

中国海油（600938）：桶油成本优势明显，海上油气龙头未来可期

2023年8月18日

推荐/首次

中国海油

公司报告

国际一流 E&P 公司，公司经营稳定，业绩优异。中国海油是全球最大的纯上游油气公司之一，也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头。公司由中海油集团直接控股，国资委间接控股，股权结构稳定。营收创近五年新高，油气销售业务是公司营收主要来源；净利率、毛利率稳步提升，油气销售毛利占比在 50% 左右。公司加强天然气勘探开发力度，布局煤层气等非传统天然气资源；秉持绿色低碳发展理念，充分依托海洋资源开发的能力优势，积极布局新能源领域的业务。未来，公司将充分依托海洋资源开发的能力优势，积极布局新能源领域的业务。

公司海洋油气储量优势显著，未来有望大幅增产。当前我国原油产量和需求出现不匹配现象。伴随能源供需缺口持续增大，我国油气对外依存度持续增加。资本支出持续增长助力中海油产量提升。2022 年公司国内和海外已探明储量均保持高速增长。公司坚持把勘探放在首位，为增储上产提供后备力量。2022 年公司油气产量显著提升。积极推进重点项目建设，强化钻完井质量管理 and 进度把控，实现提产提效目标。

未来油价或将维持高位，保障行业景气度。需求端：2020 年初受疫情影响迅速下降，目前正在逐步恢复。美国炼厂维持高产能利用率，山东地炼开工率相较于 22 年疫情期间上涨。供给端：俄罗斯原油产量依旧不及俄乌冲突前，OPEC 减产以应对油价下降。供给紧缩需求增加，油价有望维持高位。

桶油成本：降幅明显，凸显公司竞争力。公司建立了降本增效长效机制，通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式，深挖降本空间、确保资源向效益高点配置，力求勘探开发生产全过程降本。通过以上措施，公司桶油成本由 2015 年的 39.82 美元/桶油当量，下降至 2020 年的 26.34 美元/桶油当量，复合年下降率 7.93%。成本竞争优势得到进一步巩固，抗风险能力进一步增强。

投资建议：公司是全球最大的纯上游油气公司之一，也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头，原油产量位居国内前三。公司以油气勘探销售为主要业务，未来三年产量有望快速提升；公司成本管控能力较强，桶油完全成本近年来显著下降，且桶油作业费具有国际竞争力。我们预测，公司 2023-2025 年收入分别为 4010.34/4059.47/4248.56 亿元，净利润分别为 1176.76/1021.62/1032.39 亿元，每股 EPS 分别为 2.47/2.15/2.17 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）国际政治经济因素变动风险；（2）原油及天然气价格波动产生的风险；（3）汇率波动及外汇管制的风险；（4）油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	246111.00	422230.00	401034.45	405947.30	424856.22

公司简介：

中国海洋石油有限公司是一家成立于 1999 年 8 月 20 日，主要从事油气勘探、生产及贸易业务的香港投资控股公司。其业务包括常规油气业务、页岩油气业务、油砂业务及其他非常规油气业务。公司主要通过三个分部运营。勘探及生产分部从事原油、天然气及其他石油产品勘探、开发及生产业务。贸易分部从事原油、天然气及其他石油产品贸易业务。公司分部从事集团相关业务。公司主要在中国、加拿大、英国、尼日利亚、印度尼西亚及巴西等市场开展业务。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

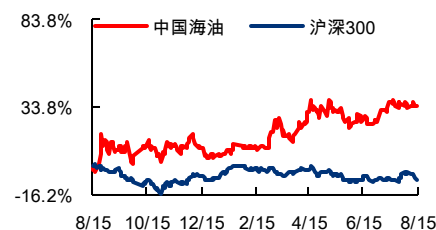
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	19.92-14.41
总市值（亿元）	8,875.96
流通市值（亿元）	530.29
总股本/流通 A 股（万股）	4,756,676/299,000
流通 B 股/H 股（万股）	-/4,457,676
52 周日均换手率	2.84

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：莫文娟

010-66555574

mwj882004@163.com

执业证书编号：

S1480122080006

增长率 (%)	58.40%	71.56%	-5.02%	1.23%	4.66%
归母净利润 (百万元)	70320.00	141700.00	117675.81	102162.04	103239.45
增长率 (%)	181.77%	101.51%	-16.95%	-13.18%	1.05%
净资产收益率 (%)	14.62%	23.73%	16.52%	12.58%	11.31%
每股收益(元)	1.48	2.98	2.47	2.15	2.17
PE	12.62	6.26	7.54	8.69	8.60
PB	1.85	1.49	1.25	1.09	0.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究

目 录

1. 国际一流 E&P 公司, 公司经营稳定, 业绩优异.....	4
1.1 中国海上油气龙头, 股权结构稳定.....	4
1.2 公司业绩受油价影响, 2022 年迅速回升.....	5
1.3 加强天然气勘探开发力度, 再次入局新能源赛道, 产业发展迅速.....	6
2. 未来油价或将维持高位, 保障行业景气度.....	7
2.1 需求端: 2020 年初受疫情影响迅速下降, 目前正在逐步恢复.....	7
2.2 供给端: 俄罗斯原油产量依旧不及俄乌冲突前, OPEC 减产以应对油价下降.....	9
2.3 供给紧缩, 需求增加, 油价有望维持高位.....	10
3. 桶油成本凸显公司竞争力, 持续勘探增储保障公司未来产量增长.....	12
3.1 桶油成本: 降幅明显, 凸显公司竞争力.....	12
3.2 公司海洋油气储量优势显著, 未来有望大幅增产.....	13
4. 投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16
相关报告汇总.....	18

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 中海油集团直接控股, 国资委间接控股, 股权结构稳定.....	5
图 3: 受新冠疫情的影响, 2020 年初国际油价迅速下跌.....	5
图 4: 2022 年公司归母净利润同比增长 101.51%.....	5
图 5: 公司营收创近五年新高.....	6
图 6: 油气销售业务是公司营收主要来源.....	6
图 7: 净利率、毛利率稳步提升.....	6
图 8: 油气销售毛利占比在 50%左右.....	6
图 9: 公司主要天然气田简介.....	7
图 10: 受疫情影响的原油需求逐步恢复.....	8
图 11: 亚太、北美以及欧洲三地为全球主要石油消费地.....	8
图 12: 美国炼厂维持高产能利用率.....	9
图 13: 山东地炼开工率相较于 22 年疫情期间上涨.....	9
图 14: 地缘冲突走向长期化, 俄罗斯原油产量减少.....	9
图 15: OPEC+ 减产以应对油价疲软.....	9
图 16: 美国运行中的原油旋转钻机数量增长缓慢.....	10
图 17: 2022 年 12 月, 我国原油需求量达到了 15.51 百万桶/天.....	10
图 18: 我国能源供需格局存在严重不匹配情况.....	11
图 19: 我国原油对外依存度持续增加.....	11
图 20: 我国天然气对外依存度持续增加.....	11
图 21: 我国原油现货价格上涨明显.....	12

图 22: WIT 原油现货价格环比上涨 6.26%.....	12
图 23: Brent 原油现货价格环比上涨 4.39%.....	12
图 24: 桶油五项成本中最主要构成是桶油 DD&A.....	13
图 25: 公司桶油成本降幅明显.....	13
图 26: 中海油桶油操作费复合增长率下降幅度达 13.4%.....	13
图 27: 桶油操作费变化与国际油价趋势保持一致.....	13
图 28: 公司资本支出持续稳定增长.....	14
图 29: 公司石油已探明储量均保持高速增长.....	14
图 30: 公司天然气已探明储量均保持高速增长.....	14
图 31: 公司石油产量显著提升.....	15
图 32: 公司天然气产量显著提升.....	15

表格目录

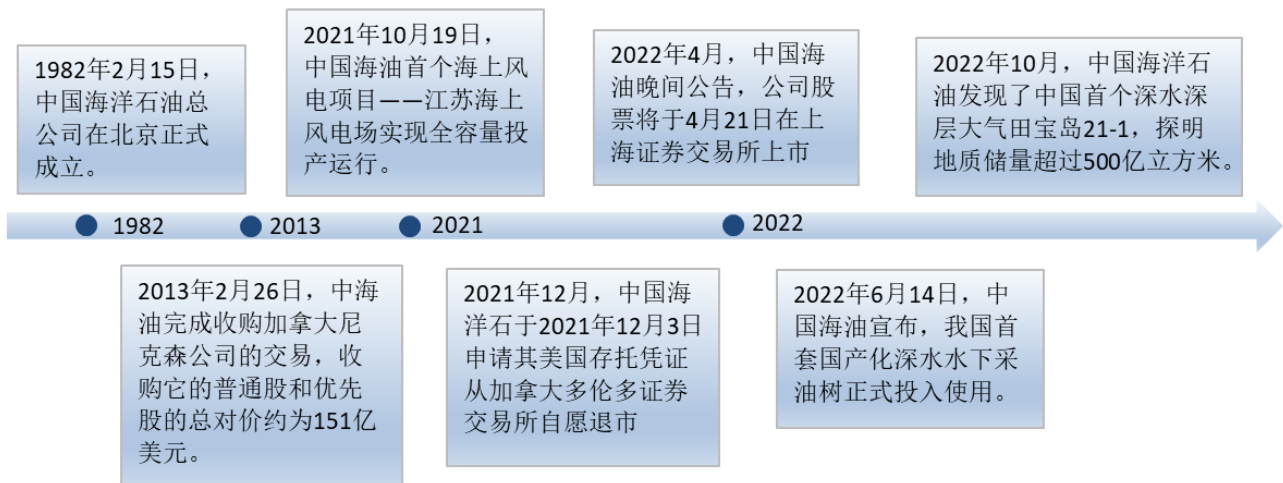
表 1: 2022 年公司主要勘探工作量.....	14
表 2: 2023 年中国海油预计将有 9 个新项目投产.....	15

1. 国际一流 E&P 公司, 公司经营稳定, 业绩优异

1.1 中国海上油气龙头, 股权结构稳定

公司是全球最大的纯上游油气公司之一, 也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头。公司是中国最大的海上原油及天然气生产商, 也是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一。中国海洋石油是中国改革开放后第一个全方位对外开放的工业行业。1982年1月30日, 国务院颁布《中华人民共和国对外合作开采海洋石油资源条例》, 决定成立中国海洋石油总公司。1982年2月15日, 中国海洋石油总公司在北京正式成立。

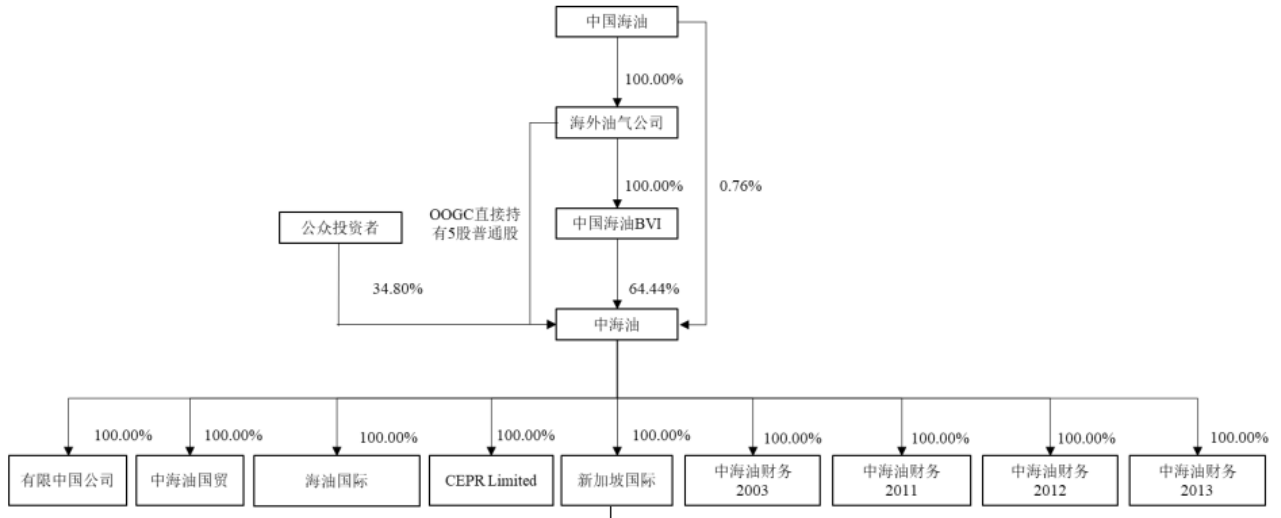
图1: 公司发展历程



资料来源: 中国一带一路网, 中华人民共和国人民政府网, 中国海洋网, 中证网, 公司官网, 中新网, 光明科技, 东兴证券研究所

中海油集团直接控股, 国资委间接控股, 股权结构稳定。2001年2月公司在纽约证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。2022年4月, 公司在A股成功上市, 实现A+H股同步上市。截至2022年底, 中国海洋石油集团有限公司通过旗下全资附属公司间接持有公司60.49%的股权, 为公司控股股东。

图2: 中海油集团直接控股, 国资委间接控股, 股权结构稳定

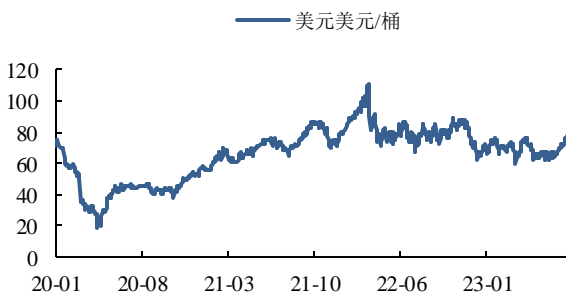


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

1.2 公司业绩受油价影响, 2022 年迅速回升

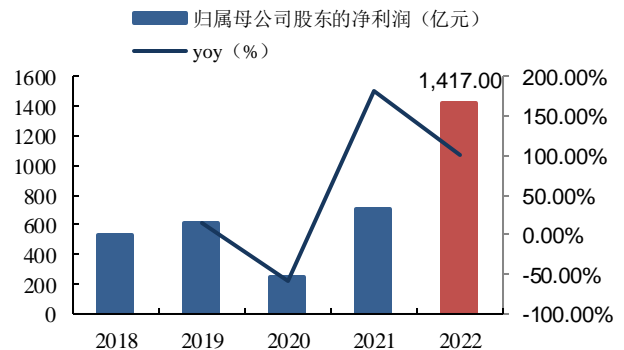
公司净利润受油价影响较大。受新冠疫情的影响, 2020 年初国际油价迅速下跌, 石油行业受到严重影响, 公司扣非后归母净利润仍高达 213.70 亿元。随着后续油价逐步恢复, 2022 年公司归母净利润同比增长 101.51% 达到 1417 亿元, 展现出公司出色的经营能力。

图3: 受新冠疫情的影响, 2020 年初国际油价迅速下跌



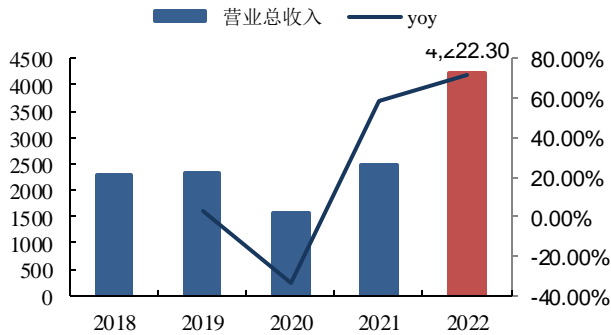
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 2022 年公司归母净利润同比增长 101.51%

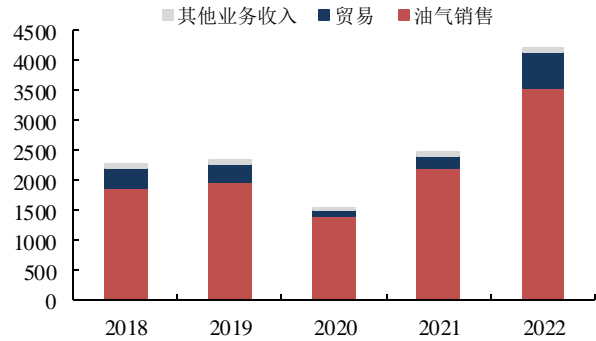


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

公司营收创近五年新高, 油气销售业务是公司营收主要来源。公司大力开发油气项目, 近些年来油气储量、开采量和销售量逐年上升; 2020 年油气销售收入下降, 主要是当年国际油价下跌所致; 2022 年油价回升推动公司业绩再创新高, 主营业务收入达到 4222.30 亿元, 同比增长 71.56%。油气销售占公司营收 80% 以上, 是公司收入的核心。2022 年油气销售收入为 3529.56 亿元, 占公司总营收的 83.59%。

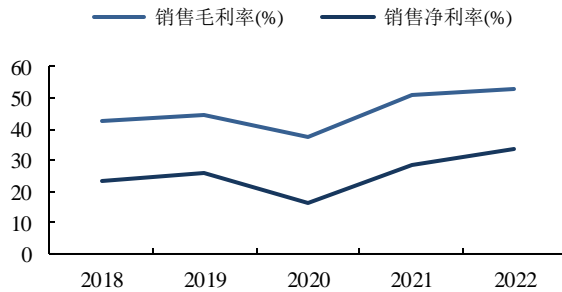
图5: 公司营收创近五年新高


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

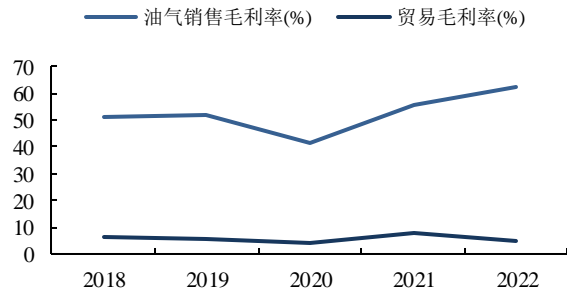
图6: 油气销售业务是公司营收主要来源


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

净利率、毛利率稳步提升, 油气销售毛利占比在 50%左右。2018-2022 年, 公司净利率、毛利率整体呈现上升趋势。2020 年毛利率、净利率有所下降, 主要是 2020 年国际油价大幅下跌, 导致公司原油销售价格相应下降。2018-2022 年, 公司毛利主要来源于主营业务, 油气销售毛利占比分别为 51.39%、51.64%、41.37%、55.40%、62.62%。

图7: 净利率、毛利率稳步提升


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 油气销售毛利占比在 50%左右


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

1.3 加强天然气勘探开发力度, 再次入局新能源赛道, 产业发展迅速

加强天然气勘探开发力度, 布局煤层气等非常规天然气资源。公司在核心区域—中国海域拥有面积广阔的勘探区块, 在非洲、南美洲和北美洲等地也持有多个勘探区块的权益。中国海上天然气地质资源量可观: 截至 2022 年公司净证实天然气储量为 8965.3 十亿立方英尺。与此同时, 公司加大非常规天然气勘探力度, 完成非常规探井 132 口, 采集三维地震数据 516 平方公里, 二维地震数据 120 公里。陆上首口深层煤层气井压裂施工顺利完成, 推动陆上勘探向超 2,000 米深煤层拓展。

2019 年, 中国海油收购中联公司, 拓展在中国陆上煤层气资产布局, 在山西沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘建成两大非常规气生产基地公司。未来, 公司将继续加大陆上非常规气开发力度, 为公司绿色低碳转型和天然气产量增长提供有力支持。公司将以南海首个自营深水大型整装天然气田“深海一号”为依托, 建设南海

万亿方大气区; 以渤 19-6 大型凝析气田为中心, 建设渤海大气区; 以中联公司为平台, 大力发展陆上非常规天然气业务。到 2025 年, 天然气总产量在公司油气总产量中的占比将持续提升。

图9: 公司主要天然气田简介



“深海一号”能源站是我国自主研发建造的十万吨级深水半潜式生产储油平台, 现落位于地处海南岛东南陵水海域的“深海一号”(陵水17-2)气田。该气田是我国首个1500米深水自营大气田, 探明天然气储量超1000亿立方米。



渤中19-6凝析气田目前已探明天然气地质储量近2000亿立方米、凝析油地质储量超1.5亿立方米, 为目前中国东部最大的凝析气田, 气田全部投产后可供百万人口城市的居民使用上百年。是中国东部第一个大型、整装、高产、特高含凝析油的千亿级立方米凝析气田。



宝岛21-1是我国首个深水深层大气田, 具有大型三角洲发育的构造背景。部署的第一口预探井钻遇气层113米, 创下深水区单井气层最厚的纪录。经测试, 该预探井日产天然气58.7万立方米。评审批复天然气探明地质储量超500亿立方米, 凝析油探明地质储量超300万立方米。

资料来源: 新华社, 人民网, 中新网, 东兴证券研究所

公司秉持绿色低碳发展理念, 充分依托海洋资源开发的能力优势, 积极布局新能源领域的业务。公司早在 2004 年便着手开始布局新能源产业。2007 年, 中海油新能源投资有限责任公司成立, 标志着公司正式进入新能源领域。然而, 由于当时的市场对于新能源来说并不理想, 弃风、调峰难、风电无法消纳等问题阻碍了新能源的发展, 因此中国海油第一次新能源尝试并没有取得预期的效果。中国海油决定在 2014 年剥离新能源业务, 仅保留了内蒙古和山西的煤制气项目。

启动碳中和规划, 重启新能源布局。2021 年 1 月 15 日, 中国海油宣布正式启动碳中和规划, 提出以提升天然气资源供给能力和加快发展新能源产业发展为重点, 推动实现清洁低碳能源占比提升至 60% 以上。5 月 11 日, 中国海油文昌深远海浮式风电平台浮体在青岛建造场地正式开工建造。该项目打破了我国海上风电 60 米深的水深限制, 也标志着我国首个深远海浮式风电国产化研制及示范项目正式进入工程实施阶段。2021 年 9 月 23 日, 中国海油秦皇岛—曹妃甸油田群岸电示范项目是我国首次实现海上变电站互联环形供电。

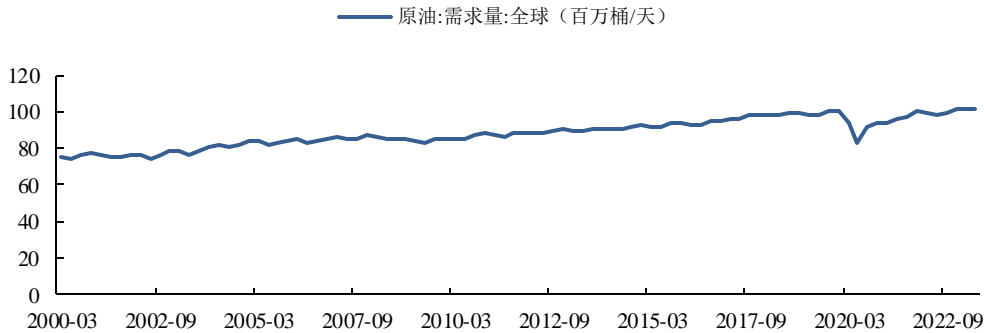
未来, 公司秉持绿色低碳发展理念, 充分依托海洋资源开发的能力优势, 积极布局新能源领域的业务。公司将岸电项目和智能油田建设为着力点, 推动绿色低碳管控体系建设。同时加快发展海上风电, 大力推动 CCS/CCUS 研究, 择优发展陆上光伏发电。

2. 未来油价或将维持高位, 保障行业景气度

2.1 需求端: 2020 年初受疫情影响迅速下降, 目前正在逐步恢复

受疫情影响的原油需求逐步恢复。从石油能源消费情况来看, 2010 年以来, 全球石油消费总量仍保持平稳增长势头。2020 年, 受全球新冠肺炎疫情疫情影响, 各地能源需求下降, 原油消费有所下滑。但是随着疫情得到控制, 原油消耗量在 2020 年底有所恢复, 后续消耗量持续上涨。

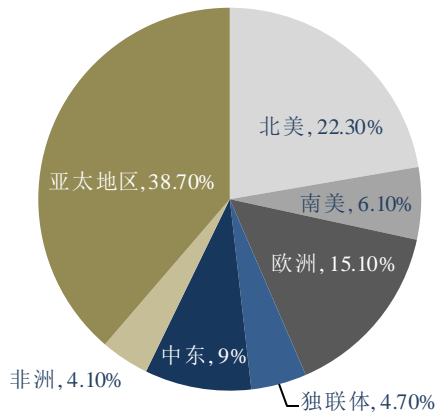
图10: 受疫情影响的原油需求逐步恢复



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

从地区构成来看, 目前, 亚太、北美以及欧洲三地为全球主要石油消费地, 石油消费量占全球的比重接近八成。2020 年, 亚太地区石油消费量为 1549.5 百万吨, 占全球总消费量的 38.7%; 北美地区石油消费量为 893.9 百万吨, 占全球总消费量的 22.3%; 欧洲石油消费量为 603.1 百万吨, 占全球总产量的 15.1%。

图11: 亚太、北美以及欧洲三地为全球主要石油消费地



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

美国炼厂维持高产能利用率, 山东地炼开工率相较于 22 年疫情期间上涨。2023 年 7 月 28 日, 美国炼油厂可运营产能利用率达到了 92.7%, 相较于 2022 年同期上涨了 16.46 个百分点。2023 年 8 月 10 日, 山东地炼开工率为 63.76%, 相较于 2022 年疫情期间上涨了 29.04 个百分点。随着疫情的逐渐好转以及国家政策的开放, 原油需求将缓慢恢复。

图12: 美国炼厂维持高产能利用率



资料来源: EIA, 东兴证券研究所

图13: 山东地炼开工率相较于 22 年疫情期间上涨



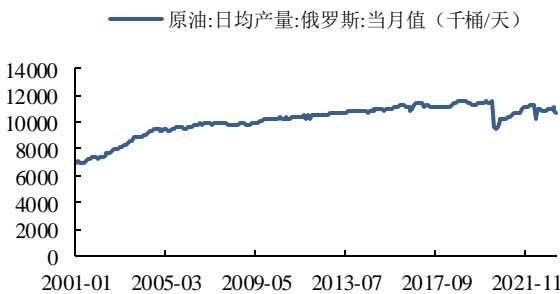
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

2.2 供给端：俄罗斯原油产量依旧不及俄乌冲突前，OPEC 减产以应对油价下降

地缘冲突走向长期化，俄罗斯原油产量减少。俄罗斯是世界性的能源资源、生产和出口大国，每天生产大约 1000 万桶原油。俄罗斯是仅次于沙特的全球原油第二大出口国，2021 年俄罗斯原油出口量接近 2.3 亿吨。2023 年 4 月俄罗斯原油产量为 10681.7 千桶/天，相较于俄乌冲突之前（2022 年 1 月）下降了 589.24 千桶/天，降幅为 5.06%。

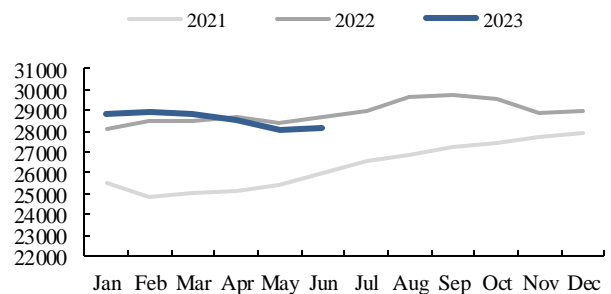
OPEC+减产以应对油价疲软，成员国挺价意愿强烈。2022 年 10 月第三十三次部长级会议决定从 2022 年 11 月开始，将欧佩克和非欧佩克成员国的总产量从 2022 年 8 月的要求产量水平下调 200 万桶/日。2023 年 4 月 2 日，OPEC+组织的核心产油国相继宣布了规模超 160 万桶/日的额外减产计划。两次减产的总量大约相当于全球原油需求的约 3.7%。从 OPEC 数据来看，2023 年 6 月原油产量为 28189 千桶/天，同比 2022 年下降 496 千桶/天，降幅为 1.73%。

图14: 地缘冲突走向长期化，俄罗斯原油产量减少



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图15: OPEC+减产以应对油价疲软



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

美国运行中的原油旋转钻机数量增长缓慢，页岩油增长进入瓶颈。根据历史数据来看，国际油价自 2020 年 4 月开始反弹，美国钻机数量自 2020 年 9 月开始持续增加，美国运行中的原油旋转钻机数量与原油价格强相关，但是钻机数量的变化具有一定的滞后性。截至 2023 年 6 月，美国运行中的原油钻机数量为 551 部。相较于 2020 年 4 月上涨了 14.52%，而原油价格在同期上涨了 214.23%。与快速上涨的油价相比，美国钻机数量恢复速度相对缓慢。

图16: 美国运行中的原油旋转钻机数量增长缓慢

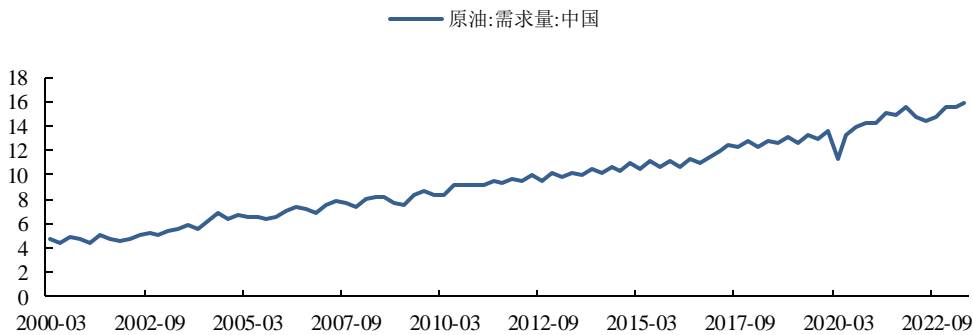


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

2.3 供给紧缩, 需求增加, 油价有望维持高位

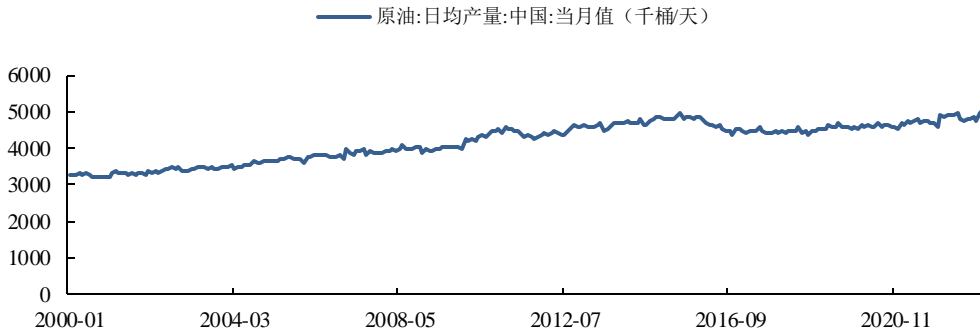
当前我国原油产量和需求出现不匹配现象。2022年12月, 我国原油需求量达到了15.51百万桶/天, 相较于2017年12月上涨了22.16%, 而同期我国原油产量却仅增长了7.41%, 我国能源供需格局存在严重不匹配情况。

图17: 2022年12月, 我国原油需求量达到了15.51百万桶/天



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

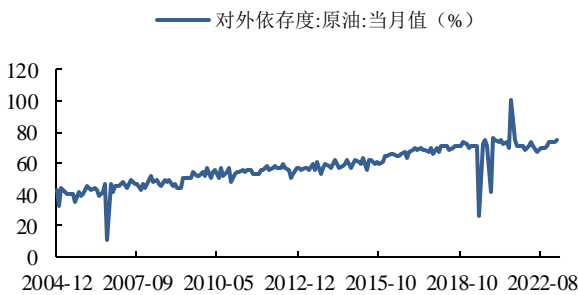
图18: 我国能源供需格局存在严重不匹配情况



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

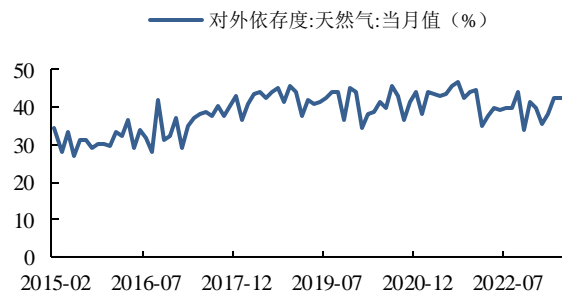
伴随能源供需缺口持续增大,我国油气对外依存度持续增加。2023年6月,我国原油对外依存度为74.77%,天然气对外依存度为42.55%。较高的油气对外依存度显示了国家目前能源安全形势严峻,需加大勘探开发力度以保障国家能源安全

图19: 我国原油对外依存度持续增加



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

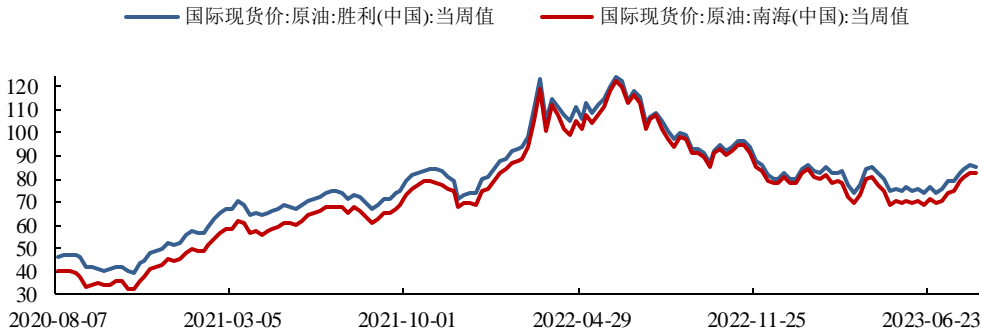
图20: 我国天然气对外依存度持续增加



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

目前我国原油需求增长大于原油供给,原油价格上涨明显。截至2023年8月11日,中国原油现货月度均价(南海)为82.88美元/桶,中国原油现货月度均价(胜利)为85.95美元/桶,相较于2020年同期分别上涨42.19/38.63美元/桶,涨幅分别为103.69%/81.64%。

图21: 我国原油现货价格上涨明显



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

WTI, Brent 原油现货价格环比上涨。截至 2023 年 8 月 2 日, WIT 原油价格为 81.37 美元/桶, 相较于 2020 年同期增长 41.1 美元/桶, 涨幅为 102.06%; Brent 原油现货价格为 84.91 美元/桶, 相较于 2020 年同期上涨 41.39 美元/桶, 涨幅为 95.11%。

图22: WIT 原油现货价格环比上涨 6.26%

图23: Brent 原油现货价格环比上涨 4.39%



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

展望未来, 油价中枢在全球需求有望复苏, 以及全球供给偏紧背景下将有望持续增长。随着新冠肺炎疫情的缓解, 各国经济正在复苏, 原油需求在未来有望持续增长。然而无论是地缘冲突导致的俄罗斯原油产量下降还是 OPEC+ 成员国为挺油价集体减产都显示了未来原油供给将会锁紧。油价上涨仍具支撑。

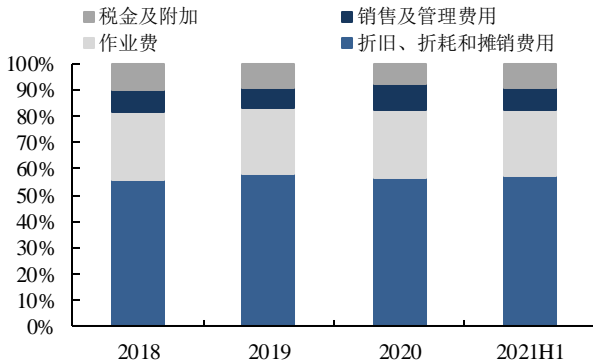
3. 桶油成本凸显公司竞争力, 持续勘探增储保障公司未来产量增长

3.1 桶油成本: 降幅明显, 凸显公司竞争力

桶油成本是衡量石油公司成本竞争力的重要指标, 桶油五项成本中最主要构成是桶油 DD&A。全额桶油成本中, 作业费、销售及管理费、产品税、折旧折耗摊销 (DD&A)、弃置费摊销这五项成本常用来作为国际同行业间油气生产经营所取得经济效益好坏的对标依据, 而桶油五项成本中最主要构成是桶油 DD&A。近年来, 国际原油价格起伏不定, 国际上众多石油企业受到了极大冲击。因此, 石油企业要不断优化生产经营理念、有效降低桶油成本, 以提高抗击打能力和竞争力。

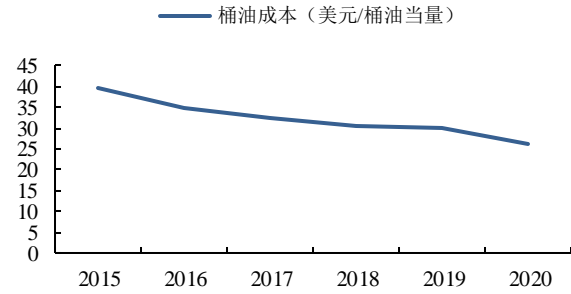
公司桶油成本降幅明显。公司建立了降本增效长效机制, 通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式, 深挖降本空间、确保资源向效益高点配置, 力求勘探开发生产全过程降本。通过以上措施, 公司桶油成本降幅明显, 成本竞争优势得到进一步巩固, 抗风险能力进一步增强。2015-2020 年公司桶油成本由 39.82 美元/桶油当量, 下降至 26.34 美元/桶油当量, 复合年下降率 7.93%。

图24: 桶油五项成本中最主要构成是桶油 DD&A



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

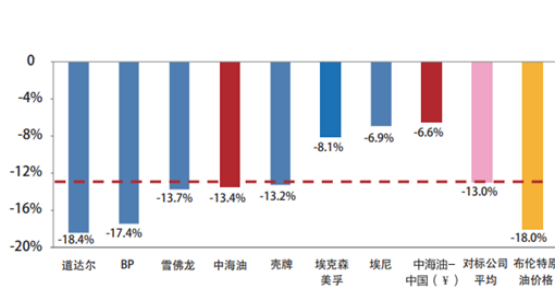
图25: 公司桶油成本降幅明显



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

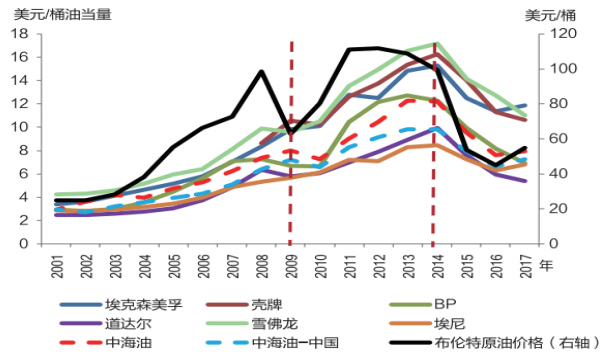
桶油操作费变化均与国际油价、国际同业的趋势保持一致, 2015—2017 年中海油桶油操作费复合增长率下降幅度达 13.4%。根据原油价格变化, 2001—2017 年可大致分为三个阶段: 第一阶段 2001—2008 年, 油价一直上涨; 第二阶段 2009—2014 年, 原油价格在经历了 2009 年短暂下跌后迅速反弹, 2012 年到达最高点 112 美元/桶; 第三阶段 2014—2017 年油价下跌。不论是中海油还是中海油中国公司, 桶油操作费变化均与国际油价、国际同业的趋势保持一致。

图26: 中海油桶油操作费复合增长率下降幅度达 13.4%



资料来源: 《中海油桶油成本管控探析》王欣、魏丽、李洪成、赵海邑、王天然, 东兴证券研究所

图27: 桶油操作费变化与国际油价趋势保持一致

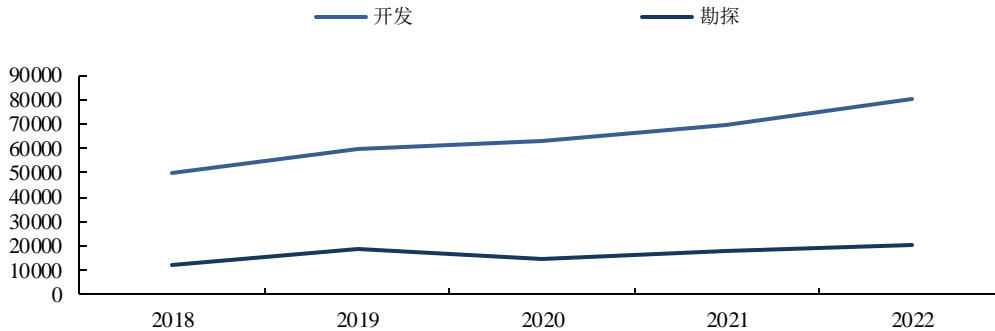


资料来源: 《中海油桶油成本管控探析》王欣、魏丽、李洪成、赵海邑、王天然, 东兴证券研究所

3.2 公司海洋油气储量优势显著, 未来有望大幅增产

公司资本支出持续稳定增长。公司开发和勘探的资本支出自 2018 年以来持续增长。2022 年公司总资本支出为 100357 百万元, 其中在中国境内的资本支出为 75419 百万元, 境外为 24938 百万元。按照不同项目来看, 公司 2022 年在开发项目上的资本支出为 79901 百万元, 在勘探项目上的资本支出为 20456 百万元。

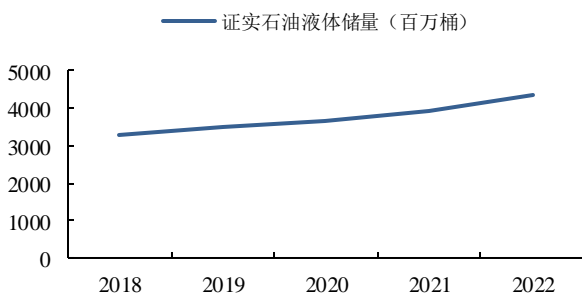
图28: 公司资本支出持续稳定增长



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

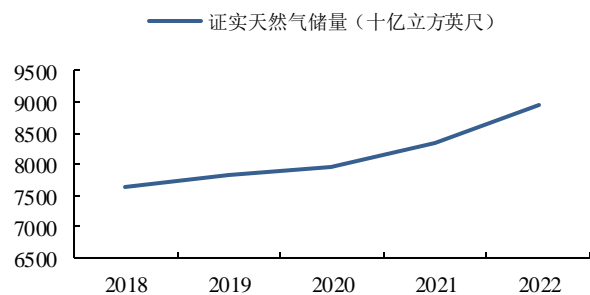
2022 年公司国内和海外已探明储量均保持高速增长。在国内, 公司通过自营作业及以产品分成合同的形式与合作伙伴合作, 在渤海、南海西部、南海东部和东海等区域进行油气勘探、开发和生产活动, 并在陆上进行非常规油气勘探、开发和生产活动。在海外, 公司拥有多元化的优质资产, 在多个世界级油气项目持有权益。目前公司的资产遍及世界二十多个国家和地区, 包括印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那、俄罗斯等。资本支出强有力的支撑使得公司油气净证实储量及油气产量稳步增长。公司油气储量自 2018 年以来持续增长, 2022 年原油和天然气证实储量分别较去年同比上涨 10.4% 和 7.4%。

图29: 公司石油已探明储量均保持高速增长



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图30: 公司天然气已探明储量均保持高速增长



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

公司坚持把勘探放在首位, 为增储上产提供后备力量。公司 2022 年在中国海域全年完成探井 224 口, 其中合作探井 9 口。自营采集三维地震数据 17,453 平方公里, 二维地震数据 4,256 公里。在海外共完成探井 13 口, 主要分布在圭亚那和墨西哥等地。在圭亚那 Stabroek 区块获得了 10 个大中型新发现。

表1: 2022 年公司主要勘探工作量

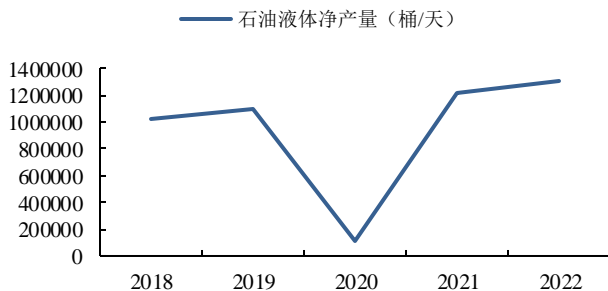
探井				新发现				地震资料			
自营		合作		自营		合作		二维 (公里)		三维 (平方公里)	
预探	评价	预探	评价	自营	合作	自营	合作	自营	合作	自营	合作

渤海	31	69	0	2	4	0	35	0	0	0	3807	0
南海东部	17	32	2	0	1	0	4	0	0	0	6563	0
南海西部	26	30	5	0	2	1	11	0	4256	0	5806	0
东海	3	7	0	0	0	0	3	0	0	0	1277	0
小计	77	138	7	2	7	1	53	0	4256	0	17453	0
海外	1	0	10	2	0	10	0	2	0	0	0	0
公司合计	78	138	17	4	7	11	53	2	4256	0	17453	0

资料来源: 石油石化物资采购, 东兴证券研究所

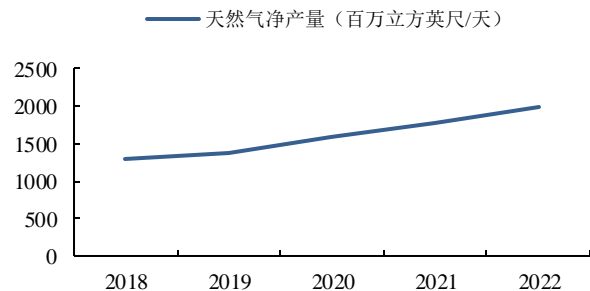
2022 年公司油气产量显著提升。2022 年, 公司石油液体净产量达约 1311836 桶/天, 天然气净产量达到 1982.3 百万立方英尺。

图31: 公司石油产量显著提升



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图32: 公司天然气产量显著提升



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

积极推进重点项目建设, 强化钻完井质量管理和进度把控, 实现提产提效目标。2022 年, 公司继续加快新产能建设, 有力支持油气上产。全年共有 9 个新项目成功投产, 包括中国海域的涠洲 12-8 油田东区开发项目、垦利 6-1 油田 10-1 北区块开发项目、东方 1-1 气田东南区及乐东 22-1 气田南块开发项目等。全年在建项目超过 40 个, 重点项目开发建设进展顺利。公司自主设计建造的亚洲第一深水导管架平台“海基一号”成功安装, 神木—安平煤层气管道(神安管道)全线贯通。2023 年, 公司预计全年有超过 50 个项目在建, 其中有 9 个新项目成功投产, 将有力支撑产量增长。

表2: 2023 年中国海油预计将有 9 个新项目投产

项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域		
渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	37000	100%
渤中 28-2 南油田二次调整项目	7600	100%
涠洲 5-7 油田开发项目	2100	100%
恩平 18-6 油田开发项目	9300	100%
陆丰 12-3 油田开发项目	29500	60.80%

项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国陆上		
神府区块木瓜区致密气勘探开发一体化项目	1980	100%
海外		
巴西 Mero2 项目	180000	10%
巴西 Buzios5 项目	204400	7.34%
圭亚那 Payara 项目	220000	25%

资料来源: 石油石化物资采购网, 东兴证券研究所

4. 投资建议

4.1 盈利预测

我们预测, 公司 2023-2025 年收入分别为 4010.34/4059.47/4248.56 亿元, 净利润分别为 1176.76/1021.62/1032.39 亿元, 每股 EPS 分别为 2.47/2.15/2.17 元。

4.2 投资建议

公司是全球最大的纯上游油气公司之一, 也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头, 原油产量位居国内前三。公司以油气勘探销售为主要业务, 未来三年产量有望快速提升; 公司成本管控能力较强, 桶油完全成本近年来显著下降, 且桶油作业费具有国际竞争力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5. 风险提示

(1) 国际政治经济因素变动风险; (2) 原油及天然气价格波动产生的风险; (3) 汇率波动及外汇管制的风险; (4) 油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	207982.00	264679.00	524177.57	769345.41	1009884.29	营业收入	246111.0	422230.00	401034.45	405947.30	424856.22
货币资金	79730.00	121387.00	363785.21	606877.77	843613.04	营业成本	121585.0	198223.00	195470.79	224080.25	242132.48
应收账款	27048.00	37992.00	43051.65	43579.05	45608.96	营业税金及附加	2694.00	3355.00	5147.91	5210.97	5453.70
预付账款	2867.00	3115.00	4221.66	4273.37	4472.43	销售费用	5218.00	6356.00	9005.41	9115.73	9540.34
其他应收款	6057.00	4942.00	10559.65	10689.01	11186.90	管理费用	1506.00	1527.00	2438.07	2467.93	2582.89
存货	5703.00	6239.00	8883.35	10183.54	11003.94	研发费用	3936.00	3029.00	3600.14	752.01	-1941.88
其他流动资产	86577.00	91004.00	93676.06	93742.66	93999.02	财务费用	-7963.00	-677.00	-10194.07	-10318.95	-10799.60
非流动资产合计	578587.00	664352.00	498951.59	333543.68	168128.28	资产减值损失	2694.00	3355.00	5147.91	5210.97	5453.70
长期股权投资	41540.00	48927.00	49468.53	50010.06	50551.60	公允价值变动收益	779.00	-705.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	470711.00	539742.00	375084.39	210419.29	45746.68	投资净收益	2417.00	4674.00	3542.92	3542.92	3542.92
无形资产	3232.00	3798.00	2856.20	1914.40	972.60	加: 其他收益	614.00	672.00	528.52	528.52	528.52
其他非流动资产	61376.00	69933.00	69933.00	69933.00	69933.00	营业利润	95804.00	194925.00	162210.56	140825.43	142310.60
资产总计	786569.00	929031.00	1023129.16	1102889.09	1178012.56	营业外收入	206.00	161.00	246.73	246.73	246.73
流动负债合计	93951.00	113391.00	132371.56	151118.06	163129.99	营业外支出	189.00	316.00	245.76	245.76	245.76
短期借款	4303.00	4303.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	95821.00	194770.00	162211.53	140826.40	142311.56
应付账款	48990.00	59789.00	73474.97	84228.90	91014.50	所得税	25514.00	53093.00	44551.10	38677.71	39085.61
其他流动负债	40658.00	49299.00	58896.59	66889.16	72115.49	净利润	70307.00	141677.00	117660.43	102148.69	103225.95
非流动负债合计	210642.00	217257.00	177457.26	138703.43	100995.58	少数股东损益	-13.00	-23.00	-15.38	-13.35	-13.49
长期借款	118605.00	109706.00	69906.26	31152.43	-6555.42	归属母公司净利润	70320.00	141700.00	117675.81	102162.04	103239.45
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
其他非流动负债	92037.00	107551.00	107551.00	107551.00	107551.00		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	304593.00	330648.00	309828.81	289821.49	264125.57	成长能力					
少数股东权益	1064.00	1201.00	1185.62	1172.27	1158.78	营业收入增长	58.40%	71.56%	-5.02%	1.23%	4.66%
实收资本(或股本)	43081.00	75180.00	75180.00	75180.00	75180.00	营业利润增长	175.57%	103.46%	-16.78%	-13.18%	1.05%
资本公积	2854.00	2854.00	2854.00	2854.00	2854.00	归属于母公司净利润增长	181.77%	101.51%	-16.95%	-13.18%	1.05%
留存收益	434977.00	519148.00	634080.73	733861.33	834694.22	获利能力					
归属母公司股东权益合计	480912.00	597182.00	712114.73	811895.33	912728.22	毛利率(%)	50.60%	53.05%	51.26%	44.80%	43.01%
负债和所有者权益	786569.00	929031.00	1023129.16	1102889.09	1178012.56	净利率(%)	28.57%	33.55%	29.34%	25.16%	24.30%
现金流量表						营业利润率(%)	38.93%	46.17%	40.45%	34.69%	33.50%
						ROE(%)	14.62%	23.73%	16.52%	12.58%	11.31%
经营活动现金流	147893.00	205574.00	290975.18	283110.86	273038.82	偿债能力					
税后经营利润	70307.00	141677.00	114720.43	99208.69	100285.95	资产负债率(%)	38.72%	35.59%	30.28%	26.28%	22.42%
折旧摊销	57236.00	62852.00	165941.94	165949.44	165956.94	流动比率	2.21	2.33	3.96	5.09	6.19
财务费用	3936.00	3029.00	3600.14	752.01	-1941.88	速动比率	2.08	2.23	3.82	4.96	6.06
营运资金变动	5626.00	-6172.00	6183.19	16671.23	8208.32	营运能力					
其他经营现金流	13205.00	8862.00	4072.41	4072.41	4072.41	总资产周转率	0.31	0.45	0.39	0.37	0.36
投资活动现金流	-96235.00	-98473.00	1868.98	1868.98	1868.98	应收账款周转率	9.31	11.11	9.50	9.50	9.50
资本支出	74954.60	79240.00	0.00	0.00	-0.00	应付账款周转率	2.48	3.32	2.66	2.66	2.66
长期投资	-17233.00	-9664.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他投资现金流	-4047.40	-9569.00	1868.98	1868.98	1868.98	EPS	1.48	2.98	2.47	2.15	2.17
筹资活动现金流	-33332.00	-64962.00	-50445.9	-41887.2	-38172.5	BPS	10.11	12.55	14.97	17.07	19.19
短期借款增加	4303.00	0.00	-4303.00	0.00	0.00	EBIT	99,757.	197,799.	165,811.	141,578.	140,369.
长期借款增加	-12430.99	-8899.00	-39799.74	-38753.82	-37707.85	估值比率					
普通股增加	-0.28	32099.00	0.00	0.00	0.00	P/E	12.62	6.26	7.54	8.69	8.60
资本公积增加	-26.31	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.85	1.49	1.25	1.09	0.97
现金净增加额	17413.00	44201.00	242398.21	243092.57	236735.27	EV/EBITDA	5.52	4.13	1.61	0.82	-0.07

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	石油石化行业报告: 油价有望持续上涨, 美国原油库存量减少	2023-08-08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 6年投资研究经验, 2015-2018年就职于广发证券发展研究中心, 2019年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

莫文娟

能源行业研究助理, 博士, 2019-2020年美国康奈尔大学访问学者, 从事生物质能源工作。2022年加入东兴证券, 主要覆盖能源开采与转型、有色金属、碳中和等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526