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

《高景气核心优质龙头,看好估值修复空间》2022.08.26

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

2022Q3业绩预增亮眼，坚定看好海上油气龙头

2022年10月17日

事件：2022年10月16日，中国海油发布2022年三季度业绩预增公告。2022年前三季度，公司预计实现归母净利润1078-1098亿元，同比+104至108%；预计实现扣非归母净利润1063-1083亿元，同比+106至110%。2022年第三季度，公司预计实现归母净利润359-379亿元，同比+84至95%，环比-4至1%，预计实现扣非后归母净利润354-374亿元，同比+95至106%，环比-4至1%。

点评：

- **公司2022年三季度业绩保持稳定。**2022Q3,受宏观经济及需求衰退担忧影响，原油价格持续回调，布伦特原油均价97.70美元/桶，同比上涨33.4%，环比下降12.7%，与2022Q1油价基本持平。产量方面，2022Q3，南海莺歌海域东方1-1气田东南区及乐东22-1气田南块开发项目投产，预计将实现约44百万立方英尺/天的天然气高峰产量；渤海南部海域垦利6-1油田10-1北区块开发项目投产，预计2023年将实现约7100桶/天的原油高峰产量，两项目合计实现1.4万桶油当量/天的油气产量增长。利润方面，2022Q3公司预计实现归母净利润359-379亿元，或较2022Q1增加16-36亿元，主要考虑2022Q1-Q2投产新项目产量释放、成本控制效果显著以及美元升值产生汇兑收益等因素的影响。

- **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。一方面，OPEC+减产行为给油价奠定了坚实的底部支撑。**2022年10月5日,OPEC+会议达成了疫情后的第二次大规模减产协议（较8月目标产量减少200万桶/天），据IEA和EIA预计，此次OPEC+国家的实际减产规模为100万桶/天，减产时间为2022年11月到2023年12月。需要注意两点：首先，在2022年9月会议上的试探性减产没有取得明显成效后，OPEC+选择在2022年10月会议上继续进行大规模减产；其次，美国曾试图阻止本次OPEC+减产，但沙特拒绝了美国“推迟减产”的要求。这两点表明，OPEC+稳定油价的决心和信心是比较坚定的。**另一方面，我们认为2022Q4油价中枢有望抬升。**2022Q4，原油需求端主要考虑欧洲冬季可能有原油替代天然气发电情况，美国冬季取暖用油需求提升；原油供给端主要考虑11月OPEC+大幅减产落实，以及12月欧盟分阶段禁运俄罗斯原油和俄油限价禁令。综合来看，2022Q4原油供给收紧，需求增长，原油或将处于去库阶段，我们认为油价中枢有望抬升。

- **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。

- **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%。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%。

- **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，公司宣告向全体股东派发中期股息每股 0.70 港元（含税），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%，达到公司分红承诺目标。截至 2022 年 10 月 13 日，公司 A 股股息派发已实施。

- **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 5-6 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。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年净利润分别为 1350.53、1452.91 和 1543.21 亿元，同比增速分别为 92.05%、7.58%、6.21%，EPS 分别为 2.84、3.05 和 3.24 元/股，按照 2022 年 10 月 14 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 5.74、5.34 和 5.02 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 3.08、2.87、2.70 倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长，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低位，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	384,991.22	431,533.56	458,539.37
增长率 YoY %	-33.20%	56.73%	57.73%	12.09%	6.26%
归属母公司净利润(百万元)	24,956.00	70,320.00	135,053.02	145,291.29	154,320.81
增长率 YoY%	-59.12%	181.78%	92.05%	7.58%	6.21%
每股净资产（元）	9.72	10.80	12.59	14.50	16.53
净资产收益率 ROE%	5.75%	14.62%	22.58%	21.08%	19.64%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.58	2.84	3.05	3.24
P/E（A 股）	19.32	6.86	5.74	5.34	5.02
P/E（H 股）	11.63	4.62	3.08	2.87	2.70
P/B（A 股）	1.11	1.00	1.29	1.12	0.99
P/B（H 股）	0.67	0.67	0.69	0.60	0.53

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 14 日收盘价，注：2022 年 10 月 14 日港元兑人民币汇率为 0.9056

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	330,219	408,729	484,159
现金	24,019	41,432	135,305	200,952	274,061
应收账款	18,982	27,048	43,558	50,184	52,288
存货	5,644	5,703	8,979	10,385	10,784
其他	114,746	133,799	142,377	147,209	147,027
非流动资产	557,884	578,587	614,121	643,296	669,453
固定资产	446,668	465,451	497,129	525,480	550,855
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	94,457	94,457	94,457
资产总计	721,275	786,569	944,340	1,052,025	1,153,612
流动负债	74,852	93,951	136,620	155,161	162,193
短期借款	11,217	15,329	15,329	15,329	15,329
应付账款	41,203	48,990	65,789	80,301	84,846
其他	22,432	29,632	55,502	59,532	62,017
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	345,262	361,803	366,835
少数股东权益	222	1,064	1,056	1,044	1,027
股本	43,081	43,081	75,180	75,180	75,180
留存收益和资本公积	390,627	437,831	522,843	613,998	710,570
归属母公司股东	433,708	480,912	598,023	689,178	785,750
负债和股东权益	721,275	786,569	944,340	1,052,025	1,153,612

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	210,677	215,556	226,533
净利润	24,956	70,320	135,053	145,291	154,321
折旧摊销	52,306	57,236	59,456	62,825	65,843
少数股东权益	0	-13	-8	-12	-17
营运资金变动及其他	5,076	20,350	16,177	7,452	6,386
投资活动现金流	-50,850	-96,235	-90,712	-87,722	-87,722
资本支出	-75,418	-82,437	-92,000	-92,000	-92,000
其他投资	24,568	-13,798	1,288	4,278	4,278
筹资活动现金流	-38,698	-33,333	-30,072	-66,168	-69,682
借款增加	-12,512	-8,008	-2,000	-2,000	-2,000
普通股增加	0	0	32,099	0	0
已付股利	-25,851	-20,473	-60,171	-64,168	-67,682
其他	-335	-4,852	0	0	0
现金净增加额	-9,660	17,413	93,873	65,646	73,109

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	384,991	431,534	458,539
营业成本	113,705	139,564	202,751	232,613	249,659
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	4,699	3,944
营业利润	42,032	104,518	182,240	198,920	208,880
利润总额	34,907	95,821	180,783	198,500	209,214
所得税	9,951	25,514	45,738	53,220	54,910
净利润	24,956	70,307	135,045	145,279	154,304
少数股东损益	0	-13	-8	-12	-17
归属母公司净利润	24,956	70,320	135,053	145,291	154,321
EBITDA	94,338	161,754	241,696	261,745	274,724
EPS（元）	0.56	1.58	2.84	3.05	3.24

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%	57.73%	12.09%	6.26%
营业利润	-51.75%	148.66%	74.36%	9.15%	5.01%
归属母公司净利润	-59.12%	181.78%	92.05%	7.58%	6.21%
获利能力					
毛利率	27.68%	42.62%	48.40%	46.78%	46.27%
净利率	16.02%	28.80%	35.08%	33.67%	33.65%
ROE	5.75%	14.62%	22.58%	21.08%	19.64%
ROIC	0.05	0.13	0.19	0.18	0.17
偿债能力					
资产负债率	39.84%	38.72%	36.56%	34.39%	31.80%
净负债比率	0.26	0.18	-0.02	-0.11	-0.19
流动比率	2.18	2.21	2.42	2.63	2.99
速动比率	1.96	2.01	2.19	2.40	2.76
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.31	0.41	0.41	0.40
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	2.84	3.05	3.24
每股经营现金	1.73	3.11	4.43	4.53	4.76
每股净资产	9.12	10.13	12.59	14.50	16.53
估值比率					
P/E（H股）	11.63	4.62	3.08	2.87	2.70
P/B（H股）	0.67	0.67	0.69	0.60	0.53
EV/EBITDA(H股)	4.27	2.54	1.69	1.46	1.12

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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。