

## 中国海油 (600938.SH) 买入 (维持评级)

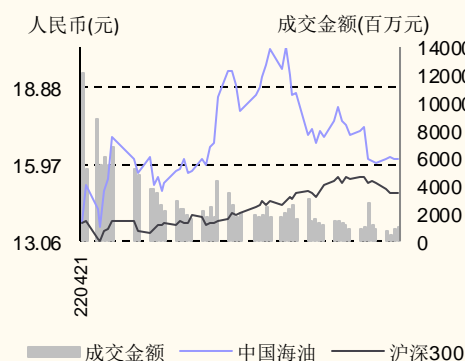
公司点评

市场价格 (人民币): 16.19 元

目标价格 (人民币): 21.20 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	476.37
已上市流通 A 股(亿股)	14.93
流通港股(亿股)	446.47
总市值(亿元)	7,712.50
年内股价最高最低(元)	20.40/13.62
沪深 300 指数	4322
上证指数	3282



## 相关报告

1. 《中海油的三大稀缺性! -中国海油覆盖报告》, 2022.5.14

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004  
chenlulou@gjzq.com.cn

## 稀缺资产优势持续兑现!

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	155,373	246,111	383,301	377,875	400,148
营业收入增长率	-33.37%	58.40%	55.74%	-1.42%	5.89%
归母净利润(百万元)	24,957	70,320	135,218	132,112	137,878
归母净利润增长率	-59.12%	181.77%	92.29%	-2.30%	4.36%
摊薄每股收益(元)	0.559	1.575	2.838	2.773	2.894
每股经营性现金流净额	1.84	3.31	5.37	3.98	4.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.75%	14.62%	22.15%	19.15%	17.85%
P/E	0.00	0.00	5.70	5.84	5.59
P/B	0.00	0.00	1.26	1.12	1.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

中国海油于 2022 年 7 月 14 日发布 2022 年中期业绩预增公告, 预计 2022 年中期实现归母净利润 705 亿元-725 亿元, 同比增长 112%-118%; 实现扣非归母净利润 698 亿元-715 亿元, 同比增长 115%-120%, 半年度业绩创历史新高。

## 经营分析

- **油价上涨直接增强公司盈利能力:** 2022 年上半年全球油价出现大幅上涨, 1-6 月布伦特原油期货(连续)收盘价均价约为 105 美元/桶, 同比上涨约 61%, 接近历史最高水平。公司作为国内第二大油气生产商, 营业收入主要来自自产油气的销售, 盈利能力直接受益于油价上涨。
- **公司积极扩张, 增储上产取得成效:** 公司投资积极性高于行业整体, 2020 年公司资本性支出仅降幅远低于行业整体水平, 2021 年公司资本性支出已超过 2019 年水平, 根据公司资本性支出指引, 2022 年资本性支出将大概率保持增长。公司增储上产取得良好效果, 公司产量增速高于行业水平, 2021 年达到 5.73 亿桶原油当量/年, 同比增长约 8.76%, 根据公司产量指引, 预计 2022-2024 年, 公司油气总产量将保持 5.58%-7.24% 年复合增速, 与海外油企的扩产积极性存在较大差异, 助力实现“量价齐升”。

## 盈利调整

- 我们看好中海油稳定成长确定性以及原油价格中枢持续维持高位带来的“量价齐升”, 上调公司 2022 年盈利预测, 上调幅度为 8%。

## 投资建议

- 中国海油 2022-2024 年盈利预测为 1352.18 亿元/1321.12 亿元/1378.78 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 2.84 元/2.77 元/2.89 元, 对应市盈率为 5.70X/5.84X/5.60X, 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. 三方数据误差影响; 4. 能源政策及制裁对企业经营的影响; 5. 限售股解禁风险; 6. 汇率风险

## 内容目录

1、油价大幅上涨，公司迎来“量价齐升”.....	3
2、风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1：2022 年上半年油价上涨至历史高位.....	3
图表 2：2022 年上半年油价上涨至历史高位.....	4
图表 3：公司与样本油企资本性支出增速对比.....	5
图表 4：公司油气总产量.....	5
图表 5：公司石油液体产量.....	6
图表 6：公司天然气产量.....	6

## 1、 油价大幅上涨，公司迎来“量价齐升”

中国海油于 2022 年 7 月 14 日发布 2022 年中期业绩预增公告，预计 2022 年中期实现归母净利润 705 亿元-725 亿元，同比增长 112%-118%；实现扣非归母净利润 698 亿元-715 亿元，同比增长 115%-120%，半年度业绩创历史新高；2022 年 Q2 净利润约为 362 亿元-382 亿元，环比 2022 年 Q1 增长 5.5%-11.4%，同比 2021 年同期增长 95.5%-106.3%，业绩增长主要为原油价格大幅上涨带来的业绩弹性。

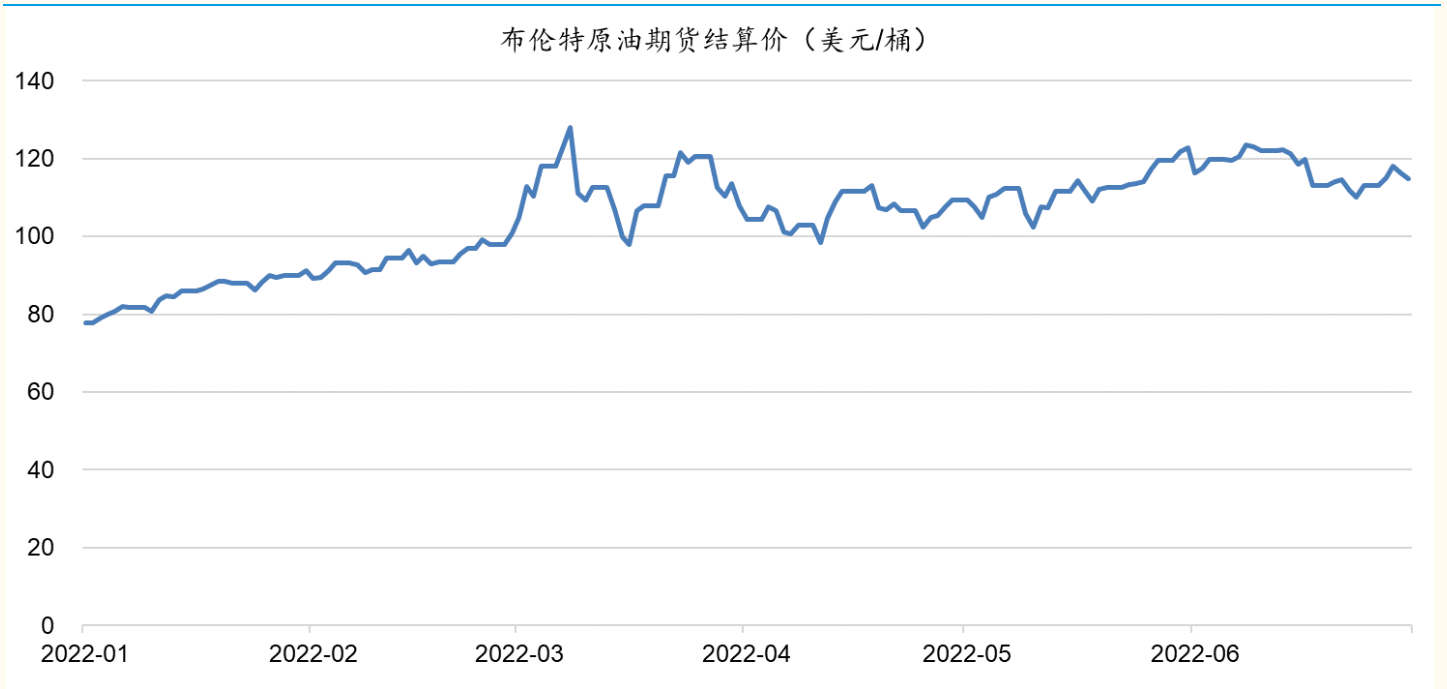
2022 年上半年全球油价出现大幅上涨，1-6 月布伦特原油期货（连续）收盘价均价约为 105 美元/桶，同比上涨约 61%。2022 年 1-6 月，布伦特布伦特原油期货（连续）收盘价月均价分别为 85.57/ 94.10/ 112.46/ 105.92/ 111.96/ 117.50 美元/桶，油价维持高位。公司作为国内第二大油气生产商，营收以自产油气的销售为主，盈利规模直接受益于油价上涨。

图表 1：2022 年上半年油价上涨至历史高位



来源：Wind，国金证券研究所

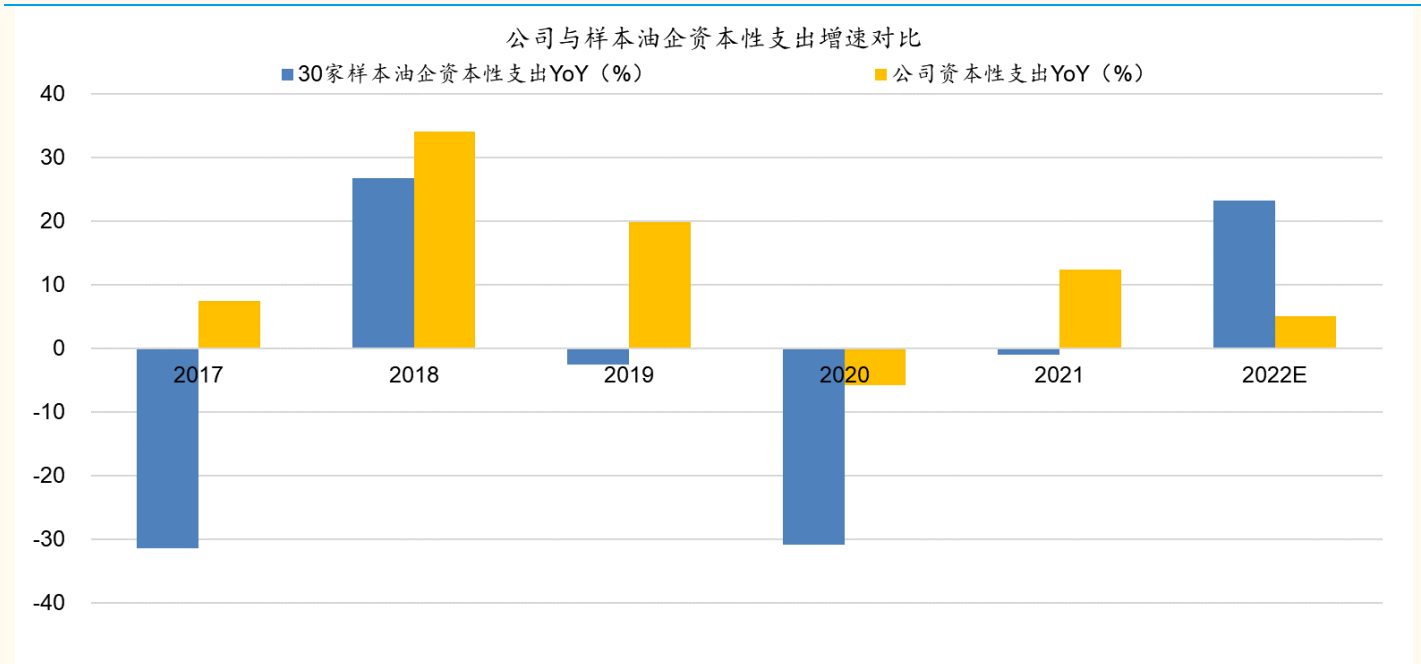
图表 2：2022 年上半年油价上涨至历史高位



来源：Wind，国金证券研究所

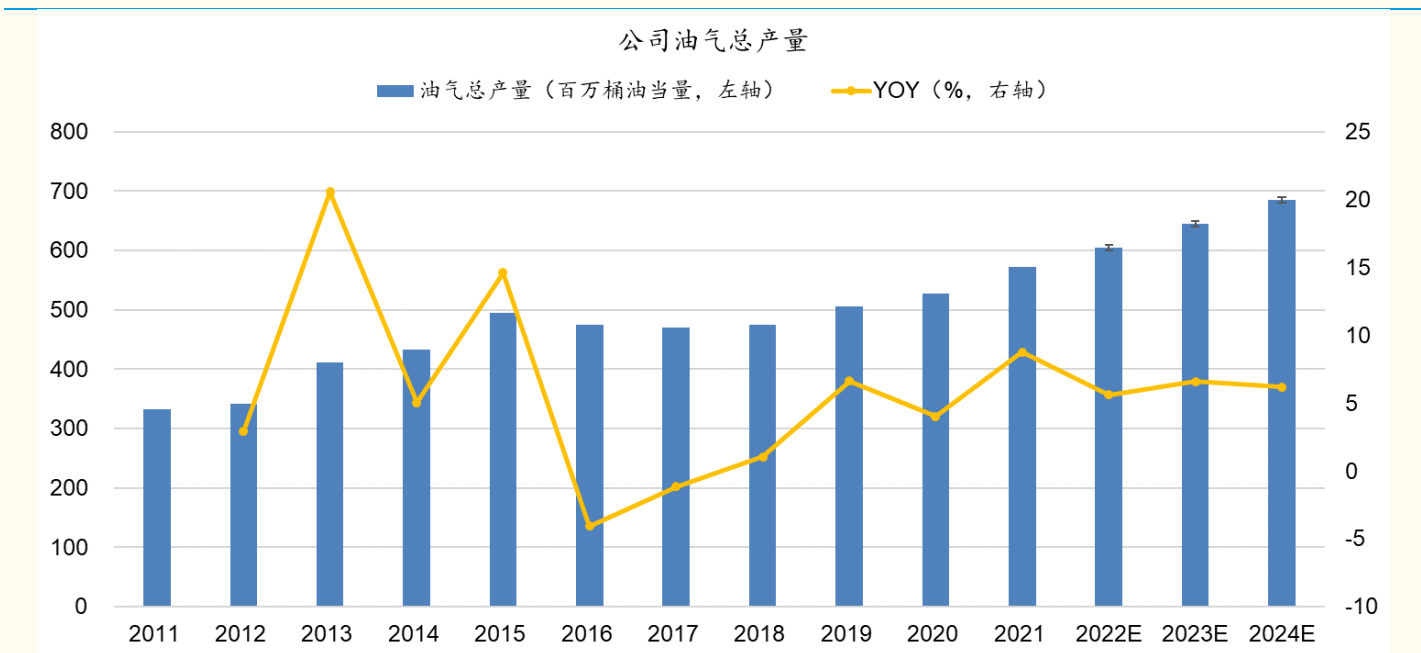
公司投资积极性高于行业整体，推动储、产量规模扩大。2020 年公司资本性支出降幅远低于行业整体水平，2021 年公司资本性支出同比增长 12.34%，已超过 2019 年水平，根据公司资本性支出指引，2022 年资本性支出指引为 900-1000 亿元，2022 年资本性支出将大概率保持增长。在投资扩张的推动下，公司增储上产效果良好，公司产量增速高于行业水平，2021 年达到 5.73 亿桶原油当量/年，同比增长约 8.76%，2022 年总产量指引为 6.0-6.1 亿桶油当量，同比增长 4.73%-6.48%；2023、2024 年总产量指引分别为 6.4-6.5 亿桶油当量和 6.8-6.9 亿桶油当量，预计 2022-2024 年，公司油气总产量将保持 5.58%-7.24% 年复合增速。海外油企扩产意愿较弱为油价形成支撑，公司在这种环境下稳定增产，实现“量价齐升”。

图表 3：公司与样本油企资本性支出增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

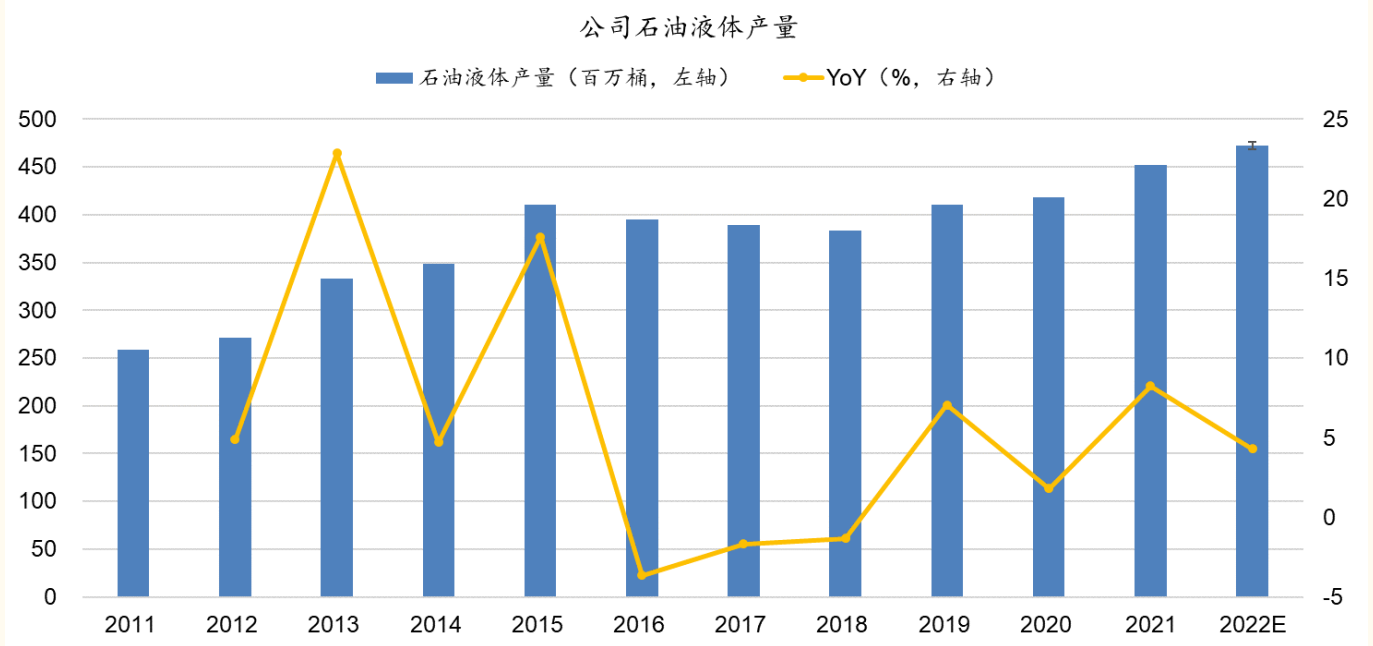
图表 4：公司油气总产量



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2022-2024 年柱状图顶端的横线表示 2022-2024 年公司总产量指数的上下限

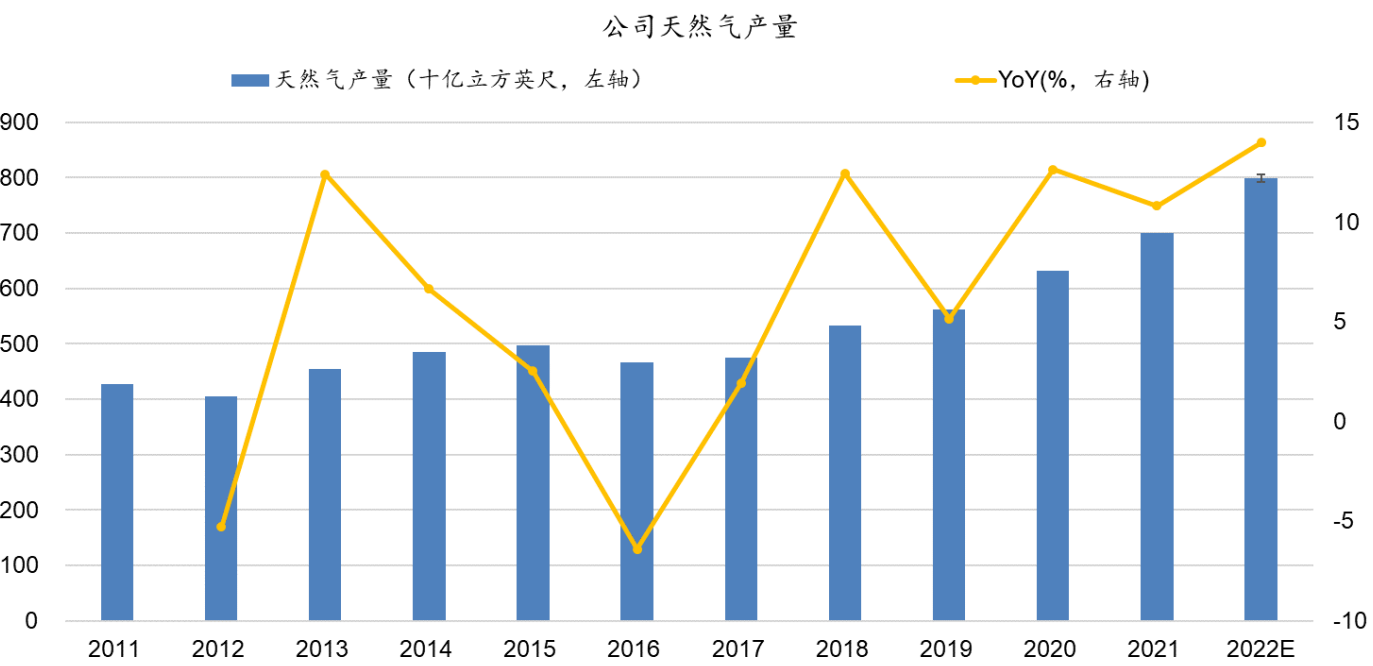
图表 5：公司石油液体产量



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2022 年柱状图顶端的横线表示 2022 年公司石油液体产量指引的上下限

图表 6：公司天然气产量



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2022 年柱状图顶端的横线表示 2022 年公司天然气产量指引的上下限

## 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，IEA 和美国存在进一步加大释储规模的可能性带来全球原油短期边际供应增加，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，当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性。
- 3、三方跟踪数据误差对结果产生影响：三方数据包含卫星数据及油轮定位等数据，数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 4、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。
- 5、限售股解禁风险：2022 年 10 月 21 日，公司约有 25733.45 万股解禁，解禁股份占总股本 0.54%，限售股解禁或对股价产生扰动
- 6、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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	233,199	155,373	246,111	383,301	377,875	400,148	货币资金	50,839	65,831	79,730	187,443	187,050	214,754
增长率		-33.4%	58.4%	55.7%	-1.4%	5.9%	应收账款	31,382	25,613	33,105	42,389	38,683	40,963
主营业务成本	-129,384	-97,381	-121,585	-162,622	-163,647	-176,578	存货	6,314	5,644	5,703	7,574	8,070	8,708
%销售收入	55.5%	62.7%	49.4%	42.4%	43.3%	44.1%	其他流动资产	117,398	66,302	89,444	109,829	127,850	144,109
毛利	103,815	57,991	124,526	220,679	214,228	223,570	流动资产	205,933	163,391	207,982	347,236	361,653	408,533
%销售收入	44.5%	37.3%	50.6%	57.6%	56.7%	55.9%	%总资产	27.2%	22.7%	26.4%	37.8%	37.6%	39.7%
营业税金及附加	-9,156	-7,200	-11,172	-17,632	-17,382	-18,407	长期投资	50,044	47,814	48,698	48,698	48,698	48,698
%销售收入	3.9%	4.6%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	固定资产	440,176	446,380	465,451	500,001	527,662	548,090
销售费用	-2,798	-3,048	-2,694	-6,133	-6,046	-6,402	%总资产	58.1%	61.9%	59.2%	54.4%	54.9%	53.3%
%销售收入	1.2%	2.0%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	17,400	17,365	16,972	17,006	17,048	17,097
管理费用	-4,588	-4,834	-5,218	-9,583	-9,447	-10,004	非流动资产	551,798	557,886	578,587	572,169	599,549	619,719
%销售收入	2.0%	3.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	72.8%	77.3%	73.6%	62.2%	62.4%	60.3%
研发费用	-985	-1,321	-1,506	-1,917	-1,889	-2,001	<b>资产总计</b>	<b>757,730</b>	<b>721,276</b>	<b>786,569</b>	<b>919,405</b>	<b>961,203</b>	<b>1,028,252</b>
%销售收入	0.4%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	15,337	12,513	16,537	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	86,288	41,588	103,936	185,416	179,464	186,756	应付款项	54,949	48,345	56,853	73,191	73,631	79,427
%销售收入	37.0%	26.8%	42.2%	48.4%	47.5%	46.7%	其他流动负债	18,709	10,898	20,561	30,648	30,038	31,475
财务费用	-5,011	-4,272	-3,936	-1,207	460	1,120	流动负债	88,995	71,755	93,951	103,839	103,669	110,902
%销售收入	2.1%	2.7%	1.6%	0.3%	-0.1%	-0.3%	长期贷款	3,684	11,059	11,290	11,606	12,076	12,676
资产减值损失	-2,094	-5,199	-7,957	0	0	0	其他长期负债	216,825	204,532	199,352	192,318	154,549	131,038
公允价值变动收益	-1,312	-1,192	779	0	0	0	<b>负债</b>	<b>309,504</b>	<b>287,346</b>	<b>304,593</b>	<b>307,763</b>	<b>270,294</b>	<b>254,616</b>
投资收益	6,947	3,538	2,417	2,300	2,300	2,300	<b>普通股股东权益</b>	<b>448,187</b>	<b>433,710</b>	<b>480,912</b>	<b>610,578</b>	<b>689,845</b>	<b>772,572</b>
%税前利润	8.1%	10.1%	2.5%	1.2%	1.3%	1.2%	其中：股本	43,081	43,081	43,081	47,637	47,637	47,637
营业利润	85,425	34,766	95,804	186,508	182,223	190,176	未分配利润	335,729	334,487	384,362	465,493	544,760	627,487
营业利润率	36.6%	22.4%	38.9%	48.7%	48.2%	47.5%	少数股东权益	39	221	1,064	1,064	1,064	1,064
营业外收支	225	141	17	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>757,730</b>	<b>721,276</b>	<b>786,569</b>	<b>919,405</b>	<b>961,203</b>	<b>1,028,252</b>
税前利润	85,649	34,907	95,821	186,508	182,223	190,176	<b>比率分析</b>						
利润率	36.7%	22.5%	38.9%	48.7%	48.2%	47.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-24,604	-9,951	-25,514	-51,290	-50,111	-52,299	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.7%	28.5%	26.6%	27.5%	27.5%	27.5%	每股收益	1.367	0.559	1.575	2.838	2.773	2.894
净利润	61,045	24,956	70,307	135,218	132,112	137,878	每股净资产	10.038	9.714	10.771	12.817	14.481	16.218
少数股东损益	0	-1	-13	0	0	0	每股经营现金净流	2.766	1.844	3.312	5.369	3.979	4.553
归属于母公司的净利润	61,045	24,957	70,320	135,218	132,112	137,878	每股股利	0.690	0.400	1.230	1.135	1.109	1.158
净利率	26.2%	16.1%	28.6%	35.3%	35.0%	34.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.62%	5.75%	14.62%	22.15%	19.15%	17.85%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.06%	3.46%	8.94%	14.71%	13.74%	13.41%
净利润	61,045	24,956	70,307	135,218	132,112	137,878	投入资本收益率	10.19%	5.16%	12.33%	18.89%	16.79%	15.93%
少数股东损益	0	-1	-13	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	59,792	57,505	65,193	62,030	73,761	86,082	主营业务收入增长率	2.41%	-33.37%	58.40%	55.74%	-1.42%	5.89%
非经营收益	5,508	2,626	6,766	23,280	908	450	EBIT增长率	6.75%	-51.80%	149.92%	78.39%	-3.21%	4.06%
营运资金变动	-2,829	-2,748	5,626	35,228	-17,231	-7,494	净利润增长率	15.89%	-59.12%	181.77%	92.29%	-2.30%	4.36%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>123,517</b>	<b>82,338</b>	<b>147,892</b>	<b>255,756</b>	<b>189,550</b>	<b>216,916</b>	总资产增长率	10.40%	-4.81%	9.05%	16.89%	4.55%	6.98%
资本开支	-71,949	-75,416	-82,398	-84,204	-101,141	-106,252	<b>资产管理能力</b>						
投资	-654	19,105	-17,233	-20,000	-18,000	-16,000	应收账款周转天数	36.4	50.6	33.3	33.0	30.0	30.0
其他	5,149	5,462	3,396	2,300	2,300	2,300	存货周转天数	17.2	22.4	17.0	17.0	18.0	18.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-67,455</b>	<b>-50,849</b>	<b>-96,235</b>	<b>-101,904</b>	<b>-116,841</b>	<b>-119,952</b>	应付账款周转天数	103.3	152.5	135.4	140.0	140.0	140.0
股权募资	29	183	856	48,540	0	0	固定资产周转天数	688.1	1,045.1	688.0	474.3	507.3	497.1
债权募资	2,586	-7,031	-6,883	-35,781	-16,289	-10,719	<b>偿债能力</b>						
其他	-40,306	-31,851	-27,305	-57,995	-56,053	-57,901	净负债/股东权益	-3.09%	2.31%	-6.79%	-31.03%	-32.37%	-35.54%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-37,691</b>	<b>-38,699</b>	<b>-33,332</b>	<b>-45,236</b>	<b>-72,342</b>	<b>-68,620</b>	EBIT利息保障倍数	17.2	9.7	26.4	153.6	-390.3	-166.8
<b>现金净流量</b>	<b>18,682</b>	<b>-9,660</b>	<b>17,412</b>	<b>108,616</b>	<b>367</b>	<b>28,343</b>	资产负债率	40.85%	39.84%	38.72%	33.47%	28.12%	24.76%

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
买入	2	7	12	26	26
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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。

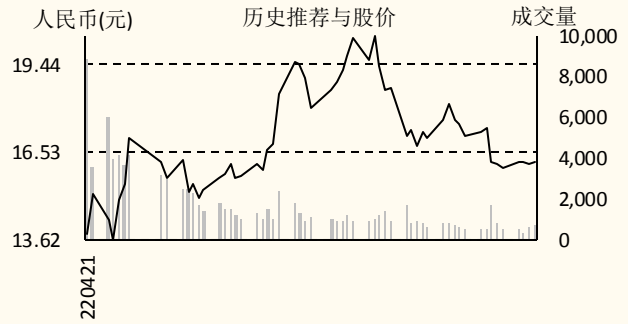
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

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。

**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，而不应对本报告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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402