

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938.SH)

中国海洋石油 (0883.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《中国海油 (600938.SH): 高油价+低估值+高股息持续兑现, 中海油迎来历史机遇》

2022.04.21

《中国海油 (600938.SH): 中海油怎么给估值?》2022.04.22

《22Q1 利润超预期+21 年特别派息, 高油价+低估值+高股息持续兑现》2022.04.29

《高油价+低成本+扩产量, 助力估值修复》2022.07.14

《2022Q3 业绩预增, 坚定看好海上油气龙头》

2022.10.17

《油气产量创同期新高, 成本优势支撑盈利》

2022.10.27

《高分红优质龙头, 估值修复空间凸显》

2023.03.30

《优质海上油气央企, 价值与成长兼具》

2023.04.28

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

23Q2 产量增长对冲油价波动, 资源成长性及高股息凸显投资价值

2023年8月18日

事件: 2023年8月17日晚, 中国海油发布2023年中期业绩报告。2023上半年, 公司实现营业收入1920.64亿元, 同比下降5.09%, 环比下降12.65%; 实现归母净利润637.61亿元, 同比下降11.30%, 环比下降8.67%; 实现基本每股收益1.34元。

其中, 2023Q2, 公司实现营收943.53亿元, 同比下降15.35%, 环比下降3.44%; 实现归母净利润316.48亿元, 同比下降15.80%, 环比下降1.45%; 实现基本每股收益0.66元。

点评:

- **2023Q2, 受油价回落影响, 公司利润环比小幅下降。**产量方面, 2023Q2, 公司产量增速高于年度设定目标, 主要来自海外增量贡献, 公司油气净产量达167.9百万桶油当量, 同比+9.17%, 环比+2.44%, 其中, 海外油气产量达52.1百万桶油当量, 同比+12.53%, 环比+7.20%, 主要得益于圭亚那Liza二期和巴西Buzios油田等产量增加。价格方面, 2023Q2, 布伦特油价平均77.73美元/桶, 公司平均实现油价72.99美元/桶, 较布伦特原油折价4.74美元/桶, 相比2023Q1近8美元/桶的折价显著收窄, 我们认为可能考虑公司在南美地区的销售油价挂钩WTI, 而布伦特-WTI价差在2023Q2环比平均收窄1.83美元/桶。此外, 汇兑收益也贡献了一定利润。整体来看, 2023Q2, 得益于产量增加、折价收窄、汇兑收益以及石油特别收益金的下降, 公司实现归母净利润环比仅下降1.45%, 明显低于布伦特油价环比5.33%的降幅。
- **桶油成本保持显著优势。**2023H1, 公司桶油成本为28.17美元/桶, 同比-2.15美元/桶, 主要为油价下降带动的税金及附加的下降以及产量增长和汇率变动带来的作业费用的下降。对比2023Q1, 我们可以推断, 2023Q2公司桶油成本环比下降, 但其中的桶油作业费用环比提升, 油服景气提升带来的油服服务价格抬升可能是重要组成部分; 桶油折旧摊销费用环比下降, 可能为优质区块持续放量 and 汇率影响。
- **资本支出同环比增加, 助力公司增储上产计划。**2023Q2, 公司实现资本支出318亿元, 同比+28.92%, 其中开发支出同比+51.54%至197亿元; 环比+28.41%, 其中生产支出环比+76.99%至68亿元。2023年, 公司计划资本开支1000-1100亿元, 最大同比增长7.32%, 其中, 勘探、开发、生产开支分别为180-198、590-649、210-231亿元, 截至2023H1, 公司三个环节计划资本开支的完成度按下限计分别为54.44%、60.17%、50.95%, 按上限计分别为49.49%、54.70%、46.32%。
- **勘探开发持续推进, 公司成长性显现。**2023Q2, 巴西Buzios5项目投产, 其高峰权益产量为1.5万桶油当量/天。此外, 在中国海域, 公司获得番禺10-6和开平18-1等多个油气新发现, 成功评价秦皇岛27-3等大中型含油气构造。在中国陆上, 公司高效推进深层煤层气勘探评价, 提

升了资源动用潜力。在海外，圭亚那 Stabroek 区块勘探取得积极进展，在中深层再获新发现。公司预计 2023 年将有 9 个新项目投产，权益高峰产量合计可达到 16.4 万桶油当量/天，其中，圭亚那及国内海域处于安装阶段的高峰权益产量合计 11.2 万桶/天，处于建造阶段的高峰权益产量合计 3.7 万桶/天。2023-2025 年，公司目标油气产量分别为 650-660、690-700、730-740 百万桶油当量，净产量增速约为 6%。我们认为，在国内加强推进油气增储上产和中国海洋石油集团有限公司落实“七年行动计划”的推动下，中海油将继续保持油气产量稳步增长，公司盈利也具备一定的成长空间。

- **高股息+低估值，具备优质投资价值。**在中海油 2023 年战略展望中，公司保证 2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%，绝对值不低于 0.70 港元/股（含税）。公司宣布 2023 年中期股息为 0.59 港元/股，股息支付率为 40%，以 2023 年 8 月 17 日股价和汇率为准，公司 A 股中期股息率为 2.94%，H 股中期股息率为 4.63%，仍保持较高水平。另一方面，相比其他石油公司，公司在穿越油价大周期中展现出了更强的盈利性、较弱的波动性和更优秀的资产质量。我们认为公司 2022-2024 年 A 股估值处于 6-7 倍，H 股估值将处于 4-5 倍，公司 H 股 PB 仅不到 1 倍，A 股 PB 在 1.5 倍左右，叠加央企改革政策推进，公司存在估值修复空间。
- **2023 年油价中枢有望继续维持中高位。**2023 年上半年，在美联储继续加息、欧美银行业危机叠加 OPEC+持续减产等多方因素影响下，市场进入供需相持阶段，原油价格在 70-80 美元/桶区间波动。2023 年 7 月，沙特已实施 100 万桶/天的强势额外减产，加剧原油供应紧张，同时成品油消费特别是美国汽油消费进入旺季，美联储加息或接近尾声，油价企稳回升。我们认为，本轮油价高位从根本来看，是产能出清、过去资本开支严重下滑引致的。在需求端持续增长的前提下，若资本开支持续处于相对低位，则供给端紧张局面无法得到有效缓解，油价难以从高位下降。同时，以沙特为代表的 OPEC+当前具备较强的控产能的实力和意愿，美国页岩油桶油成本抬升以及约 70 美元/桶油价水平下的战略储备补库预期或将有效托底油价。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 1303.45、1337.95 和 1428.30 亿元，同比增速分别为-8.0%、2.6%、6.8%，EPS 分别为 2.74、2.81 和 3.00 元/股，按照 2023 年 8 月 17 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 6.73、6.56 和 6.14 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 4.28、4.17、3.90 倍。公司受益于原油价格相对高位和产量增长，2023-2025 年有望继续保持良好业绩，估值相对 2010-2020 油价大周期时期处于底部，并明显低于行业水平，且享受高股息，我们维持对公司 A 股和 H 股的“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复、经济波动和油价下行风险；公司增储上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	246,111	422,230	407,957	423,545	459,510
增长率 YoY%	58.4%	71.6%	-3.4%	3.8%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	70,320	141,700	130,345	133,795	142,830
增长率 YoY%	181.8%	101.5%	-8.0%	2.6%	6.8%
每股净资产(元)	10.77	12.55	14.20	15.89	17.69
净资产收益率 ROE%	14.6%	23.7%	19.3%	17.7%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.98	2.74	2.81	3.00
P/E (A 股)	12.47	6.19	6.73	6.56	6.14
P/E (H 股)	4.44	2.99	4.28	4.17	3.90
P/B (A 股)	1.82	1.47	1.30	1.16	1.04
P/B (H 股)	0.61	0.71	0.83	0.74	0.66

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 17 日收盘价, 注: 2023 年 8 月 17 日港元兑人民币汇率为 0.9204

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	207,982	264,679	253,395	304,357	336,247
货币资金	79,730	121,387	125,786	168,213	212,361
应收票据	604	0	0	0	0
应收账款	26,444	36,546	31,447	37,967	28,406
预付账款	2,867	3,115	2,999	3,181	3,052
存货	5,703	6,239	5,978	6,983	5,406
其他	92,634	97,392	87,185	88,012	87,022
非流动资产	578,587	664,352	735,750	765,861	795,890
长期股权投资	41,540	48,927	51,927	54,927	57,927
固定资产(合)	5,036	6,652	7,427	8,050	8,538
无形资产	3,232	3,798	4,098	4,398	4,698
其他	528,779	604,975	672,298	698,486	724,727
资产总计	786,569	929,031	989,145	1,070,219	1,132,137
流动负债	93,951	113,391	105,298	116,094	102,314
短期借款	4,303	4,303	4,303	4,303	4,303
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	48,990	59,789	51,277	60,659	46,277
其他	40,658	49,299	49,717	51,132	51,735
非流动负债	210,642	217,257	207,257	197,257	187,257
长期借款	11,290	11,287	11,287	11,287	11,287
其他	199,352	205,970	195,970	185,970	175,970
负债合计	304,593	330,648	312,555	313,351	289,571
少数股东权益	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
归属母公司股东权益	480,912	597,182	675,389	755,667	841,365
负债和股东权益	786,569	929,031	989,145	1,070,219	1,132,137

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	407,957	423,545	459,510
同比(%)	58.4%	71.6%	-3.4%	3.8%	8.5%
归属母公司净利润	70,320	141,700	130,345	133,795	142,830
同比(%)	181.8%	101.5%	-8.0%	2.6%	6.8%
毛利率(%)	50.6%	53.1%	51.0%	49.9%	48.9%
ROE%	14.6%	23.7%	19.3%	17.7%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.98	2.74	2.81	3.00
P/E	12.47	6.19	6.73	6.56	6.14
P/B	1.82	1.47	1.30	1.16	1.04
EV/EBITDA	0.34	2.86	3.34	3.10	2.77

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	407,957	423,545	459,510
营业成本	121,585	198,223	199,920	212,091	234,737
营业税金及附加	11,172	18,778	17,495	17,187	18,057
销售费用	2,694	3,355	3,264	3,388	3,308
管理费用	5,218	6,356	5,711	5,930	5,974
研发费用	1,506	1,527	1,428	1,027	1,632
财务费用	3,936	3,029	2,983	2,395	1,047
减值损失合	-7,963	-677	-4,500	-4,500	-4,500
投资净收益	2,417	4,674	4,080	4,235	4,595
其他	1,350	-34	755	868	942
营业利润	95,804	194,925	177,491	182,131	195,791
营业外收支	17	-155	-150	-96	-134
利润总额	95,821	194,770	177,341	182,035	195,658
所得税	25,514	53,093	46,995	48,239	52,828
净利润	70,307	141,677	130,345	133,795	142,830
少数股东损益	-13	-23	0	0	0
归属母公司净利润	70,320	141,700	130,345	133,795	142,830
EBITDA	161,792	257,526	261,926	265,908	277,942
EPS(当年)(元)	1.57	3.03	2.74	2.81	3.00

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	147,893	205,574	214,963	222,446	226,956
净利润	70,307	141,677	130,345	133,795	142,830
折旧摊销	57,236	62,852	81,052	81,138	81,221
财务费用	3,936	3,029	5,411	4,911	4,411
投资损失	-134	-2,417	-4,674	-4,080	-4,235
营运资金	5,621	-6,179	-2,395	2,262	-1,522
其它	13,210	8,869	4,630	4,575	4,611
投资活动现金流	-96,235	-98,473	-143,000	-111,589	-111,266
资本支出	-82,398	-94,661	-152,830	-112,175	-112,211
长期投资	-17,233	-9,664	5,900	-3,500	-3,500
其他	3,396	5,852	3,930	4,085	4,445
筹资活动	-33,332	-64,962	-67,564	-68,429	-71,543
吸收投资	856	32,258	0	0	0
借款	8,108	850	0	0	0
支付利息或股息	-27,305	-82,421	-57,549	-58,429	-61,543
现金流净增加额	17,413	44,201	4,399	42,427	44,148

信达能源研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

煤炭组：

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭、煤矿智能化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事能源、节能环保行业的研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

电力公用组：

李春驰，信达能源电力公用联席首席分析师，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，7年行业研究经验，曾供职于兴业研究、兴业证券，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，曾从事电力市场化改革、虚拟电厂应用等研究工作。2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。