

油价韧性有望超预期，公司 alpha 属性突出且估值低位

中国海油 (600938)

事件

公司披露 2022 年中报业绩预告公告，上半年业绩如期大增
公司预计 2022 年上半年归母净利润 705-725 亿元，同比增长 112-118%；预计实现扣非后归母净利润 698-715 亿元，同比增长 115-120%。其中预计 22Q2 归母净利中枢为 372 亿元，环比增长 8.8%。

简评

国际油价高位叠加新开采项目落地，上半年业绩高增长

公司上半年业绩高增主因在于油价大涨，同时产量持续提升。2022 年上半年布伦特原油均价达 108.1 美元/桶，同比大涨 66%。公司抓住有利的发展时机，在上半年实现多个油气开发项目投资：（1）海外圭亚那 Liza 二期项目已于今年 2 月提前安全投产，预计于年内达到高峰产量 22 万桶油当量/天；（2）国内涠洲 12-8 油田东区开发项目于今年 4 月投产，预计 2022 年实现原油产量约 4,700 桶/天，公司年内权益产能约 2400 桶/天；（3）旅大 5-2 北油田一期项目和垦利 6-1 油田 4-1 区块开发项目于 4 月投产，预计分别在 2024 年和 2022 年实现高峰产量 8200 桶/天和 4000 桶/天。（4）海外巴西 Mero 一期项目在 5 月投产，原油总产能 18 万桶/天，公司权益产能约 2 万桶/天。同时，公司继续保持成本优势，22Q1 桶油主要成本为 30.6 美元/桶油当量，在国内仍处于领先地位。

原油大涨主因在于供应增量不足，预计未来油价仍有韧性

今年 6 月中旬以来，高通胀逼迫美联储连续加息的压力显著加大，同时市场开始交易全球经济尤其是欧美经济体进入衰退的风险。原油受其金融属性影响短期价格回调幅度较大，布伦特原油期货一度从 125 美元/桶回落至 95 美元/桶。然而我们认为市场需要注意到，本轮能源大通胀的主因在于历史资本开支不足叠加能源转型预期限制了全球上游中长期增产的动机和能力。前期市场期待具备较强快速增产能力的美国页岩油大幅增产，但实际上上一轮

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 07 月 18 日

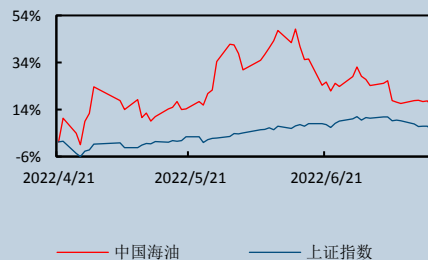
当前股价：14.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-------------------|-------------|-------------|
| -14.72/-12.98 | 46.94/46.42 | 46.94/55.74 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 20.49/12.96 |
| 总股本 (万股) | | 4,763,745.6 |
| 流通 A 股 (万股) | | 149,285.07 |
| 总市值 (亿元) | | 7,088.45 |
| 流通市值 (亿元) | | 222.14 |
| 近 3 月日均成交量 (万股) | | 16,701.37 |
| 主要股东 | | |
| CNOOC(BVI)Limited | | 64.44% |

股价表现



相关研究报告

22.05.06 【中信建投化工及能源开采】中国海油 (600938): 油价高位运行 Q1 业绩超预期，新项目稳步建设推进增储上产

油价暴跌下积累的债务风险和对未来能源转型的判断使得页岩油行业当前以保障现金流修复和加大股东回报为主要经营战略。据达拉斯联储的二季度能源行业调研,即便有较强扩产意愿的页岩油企业也受制于供应链问题、劳工问题等诸多制约。而 OPEC 和俄罗斯等产油国以维持自身地缘利益为主,例如近期美国总统拜登首次访问沙特,但在原油方面仍未能达成直接有效的增产协议。就需求端而言,即使全球经济增速出现明显放缓,但由于原油现实供需仍然偏紧,同时库存仍处于低位,预计未来油价仍有较强韧性。若全球需求受冲击程度低于近期市场预期,油价可能出现大幅反弹,若下半年供应端再生变数甚至可能再创新高。

继续扩大资本支出和加大勘探力度,保障公司油气产量持续增长。

2022 年 Q1 公司资本支出 169 亿,同比增长 5.6%。现有在建项目方面,国内海域的恩平 15-1/10-2/15-2/20-4 油田群联合开发项目和印度尼西亚 3M 项目均处于安装阶段。同时,国内海域的垦利 6-1 油田 10-1 北区块开发、垦利 6-1 油田 5-1、5-2、6-1 区块开发、渤中 29-6 油田开发、锦州 31-1 气田开发、东方 1-1 气田东南区及乐东 22-1 气田南块开发和国内陆上的神府南气田开发、临兴 4/5 开发去开发和潘河薄煤层其开发等 22 年新项目仍在有序建设中。海外圭亚那三期 Payara 项目目前仍处于建造阶段,计划于 2023 年底投产,高峰产量预计为 22 万桶油当量/天。综合来看,公司未来油气产量成长动能充足。

除现有在建项目外,公司积极响应国家增储上产政策,持续勘探开发,成果丰硕

2022 年 Q1 公司共获得 4 个新发现和 13 口成功评价井。其中国内渤中 26-6 和渤中 19-2 项目均获重大突破,并有望成为中大型规模油田;海外圭亚那 Stabroek 区块再获两个新发现: Fangtooth-1 井钻遇 50 米油层,获得深层领域突破; Lau Lau-1 井钻遇 96 米油气层,进一步托大了东南凝析油气区含油气范围。目前区块总可采资源量约 110 亿桶油当量。未来公司将继续推进勘探开发工作,为产量稳步增长提供有力支撑。

盈利预测与估值: 上调公司 2022、2023、2024 年归母净利润预测值为 1361 亿元、1376 亿元、1402 亿元, EPS 分别为 3.2 元、3.2 元、3.3 元,对应当前 PE 分别为 5.0X、4.9X、4.8X,维持“买入”评级。

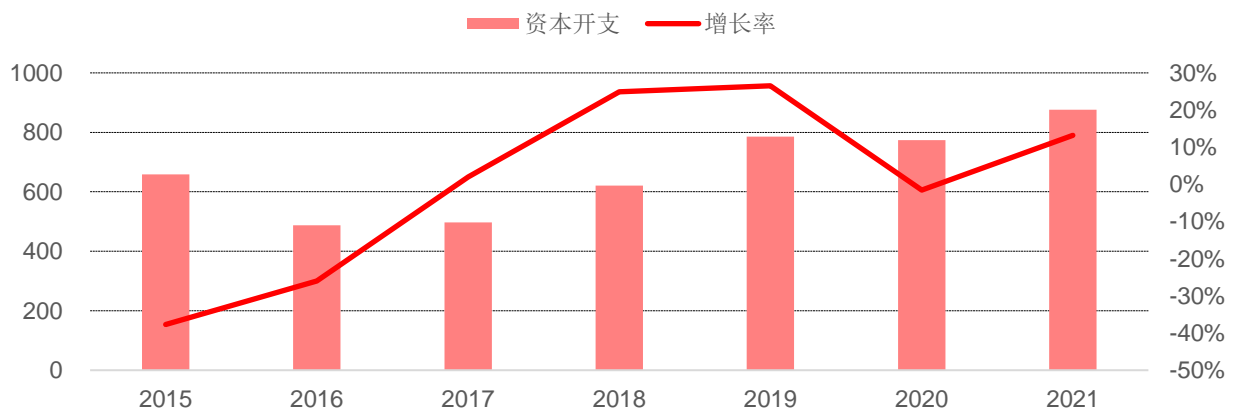
风险提示: 全球经济下滑,项目投建不及预期,国际油价大幅下跌。

图表1: 盈利预测和财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 155373 | 246112 | 343210 | 351792 | 363196 |
| 增长率(%) | -33.4 | 58.4 | 39.5 | 2.5 | 3.2 |
| 净利润(百万元) | 24957 | 70320 | 136143 | 137573 | 140237 |
| 增长率(%) | -59.1 | 181.8 | 93.6 | 1.1 | 1.9 |
| 毛利率(%) | 37.3 | 50.6 | 59.0 | 57.9 | 56.7 |
| 净利率(%) | 16.1 | 28.6 | 39.7 | 39.1 | 38.6 |
| ROE(%) | 5.8 | 14.6 | 22.0 | 18.2 | 15.7 |

| | | | | | |
|-----------|------|-----|-----|-----|-----|
| EPS(摊薄/元) | 0.6 | 1.6 | 3.2 | 3.2 | 3.3 |
| P/E(倍) | 27.1 | 9.6 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |
| P/B(倍) | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |

资料来源: Wind, 中信建投

图表2: 公司资本开支情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 中信建投

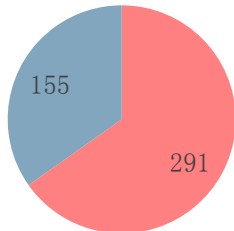
图表3: 公司发行 A 股募投项目

| 序号 | 项目名称 | 拟募资金额 (亿元) |
|----|-------------------------------|------------|
| 1 | 圭亚那 Payara 油田开发项目 | 95 |
| 2 | 流花 11-1/4-1 油田二次开发项目 | 65 |
| 3 | 圭亚那 Liza 油田二期开发项目 | 50 |
| 4 | 陆丰油田群区域开发项目 | 35 |
| 5 | 陵水 17-2 气田开发项目 | 30 |
| 6 | 陆丰 12-3 油田开发项目 | 10 |
| 7 | 秦皇岛 32-6/曹妃甸 11-1 油田群岸电应用工程项目 | 10 |
| 8 | 旅大 6-2 油田开发项目 | 5 |
| 9 | 补充流动资金 | 50 |
| 合计 | | 350 |

资料来源: 公司公告, 中信建投

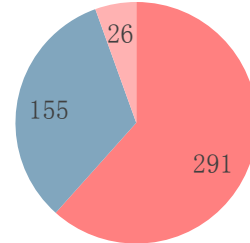
图表4： 目前公司股权架构（亿股）

■ 香港股份（核心关连人士） ■ 香港股份（公众）



资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 发行 A 股后公司预计股权架构（亿股）

 ■ 香港股份（核心关连人士）
 ■ 香港股份（公众）
 ■ 人民币股份


资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司主要经营指标

| | 2020 | 2021 | 变动% |
|----------------|---------|---------|--------|
| 产量（百万桶油当量） | 528.2 | 572.9 | 8.5% |
| —石油液体（百万桶） | 419.1 | 452.2 | 7.9% |
| —天然气（十亿立方英尺） | 632.2 | 700.6 | 10.8% |
| 实现油价（美元/桶） | 40.96 | 67.89 | 65.7% |
| 实现气价（美元/千立方英尺） | 6.17 | 6.95 | 12.6% |
| 油气销售收入（人民币亿元） | 1396.01 | 2221.25 | 59.1% |
| 净利润（人民币亿元）* | 249.56 | 703.07 | 181.7% |
| 每股基本盈利（人民币元）* | 0.56 | 1.57 | 181.7% |

资料来源：公司公告，中信建投

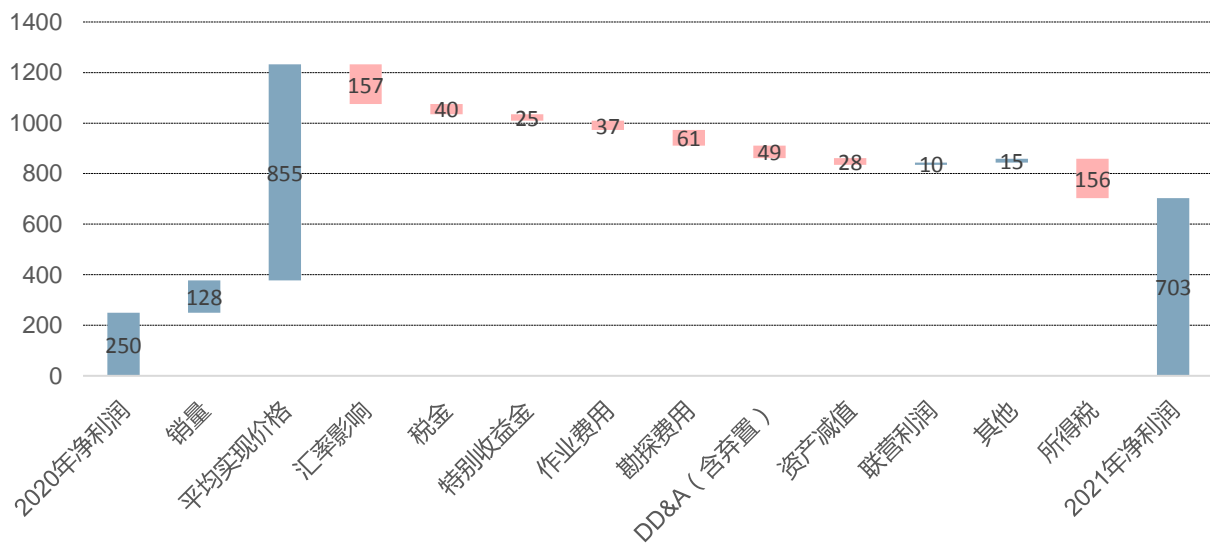
注*：净利润、每股基本盈利为2021、2020 数据

图表7： 公司产量摘要

| | 2020 | | | 2021 | | |
|-----------|---------------|-----------------|------------------|---------------|-----------------|------------------|
| | 石油液体 （百万桶） | 天然气 （十亿立方英尺） | 油气合计 （百万桶油当量） | 石油液体 （百万桶） | 天然气 （十亿立方英尺） | 油气合计 （百万桶油当量） |
| 中国 | | | | | | |
| 渤海 | 165.7 | 54.3 | 174.7 | 180.3 | 61.5 | 190.6 |
| 南海西部 | 40.4 | 161.7 | 68.6 | 39.7 | 181.9 | 71.4 |
| 南海东部 | 75.7 | 146.7 | 100.2 | 88.7 | 137.4 | 111.6 |
| 东海 | 2.3 | 22.6 | 6.0 | 2.3 | 26.4 | 6.7 |
| 陆上 | - | 38.3 | 6.4 | - | 68.6 | 11.4 |
| 合计 | 284.0 | 423.6 | 353.9 | 311.0 | 475.8 | 391.7 |
| 海外 | | | | | | |
| 亚洲（不含中国） | 18.2 | 55.7 | 28.2 | 25.4 | 56.2 | 35.4 |
| 大洋洲 | 1.9 | 51.4 | 12.0 | 1.7 | 48.1 | 11.1 |

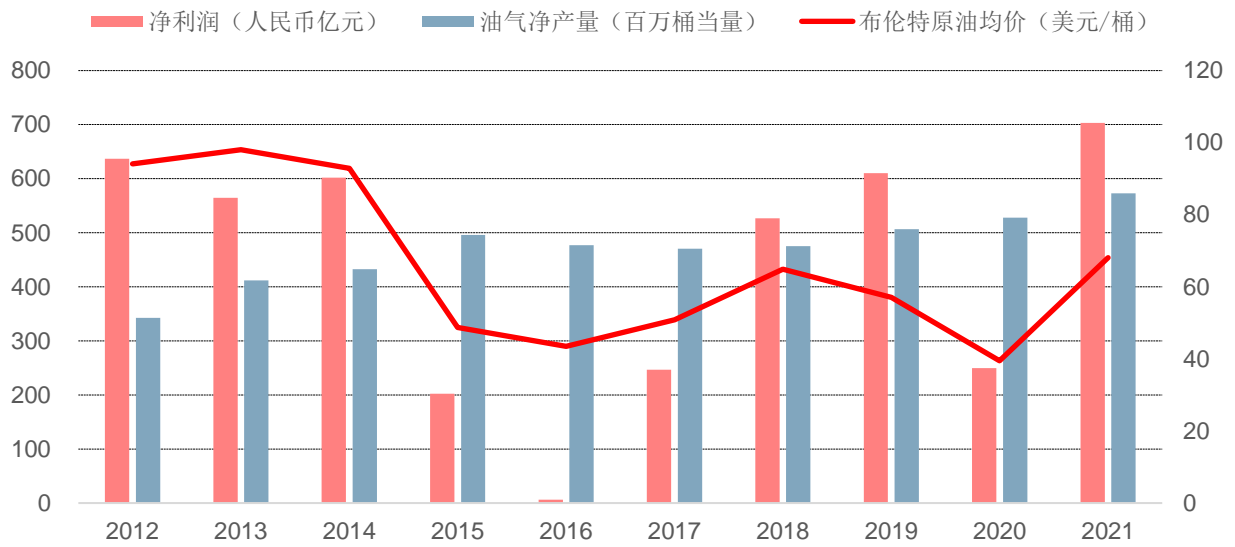
| | 2020 | | | 2021 | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非洲 | 33.2 | - | 33.2 | 31.1 | 25.8 | 35.4 |
| 北美洲（不含加拿大） | 24.6 | 46.6 | 32.4 | 22.3 | 41.7 | 29.3 |
| 加拿大 | 20.3 | 0.05 | 20.3 | 22.8 | - | 22.8 |
| 南美洲 | 17.3 | 52.3 | 26.4 | 22.5 | 51.7 | 31.4 |
| 欧洲 | 19.5 | 2.7 | 20.0 | 15.6 | 1.3 | 15.8 |
| 合计 | 135.1 | 208.7 | 172.4 | 141.4 | 224.8 | 181.2 |
| 总计 | 419.1 | 632.2 | 528.2 | 452.4 | 700.6 | 572.9 |

资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 净利润变化情况（人民币亿元）


资料来源：公司公告，中信建投

图表9：近十年净产量、净利润与布伦特原油均价变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊 15121076080 linweihao@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| 弱于大市 | | 相对跌幅 10%以上 | |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk