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

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

胡晓艺　石化行业研究助理
邮　箱：huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《中国海洋石油（0883.HK）首次覆盖报告：高油价+低估值+高股息，中海油迎历史机遇》2022.01.25

《回A首发获批，中海油享估值修复+业绩弹性》2022.02.25

《回A发行加快落地，高油价+低估值+高股息持续兑现》2022.04.01

《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

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

高景气核心优质龙头，看好估值修复空间

2022年8月26日

事件：2022年8月25日，中国海油发布2022年半年度报告。2022年上半年，公司实现营业收入2023.55亿元，同比增长83.97%；实现归母净利润718.87亿元，同比增长115.69%；实现基本每股收益1.57元，同比109.33%。其中，2022年第二季度实现营业收入1114.57亿元，同比增长193.48%，环比增长22.62%；实现归母净利润375.86亿元，同比增长202.92%，环比增长9.58%，实现扣非后归母净利润369.17亿元，同比增长110.77%，环比增长8.60%。

点评：

- **量价齐升助力公司2022年二季度业绩超预期。**2022Q2原油价格维持高位震荡，布伦特原油均价111.98美元/桶，同比增长62.46%，环比增长14.52%。2022H1，公司实现油价103.85美元/桶，同比增长66.5%，实现气价8.07美元/千立方英尺，同比增长22.3%。产量方面，2022Q2公司油气净产量达153.8百万桶油当量，同比增长9.54%，环比增长1.85%，其中，石油液体产量120.9百万桶，同比增长8.63%，环比增长1.09%，天然气产量190.7十亿立方英尺，同比增长13.24%，环比增长3.64%。以上主要是国内深海一号、流花21-2及渤中19-4等项目投产，曹妃甸6-4及陆上非常规产量上升，以及海外圭亚那Liza二期项目投产和巴西Buzios的产量贡献。

- **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。2022年上半年，在国际原油价格大幅上涨的背景下，桶油成本为30.32美元/桶，同比、环比增长仅为4.60%、2.79%，主要是由于油价上升带来所得税外的其他税项增加。其中桶油作业费用7.77美元（同比+0.46美元）、桶油折旧折耗及摊销14.52美元（同比-1.27美元）、桶油弃置费0.95美元（同比+0.11美元）、销售管理费2.29美元（同比+0.06美元）、其他税金4.79美元（同比+1.98美元），公司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。

- **勘探成果为公司可持续发展巩固资源基础。**2022H1，公司坚持价值勘探，共获得9个新发现，成功评价16个含油气构造。中国海域获4个新发现，分别为渤中26-6、渤中19-2、锦州14-6和文昌19-3。其中，渤中26-6含油气构造和渤中19-2含油气构造均已确认为大中型商业发现，分别展现了渤南太古界潜山良好勘探前景和渤中凹陷大面积连片岩性圈闭巨大勘探潜力。此外，非常规勘探喜获新进展，公司海上首口页岩油涠页-1井钻探及压裂测试成功完成，陆上深煤层气井压裂施工顺利完成。在海外，圭亚那Stabroek区块获得5个新发现，分别为Fangtooth、Lau Lau、Patwa、Barreleye和Lukanani，目前该区块可采资源量约110

亿桶油当量，并有望进一步提升。上半年公司完成勘探井 152 口（其中，海外 7 口，陆上非常规 31 口），采集三维地震资料 10167 平方公里。

- **资本支出同比增加，全力做好增储上产。**2022H1，公司实现资本支出 416 亿元，同比增长 15.4%，其中，勘探支出 87 亿元，开发支出 219 亿元，生产支出 104 亿元，为未来增储上产提供有力保障。截至目前，除已投产的涠洲 12-8 油田东区开发项目、巴西 Mero 一期以及圭亚那 Liza 二期项目，其他 10 个预计年内投产的新项目正在有序建设：海外方面，印度尼西亚 3M（MDA、MBH、MAC）项目完成安装，预计年内投产高峰产量 3.23 万桶/天。国内海域方面，1）垦利 6-1 油田 5-1 、5-2 、6-1 区块开发项目导管架和平台全部建造完工，预计投产高峰产量为 3.61 万桶油当量/天。2）垦利 6-1 油田 10-1 北区块开发项目已完成相关设备安装，预计高峰产量 0.71 万桶油当量/天。3）恩平 15-1 油田开发项目已完成导管架和平台安装，该油田群投产后预计高峰产量 3.55 万桶油当量/天。4）渤中 19-6 凝析气田一期顺利开工建设，预计高峰产量为 1.53 万桶油当量/天。5）锦州 31-1 气田开发项目顺利开工建设，预计高峰产量为 0.21 万桶油当量/天。6）东方 1-1 气田东南区及乐东 22-1 气田南块开发项目完成相关设备安装，预计高峰产量 0.29 万桶油当量/天。国内陆上方面，神府南气田开发项目和临兴中 4/5 开发区开发项目顺利开工建设，潘河薄煤层气开发项目完成设备安装工作，预计高峰产量分别为 0.95、0.65、0.21 万桶油当量/天。

- **加快推进绿色低碳体系建设，进一步扩大岸电工程应用范围。**2022 年 H1，公司首次在海上平台大规模使用绿电，预计年内消纳 1.86 亿千瓦时绿电。公司积极探索海上“负碳”产业新模式，中国海上首个二氧化碳封存示范工程恩平油田群 CCS/CCUS 示范项目有序推进，二氧化碳封存模块建造完成。公司还在大亚湾联合启动了中国首个海上规模化 CCS/CCUS 集群研究项目。公司主动顺应能源转型趋势，充分利用自身海洋优势，促进油气业务和新能源业务融合发展，加速发展海上风电，择优发展陆上风光。公司积极获取海陆风光资源，成功中标上海金山海上风电场一期项目，成功投运首个海上油田群光伏电站－涠洲光伏电站，开工建造首个水深超百米、离岸距离超百公里的“双百”深远海浮式风电国产化研制及示范应用项目－文昌浮式风电示范项目。

- **前期分红承诺正在兑现，成就优质价值投资标的。**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，超过了很多国际石油公司。2021 年公司净利润 703 亿元，全年股利支付率超过 80%，末期+特别股利支付率为 66%。在中海油 2022 年战略展望中，公司表示既要保持高资本开支实现油气产量 7%增速，同时也要保证 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）。2022 年 8 月 25 日，公司拟向全体股东派发中期股息每股 0.70 港元（含税），合计 291.30 亿元，对应 A 股股息率 3.46%，H 股股息率为 6.47%，2022 上半年股利支付率为 40.52%，公司前期分红承诺目前已兑现。

- **中海油估值偏低，存在修复上行空间。**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。在 2010-2020 年油价大周期中，中海油 H 股 PE 基本处于 9-13 倍，

低于国内外可比同行平均水平，我们认为公司 2022-2024 年 A 股估值处于 4-6 倍，H 股估值将处于 3 倍，也远低于自身历史估值。从横向和纵向对比来看，公司存在大幅估值修复空间。

- **原油产能周期推动国际油价长期高位运行，引发能源大通胀。**短期来看，需求端，东欧政治局势动荡拖累了全球经济复苏节奏，其引发的能源供应紧张和价格飙升进一步抑制了原油需求，供给端，俄乌冲突影响已在 5 月开始显现，沙特、阿联酋有增产能力但无明显增产意愿，且到 2022 年末剩余产能也消耗殆尽，OPEC 其他产油国有增产意愿但产能衰减无增产能力，美国页岩油恢复但产量增幅有限存瓶颈，美国战略原油储备已经达到 1985 年以来最低水平，我们认为，俄乌冲突后，即使考虑到需求恢复速度放缓，2022 年全球原油供需缺口仍存在，油价在高位运行有支撑。中长期来看，2023-2025 年，沙特和阿联酋加大资本开支力度，但传统油田开发生产周期长，每年新增原油供给量有限；受能源政策、投资者压力、成本上升、优质区块损耗等影响，美国页岩油长期增产能力有限且存在瓶颈；加之美国未来几年要补充 2022 年释放的战略原油储备，市场上商业原油库存放量有限；BP、壳牌等欧美能源公司致力于绿色能源将逐步减少原油产量；俄罗斯将因资本开支不足加速产能衰减，俄罗斯长期产量或将下降；美国与伊朗谈判有不确定性，但即使伊朗全部释放剩余产能，也仅有 100 万桶/日。而我们预计即使考虑到经济增速放缓和新旧能源转型，2023-2025 年全球原油需求每年仍将维持 100-150 万桶/日的增量，原油供给能力较难满足需求增量，因此我们认为从中长期来看，全球原油供需缺口将长期存在，油价将长期高位运行，中枢将继续抬升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年净利润分别为 1372.89、1446.43 和 1563.07 亿元，同比增速分别为 95.23%、5.36%、8.06%，EPS 分别为 2.88、3.04 和 3.28 元/股，按照 2022 年 8 月 25 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 6.13、5.82 和 5.39 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 3.28、3.11、2.88 倍。考虑到公司受益于原油价格攀升和产量增长，2022-2024 年公司业绩增长有望提速，估值相对 2010-2020 油价大周期时期处于绝对底部，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	155,737.00	244,082.00	396,912.24	441,096.80	474,747.61
增长率 YoY %	-33.20%	56.73%	62.61%	11.13%	7.63%
归属母公司净利润(百万元)	24,956.00	70,320.00	137,289.16	144,643.34	156,307.10
增长率 YoY%	-59.12%	181.78%	95.23%	5.36%	8.06%
每股净资产（元）	9.72	10.80	11.96	13.89	15.99
净资产收益率 ROE%	5.75%	14.62%	24.15%	21.89%	20.55%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.58	2.88	3.04	3.28
P/E（A 股）	19.32	6.86	6.13	5.82	5.39
P/E（H 股）	11.22	4.45	3.28	3.11	2.88
P/B（A 股）	1.11	1.00	1.48	1.27	1.11
P/B（H 股）	0.65	0.65	0.79	0.68	0.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价，注：2022 年 8 月 25 日港元兑人民币汇率为 0.8736

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	163,391	207,982	289,396	351,972	415,898
现金	24,019	41,432	92,179	142,178	202,566
应收账款	18,982	27,048	44,937	51,312	54,165
存货	5,644	5,703	9,218	10,678	11,197
其他	114,746	133,799	143,062	147,804	147,970
非流动资产	557,884	578,587	628,967	675,339	718,061
固定资产	446,668	465,451	509,510	549,604	586,090
无形资产	22,331	21,669	22,536	23,359	24,141
租金按金					
使用权资产					
其他	88,885	91,467	96,921	102,376	107,830
资产总计	721,275	786,569	918,363	1,027,311	1,133,959
流动负债	74,852	93,951	140,127	158,767	167,668
短期借款	11,217	15,329	15,329	15,329	15,329
应付账款	41,203	48,990	67,539	82,568	88,095
其他	22,432	29,632	57,259	60,870	64,244
非流动负债	212,493	210,642	208,642	206,642	204,642
长期借款	125,013	112,893	110,893	108,893	106,893
租赁负债					
其他	87,480	97,749	97,749	97,749	97,749
负债合计	287,345	304,593	348,769	365,409	372,310
少数股东权益	222	1,064	1,056	1,044	1,027
股本	43,081	43,081	43,081	43,081	43,081
留存收益和资本公积	390,627	437,831	525,457	617,777	717,542
归属母公司股东	433,708	480,912	568,538	660,858	760,623
负债和股东权益	721,275	786,569	918,363	1,027,311	1,133,959

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	82,338	147,893	205,269	207,001	221,430
净利润	24,956	70,320	137,289	144,643	156,307
折旧摊销	52,306	57,236	47,074	51,083	54,732
少数股东权益	0	-13	-8	-12	-17
营运资金变动及其他	5,076	20,350	20,914	11,287	10,408
投资活动现金流	-50,850	-96,235	-96,709	-96,627	-96,546
资本支出	-75,418	-82,437	-92,000	-92,000	-92,000
其他投资	24,568	-13,798	-4,709	-4,627	-4,546
筹资活动现金流	-38,698	-33,333	-57,813	-60,375	-64,496
借款增加	-12,512	-8,008	-2,000	-2,000	-2,000
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-25,851	-20,473	-55,813	-58,375	-62,496
其他	-335	-4,852	0	0	0
现金净增加额	-9,660	17,413	50,747	49,999	60,388

利润表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	155,737	244,082	396,912	441,097	474,748
营业成本	113,705	139,564	208,146	239,179	259,217
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0	0
财务费用	2,073	1,844	5,735	5,130	4,532
营业利润	42,032	104,518	188,766	201,917	215,530
利润总额	34,907	95,821	183,776	197,614	211,907
所得税	9,951	25,514	46,495	52,983	55,617
净利润	24,956	70,307	137,281	144,631	156,290
少数股东损益	0	-13	-8	-12	-17
归属母公司净利润	24,956	70,320	137,289	144,643	156,307
EBITDA	94,338	161,754	235,840	253,000	270,263
EPS（元）	0.56	1.58	2.88	3.04	3.28

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-33.20%	56.73%	62.61%	11.13%	7.63%
营业利润	-51.75%	148.66%	80.61%	6.97%	6.74%
归属母公司净利润	-59.12%	181.78%	95.23%	5.36%	8.06%
获利能力					
毛利率	27.68%	42.62%	48.59%	46.44%	46.09%
净利率	16.02%	28.80%	34.59%	32.79%	32.92%
ROE	5.75%	14.62%	24.15%	21.89%	20.55%
ROIC	0.05	0.13	0.20	0.19	0.18
偿债能力					
资产负债率	39.84%	38.72%	37.98%	35.57%	32.83%
净负债比率	0.26	0.18	0.06	-0.03	-0.11
流动比率	2.18	2.21	2.07	2.22	2.48
速动比率	1.96	2.01	1.84	1.98	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.31	0.43	0.43	0.42
应收账款周转率	7.99	8.78	8.64	8.47	8.63
应付账款周转	2.76	2.85	3.08	2.90	2.94
每股指标（元）					
每股收益	0.56	1.58	2.88	3.04	3.28
每股经营现金	1.73	3.10	4.31	4.35	4.65
每股净资产	9.11	10.12	11.96	13.89	15.99
估值比率					
P/E（H股）	11.22	4.45	3.28	3.11	2.88
P/B（H股）	0.65	0.65	0.79	0.68	0.59
EV/EBITDA(H股)	4.16	2.47	2.05	1.97	1.61

研究团队简介

陈淑娴，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。

胡晓艺，石化行业研究助理。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。

刘奕麟，团队成员。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。

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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。