

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

公司主要数据

发行价 (元)	10.8
收盘价 (元)	13.79
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	27.69%
总股本 (亿股)	472.47
流通 H 股比例 (%)	93.72%
流通 A 股比例 (%)	5.50%
总市值 (亿元)	4327.96
H 股市值 (亿元, 人民币)	3969.42
A 股市值 (亿元)	358.54

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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

中海油怎么给估值?

2022 年 4 月 21 日

➤ **事件:** 2022 年 4 月 21 日, 中国海油 (N 中海油) 正式在 A 股上市, 开盘后, N 中海油股价瞬间拉涨至 15.55 元, 涨幅 44%, 达到上市首日涨幅限制, 并触发临停机制。10 点后, N 中海油恢复交易, 打开涨停板。截至下午收盘, N 中海油涨幅为 27.69%。

➤ **核心观点:**

1、产能周期引发能源大通胀, 继续看好原油等能源资源的历史性配置机会。我们认为, 无论是传统油气资源还是美国页岩油, 资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足, 全球原油供给弹性将下降, 而在新旧能源转型中, 原油需求仍在增长, 全球将持续多年面临原油紧缺问题, 2022 年国际油价迎来上行拐点, 中长期来看油价将长期维持高位, 未来 3-5 年能源资源有望处在景气向上的周期, 继续坚定看好本轮能源大通胀, 继续坚定看好原油等能源资源在产能周期下的历史性配置机会。

2、中海油投资价值核心在于低成本优势。低成本是石油公司的核心竞争力, 也是提升盈利和对抗油价波动风险的关键, 使得公司在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力。公司在 2016-2020 年中低油价水平下, 持续进行逆周期投资, 扩大原油储量和产量规模, 降本增效效果显著。2021 年, 国际油价持续攀升至 70 美元以上, 使得公司桶油成本小幅上升至 29.49 美元/桶, 但仍保持相对高的成本优势。我们认为, 全球海上油服行业仍相对过剩, 虽然油价上涨, 但油服作业费用涨幅有限, 并且随着公司继续加大勘探开发力度, 尤其是圭亚那等深海大油田投产, 储量和产量规模将进一步提升, 折旧摊销成本有望维持低位, 公司低桶油成本竞争优势将继续巩固。

3、中海油维持高资本开支, 实现产量增长。在国内增储上产政策和在中国海洋石油集团有限公司“七年行动计划”的推动下, 中海油将保持原油产量稳步增长。2021 年, 公司的油气产量为 573 百万桶油当量。到 2022 年, 公司的油气净产量目标将为 600-610 百万桶油当量, 其中中国约占 69%、海外约占 31%。2023-2024 年, 公司油气净产量将分别达 640-650 百万桶油当量和 680-690 百万桶油当量, 其中中国约占 65%、海外约占 35%, 海外产量占比提升。未来三年, 公司的净产量增速预计在 6-7% 左右。到 2025 年, 公司计划日产量目标达到 200 万桶油当量, 年度净产量目标达 730 百万桶油当量, 油气产量增长将带动公司业绩规模进一步扩大。2022 年资本开支计划为 900-1000 亿元, 按照公司 2022 年战略展望公布的未来 3 年产量目标, 我们预计 2022-2024 年原油产量增速分别为 4.3%、6.6% 和 6.2%。

➤ **盈利预测分析:**

➤ **盈利预测及对应 PE 与 PB:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分



别为 1021.97、1211.67 和 1318.63 亿元，同比增速分别为 45.3%、18.6%、8.8%，EPS 分别为 2.16、2.56 和 2.79 元/股。按照 A 股 2022 年 4 月 21 日收盘价计算，对应 2022-2024 年 PE 分别为 6.38、5.38 和 4.94 倍，PB 分别为 1.14、1.01 和 0.90 倍。按照 H 股 2022 年 4 月 21 日收盘价 10.88HKD（8.89 元），对应 H 股 2022-2024 年 PE 分别为 4.11、3.47 和 3.19 倍，PB 分别为 0.74、0.65 和 0.58 倍。

➤ **估值分析：**

➤ **绝对估值法，情景 1：**假设 2022-2025 年布油均价为 80 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 800 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7%的增速；2026-2060 年假设布油均价为 60 美金/桶，公司平均净利润为 600 亿元。在 5-8%的折现率假设下，公司总价值在 8062-11218 亿元之间，按照 2022 年 4 月 21 日 A 和 H 收盘价，公司总市值为 4328 亿元，还有 86-159%的增长空间。

➤ **绝对估值法，情景 2：**假设 2022-2025 年布油均价为 100 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 1000 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7%的增速；2026-2060 年保守假设布油均价为 60 美金/桶，公司平均净利润为 600 亿元。在 5-8%的折现率假设下，公司总价值在 8792-12002 亿元之间，按照 2022 年 4 月 21 日 A 和 H 收盘价，公司总市值为 4328 亿元，还有 103-177%的增长空间。

➤ **绝对估值法，情景 3：**假设 2022-2025 年布油均价为 100 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 1000 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7%的增速；2026-2060 年保守假设布油均价为 30 美金/桶，公司平均净利润为 0 亿元。在 5-8%的折现率假设下，公司总价值在 3653-3920 亿元之间，按照 2022 年 4 月 21 日 A 和 H 收盘价，公司总市值为 4328 亿元，公司下行空间为 9-16%，安全垫充足。

➤ **相对估值法，PE 与 PB：**按照 2022 年 4 月 21 日收盘价，对应中海油 A 股 2022-2024 年 PE 分别为 6.38、5.38 和 4.94 倍，PB 分别为 1.14、1.01 和 0.90 倍。2022-2024 年中海油 A 股的 PE 估值均低于中石油和中石化 A 股，也低于国际同行估值水平。对于 H 股，横向来看，2022-2024 年，中海油 H 股 PE 估值在 3-4 倍之间，但另外两桶油 H 股 PE 估值均在 5-6 倍之间，中海油 H 股被低估。纵向来看，中海油 H 股 2011-2021 年 PE 区间为 9-12 倍，PB 区间为 1-1.8 倍，中海油 H 股估值仍有大幅上行空间。按照 2022 年 4 月 21 日收盘价，中石油、中石化的 A/H 股溢价为 60%、30%，中海油 A/H 股溢价为 55%，处于两者之间。考虑大幅被低估的 H 股估值和类似水平的溢价区间，中海油的 A 股估值仍存在修复上行空间。

➤ **股息率敏感性分析：**

➤ 公司在 2022 年战略展望中表示 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）。按照 A 股 2022 年 4 月 21 日收盘价，0.7 港元/股相当于股息率 4.7%；按照我们的盈利预测 2022 年净利润 1022 亿人民币，则每股派息 0.87 元，相当于股息率 6.3%；

在 80-120 美元/桶的油价波动区间内，中海油 A 股股息率区间为 5.35-7.44%，在国内外同行中处于较高水平。按照 H 股 2022 年 4 月 21 日收盘价，0.7 港元/股相当于股息率 6.4%；按照我们的盈利预测 2022 年净利润 1022 亿人民币，则每股派息 0.87 元，相当于股息率 10%，创下历史新高；在 80-120 美元/桶的油价波动区间内，中海油 H 股股息率区间为 8.37-12.38%，在国内外同行中处于领先水平。公司的高股息承诺保障了绝对收益。

- **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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	155,373	246,112	339,665	393,128	433,767
同比(%)	-33.4%	58.4%	38.0%	15.7%	10.3%
归属母公司净利润	24,957	70,320	102,197	121,167	131,863
同比(%)	-59.1%	181.8%	45.3%	18.6%	8.8%
毛利率(%)	37.3%	50.6%	58.1%	59.8%	59.9%
ROE(%)	5.8%	14.6%	17.9%	18.8%	18.3%
EPS（摊薄）（元）	0.56	1.57	2.16	2.56	2.79
P/E	19.29	6.88	6.38	5.38	4.94
P/B	1.11	1.00	1.14	1.01	0.90

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价

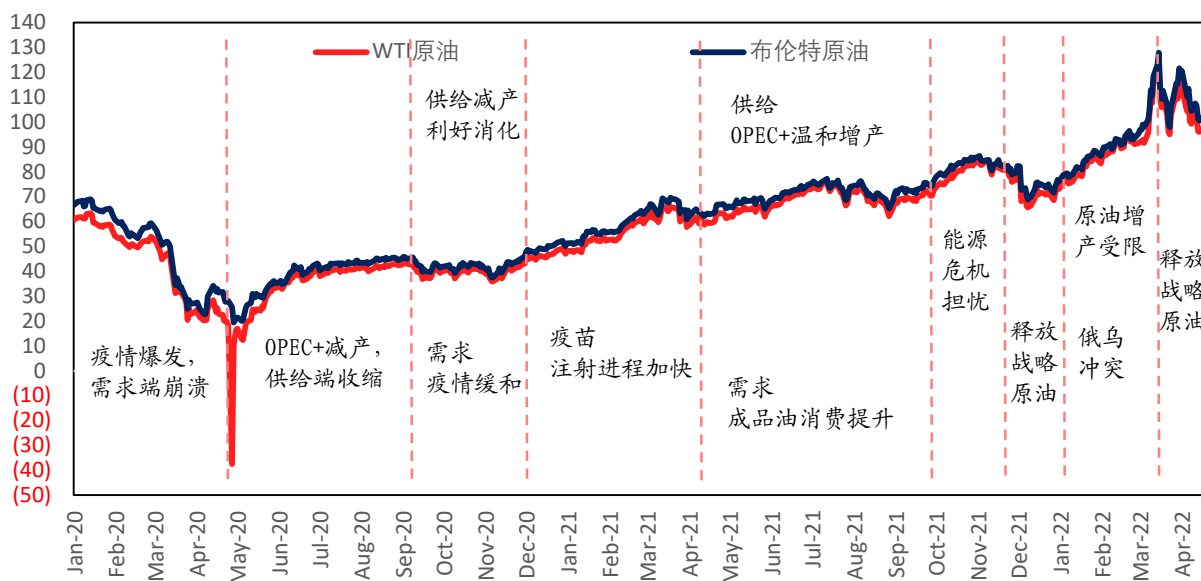
盈利预测、估值、股息与投资评级

一、盈利预测重要假设

(1) 原油板块:

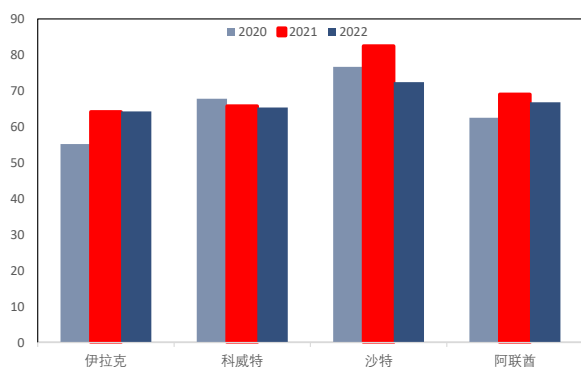
价格: 我们认为, 考虑全球原油长期资本开支不足, 全球原油供给弹性将下降, 而在新旧能源转型中, 原油需求仍在增长, 全球将持续多年面临原油紧缺问题, 2022 年国际油价迎来上行拐点, 中长期来看油价将长期维持高位, 未来 3-5 年能源资源有望处在景气向上的周期。我们认为油价长期 100 美元/桶以上高位运行, 中枢持续抬升。同时, 我们认为 OPEC+ 联盟各产油国财政平衡油价在 60 美元/桶以上, 当油价暴跌时, 联盟会采取联合减产措施挺价, 中长期来看, 油价中枢很难持续处于 60 美元/桶以下。

图 1 2020-2022 年油价趋势 (美元/桶)



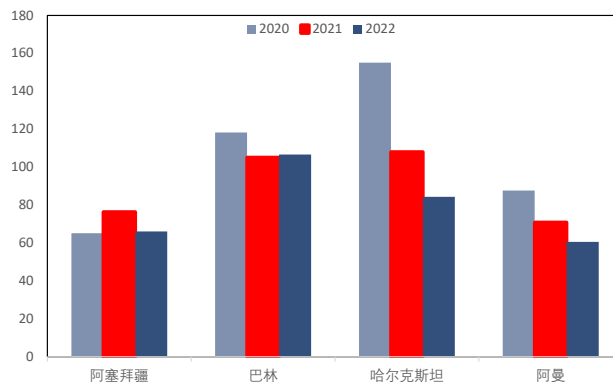
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2 主要 OPEC 成员国财政平衡油价 (美元/桶)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 高油价时期指 2011-2014 年, 低油价时期指 2015-2021 年。

图 3 主要非 OPEC 成员国财政平衡油价 (美元/桶)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 高油价时期指 2011-2014 年, 低油价时期指 2015-2021 年。

销量：在增储上产和国际油价支撑下，公司原油产量将持续增长，按照公司 2022 年战略展望公布的产量目标，我们预计 2022-2024 年原油产量增速分别为 4.3%、6.6%和 6.2%。

（2）天然气板块：

价格：2021 年欧洲能源危机推高天然气价格，我们预计 2022-2024 年伴随能源结构转型，天然气需求将不断增加，天然气价格将持续上涨。

销量：未来公司计划加大天然气产量占比，根据公司 2022 年战略展望，我们预计 2022-2024 年天然气产量增速分别为 14%、6.6%和 6.2%。

（3）油气成本：

公司桶油成本主要包括作业费用、折旧摊销、含弃置费、销售及管理费和除所得税以外的其他税金 5 个部分，分别根据不同成本特征及历史数据进行预测。考虑到油价上涨，作业费用和除所得税以外的其他税金小幅上涨，假设 2022-2024 年桶油成本为 32.37、33.27 和 34.51 美元/桶。

（4）石油特别收益金：

以我们预估的公司原油平均实现价格为基础，根据我国制定的石油特别收益金征收规则，对公司 2022-2024 年要缴纳的石油收益金进行预测。

表 1 我国石油特别收益金征收规则

原油价格（美元/桶）	征收比率	速算扣除数（美元/桶）
65-70（含）	20%	0
70-75（含）	25%	0.25
75-80（含）	30%	0.75
80-85（含）	35%	1.5
85 以上	40%	2.5

资料来源：中国财政部，信达证券研发中心

二、估值与投资评级

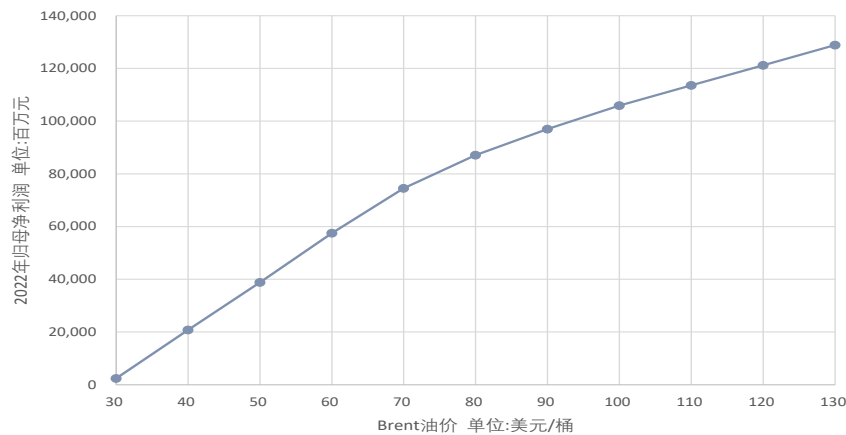
高油价+低成本，公司盈利持续增长。随着疫苗接种进程加速和全球经济复苏，油价高位运行，叠加“7 年行动计划”政策加码，我们预计国内油气行业景气提升，中海油将持续保持大幅资本开支带动油气产量增长，公司业绩逐步提升，桶油成本相对优势保证了公司盈利区间。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入将分别达到 3396.65、3931.28 和 4337.67 亿元，同比增速分别为 38.0%、15.7%和 10.3%。2022-2024 年归母净利润分别为 1021.97、1211.67 和 1318.63 亿元，同比增速分别为 45.3%、18.6%、8.8%，EPS 分别为 2.16、2.56 和 2.79 元/股。

1、绝对估值法

（1）盈利对油价敏感性分析：

根据我们测算，按照油价 100 美元/桶的假设，公司 2022 年净利润为 1000 亿左右。当油价位于 65 美元/桶以下，油价每增加 10 美元，公司净利润将增加 200 亿左右；当油价在 65 美元/桶以上，由于征收特别收益金，油价每增加 10 美元，公司净利润将增加 100 亿左右。

图 4 2022 年公司净利润对油价敏感性分析


资料来源：信达证券研发中心预测

(2) 绝对估值敏感性分析:

我们将公司未来净利润全部折现，对公司进行估值。根据上面盈利敏感性分析，我们假设：

1、2022-2025 年布油均价为 80 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 800 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7% 的增速；2026-2060 年假设布油均价为 60 美金/桶，公司平均净利润为 600 亿元。在 5-8% 的折现率假设下，公司总价值在 8062-11218 亿元之间，公司市值还有 86-159% 的增长空间。

2、2022-2025 年布油均价为 100 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 1000 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7% 的增速；2026-2060 年保守假设布油均价为 60 美金/桶，公司平均净利润为 600 亿元。在 5-8% 的折现率假设下，公司总价值在 8792-12002 亿元之间，公司市值还有 103-177% 的增长空间。

3、2022-2025 年布油均价为 100 美金/桶，2022 年公司平均净利润为 1000 亿元，2023-2025 年公司业绩存在由产量增长引起的 7% 的增速；2026-2060 年保守假设布油均价为 30 美金/桶，公司平均净利润为 0 亿元。在 5-8% 的折现率假设下，公司总价值在 3653-3920 亿元之间，公司下行空间为 9-16%，安全垫充足。

表 2 公司绝对估值敏感性分析（亿元人民币）

假设情景	折现率			
	5%	6%	7%	8%
2022-2025 年按照 80 美金，800 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 30 美金，0 亿	3136	3062	2991	2922
2022-2025 年按照 80 美金，800 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 40 美金，200 亿业绩	5830	5359	4966	4635
2022-2025 年按照 80 美金，800 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 50 美金油价，400 亿业绩	8524	7655	6942	6349
2022-2025 年按照 80 美金，800 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 60 美金油价，600 亿业绩	11218	9952	8917	8062
2022-2025 年按照 100 美金，1000 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 30 美金，0 亿	3920	3827	3738	3653
2022-2025 年按照 100 美金，1000 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 40 美金，200 亿业绩	6614	6124	5714	5366
2022-2025 年按照 100 美金，1000 亿业绩，7% 增速；2026-2060 年按照 50 美金油价，400 亿业绩	9308	8421	7689	7079
2022-2025 年按照 100 美金，1000 亿业绩，7% 增速；2026-2030 年按照 60 美金，600 亿业绩	12002	10718	9665	8792

资料来源：信达证券研发中心预测 注：A+H 总目标市值/当前总市值，股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价

表 3 公司收益率敏感性分析

假设情景	折现率			
	5%	6%	7%	8%
2022-2025 年按照 80 美金, 800 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 30 美金, 0 亿	-28%	-29%	-31%	-32%
2022-2025 年按照 80 美金, 800 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 40 美金, 200 亿业绩	35%	24%	15%	7%
2022-2025 年按照 80 美金, 800 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 50 美金油价, 400 亿业绩	97%	77%	60%	47%
2022-2025 年按照 80 美金, 800 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 60 美金油价, 600 亿业绩	159%	130%	106%	86%
2022-2025 年按照 100 美金, 1000 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 30 美金, 0 亿	-9%	-12%	-14%	-16%
2022-2025 年按照 100 美金, 1000 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 40 美金, 200 亿业绩	53%	42%	32%	24%
2022-2025 年按照 100 美金, 1000 亿业绩, 7%增速; 2026-2060 年按照 50 美金油价, 400 亿业绩	115%	95%	78%	64%
2022-2025 年按照 100 美金, 1000 亿业绩, 7%增速; 2026-2030 年按照 60 美金, 600 亿业绩	177%	148%	123%	103%

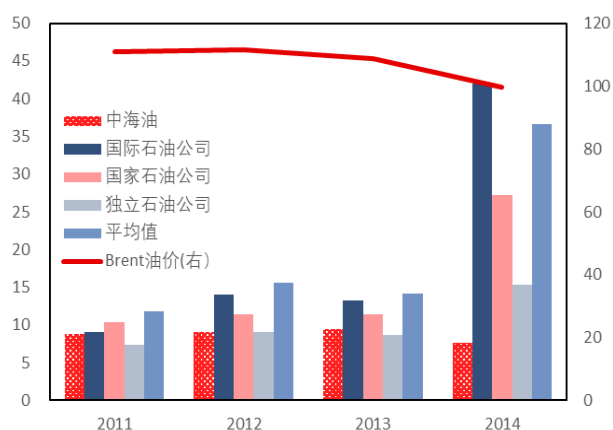
资料来源: 信达证券研发中心预测 注: A+H 总目标市值/当前总市值, 股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价

2、相对估值法

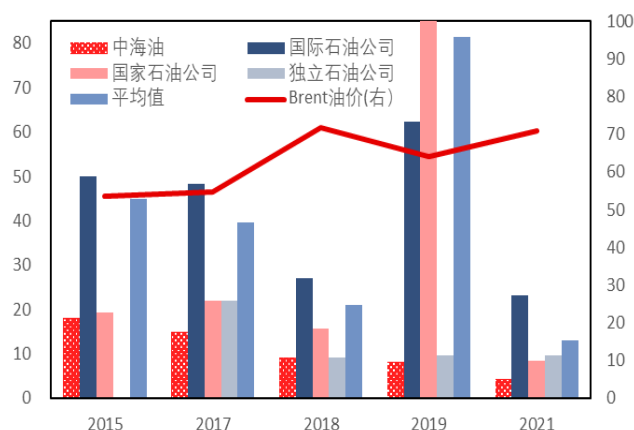
回顾中海油 H 股 2011-2021 年估值:

从 PE 来看, 中海油由于是纯粹油气上游公司, 与上下游一体化布局的国际石油公司相比 PE 估值低些, 与美国独立石油公司 PE 估值接近。在 2011-2014 年高油价时期公司 PE 均值 9 倍, 在 2015-2021 年低油价时期, 中海油由于低成本具有更强的盈利能力和抗风险能力 PE 均值提升至 12 倍, 但与其他油气公司低油价时期估值大幅增加相比, 中海油具有估值优势。

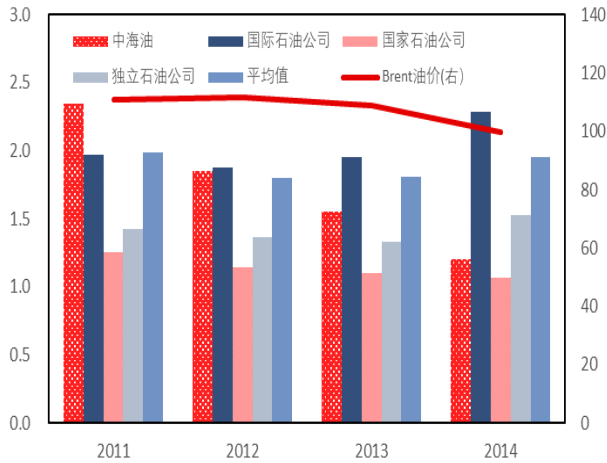
从 PB 来看, 在 2011-2014 年高油价时期公司 PB 均值 1.8 倍, 在 2015-2021 年低油价时期, 中海油由于持续逆周期投资, 资产规模快速扩大, PB 均值反而降至 1 倍, 其他石油公司均大幅增加。此外, 2021 年中海油被美国政府列入涉军企业名单, 投资者结构失衡导致 2021 年估值进一步下跌, PE 跌至 4 倍, PB 跌至 0.6 倍, 明显低于历史估值范围。

图 5 高油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)


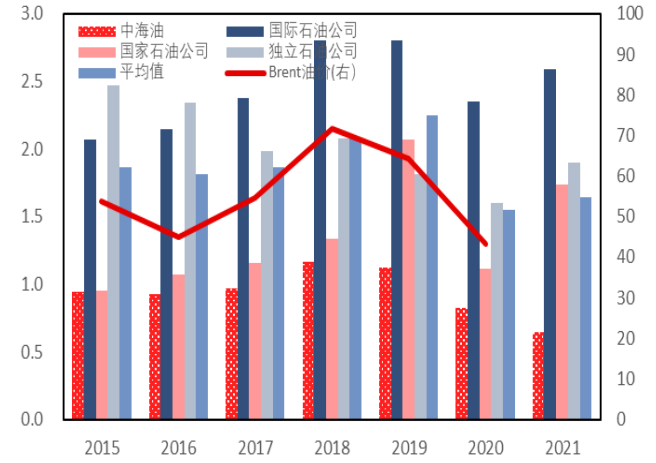
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6 低油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)


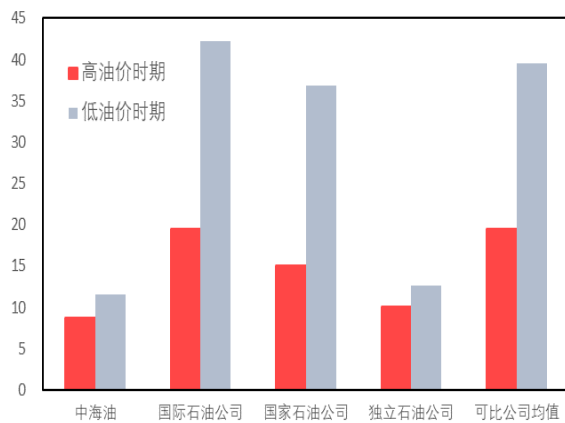
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7 高油价时期各公司年均 PB (倍, 美元/桶)


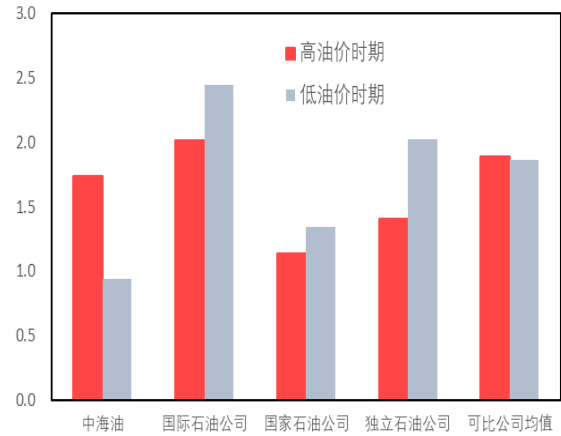
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8 低油价时期各公司年均 PB (倍, 美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9 不同油价时期各公司年均 PE (倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 高油价时期指 2011-2014 年, 低油价时期指 2015-2021 年。

图 10 不同油价时期各公司年均 PB (倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 高油价时期指 2011-2014 年, 低油价时期指 2015-2021 年。

展望未来: 我们采用相对估值法对公司进行估值, 可比公司主要为国内外大型石油天然气公司。

表 4 国内可比上市公司相对估值

代码	公司名称	货币	股价	EPS				PE				PB			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
A 股可比公司															
601857.SH	中国石油	CNY	5.16	0.50	0.57	0.57	0.55	9.75	8.99	9.12	9.37	0.71	0.71	0.67	0.64
600028.SH	中国石化	CNY	4.24	0.59	0.59	0.62	0.63	7.12	7.14	6.88	6.69	0.66	0.63	0.61	0.57
港股可比公司															
0857.HK	中国石油股份	HKD	3.94	0.50	0.57	0.57	0.55	5.63	5.61	5.69	5.85	0.41	0.44	0.42	0.40
0386.HK	中国石油化工股份	HKD	3.96	0.59	0.59	0.62	0.63	4.99	5.45	5.25	5.11	0.46	0.48	0.46	0.44
平均值								6.87	6.80	6.73	6.75	0.56	0.57	0.54	0.51
0883.HK	中国海洋石油*	HKD	10.88	1.57	2.16	2.56	2.79	4.17	4.11	3.47	3.19	0.61	0.94	0.83	0.74
600938.SH	中国海油*	CNY	13.79	1.57	2.16	2.56	2.79	6.88	6.38	5.38	4.94	1.00	1.14	1.01	0.90

资料来源: 万得, 标*为信达证券研发中心预测, 其他引用万得一致预期, 股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价, 中国石油 H 股、中国石化 H 股 EPS 预测值单位为人民币。

中海油 A 股估值偏低，存在修复上行空间。根据中石油、中石化的万得一致预期以及我们对中海油 A 股的测算，我们认为，按照 2022 年 4 月 21 日收盘价，对应中海油 A 股 2022-2024 年 PE 分别为 6.38、5.38 和 4.94 倍，PB 分别为 1.14、1.01 和 0.90 倍。2022-2024 年中海油 A 股的 PE 估值均低于中石油和中石化 A 股。对于 H 股，横向来看，2022-2024 年，中海油 H 股 PE 估值在 3-4 倍之间，但另外两桶油 H 股 PE 估值均在 5-6 倍之间，中海油 H 股被低估。纵向来看，中海油 H 股 2011-2021 年 PE 区间为 9-12 倍，PB 区间为 1-1.8 倍，中海油 H 股估值仍有大幅上行空间。按照 2022 年 4 月 21 日收盘价，中石油、中石化的 A/H 股溢价为 60%、30%，中海油 A/H 股溢价为 55%，处于两者之间。考虑大幅被低估的 H 股估值和类似水平的溢价区间，中海油的 A 股估值仍存在修复上行空间。

表 5 国际可比上市公司相对估值

代码	公司名称	货币	股价	EPS			PE			PB		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
美股可比公司												
BP.N	英国石油（BP）	USD	31.40	0.38	4.52	4.36	12.19	6.95	7.20	1.22	1.20	1.09
RDS_A.N	壳牌石油 A	USD	57.87	2.59	7.18	6.92	16.59	8.06	8.36	1.94	1.17	1.07
TTE.N	道达尔	USD	50.91	6.07	7.30	6.77	8.15	6.97	7.52	1.17	1.09	1.02
XOM.N	埃克森美孚	USD	87.96	5.39	6.49	6.06	11.26	13.56	14.51	1.54	2.07	1.95
CVX.N	雪佛龙	USD	172.53	8.15	10.40	9.72	14.49	16.59	17.75	1.63	2.19	2.14
美股独立油气公司												
OXY.N	西方石油	USD	61.47	1.62	4.30	3.46	11.66	14.30	17.77	2.56	3.48	3.16
COP.N	康菲石油	USD	102.67	6.09	9.14	8.12	11.63	11.23	12.65	2.07	2.60	2.39
DVN.N	代文石油	USD	64.61	4.20	5.87	5.54	10.38	11.00	11.67	3.15	3.35	2.98
PXD.N	先锋石油	USD	253.34	9.06	21.88	20.77	20.85	11.58	12.20	1.93	2.35	2.17
EOG.N	EOG	USD	122.69	8.03	11.32	10.88	11.15	10.84	11.28	2.34	2.80	2.42
FANG.O	Diamondback	USD	141.90	12.35	18.55	17.11	8.78	7.65	8.29	1.58	1.77	1.55
其他 NOCs												
2222.TD	沙特阿美	SAR	43.40	2.06	4.32	4.14	21.04	10.04	10.48	6.78	1.31	1.25
E.N	埃尼石油	USD	30.84	1.90	1.91	1.90	16.23	16.13	16.21	2.12	5.72	5.26
平均值							13.42	11.15	11.99	2.31	2.39	2.19
0883.HK	中国海洋石油*	HKD	10.88	1.57	2.16	2.56	4.17	4.11	3.47	0.61	0.74	0.65
600938.SH	中国海油*	CNY	13.79	1.57	2.16	2.56	6.88	6.38	5.38	1.00	1.14	1.01

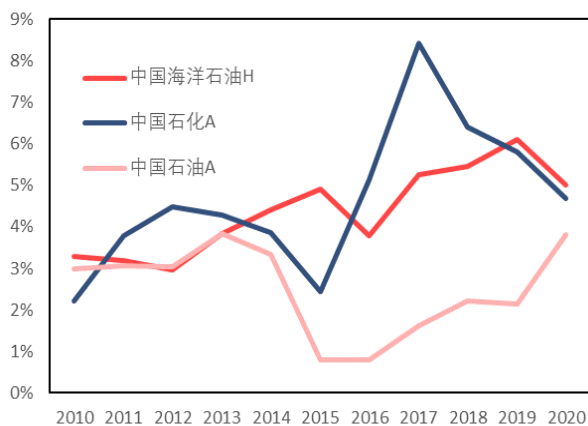
资料来源：万得，标*为信达证券研发中心预测，其他引用彭博一致预期，股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价。

进一步根据国际石油巨头以及其他国家石油公司的彭博一致预期，以 2022 年 4 月 21 日收盘价计算，中海油 A 股 2022-2023 年 PE 和 PB 均大幅低于国际石油公司，中海油的 A 股估值存在修复上行空间。

三、股息率分析

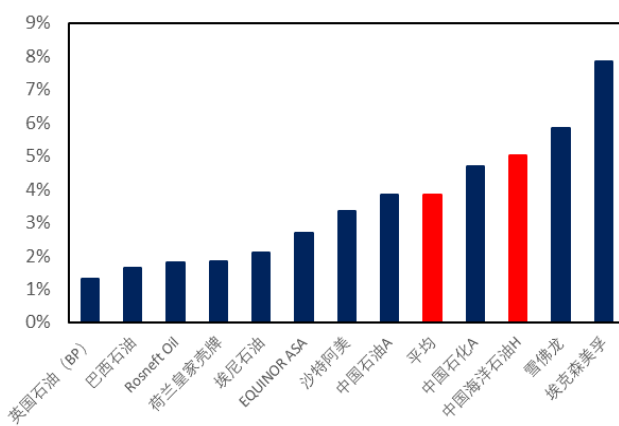
中海油股息率在国内外同行中处于较高水平。近十年来，中海油 H 股股息率逐步上涨，2020 年，中海油 H 股股息率为 5.01%，高于显著高于行业均值 3.83%。2010-2014 年高油价时期，中海油平均股利支付率为 31%，2015-2020 年低油价时期，中海油股利支付率维持在 45%以上，具备较高分红水平。

图 11 “三桶油”股息率对比 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12 2020 年各公司股息率对比 (%)



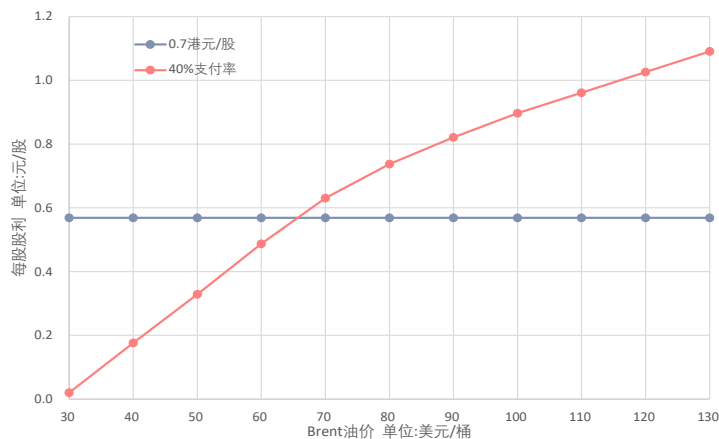
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2021 年中期分红 0.3 港元/股 (含税)，为避免影响 A 股发行进度，暂不派发 2021 年末股息，并将在人民币股份发行完成后尽快公布特别派息，将原拟建议派发的 2021 年末股息和香港上市二十周年特别股息作为特别股息合并派发，A 和 H 股均享有。未来，在中海油 2022 年战略展望中，公司表示 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)。

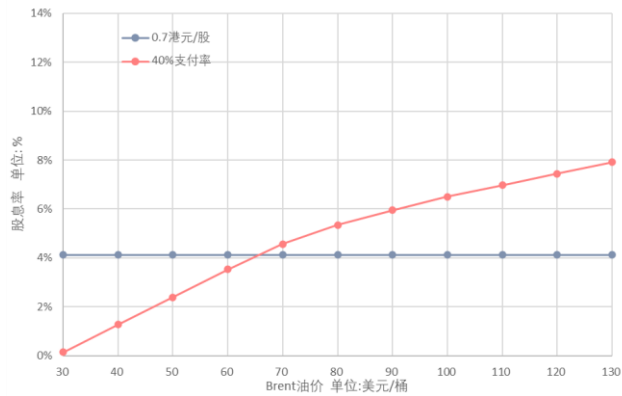
按照 A 股 2022 年 4 月 21 日收盘价，0.7 港元/股相当于股息率 4.7%；按照我们的盈利预测 2022 年净利润 1022 亿人民币，则每股派息 0.87 元，相当于股息率 6.3%；在 80-120 美元/桶的油价波动区间内，中海油 A 股股息率区间为 5.35-7.44%，在国内外同行中处于较高水平。

按照 H 股 2022 年 4 月 21 日收盘价，0.7 港元/股相当于股息率 6.4%；按照我们的盈利预测 2022 年净利润 1022 亿人民币，则每股派息 0.87 元，相当于股息率 10%，创下历史新高；在 80-120 美元/桶的油价波动区间内，中海油 H 股股息率区间为 8.37-12.38%，在国内外同行中处于领先水平。

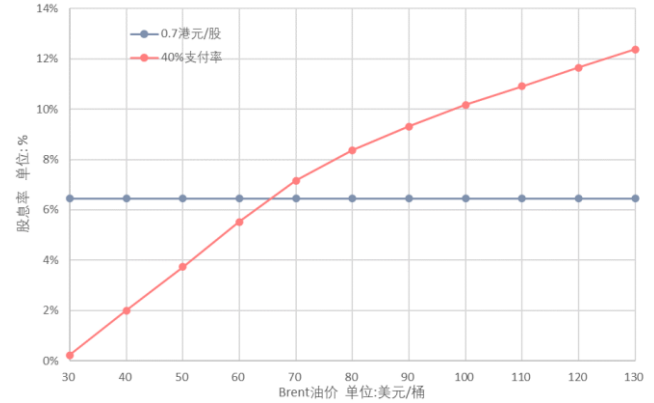
图 13 2022 年公司每股股利对油价敏感性分析



资料来源：万得，信达证券研发中心预测

图 14 2022 年公司 A 股股息率对油价敏感性分析


资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价

图 15 2022 年公司 H 股股息率对油价敏感性分析


资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1021.97、1211.67 和 1318.63 亿元，同比增速分别为 45.3%、18.6%、8.8%，EPS 分别为 2.16、2.56 和 2.79 元/股，按照 2022 年 4 月 21 日收盘价计算，对应 2022-2024 年 PE 分别为 6.38、5.38 和 4.94 倍，PB 分别为 1.14、1.01 和 0.90 倍。考虑到公司受益于原油价格攀升和产量增长，2022-2024 年公司业绩增长提速，估值存在修复向上空间，且享受高股息，给予“买入”评级。

风险因素

- 1、疫情反复、经济波动的风险：**近期新冠病毒变种在国内外多个地区和国家出现，市场仍没有放松警惕，局部地区疫情反复仍将抑制全球生产经营活动，并且对原油市场需求产生不利影响。
- 2、油价波动风险：**伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素加剧油价波动。。
- 2、公司增储上产速度不及预期风险：**公司上游资本开支对未来产量影响重大，若公司未按计划完成资本开支，未来增产进度进一步受到影响。
- 3、经济制裁风险：**美国将美国列入涉军企业名单，制裁中海油的举措可能会影响中海油在全球能源市场的地位和竞争力。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	163,391	207,981	296,183	359,238	429,050	营业总收入	155,373	246,112	339,665	393,128	433,767
货币资金	65,831	79,730	154,065	207,158	268,651	营业成本	97,381	121,585	142,168	158,209	174,050
应收票据	581	604	834	965	1,065	营业税金及附加	7,200	11,172	40,509	52,810	62,671
应收账款	18,401	26,444	36,496	42,240	46,606	销售费用	3,048	2,694	3,397	3,931	4,338
预付账款	1,951	2,867	3,353	3,731	4,105	管理费用	4,834	5,218	6,793	7,863	8,675
存货	5,644	5,703	4,669	5,421	6,165	研发费用	1,321	1,506	1,698	1,966	2,169
其他	70,983	92,633	96,767	99,722	102,458	财务费用	4,272	3,937	6,329	5,138	3,881
非流动资产	557,886	578,587	581,922	583,317	585,062	减值损失	-6,572	-7,963	-2,000	-2,000	-2,000
长期股权投资	42,366	41,541	41,541	41,541	41,541	投资净收益	3,538	2,417	3,397	3,931	4,338
固定资产(合计)	2,449	5,036	5,167	5,274	5,355	其他	485	1,350	848	981	1,082
无形资产	3,202	3,232	3,584	4,049	4,331	营业利润	34,766	95,804	141,014	166,124	181,402
其他	509,870	528,779	531,630	532,454	533,836	营业外收	141	17	79	79	58
资产总计	721,276	786,568	878,105	942,555	1,014,112	利润总额	34,907	95,820	141,093	166,203	181,460
流动负债	71,755	93,951	110,543	122,167	132,829	所得税	9,951	25,514	38,896	45,036	49,597
短期借款	0	4,303	4,303	4,303	4,303	净利润	24,956	70,307	102,197	121,167	131,863
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东	-1	-13	0	0	0
应付账款	41,203	48,990	57,284	63,747	70,130	归属母公司净利润	24,957	70,320	102,197	121,167	131,863
其他	30,552	40,658	48,957	54,117	58,396	EBITDA	94,338	161,172	145,616	168,807	182,293
非流动负债	215,591	210,642	196,424	176,497	158,342	EPS(当年)(元)	0.56	1.57	2.16	2.56	2.79
长期借款	11,059	11,290	11,790	12,290	12,790	现金流量表					
其他	204,532	199,352	184,633	164,206	145,552	单位:百万元					
负债合计	287,346	304,593	306,967	298,664	291,171	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	221	1,064	1,064	1,064	1,064	经营活动	82,338	147,894	108,492	124,800	134,640
归属母公司股东权益	433,710	480,912	570,075	642,828	721,877	现金流					
负债和股东权益	721,276	786,568	878,105	942,555	1,014,112	净利润	24,956	70,307	102,197	121,167	131,863
重要财务指标						折旧摊销	52,306	57,236	517	457	430
单位:百万元						财务费用	4,272	3,937	6,528	5,523	4,399
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	投资损失	-3,538	-3,538	-3,538	-2,417	-3,397
营业总收入	155,373	246,112	339,665	393,128	433,767	营运资金变动	-2,748	5,627	725	-337	343
同比(%)	-33.4%	58.4%	38.0%	15.7%	10.3%	其它	7,090	13,205	1,921	1,921	1,942
归属母公司净利润	24,957	70,320	102,197	121,167	131,863	投资活动	-50,849	-96,235	-376	2,157	2,220
同比(%)	-59.1%	181.8%	45.3%	18.6%	8.8%	现金流					
毛利率(%)	37.3%	50.6%	58.1%	59.8%	59.9%	资本支出	-75,416	-82,398	-2,873	-854	-1,117
ROE(%)	5.8%	14.6%	17.9%	18.8%	18.3%	长期投资	19,105	-17,234	-1,000	-1,000	-1,000
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.57	2.16	2.56	2.79	其他	5,462	3,396	3,497	4,011	4,338
P/E	19.29	6.88	6.38	5.38	4.94	筹资活动	-38,699	-33,332	-32,867	-72,949	-74,454
P/B	1.11	1.00	1.14	1.01	0.90	现金流					
EV/EBITDA	5.94	3.34	4.25	3.23	2.55	吸收投资	183	855	28,080	0	0
						借款	7,417	8,108	500	500	500
						支付利息或股息	-31,851	-27,304	-46,728	-53,023	-56,299
						现金净增加额	-9,660	17,413	74,335	53,093	61,493

研究团队简介

陈淑娟，女，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021 年荣获第 19 届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第 9 届 Wind 金牌分析师石化行业第一名，第 9 届 Choice 最佳分析师石化行业第二名，第 3 届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第 3 届 CEIC 与 EMIS 杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020 年入围第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第 8 届 Wind 金牌分析师石化行业第四名，21 世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019 年荣获第 7 届 Wind 金牌分析师石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

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。