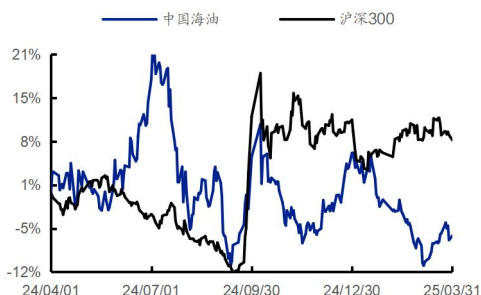


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

油气产量再创新高, 桶油成本优势持续巩固 ——中国海油 (600938) 2024 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|--------|-------|
| 中国海油 | 0.5% | -12.0% | -7.4% |
| 沪深 300 | -0.1% | -1.2% | 9.9% |

市场数据

| 市场数据 | 2025/03/31 |
|--------------|--------------|
| 当前价格 (元) | 25.97 |
| 52 周价格区间 (元) | 24.28-35.62 |
| 总市值 (百万) | 1,234,352.90 |
| 流通市值 (百万) | 73,802.89 |
| 总股本 (万股) | 4,752,995.40 |
| 流通股本 (万股) | 284,185.19 |
| 日均成交额 (百万) | 989.41 |
| 近一月换手 (%) | 1.39 |

相关报告

《中国海油 (600938) 2024 年三季报点评: 扎实推进增储上产, Q3 净利润创历史同期新高 (买入) *油气开采 II *李永磊, 董伯骏》——2024-11-02
 《中国海油 (600938) 2024 年中报点评: 2024Q2 净利润环比再增, 中期股息创历史同期新高 (买入) *油气开采 II *李永磊, 董伯骏》——2024-09-01
 《中国海油 (600938) 2024 年一季报点评报告: 油气产量提升叠加桶油成本降低, 2024Q1 归母净利润创历史新高 (买入) *油气开采 II *李永磊, 董伯骏》——2024-04-27

事件:

2025 年 3 月 28 日, 中国海油发布 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%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1379.36 亿元, 同比增长 11.38%; 加权平均净资产收益率为 19.36%, 同比减少 0.19 个百分点。销售毛利率 53.63%, 同比上升 3.75 个百分点; 销售净利率 32.81%, 同比上升 3.02 个百分点。

其中, 公司 2024Q4 实现营收 944.82 亿元, 同比-13.94%, 环比-4.81%; 实现归母净利润 212.77 亿元, 同比-18.78%, 环比-42.38%; ROE 为 2.90%, 同比减少 1.10 个百分点, 环比减少-2.24 个百分点。销售毛利率 50.79%, 同比增加 0.11 个百分点, 环比减少 5.35 个百分点; 销售净利率 22.54%, 同比减少 1.53 个百分点, 环比减少 14.68 个百分点。

投资要点:

■ 扎实推进增持上产, 油气产量再创新高

2024 年地缘政治冲突不断, 通胀水平持续下行, 全球经济增长依然疲软, 公司坚持提质降本增效, 有效化解风险挑战, 储量产量双双刷新历史纪录, 成本竞争优势持续巩固。受经济增长预期、地缘政治、市场供需、货币政策等因素影响, 国际油价总体呈先涨后跌走势, 2024 年布伦特原油均价 79.9 美元/桶, 同比下跌约 2.9%。全年公司实现营业收入 4205.06 亿元, 同比增长 0.94%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1379.36 亿元, 同比增长 11.38%。

分业务来看, 2024 年公司石油液体销售量为 562.9 百万桶, 同比上涨 9.4%, 平均实现油价为 76.75 美元/桶, 同比下降约 1.6%, 与国际油价走势基本一致; 2024 年天然气销售量为 870.3 十亿立方英尺, 比上年上升 7.8%。天然气平均实现价格为 7.72 美元/千立方英尺, 比上年下降约 3.3%, 主要原因是中国天然气市场供需较为宽松, 导致国内气价有所下降。2024 年, 公司资产减值及跌价准备为 80.47 亿元, 2023 年为 35.23 亿元, 主要原因是海外项目确认资产减值损失的影响。

《中国海油(600938)点评报告:持续夯实增储上产,高盈利+高分红价值凸显(买入)*油气开采II*李永磊,董伯骏》——2024-03-26

《中国海油(600938)一季报点评:油气产量稳步增长,重点项目推进顺利(买入)*油气开采II*李永磊,董伯骏,陈晨》——2023-05-10

公司保持增储上产和油气基础设施建设投资力度,全年资本支出达1327亿元。在产油气田稳产增产,工程建设和开发生产提质提速提效,多个重点新项目顺利投产。全年油气产量达726.8百万桶油当量,同比增长7.2%,超额完成全年油气生产目标,再创历史新高。公司坚持精益生产管理,精心组织增产措施,有效保障在产油气田稳产增产。重点产能建设项目加快推进,工程标准化稳步实施,深海一号二期天然气开发项目、渤中19-2油田开发项目、流花11-1/4-1油田二次开发项目等多个新项目顺利投产。

期间费用方面,2024年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.84%/1.72%/0.41%/0.67%,同比+0.00/+0.03/+0.02/+0.47pct。2024年,公司经营活动产生的现金流量净额为2208.91亿元,同比+5.3%,主要是油气销售收入增加。

■ 资产减值损失部分拖累2024Q4业绩,桶油成本优势持续巩固

2024Q4,公司实现营收944.82亿元,同比-153.10亿元,环比-47.72亿元;毛利润479.87亿元,同比-153.10亿元,环比-47.72亿元;归母净利润212.77亿元,同比-49.21亿元,环比-156.51亿元。期间费用方面,2024Q4公司销售/管理/研发/财务费用分别为9.38/21.80/4.89/14.06亿元,同比+0.60/-0.57/+0.73/+13.04亿元,环比+0.63/+5.38/+0.30/+12.49亿元。2024Q4公司资产减值损失为-80.29亿元,2024Q3为-0.16亿元,2023Q4为-31.99亿元。2024年,全年桶油主要成本为28.52美元/桶油当量,持续巩固成本竞争优势。

据Wind数据,2025Q1以来(截至2025年3月28日),布伦特原油均价75.17美元/桶,环比+1.89%,同比-7.80%。

■ 加速构建新能源体系,全方位推进绿色发展进程

公司多措并举落实节能减排,加速构建新能源体系,全方位推进绿色发展进程。渤海岸电工程全面投运,全年完成绿电替代7.6亿千瓦时。创建海上油气田火炬气回收关键技术体系。获取200万千瓦海上风电资源,海南CZ-7等示范项目有序推进。推进CCS/CCUS产业化,打造渤海和海南两个海上CCUS基地,积极推进大亚湾区、长三角海上CCS/CCUS示范项目。

■ 高盈利+高分红价值凸显,与股东共享发展成果

公司是中国最大的海上原油及天然气生产商,亦是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一。在油气行业,公司具备核心竞争优势,油气资源规模大,产量增长能力行业领先,是中国海域最主要的石油和天然气生产商,具备丰富的油气勘探开发经验,已成为中国海域盆地专家,掌握海上油气勘探开发成套技术体系,成本管控良好,

财务表现稳健，具备多元化资产结构，稳健推进绿色低碳发展。

同时，公司将一如既往重视股东回报，在各年度建议股息获股东大会批准的前提下，2025年至2027年，全年股息支付率不低于45%，并将秉承回报股东的原则，适时对股息政策进行调整。

■ 盈利预测和投资评级

考虑到原油价格大幅波动，我们适度调整公司业绩预期，预计公司2025-2027年营业收入分别为4147、4331、4386亿元，归母净利润分别为1383、1409、1423亿元，对应PE分别8.9、8.8、8.7倍，公司是中国最大的海上原油和天然气生产商，看好公司成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示

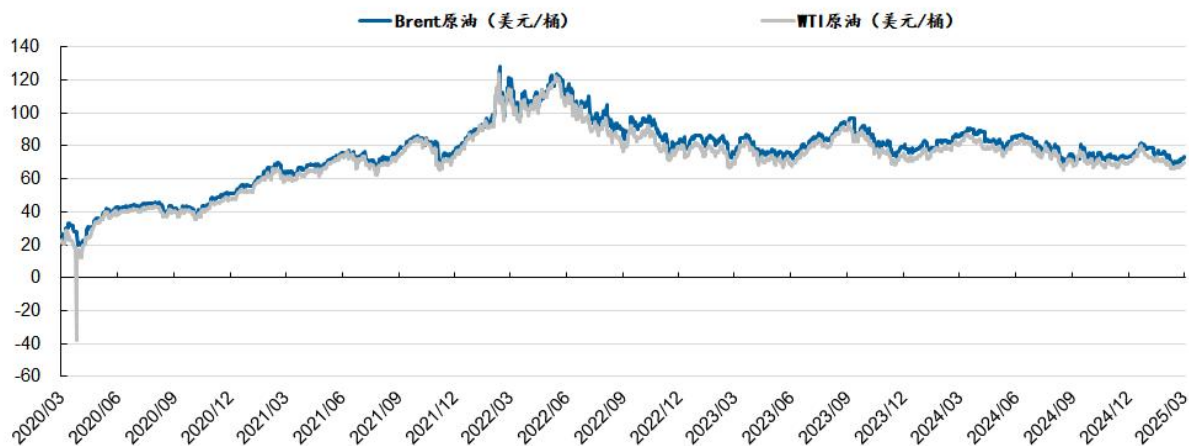
油价大幅波动风险；宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

| 预测指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 420506 | 414713 | 433114 | 438551 |
| 增长率(%) | 1 | -1 | 4 | 1 |
| 归母净利润（百万元） | 137936 | 138320 | 140904 | 142301 |
| 增长率(%) | 11 | 0 | 2 | 1 |
| 摊薄每股收益（元） | 2.90 | 2.91 | 2.96 | 2.99 |
| ROE(%) | 18 | 17 | 15 | 14 |
| P/E | 10.18 | 8.92 | 8.76 | 8.67 |
| P/B | 1.88 | 1.52 | 1.34 | 1.21 |
| P/S | 3.34 | 2.98 | 2.85 | 2.81 |
| EV/EBITDA | 5.00 | 5.84 | 5.40 | 5.03 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

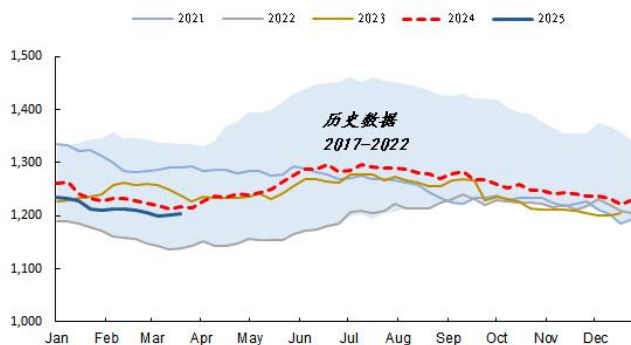
1、主要产品价格及库存情况

图 1: 原油价格变化情况



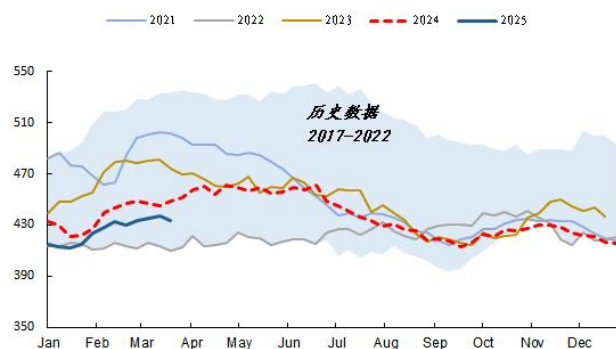
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 美国原油和油品库存 (百万桶)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

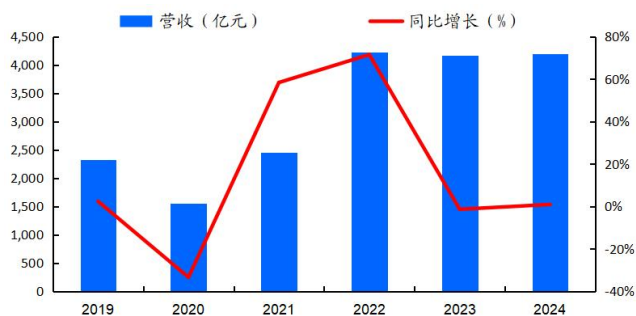
图 3: 美国商业原油库存 (百万桶)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

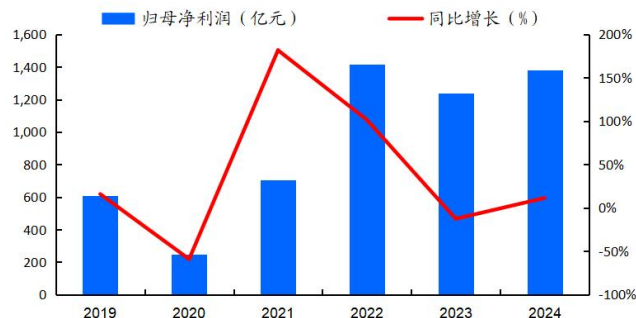
2、公司财务数据

图 4：2024 年营收同比增长 0.94%



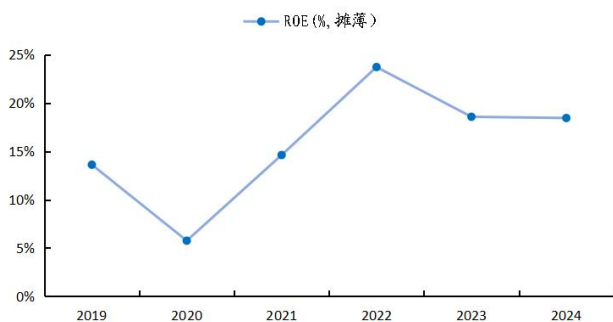
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：2024 年归母净利润同比增长 11.38%



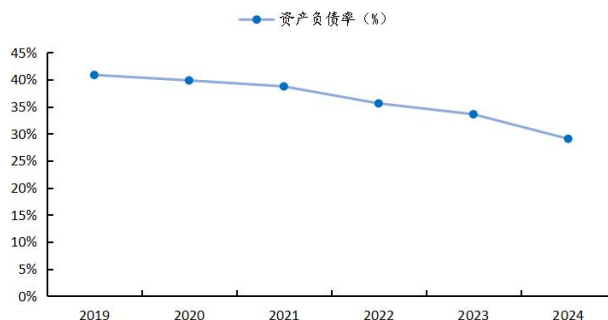
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：净资产收益率



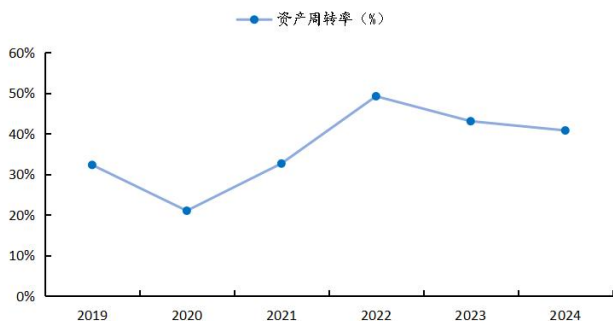
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：资产负债率



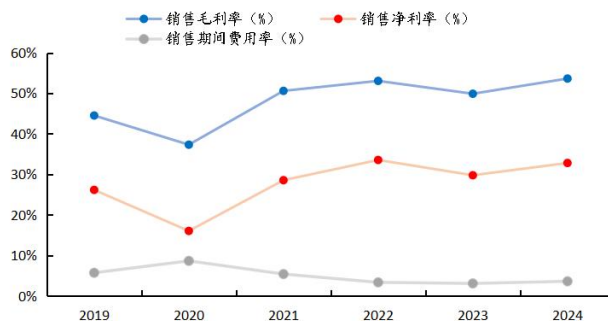
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：资产周转率



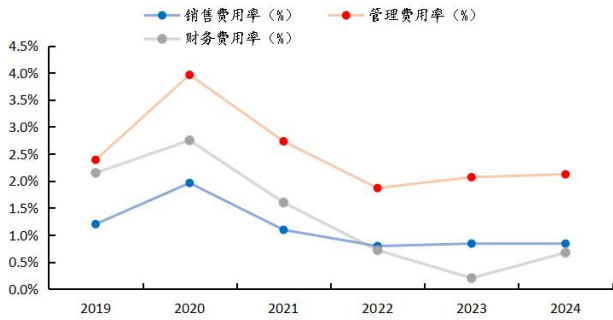
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：毛利率、净利率及期间费用率



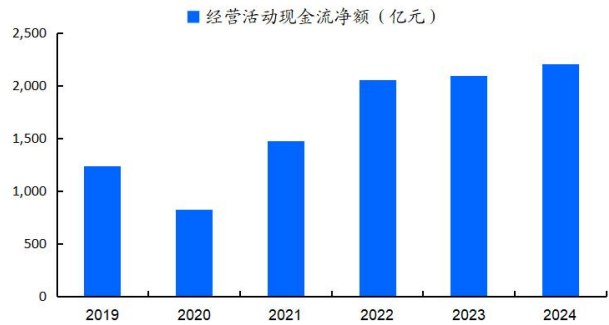
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10: 期间费用率



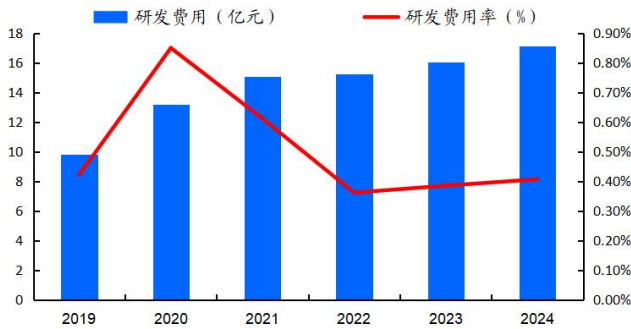
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 经营活动现金流净额



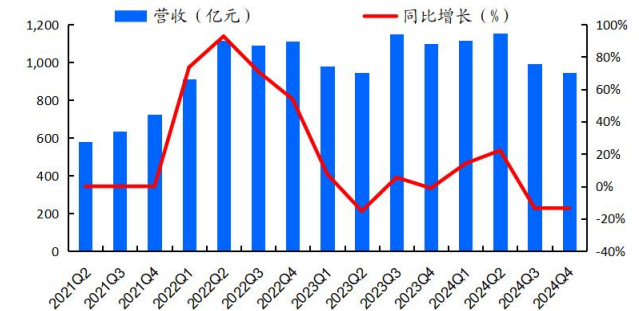
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 研发费用



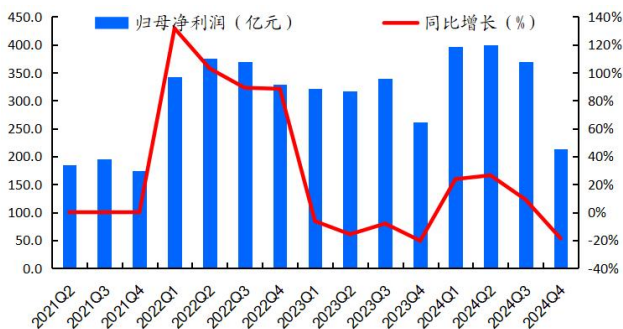
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 2024Q4 营收同比减少 13.94%



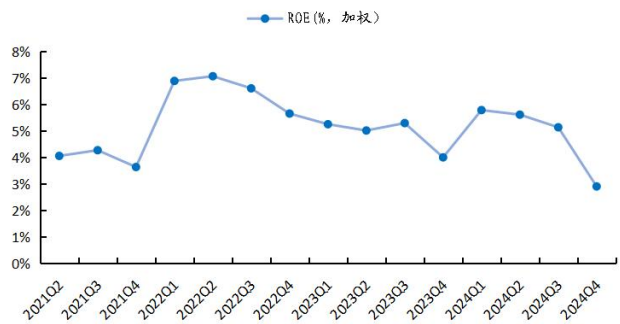
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 2024Q4 归母净利润同比减少 18.78%



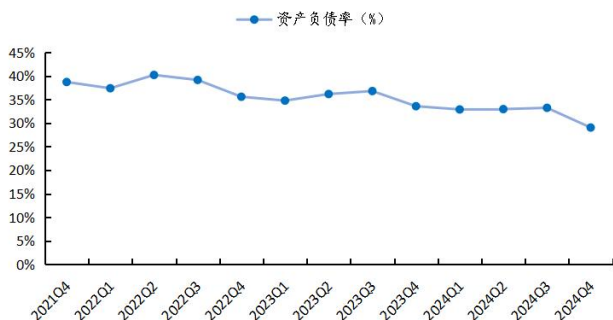
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 季度净资产收益率



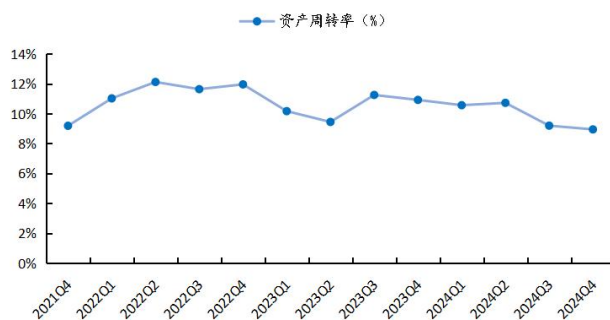
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产负债率



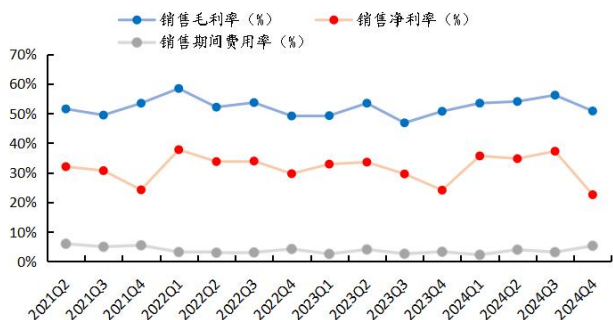
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产周转率



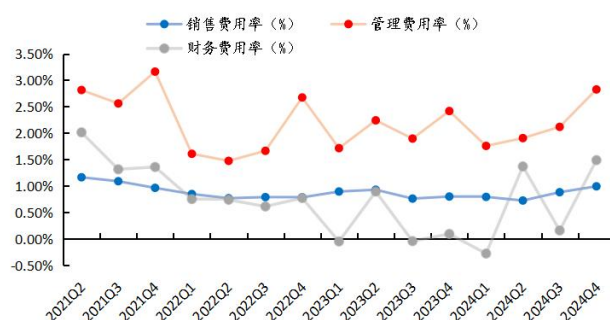
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 季度期间费用率



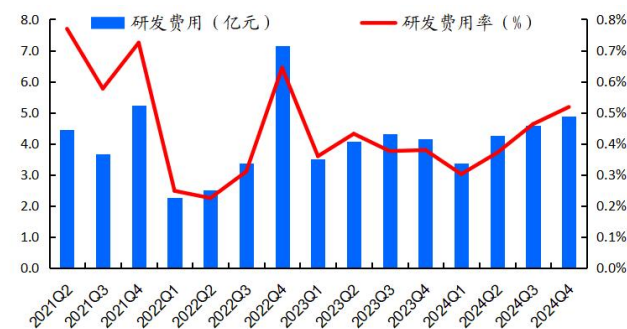
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (部分极值未显示)

图 20: 经营活动现金流净额



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 季度研发费用情况



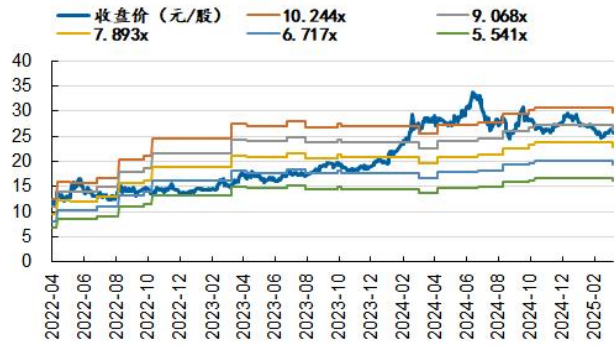
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 收盘价及 PE (TTM)



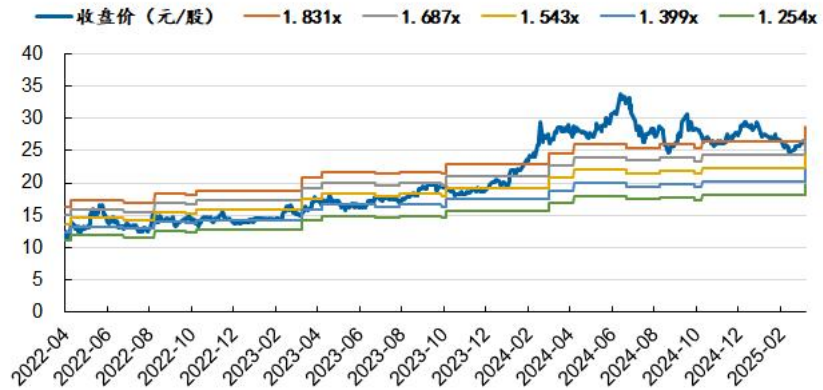
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2025/3/28)

图 23: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2025/3/28)

图 24: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2025/3/28)

3、盈利预测与评级

考虑到原油价格大幅波动,我们适度调整公司业绩预期,预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 4147、4331、4386 亿元,归母净利润分别为 1383、1409、1423 亿元,对应 PE 分别 8.9、8.8、8.7 倍,公司是中国最大的海上原油和天然气生产商,看好公司成长性,维持“买入”评级。

4、风险提示

油价大幅波动风险;宏观经济波动风险;产能投放不及预期;产品价格波动风险;原材料价格波动的风险;未来需求下滑;新项目进度不及预期。

附表：中国海油盈利预测表

| 证券代码: | 600938 | | | | 股价: | 25.97 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2025/03/31 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 每股指标与估值 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 18% | 17% | 15% | 14% | EPS | 2.90 | 2.91 | 2.96 | 2.99 | |
| 毛利率 | 54% | 53% | 52% | 52% | BVPS | 15.73 | 17.12 | 19.32 | 21.55 | |
| 期间费率 | 3% | 3% | 3% | 3% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 33% | 33% | 33% | 32% | P/E | 10.18 | 8.92 | 8.76 | 8.67 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.88 | 1.52 | 1.34 | 1.21 | |
| 收入增长率 | 1% | -1% | 4% | 1% | P/S | 3.34 | 2.98 | 2.85 | 2.81 | |
| 利润增长率 | 11% | 0% | 2% | 1% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 总资产周转率 | 0.41 | 0.38 | 0.37 | 0.35 | 营业收入 | 420506 | 414713 | 433114 | 438551 | |
| 应收账款周转率 | 12.15 | 12.96 | 13.63 | 13.68 | 营业成本 | 194993 | 194185 | 206795 | 208969 | |
| 存货周转率 | 32.01 | 36.41 | 46.13 | 58.65 | 营业税金及附加 | 20276 | 19077 | 19923 | 19910 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 3532 | 3318 | 3465 | 4554 | |
| 资产负债率 | 29% | 27% | 24% | 21% | 管理费用 | 7213 | 6387 | 6670 | 6359 | |
| 流动比 | 2.23 | 2.04 | 2.19 | 2.40 | 财务费用 | 2832 | 2775 | 3697 | 3475 | |
| 速动比 | 2.01 | 1.83 | 1.98 | 2.20 | 其他费用/(-收入) | 1711 | 1576 | 1646 | 1900 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 营业利润 | 189964 | 189859 | 193406 | 195849 | |
| 现金及现金等价物 | 199967 | 188473 | 214805 | 246789 | 营业外净收支 | 12 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收款项 | 33078 | 31214 | 32594 | 31785 | 利润总额 | 189976 | 189859 | 193406 | 195849 | |
| 存货净额 | 5732 | 4933 | 4032 | 3095 | 所得税费用 | 51994 | 51262 | 52220 | 53263 | |
| 其他流动资产 | 25832 | 27192 | 28513 | 29255 | 净利润 | 137982 | 138597 | 141187 | 142586 | |
| 流动资产合计 | 264609 | 251812 | 279944 | 310924 | 少数股东损益 | 46 | 277 | 282 | 285 | |
| 固定资产 | 6739 | 96537 | 131511 | 161666 | 归属于母公司净利润 | 137936 | 138320 | 140904 | 142301 | |
| 在建工程 | 157278 | 137278 | 167278 | 197278 | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 无形资产及其他 | 579164 | 579543 | 579707 | 579661 | 经营活动现金流 | 220891 | 158536 | 162772 | 168381 | |
| 长期股权投资 | 48491 | 47491 | 49491 | 51491 | 净利润 | 137936 | 138320 | 140904 | 142301 | |
| 资产总计 | 1056281 | 1112661 | 1207931 | 1301020 | 少数股东损益 | 46 | 277 | 282 | 285 | |
| 短期借款 | 4303 | 4303 | 4303 | 4303 | 折旧摊销 | 74606 | 14493 | 19477 | 24456 | |
| 应付款项 | 59685 | 64728 | 67783 | 69853 | 公允价值变动 | -4597 | 0 | 0 | 0 | |
| 合同负债 | 508 | 498 | 520 | 526 | 营运资金变动 | -5777 | 4821 | 1858 | 1416 | |
| 其他流动负债 | 54379 | 53869 | 55455 | 54791 | 投资活动现金流 | -175426 | -121209 | -85650 | -85600 | |
| 流动负债合计 | 118875 | 123398 | 128061 | 129473 | 资本支出 | -123309 | -81539 | -81485 | -81435 | |
| 长期借款及应付债券 | 61243 | 46243 | 31243 | 16243 | 长期投资 | -57099 | -42000 | -6500 | -6500 | |
| 其他长期负债 | 126727 | 127227 | 127727 | 128227 | 其他 | 4982 | 2330 | 2335 | 2335 | |
| 长期负债合计 | 187970 | 173470 | 158970 | 144470 | 筹资活动现金流 | -97935 | -51978 | -52290 | -52297 | |
| 负债合计 | 306845 | 296868 | 287031 | 273943 | 债务融资 | -32409 | -14500 | -14500 | -14500 | |
| 股本 | 75180 | 75180 | 75180 | 75180 | 权益融资 | 197 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 749436 | 815793 | 920900 | 1027077 | 其它 | -65723 | -37478 | -37790 | -37797 | |
| 负债和股东权益总计 | 1056281 | 1112661 | 1207931 | 1301020 | 现金净增加额 | -52155 | -14336 | 24832 | 30484 | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。

于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。