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

《2022Q3 业绩预增，坚定看好海上油气龙头》2022.10.17

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

# 油气产量创同期新高，成本优势支撑盈利

2022 年 10 月 27 日

**事件：**2022 年 10 月 27 日晚，中国海油发布 2022 年三季度报告。2022 年前三季度，公司实现营业收入 3111.45 亿元，同比增长 78.97%；实现归母净利润 1087.68 亿元，同比增长 105.86%；实现基本每股收益 2.34 元，同比增长 98.31%。其中，2022 第三季度实现营业收入 1087.90 亿元，同比增长 70.99%，环比下降 2.39%；实现归母净利润 368.81 亿元，同比增长 89.06%，环比下降 1.88%。实现扣非后归母净利润 363.75 亿元，同比增长 91.58%，环比下降 1.47%；实现基本每股收益 0.77 元，同比增长 75.00%。

**点评：**

- **油气产量再创同期新高，公司三季度业绩优秀。**2022 年 Q3，市场对经济衰退和能源需求下降的担忧加重，国际原油价格震荡下行，布伦特原油从 2022Q2 的均价 111.98 美元/桶下跌到 2022Q3 的均价 98.16 美元/桶，环比下降 12.34%。但 2022Q3 原油价格依旧处于高位，同比增长 34.19%。**价格方面：**2022 年 Q1-Q3，公司平均实现油价 101.4 美元/桶，同比增长 55.8%，平均实现气价 8.14 美元/千立方英尺，同比增长 20.2%。2022 年 Q3，公司实现油价 95.8 美元/桶，同比增长 36.1%，实现气价 8.15 美元/千立方英尺，同比增长 15.1%。**产量方面：**2022 年 Q3，公司油气净产量达 1.57 亿桶油当量，同比增长 8.81%，环比增长 1.95%，其中，石油液体产量 1.22 亿桶，同比增长 6.73%，环比增长 0.99%，天然气产量 2010 亿立方英尺，同比增长 17.20%，环比增长 5.40%，油气产量再创历史同期新高。

- **低成本优势显著，助力盈利水平提高。**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。在国际原油价格持续高位的背景下，公司成本竞争优势依旧显著。2022 年 Q1-Q3，公司桶油成本为 30.29 美元/桶，同比上涨 1.00 美元/桶，同比增速 3.41%，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 7.87 美元/桶（同比+0.23 美元/桶）、桶油折旧折耗及摊销 14.24 美元/桶（同比-1.81 美元/桶）、桶油弃置费 0.9 美元/桶（同比+0.05 美元/桶）、销售管理费 2.51 美元/桶（同比+0.11 美元/桶）、其他税金 4.77 美元/桶（同比+1.81 美元/桶），仍保持相对高的成本优势。我们认为，随着公司继续加大勘探开发力度，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。

- **资本支出同比增加，全力做好增储上产。**2022 年 Q1-Q3，公司共实现资本支出 686.93 亿元，同比增长 20.59%，其中，勘探支出 138.28 亿元，同比增长 6.51%，开发支出 373.63 亿元，同比增加 19.32%，主要是由于在建项目工作量高于去年同期，生产支出 165.62 亿元，同比增长 36.07%，主要是由于中国海上调整井工作量增加。2022 年 Q3，公司实现资本支出 271.21 亿元，同比增长 29.55%，环比增长 10%，其中，勘探支出 51.55 亿元，开发支出 154.96 亿元，生产支出 61.39 亿元。公司前三季度资本支出完成情况良好，为未来增储上产提供有力保障。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年净利润分别为 1415.53、1521.07 和 1613.42 亿元，同比增速分别为 101.30%、7.46%、6.07%，EPS 分别为 2.97、3.20 和 3.39 元/股，按照 2022 年 10 月 27 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 5.17、4.81 和 4.53 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 3.00、2.80、2.64 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 | 407,130.04 | 455,445.94 | 483,387.17 |
| 增长率 YoY % | -33.20% | 56.73% | 66.80% | 11.87% | 6.13% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 24,956.00 | 70,320.00 | 141,553.42 | 152,106.61 | 161,342.46 |
| 增长率 YoY% | -59.12% | 181.78% | 101.30% | 7.46% | 6.07% |
| 每股净资产（元） | 9.72 | 10.80 | 12.67 | 14.67 | 16.79 |
| 净资产收益率 ROE% | 5.75% | 14.62% | 23.52% | 21.82% | 20.22% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.56 | 1.58 | 2.97 | 3.20 | 3.39 |
| P/E（A 股） | 19.32 | 6.86 | 5.17 | 4.81 | 4.53 |
| P/E（H 股） | 11.71 | 4.65 | 3.00 | 2.80 | 2.64 |
| P/B（A 股） | 1.11 | 1.00 | 1.21 | 1.05 | 0.92 |
| P/B（H 股） | 0.67 | 0.68 | 0.71 | 0.61 | 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 27 日收盘价，注：2022 年 10 月 27 日港元兑人民币汇率为 0.9118*

| 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 | 368,179 | 445,790 | 526,572 |
| 现金 | 24,019 | 41,432 | 179,473 | 245,989 | 323,472 |
| 应收账款 | 18,982 | 27,048 | 46,119 | 53,006 | 55,166 |
| 存货 | 5,644 | 5,703 | 7,895 | 10,339 | 10,526 |
| 其他 | 114,746 | 133,799 | 134,692 | 136,457 | 137,409 |
| 非流动资产 | 557,884 | 578,587 | 616,071 | 646,123 | 673,114 |
| 固定资产 | 446,668 | 465,451 | 497,129 | 525,480 | 550,855 |
| 无形资产 | 22,331 | 21,669 | 24,486 | 26,186 | 27,802 |
| 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 | 984,250 | 1,091,914 | 1,199,686 |
| **流动负债** | 74,852 | 93,951 | 177,630 | 197,062 | 211,066 |
| 短期借款 | 11,217 | 15,329 | 15,329 | 15,329 | 15,329 |
| 应付账款 | 41,203 | 48,990 | 66,614 | 77,129 | 82,612 |
| 其他 | 22,432 | 29,632 | 95,687 | 104,605 | 113,125 |
| **非流动负债** | 212,493 | 210,642 | 203,642 | 196,642 | 189,642 |
| 长期借款 | 125,013 | 112,893 | 105,893 | 98,893 | 91,893 |
| 租赁负债 | | | | | |
| 其他 | 87,480 | 97,749 | 97,749 | 97,749 | 97,749 |
| **负债合计** | 287,345 | 304,593 | 381,272 | 393,704 | 400,708 |
| 少数股东权益 | 222 | 1,064 | 1,055 | 1,043 | 1,025 |
| 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 | 526,743 | 621,987 | 722,772 |
| 归属母公司股东权益 | 433,708 | 480,912 | 601,923 | 697,167 | 797,952 |
| **负债和股东权益** | 721,275 | 786,569 | 984,250 | 1,091,914 | 1,199,686 |

| 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 | 264,181 | 224,784 | 239,103 |
| 净利润 | 24,956 | 70,320 | 141,553 | 152,107 | 161,342 |
| 折旧摊销 | 52,306 | 57,236 | 59,506 | 62,948 | 66,010 |
| 少数股东权益 | 0 | -13 | -9 | -12 | -18 |
| 营运资金变动及其他 | 5,076 | 20,350 | 63,130 | 9,743 | 11,768 |
| **投资活动现金流** | -50,850 | -96,235 | -92,570 | -88,722 | -88,722 |
| 资本支出 | -75,418 | -82,437 | -94,000 | -93,000 | -93,000 |
| 其他投资 | 24,568 | -13,798 | 1,430 | 4,278 | 4,278 |
| **筹资活动现金流** | -38,698 | -33,333 | -37,549 | -73,527 | -76,878 |
| 借款增加 | -12,512 | -8,008 | -7,000 | -7,000 | -7,000 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 32,099 | 0 | 0 |
| 已付股利 | -25,851 | -20,473 | -62,648 | -66,527 | -69,878 |
| 其他 | -335 | -4,852 | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | -9,660 | 17,413 | 138,041 | 66,516 | 77,483 |

| 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 | 407,130 | 455,446 | 483,387 |
| 营业成本 | 113,705 | 139,564 | 213,166 | 246,811 | 264,359 |
| 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 | 5,613 | 3,889 | 2,881 |
| 营业利润 | 42,032 | 104,518 | 193,964 | 208,635 | 219,028 |
| 利润总额 | 34,907 | 95,821 | 192,771 | 209,023 | 220,425 |
| 所得税 | 9,951 | 25,514 | 51,226 | 56,929 | 59,101 |
| **净利润** | 24,956 | 70,307 | 141,545 | 152,094 | 161,325 |
| 少数股东损益 | 0 | -13 | -9 | -12 | -18 |
| **归属母公司净利润** | 24,956 | 70,320 | 141,553 | 152,107 | 161,342 |
| EBITDA | 94,338 | 161,754 | 253,470 | 271,582 | 285,038 |
| EPS（元） | 0.56 | 1.58 | 2.97 | 3.20 | 3.39 |

**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% | 66.80% | 11.87% | 6.13% |
| 营业利润 | -51.75% | 148.66% | 85.58% | 7.56% | 4.98% |
| 归属母公司净利润 | -59.12% | 181.78% | 101.30% | 7.46% | 6.07% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 27.68% | 42.62% | 48.65% | 46.45% | 45.99% |
| 净利率 | 16.02% | 28.80% | 34.77% | 33.39% | 33.37% |
| ROE | 5.75% | 14.62% | 23.52% | 21.82% | 20.22% |
| ROIC | 0.05 | 0.13 | 0.20 | 0.19 | 0.18 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 39.84% | 38.72% | 38.74% | 36.06% | 33.40% |
| 净负债比率 | 0.26 | 0.18 | -0.10 | -0.19 | -0.27 |
| 流动比率 | 2.18 | 2.21 | 2.07 | 2.26 | 2.49 |
| 速动比率 | 1.96 | 2.01 | 1.95 | 2.13 | 2.37 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.22 | 0.31 | 0.41 | 0.42 | 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 | 3.20 | 3.20 | 3.20 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.56 | 1.58 | 2.97 | 3.20 | 3.39 |
| 每股经营现金 | 1.73 | 3.11 | 5.55 | 4.72 | 5.02 |
| 每股净资产 | 9.12 | 10.13 | 12.67 | 14.67 | 16.79 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E（H股） | 11.71 | 4.65 | 3.00 | 2.80 | 2.64 |
| P/B（H股） | 0.67 | 0.68 | 0.71 | 0.61 | 0.53 |
| EV/EBITDA(H股) | 4.29 | 2.56 | 1.45 | 1.23 | 0.88 |

## 研究团队简介

**陈淑娴，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 | 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）；<br>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。