198
管理费用	7,213	7,456	7,986	8,574
财务费用	2,832	-3,215	-5,223	-7,413
研发费用	1,711	1,769	1,894	2,034
费用合计	15,288	9,660	8,568	7,393
资产减值损失	-8,047	-8,047	-8,047	-8,047
公允价值变动	4,597	4,597	4,597	4,597
投资收益	2,497	2,497	2,497	2,497
营业利润	189,964	206,660	219,941	238,428
加:营业外收入	398	398	398	398
减:营业外支出	386	386	386	386
利润总额	189,976	206,672	219,953	238,440
所得税费用	51,994	56,563	60,198	65,258
净利润	137,982	150,108	159,755	173,182
少数股东损益	46	50	53	58
归母净利润	137,936	150,058	159,701	173,124

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	0.9%	3.4%	7.1%	7.4%
归母净利润增长率	11.4%	8.8%	6.4%	8.4%
盈利能力				
毛利率	53.6%	54.6%	53.9%	54.0%
四项费用/营收	3.6%	2.2%	1.8%	1.5%
净利率	32.8%	34.5%	34.3%	34.6%
ROE	18.4%	18.5%	18.3%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	29.0%	27.9%	26.8%	25.6%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	12.7	12.7	12.7	12.7
存货周转率	34.0	34.0	34.0	34.0
每股数据(元/股)				
EPS	2.90	3.16	3.36	3.64
P/E	8.4	7.7	7.2	6.7
P/S	2.8	2.7	2.5	2.3
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。