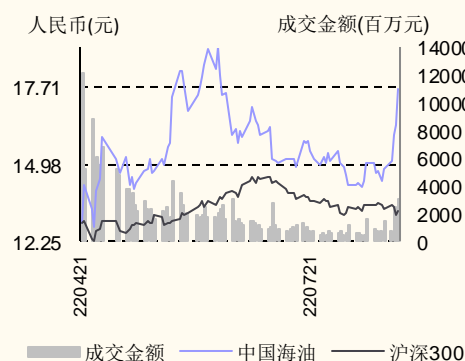


中国海油 (600938.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 17.68 元

中海油, 现金牛!**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)	8,422.30
年内股价最高最低(元)	19.13/12.77
沪深 300 指数	4116
上证指数	3246

**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	389,800	400,148
营业收入增长率	-33.37%	58.40%	55.74%	1.70%	2.65%
归母净利润(百万元)	24,957	70,320	135,313	136,145	137,774
归母净利润增长率	-59.12%	181.77%	92.42%	0.61%	1.20%
摊薄每股收益(元)	0.559	1.575	2.840	2.858	2.892
每股经营性现金流净额	1.84	3.31	3.36	2.61	2.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.75%	14.62%	24.52%	21.49%	19.24%
P/E	0.00	0.00	6.22	6.19	6.11
P/B	0.00	0.00	1.53	1.33	1.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国海油 8 月 25 日发布中报, 2022 年中期实现营业收入 2023.55 亿元, 同比增长 84%; 实现归母净利润为 718.87 亿元, 同比增长 115.7%, 半年度利润创历史新高。

经营分析

- 受益油价上涨带动, 营收净利均创历史:** 2022 年上半年油价大幅上涨, 布伦特原油期货上半年收盘价均价为 105 美元/桶, 二季度达到 112 美元/桶, 接近历史最高水平。公司作为国内第二大油气生产商, 盈利能力直接受益于油价上涨和产量增长, 是典型的量价齐升。
- 增储上产取得成果, 降本增效助推量价齐升:** 公司投资积极性高于行业整体, 2021 年公司资本性支出已超过 2019 年水平, 根据公司指引, 2022 年资本性支出将大概率保持增长。公司增储上产取得成果, 产量增速高于行业水平, 2022 年上半年油气净产量达到 3.05 亿桶油当量, 同比增长 9.6%。根据公司产量指引, 预计 22-24 年公司油气总产量将保持 5.58%-7.24% 年复合增速。同时公司稳定控制油气开发成本, 在国际油价和气价大幅上涨和通胀持续高企的背景下, 桶油当量实现成本多年保持在 30 美元/桶左右水平, 单位桶油当量价差持续扩大, 助力实现“量价齐升”。
- 原油中长期供应边际增量有限, 油价有望长期维持高位:** 通过对主要油企和主要产油国数据梳理, 原油供应商新增勘探意愿有限, 2021 年新增勘探储量为近 75 年最低值。新增资本开支主要集中于现有资产的开发, 着眼中长期产能的勘探类资本开支在总资本开支占比持续下滑, 且现有资产资源品位也在持续下滑, 从而导致原油供应边际增量远低于资本开支增幅, 原油中长期供应端边际增量有限。

投资建议

- 我们预期原油价格中长期有望维持相对高位, 中国海油 2022-2024 年盈利预测为 1353 亿元/1361 亿元/1378 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 2.84 元/2.86 元/2.89 元, 对应市盈率为 6.22X/6.19X/6.11X, 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

相关报告

- 《稀缺资产优势持续兑现! -中国海油中报业绩预告点评》, 2022.7.15
- 《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

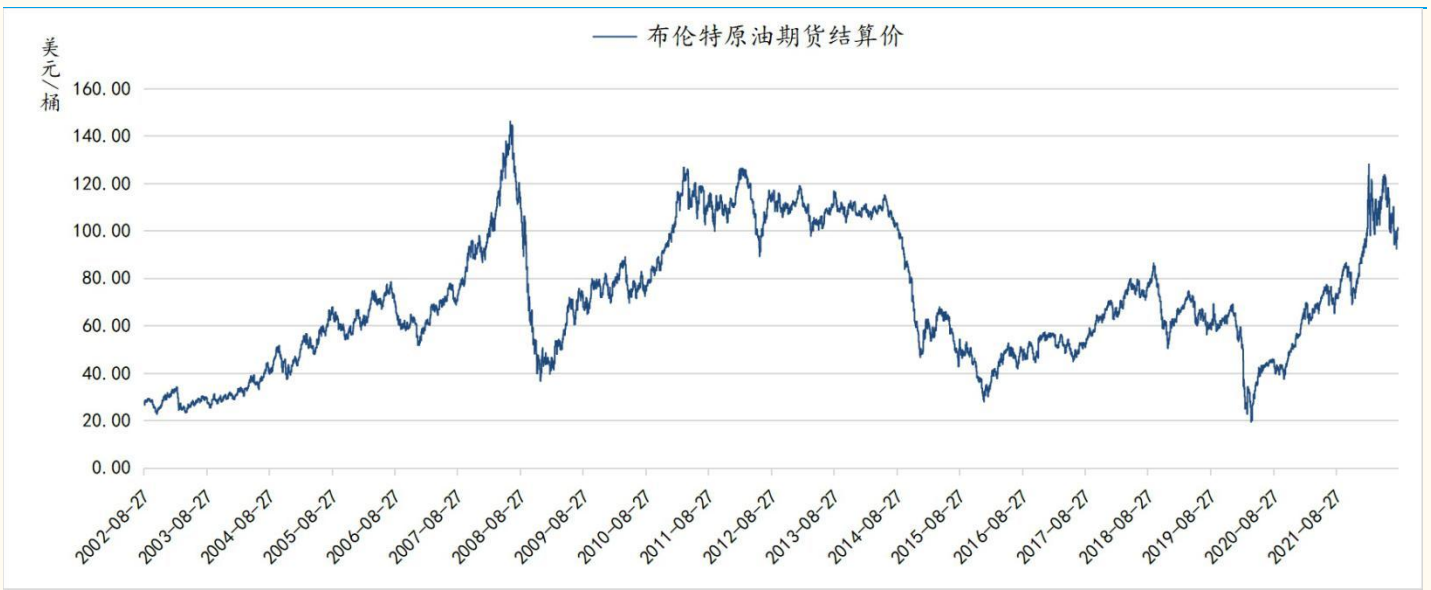
陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

1、收益油价大幅上涨带动，公司营收净利均创历史

中国海油 8 月 25 日发布中报，2022 年中期实现营业收入 2023.55 亿元，同比增长 84%；实现归母净利润为 718.87 亿元，同比增长 115.7%，半年度利润创历史新高。2022 年 Q2 单季净利润为 375.86 亿元，环比 22Q1 增长 9.58%，同比 2021 年同期增长 102.94%，业绩增长主要为原油价格大幅上涨带来的业绩弹性。

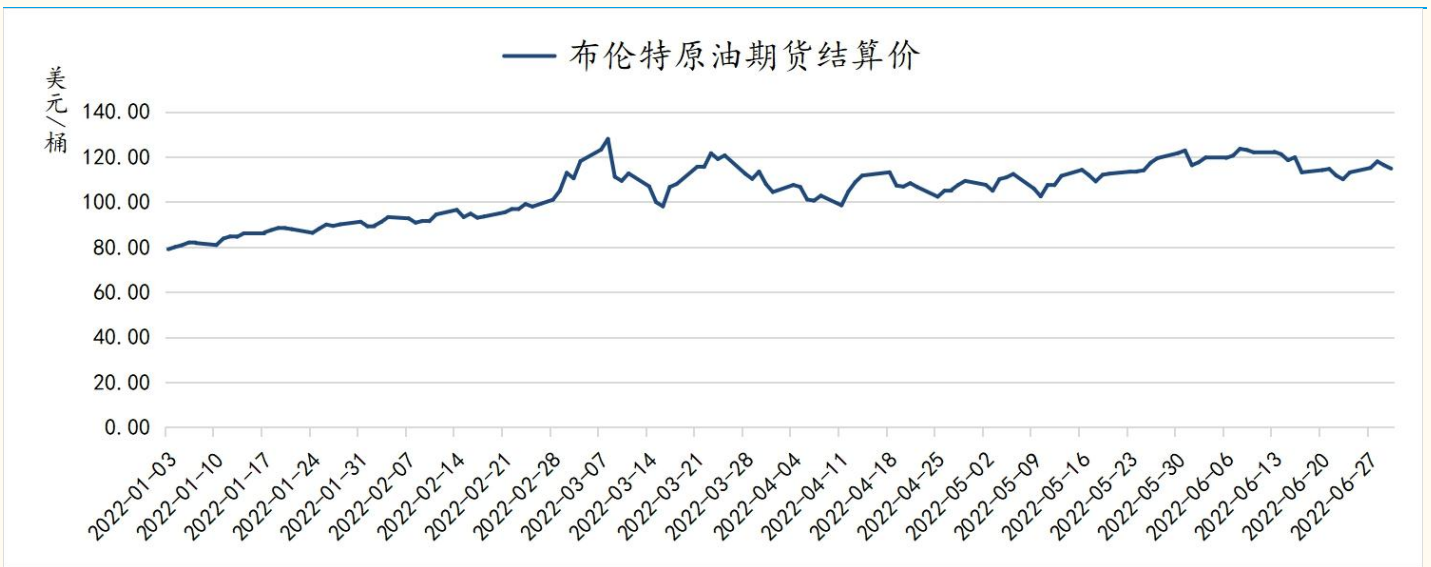
2022 年上半年油价大幅上涨，布伦特原油期货上半年收盘价均价为 105 美元/桶，二季度达到 112 美元/桶，接近历史最高水平。公司作为国内第二大油气生产商，营收以自产油气销售为主，盈利能力直接受益于油价上涨。

图表 1：2022 年上半年油价接近历史最高水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：2022 年上半年油价持续处于历史高位

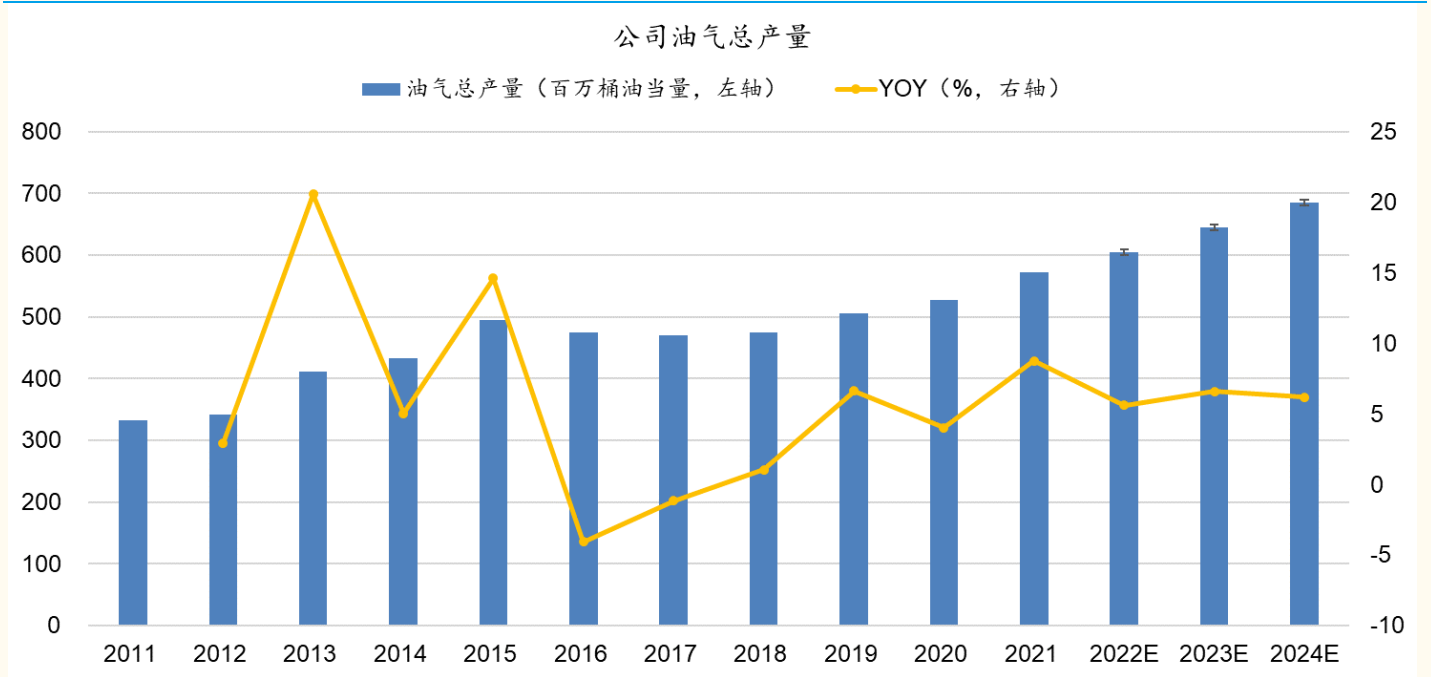


来源：wind，国金证券研究所

2、增储上产取得成果，降本增效助推量价齐升

公司投资积极性高于行业整体，2021 年公司资本性支出已超过 2019 年水平，根据公司指引，2022 年资本性支出将大概率保持增长。公司增储上产取得成果，产量增速高于行业水平，2022 年上半年油气净产量达到 3.05 亿桶油当量，同比增长 9.6%。根据公司产量指引，预计 22-24 年公司油气总产量将保持 5.58%-7.24% 年复合增速。同时公司稳定控制油气开发成本，在国际油价大幅上涨和通胀持续高企的背景下，桶油实现成本多年保持在 30 美元/桶左右水平，单位桶油价差持续扩大，助力实现“量价齐升”。

图表 3：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 年公司总产量指引的上下限

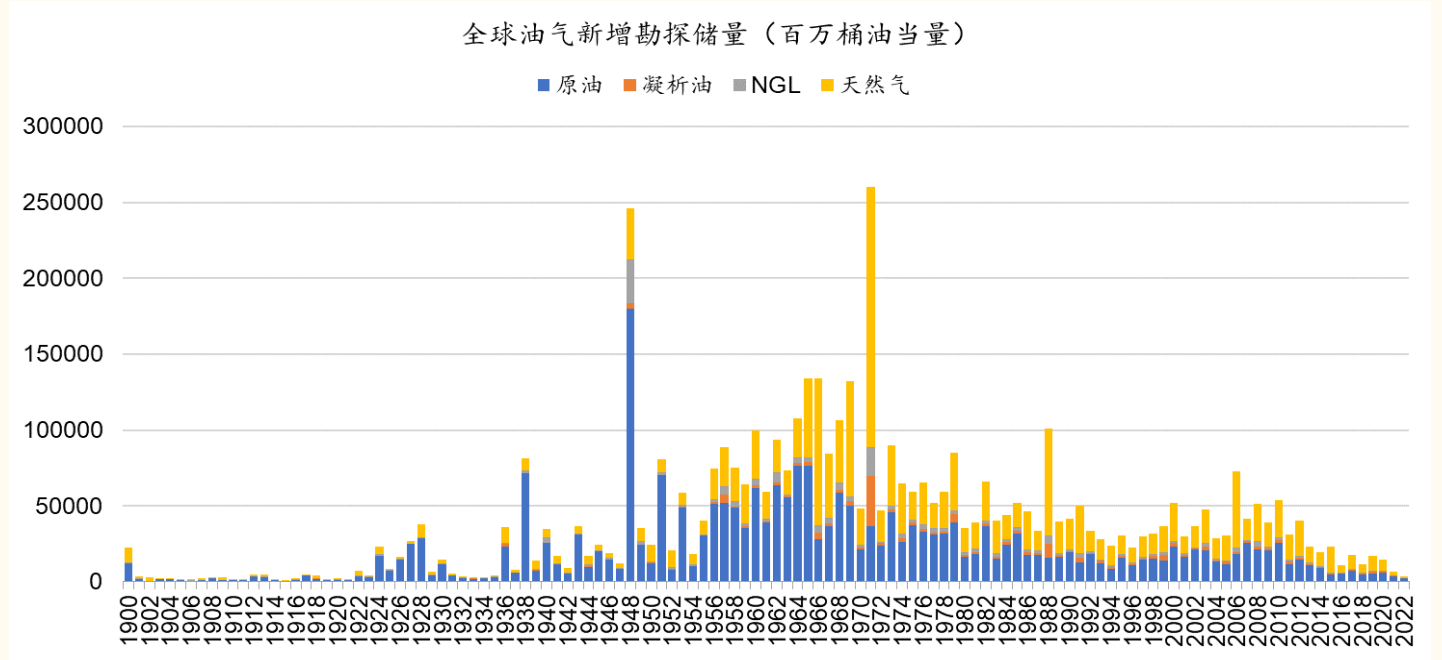
图表 4：公司桶油实现成本



来源：公司公告，国金证券研究所

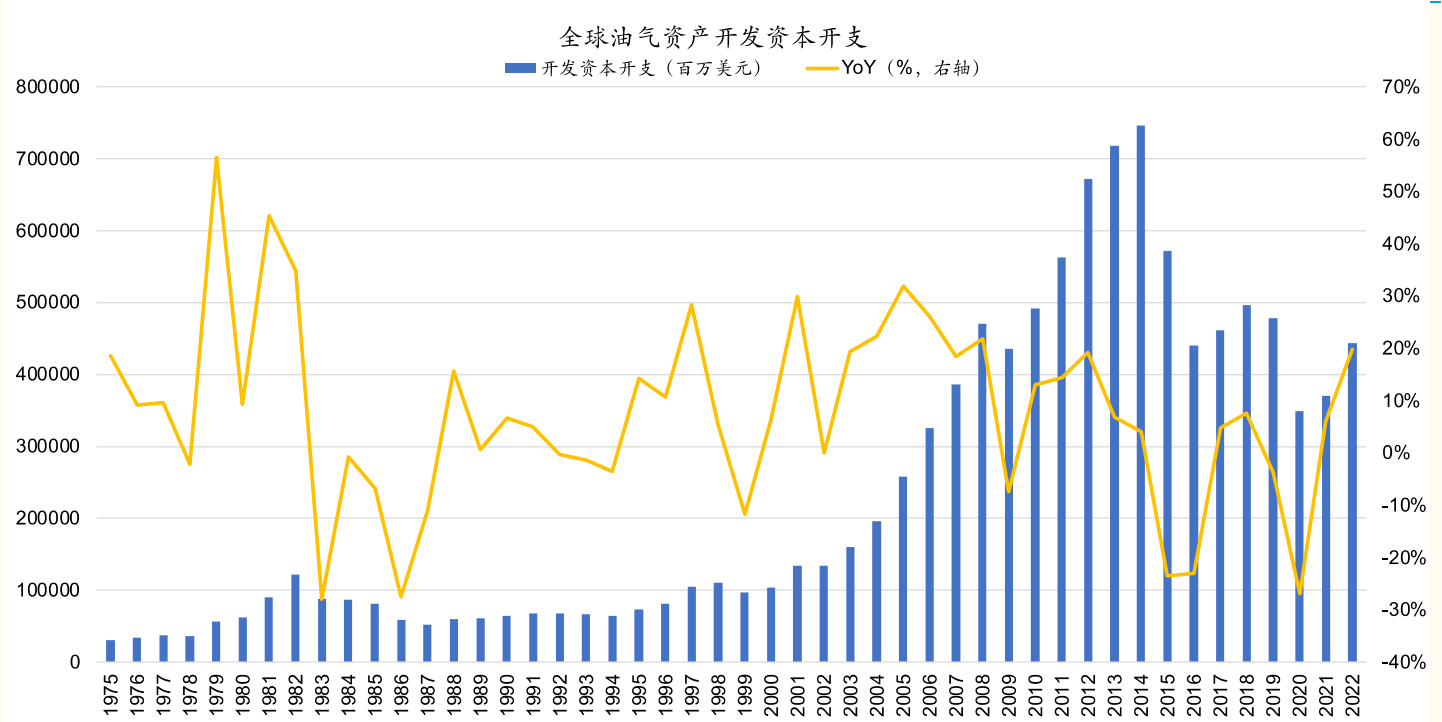
通过对主要油企和主要产油国数据梳理，原油供应商新增勘探意愿有限，2021 年新增勘探储量为近 75 年最低值，新增资本开支主要集中于现有资产的开发，但现有资产资源品位持续下滑，从而导致原油供应边际增量远低于资本开支增幅，原油供应端边际增量有限。与此同时，着眼中长期产能的勘探类资本开支在总资本开支占比持续下滑，其中关键供应增量来源的页岩油气核心产区勘探类资本开支逆势下滑超 21%，进一步说明供应长期紧张局面或加剧。

图表 5: 全球油气新增勘探储量 (百万桶油当量)



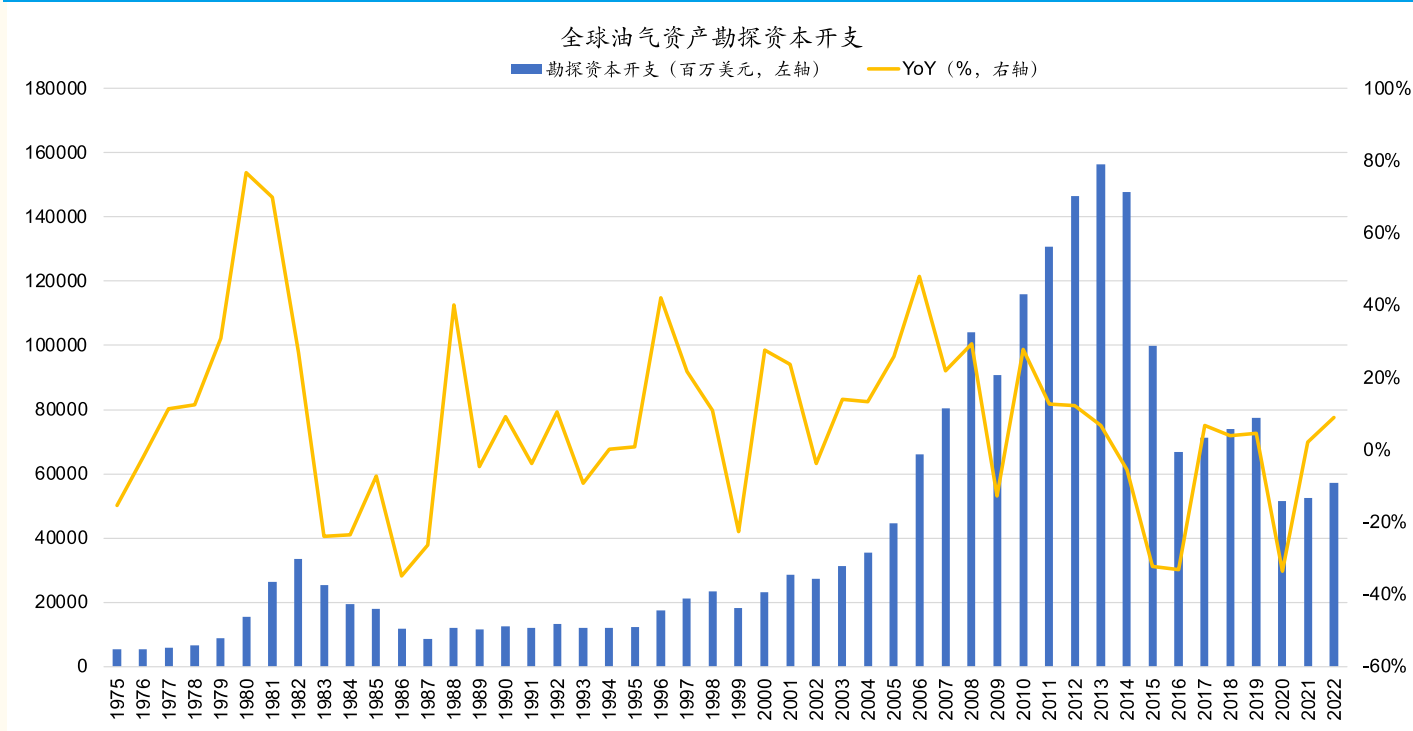
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表 6: 全球油气资产开发类资本开支 (百万美元) 及 YOY



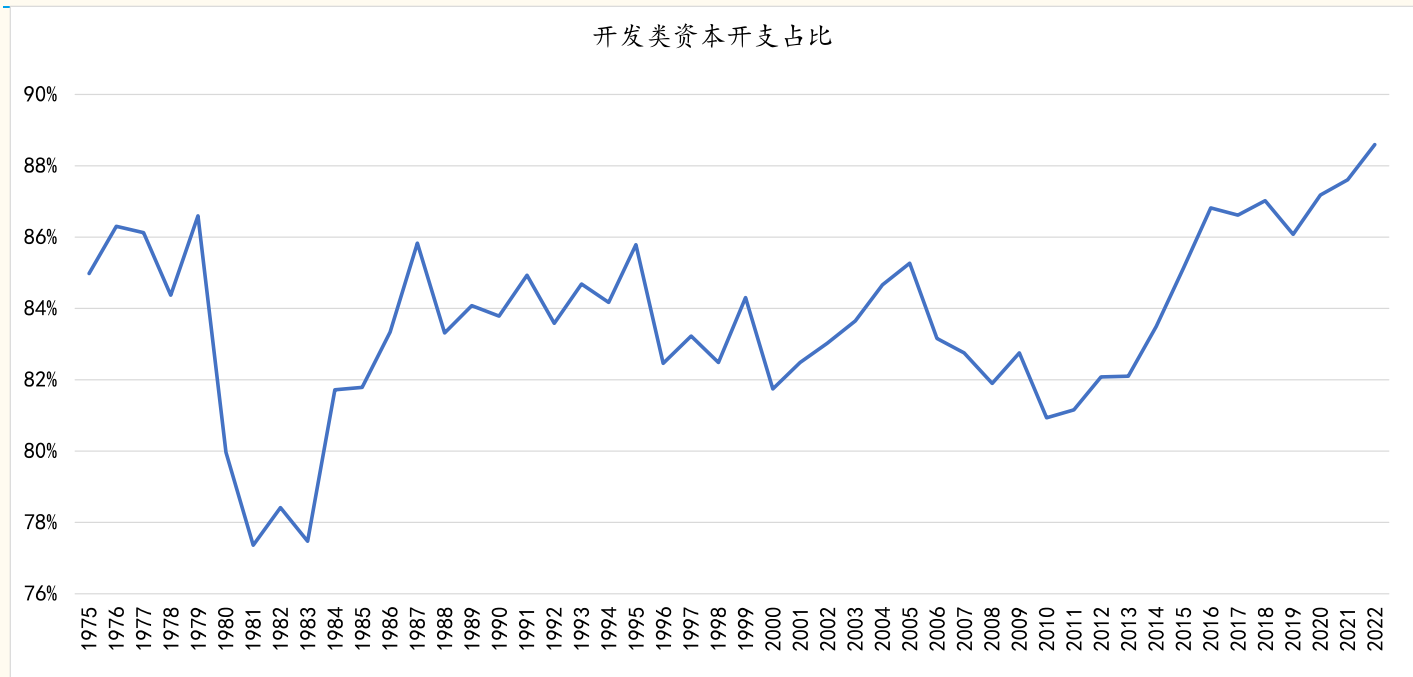
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表 7: 全球油气资产勘探类资本开支 (百万美元) 及 YOY



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表 8: 全球油气资产开发类资本开支占比



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

3、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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	233,199	155,373	246,111	383,301	389,800	400,148
增长率		-33.4%	58.4%	55.7%	1.7%	2.7%
主营业务成本	-129,384	-97,381	-121,585	-159,608	-165,713	-173,899
%销售收入	55.5%	62.7%	49.4%	41.6%	42.5%	43.5%
毛利	103,815	57,991	124,526	223,693	224,087	226,249
%销售收入	44.5%	37.3%	50.6%	58.4%	57.5%	56.5%
营业税金及附加	-9,156	-7,200	-11,172	-17,632	-17,931	-18,407
%销售收入	3.9%	4.6%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用	-2,798	-3,048	-2,694	-6,133	-6,237	-6,402
%销售收入	1.2%	2.0%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-4,588	-4,834	-5,218	-9,583	-9,745	-10,004
%销售收入	2.0%	3.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-985	-1,321	-1,506	-1,917	-1,949	-2,001
%销售收入	0.4%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	86,288	41,588	103,936	188,429	188,226	189,435
%销售收入	37.0%	26.8%	42.2%	49.2%	48.3%	47.3%
财务费用	-5,011	-4,272	-3,936	-4,091	-2,740	-1,701
%销售收入	2.1%	2.7%	1.6%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-2,094	-5,199	-7,957	0	0	0
公允价值变动收益	-1,312	-1,192	779	0	0	0
投资收益	6,947	3,538	2,417	2,300	2,300	2,300
%税前利润	8.1%	10.1%	2.5%	1.2%	1.2%	1.2%
营业利润	85,425	34,766	95,804	186,638	187,786	190,034
营业利润率	36.6%	22.4%	38.9%	48.7%	48.2%	47.5%
营业外收支	225	141	17	0	0	0
税前利润	85,649	34,907	95,821	186,638	187,786	190,034
利润率	36.7%	22.5%	38.9%	48.7%	48.2%	47.5%
所得税	-24,604	-9,951	-25,514	-51,326	-51,641	-52,259
所得税率	28.7%	28.5%	26.6%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	61,045	24,956	70,307	135,313	136,145	137,774
少数股东损益	0	-1	-13	0	0	0
归属于母公司的净利润	61,045	24,957	70,320	135,313	136,145	137,774
净利率	26.2%	16.1%	28.6%	35.3%	34.9%	34.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	61,045	24,956	70,307	135,313	136,145	137,774
少数股东损益	0	-1	-13	0	0	0
非现金支出	59,792	57,505	65,193	62,096	73,958	86,410
非经营收益	5,508	2,626	6,766	25,350	2,324	1,067
营运资金变动	-2,829	-2,748	5,626	29,864	-16,497	-11,601
经营活动现金净流	123,517	82,338	147,892	252,622	195,931	213,651
资本开支	-71,949	-75,416	-82,398	-86,206	-103,286	-108,543
投资	-654	19,105	-17,233	-26,000	-26,000	-26,000
其他	5,149	5,462	3,396	2,300	2,300	2,300
投资活动现金净流	-67,455	-50,849	-96,235	-109,906	-126,986	-132,243
股权募资	29	183	856	43,797	0	0
债权募资	2,586	-7,031	-6,883	-42,483	-24,678	-20,259
其他	-40,306	-31,851	-27,305	-114,228	-59,082	-58,477
筹资活动现金净流	-37,691	-38,699	-33,332	-112,914	-83,761	-78,736
现金净流量	18,682	-9,660	17,412	29,803	-14,815	2,673

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	50,839	65,831	79,730	108,821	93,382	95,509
应收款项	31,382	25,613	33,105	46,589	47,379	48,637
存货	6,314	5,644	5,703	7,434	8,172	8,576
其他流动资产	117,398	66,302	89,444	109,769	129,891	150,055
流动资产	205,933	163,391	207,982	272,613	278,825	302,777
%总资产	27.2%	22.7%	26.4%	32.0%	31.2%	32.0%
长期投资	50,044	47,814	48,698	54,698	60,698	66,698
固定资产	440,176	446,380	465,451	501,274	530,278	552,117
%总资产	58.1%	61.9%	59.2%	58.8%	59.3%	58.3%
无形资产	17,400	17,365	16,972	17,668	18,315	18,915
非流动资产	551,798	557,886	578,587	580,105	615,432	643,565
%总资产	72.8%	77.3%	73.6%	68.0%	68.8%	68.0%
资产总计	757,730	721,276	786,569	852,718	894,257	946,342
短期借款	15,337	12,513	16,537	3,298	2,909	3,198
应付款项	54,949	48,345	56,853	71,854	74,580	78,239
其他流动负债	18,709	10,898	20,561	30,621	30,914	31,415
流动负债	88,995	71,755	93,951	105,773	108,402	112,853
长期贷款	3,684	11,059	11,290	8,606	7,076	6,476
其他长期负债	216,825	204,532	199,352	185,508	144,261	109,830
负债	309,504	287,346	304,593	299,887	259,739	229,159
普通股股东权益	448,187	433,710	480,912	551,767	633,454	716,119
其中：股本	43,081	43,081	43,081	75,180	75,180	75,180
未分配利润	335,729	334,487	384,362	411,425	493,111	575,776
少数股东权益	39	221	1,064	1,064	1,064	1,064
负债股东权益合计	757,730	721,276	786,569	852,718	894,257	946,342

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.367	0.559	1.575	2.840	2.858	2.892
每股净资产	10.038	9.714	10.771	11.583	13.297	15.033
每股经营现金净流	2.766	1.844	3.312	3.360	2.606	2.842
每股股利	0.690	0.400	1.230	1.440	0.724	0.733
回报率						
净资产收益率	13.62%	5.75%	14.62%	24.52%	21.49%	19.24%
总资产收益率	8.06%	3.46%	8.94%	15.87%	15.22%	14.56%
投入资本收益率	10.19%	5.16%	12.33%	21.14%	19.40%	17.94%
增长率						
主营业务收入增长率	2.41%	-33.37%	58.40%	55.74%	1.70%	2.65%
EBIT增长率	6.75%	-51.80%	149.92%	81.29%	-0.11%	0.64%
净利润增长率	15.89%	-59.12%	181.77%	92.42%	0.61%	1.20%
总资产增长率	10.40%	-4.81%	9.05%	8.41%	4.87%	5.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.4	50.6	33.3	37.0	37.0	37.0
存货周转天数	17.2	22.4	17.0	17.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	103.3	152.5	135.4	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	688.1	1,045.1	688.0	474.8	492.9	498.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.09%	2.31%	-6.79%	-21.32%	-23.18%	-26.45%
EBIT利息保障倍数	17.2	9.7	26.4	46.1	68.7	111.3
资产负债率	40.85%	39.84%	38.72%	35.17%	29.05%	24.22%

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	1	4	12	18	35
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

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
2	2022-07-15	买入	16.19	21.20 ~ 21.20

来源：国金证券研究所

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



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，而不应视本报告为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