



中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

稀缺央企，再超预期！

业绩简评

中国海油于2023年8月17日发布公司2023年半年度报告，公司23H1实现归母净利润637.60亿元，同比减少11.31%。其中，2023Q2公司实现归母净利润316.47亿元，同比减少15.80%，环比减少1.45%。而布伦特油价2023年Q2同比下滑20.4%，环比下滑5.3%，公司业绩受益于产量大幅增长，单季度业绩下滑幅度小于油价下滑幅度，2023年Q2公司业绩超预期。

经营分析

原油价格有望维持中高位震荡，公司业绩确定性强：公司1H23平均实现油价为73.57美元/桶，同比减少29.16%。2023年全球原油供应边际偏紧，OPEC+自愿减产延续至2024年底，沙特7月额外原油减产100万桶/日延长至9月底，叠加美国原油产量增量有限，俄罗斯原油出口削减，伴随原油终端需求持续恢复，布伦特原油有望维持中高位震荡，2023年7月至今布伦特原油期货价格均值达到82.11美元/桶，相较于2023Q2均值77.73美元/桶增加了5.64%。原油价格有望维持中高位震荡，公司业绩确定性较强。

上游油气开发稳中有增，高成长性值得期待：为保障国家能源安全，公司增大资本开支积极响应政府“增储上产”号召。1H23公司勘探资本支出达98.15亿元，同比增加13.21%；开发资本支出达355.00亿元，同比增加62.32%。公司巴西Buzios5项目按期投产，渤中19-6凝析气田1期等7个项目正在安装，其他新项目建设稳步推进，1H23公司油气总产量达3.32亿桶油当量，同比增加8.86%。其中，原油产量达2.60亿桶，同比增加8.27%；天然气产量达4155亿立方英尺，同比增加10.89%，公司高成长性值得期待。

公司维持高股息政策，股东投资回报丰厚：1H23公司现金分红共计261亿元，股利支付率达40.95%，同时公司股息率也维持在较高水平，2023年半年度现金股利0.59港元/股。以2023年6月30日收盘价为基准计算，公司1H23 A股动态股息率（1H23动态股息率=（2022年期末股息+2023年中期股息）/6月30日收盘价）为7.12%，H股动态股息率为12.07%，股东投资回报丰厚。

盈利预测与评级

我们看好油价中枢稳健下的未来公司业绩稳定性，持续维持2023-2025年的盈利预测，2023-2025年盈利预测为1248.24亿元/1346.48亿元/1401.76亿元，对应2023-2025年EPS为2.62元/2.83元/2.95元，对应PE为7.03X/6.51X/6.26X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期；(2) 原油供需受到异常扰动；(3) 能源政策及制裁对企业经营的影响；(4) 汇率风险。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.44 元

相关报告：

- 《中国海油公司点评：稀缺央企资产再显本色!》，2023.4.27
- 《中国海油公司点评：证实储量创新高，稀缺央企亮底色!》，2023.3.30
- 《量价齐升，现金充沛! -中国海油三季报点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	246,111	422,230	346,484	364,264	380,062
营业收入增长率	58.40%	71.56%	-17.94%	5.13%	4.34%
归母净利润(百万元)	70,320	141,700	124,824	134,648	140,176
归母净利润增长率	181.77%	101.51%	-11.91%	7.87%	4.11%
摊薄每股收益(元)	1.575	2.979	2.624	2.831	2.947
每股经营性现金流净额	3.31	4.32	2.52	2.93	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	23.73%	18.75%	18.20%	17.16%
P/E	N/A	5.10	7.03	6.51	6.26
P/B	N/A	1.21	1.32	1.19	1.07

来源：公司年报、国金证券研究所

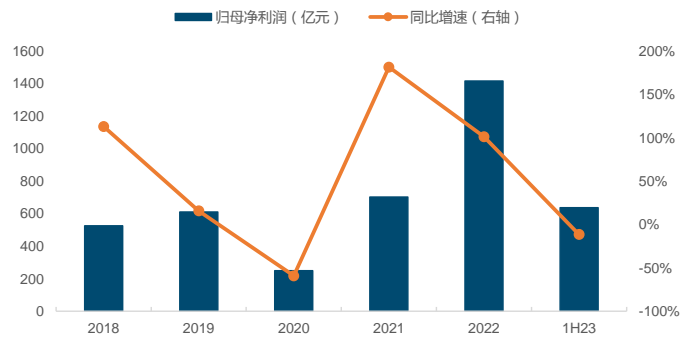
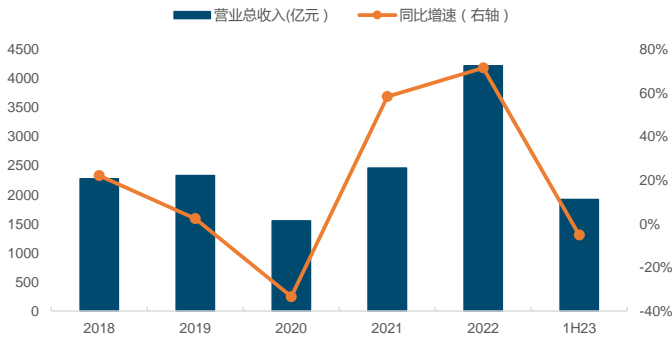


1、上游油气开发稳中有增，油价走强有望实现价量齐升

中国海油于 2023 年 8 月 17 日发布公司 2023 年半年度报告，公司 23H1 实现营业收入 1920.64 亿元，同比减少 5.09%；实现归母净利润 637.60 亿元，同比减少 11.31%。其中，2023Q2 公司实现营业收入 943.53 亿元，同比减少 15.35%，环比减少 3.44%；实现归母净利润 316.47 亿元，同比减少 15.80%，环比减少 1.45%，而布伦特油价 2023 年 Q2 同比下滑 20.4%，环比下滑 5.3%，公司业绩受益于产量大幅增长，单季度业绩下滑幅度小于油价下滑幅度，2023 年 Q2 公司业绩超预期。

图表1：23H1 公司营业收入同比减少 5.09%

图表2：23H1 公司归母净利润同比减少 11.31%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年国际油价维持中高位震荡，公司 1H23 平均实现油价为 73.57 美元/桶，同比减少 29.16%。由于 2023 年全球原油供应边际偏紧，OPEC+ 自愿减产延续至 2024 年底，沙特 7 月额外原油减产 100 万桶/日延长至 9 月底，叠加美国原油产量增量有限，俄罗斯原油出口削减，伴随原油终端需求持续恢复，布伦特原油有望维持中高位震荡，2023 年 7 月至今布伦特原油期货价格达到 82.11 美元/桶，相较于 2023Q2 均值 77.73 美元/桶增加了 5.64%。原油价格维持中高位震荡有望支撑公司未来业绩。

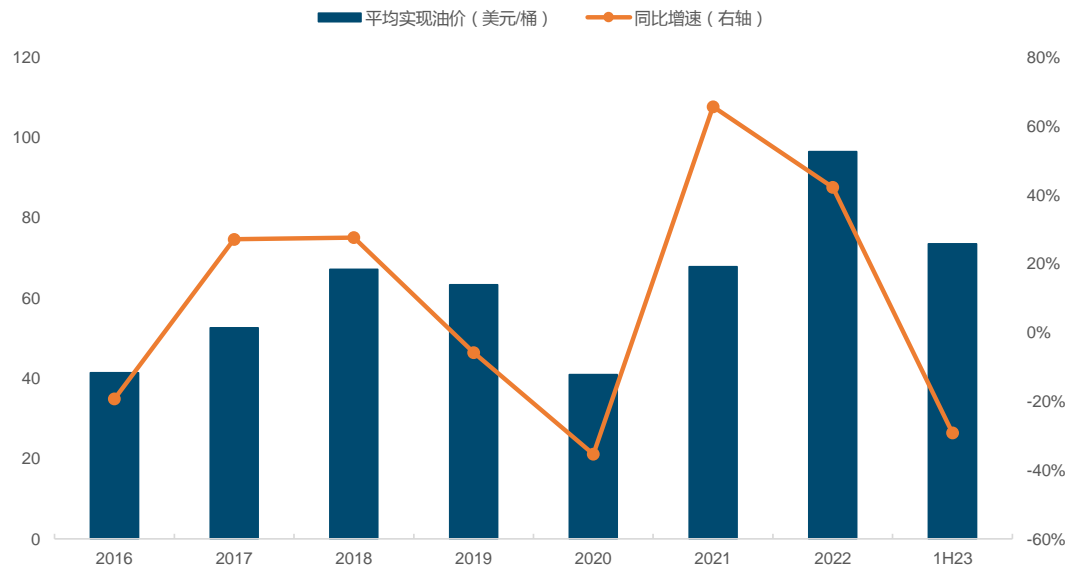
图表3：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所



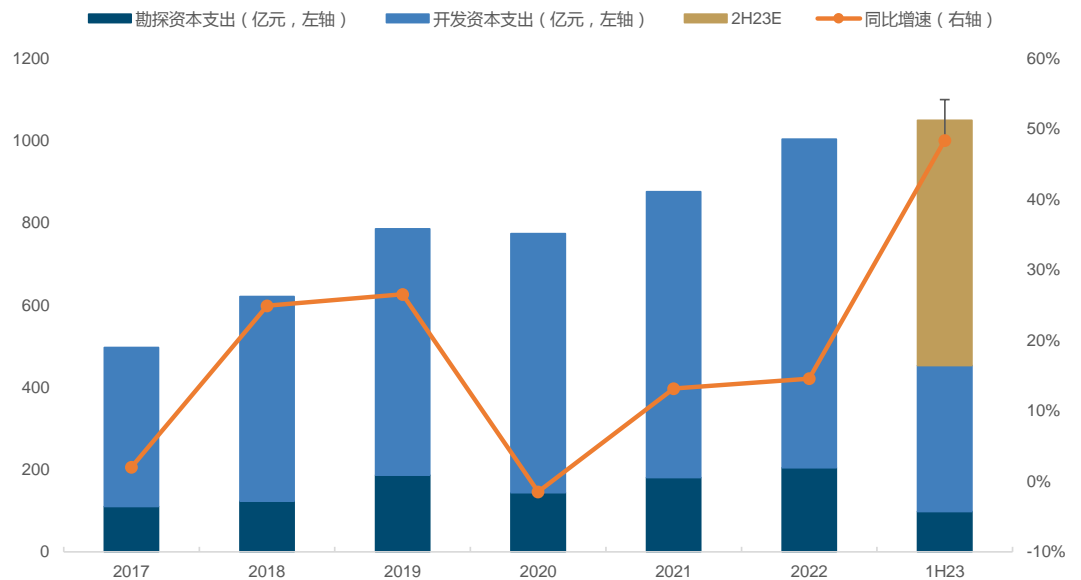
图表4: 1H23 公司平均实现油价为 73.57 美元/桶



来源: 公司公司, 公司官网推介材料, 国金证券研究所

为保障国家能源安全, 公司增大资本开支积极响应政府“增储上产”号召。1H23 公司勘探资本支出达 98.15 亿元, 同比增加 13.21%; 开发资本支出达 355.00 亿元, 同比增加 62.32%。公司巴西 Buzios5 项目按期投产, 渤中 19-6 凝析气田 1 期等 7 个项目正在安装, 其他新项目建设稳步推进, 1H23 公司油气总产量达 3.32 亿桶油当量, 同比增加 8.86%。其中, 原油产量达 2.60 亿桶, 同比增加 8.27%; 天然气产量达 4155 亿立方英尺, 同比增加 10.89%, 公司高成长性值得期待。

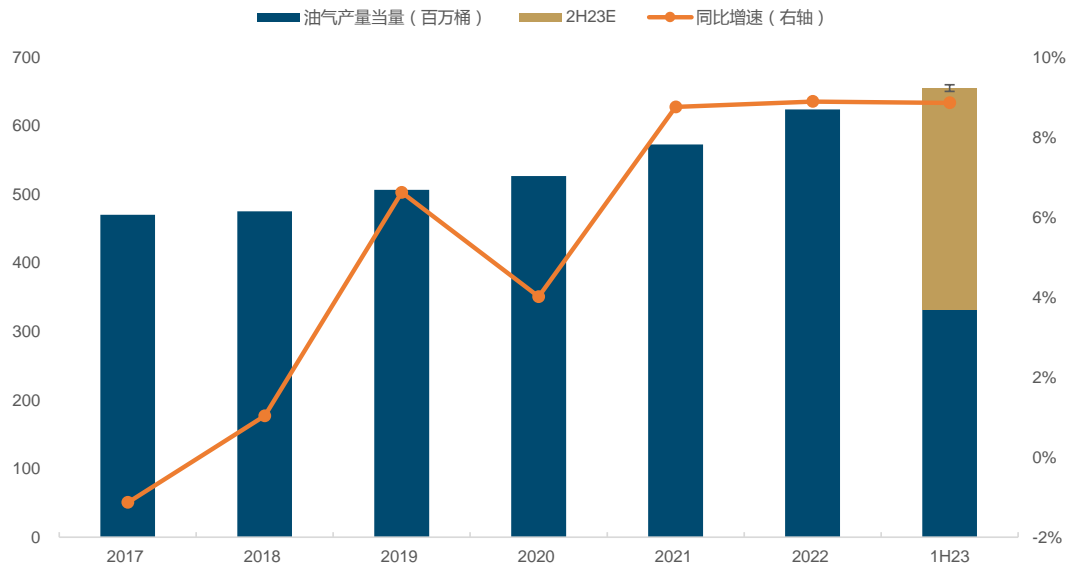
图表5: 1H23 公司勘探开发资本支出同比增加 48.38%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

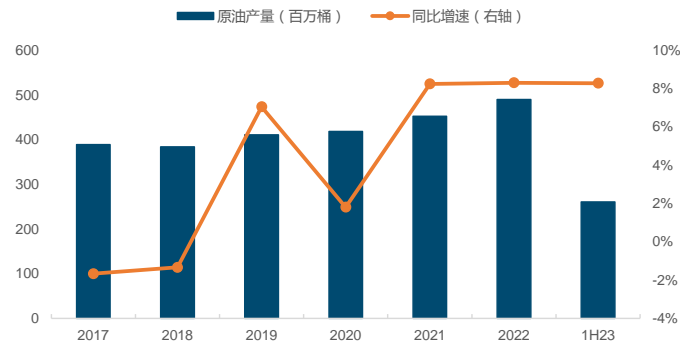


图表6: 1H23 公司油气产量同比增加 8.86%



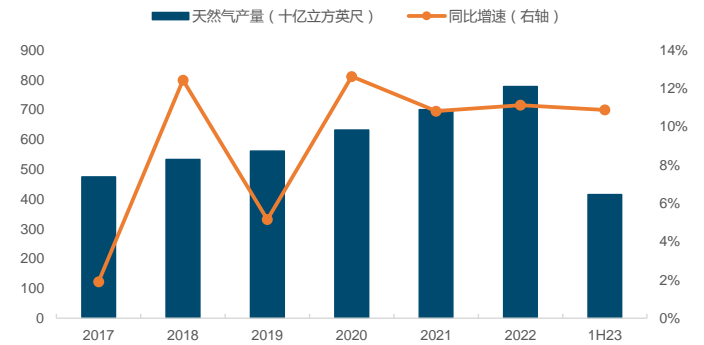
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 1H23 公司原油产量同比增加 8.27%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 1H23 公司天然气产量同比增加 10.89%

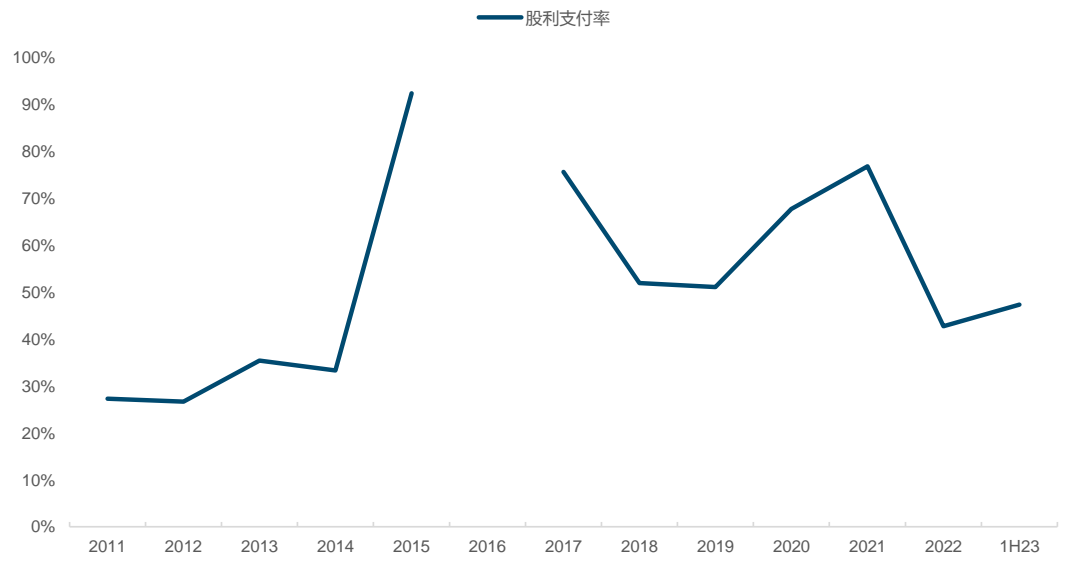


来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司维持高股息政策, 股东投资回报丰厚。1H23 公司现金分红共计约 261 亿人民币 (以 1 人民币兑 0.93 港元计算), 股利支付率达 40.95%, 同时公司股息率也维持在较高水平, 2023 年半年度现金股利 0.59 港元/股。以 2023 年 6 月 30 日收盘价为基准计算, 公司 1H23 A 股动态股息率 (1H23 动态股息率 = (2022 年期末股息 + 2023 年中期股息) / 6 月 30 日收盘价) 为 7.12%, H 股动态股息率为 12.07%, 股东投资回报丰厚。



图表9: 1H23 公司股利支付率达 XX%



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2016 年公司股利支付率为 2194.37%，故从图中删除。

2、风险提示

- 1) 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2) 原油供需受到异常扰动：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，同时原油价格维持高位后存在油企修改生产计划的可能性，美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 3) 能源政策及制裁对企业经营的影响：公司有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021 年 1 月，美国商务部将公司列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 4) 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	155,373	246,111	422,230	346,484	364,264	380,062
增长率		58.4%	71.6%	-17.9%	5.1%	4.3%
主营业务成本	-97,381	-121,585	-198,223	-147,460	-150,630	-158,304
%销售收入	62.7%	49.4%	46.9%	42.6%	41.4%	41.7%
毛利	57,991	124,526	224,007	199,024	213,634	221,758
%销售收入	37.3%	50.6%	53.1%	57.4%	58.6%	58.3%
营业税金及附加	-7,200	-11,172	-18,778	-15,592	-16,392	-17,103
%销售收入	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
销售费用	-3,048	-2,694	-3,355	-3,465	-3,643	-3,801
%销售收入	2.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-4,834	-5,218	-6,356	-6,930	-7,285	-7,601
%销售收入	3.1%	2.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,321	-1,506	-1,527	-1,732	-1,821	-1,900
%销售收入	0.9%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	41,588	103,936	193,991	171,306	184,493	191,353
%销售收入	26.8%	42.2%	45.9%	49.4%	50.6%	50.3%
财务费用	-4,272	-3,936	-3,029	-3,134	-2,772	-2,007
%销售收入	2.7%	1.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-5,199	-7,957	-666	0	0	0
公允价值变动收益	-1,192	779	-705	0	0	0
投资收益	3,538	2,417	4,674	4,000	4,000	4,000
%税前利润	10.1%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
营业利润	34,766	95,804	194,925	172,171	185,721	193,346
营业利润率	22.4%	38.9%	46.2%	49.7%	51.0%	50.9%
营业外收支	141	17	-155	0	0	0
税前利润	34,907	95,821	194,770	172,171	185,721	193,346
利润率	22.5%	38.9%	46.1%	49.7%	51.0%	50.9%
所得税	-9,951	-25,514	-53,093	-47,347	-51,073	-53,170
所得税率	28.5%	26.6%	27.3%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	24,956	70,307	141,677	124,824	134,648	140,176
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0
归属于母公司的净利润	24,957	70,320	141,700	124,824	134,648	140,176
净利率	16.1%	28.6%	33.6%	36.0%	37.0%	36.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	24,956	70,307	141,677	124,824	134,648	140,176
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0
非现金支出	57,505	65,193	63,518	69,028	78,390	88,820
非经营收益	2,626	6,766	6,547	2,342	2,182	2,427
营运资金变动	-2,748	5,626	-6,172	-6,441	5,177	5,606
经营活动现金净流	82,338	147,892	205,570	189,754	220,397	237,029
资本开支	-75,416	-82,398	-94,661	-76,118	-82,349	-93,847
投资	19,105	-17,233	-9,664	-26,616	-26,000	-26,000
其他	5,462	3,396	5,852	4,000	4,000	4,000
投资活动现金净流	-50,849	-96,235	-98,473	-98,734	-104,349	-115,847
股权募资	183	856	32,258	0	0	0
债权募资	-7,031	-6,883	-14,176	735	2,967	3,742
其他	-31,851	-27,305	-82,421	-62,046	-66,773	-69,506
筹资活动现金净流	-38,699	-33,332	-64,339	-61,311	-63,806	-65,765
现金净流量	-9,660	17,412	44,820	29,709	52,241	55,417

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	65,831	79,730	121,387	149,303	200,241	254,711
应收款项	25,613	33,105	42,934	51,788	54,445	56,806
存货	5,644	5,703	6,239	6,868	7,016	7,373
其他流动资产	66,302	89,444	94,119	114,425	134,505	154,697
流动资产	163,391	207,982	264,679	322,384	396,206	473,587
%总资产	22.7%	26.4%	28.5%	32.2%	36.6%	40.4%
长期投资	47,814	48,698	62,003	68,619	74,619	80,619
固定资产	446,380	465,451	532,719	539,801	543,941	549,147
%总资产	61.9%	59.2%	57.3%	54.0%	50.2%	46.8%
无形资产	17,365	16,972	19,123	19,363	19,584	19,787
非流动资产	557,886	578,587	664,352	677,697	687,656	698,683
%总资产	77.3%	73.6%	71.5%	67.8%	63.4%	59.6%
资产总计	721,276	786,569	929,031	1,000,081	1,083,862	1,172,270
短期借款	12,513	16,537	24,690	35,318	43,305	52,065
应付款项	48,345	56,853	68,219	58,055	59,325	62,341
其他流动负债	10,898	20,561	20,482	27,485	29,476	30,711
流动负债	71,755	93,951	113,391	120,858	132,106	145,118
长期贷款	11,059	11,290	11,287	11,267	11,247	11,227
其他长期负债	204,532	199,352	205,970	200,928	199,426	197,745
负债	287,346	304,593	330,648	333,054	342,779	354,090
普通股股东权益	433,710	480,912	597,182	665,826	739,883	816,979
其中：股本	43,081	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	334,487	384,362	448,985	517,638	591,695	668,791
少数股东权益	221	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
负债股东权益合计	721,276	786,569	929,031	1,000,081	1,083,862	1,172,270

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.559	1.575	2.979	2.624	2.831	2.947
每股净资产	9.714	10.771	12.555	13.998	15.555	17.175
每股经营现金净流	1.844	3.312	4.322	2.524	2.932	3.153
每股股利	0.400	1.230	1.270	0.747	0.806	0.839
回报率						
净资产收益率	5.75%	14.62%	23.73%	18.75%	18.20%	17.16%
总资产收益率	3.46%	8.94%	15.25%	12.48%	12.42%	11.96%
投入资本收益率	5.16%	12.33%	19.16%	15.28%	15.03%	14.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-33.37%	58.40%	71.56%	-17.94%	5.13%	4.34%
EBIT 增长率	-51.80%	149.92%	86.64%	-11.69%	7.70%	3.72%
净利润增长率	-59.12%	181.77%	101.51%	-11.91%	7.87%	4.11%
总资产增长率	-4.81%	9.05%	18.11%	7.65%	8.38%	8.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.6	33.3	27.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	22.4	17.0	11.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	152.5	135.4	100.2	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	1,045.1	688.0	459.3	566.6	542.6	524.5
偿债能力						
净负债/股东权益	2.31%	-6.79%	-13.67%	-18.30%	-25.65%	-31.88%
EBIT 利息保障倍数	9.7	26.4	64.0	54.7	66.6	95.3
资产负债率	39.84%	38.72%	35.59%	33.30%	31.63%	30.21%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-14	买入	15.26	21.20~21.20
2	2022-07-15	买入	16.19	21.20~21.20
3	2022-08-26	买入	17.68	N/A
4	2022-10-17	买入	16.29	N/A
5	2022-10-28	买入	15.37	N/A
6	2023-03-30	买入	16.85	N/A
7	2023-04-27	买入	18.53	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究