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

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@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

《油气产量创同期新高，成本优势支撑盈利》2022.10.27

《高分红优质龙头，估值修复空间凸显》2023.03.30

《优质海上油气央企，价值与成长兼具》2023.04.28

《23Q2 产量增长对冲油价波动，资源成长性及高股息凸显投资价值》2023.08.18

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

2023Q3 业绩稳健，上调资本开支计划助力储产双增

2023 年 10 月 25 日

事件：2023 年 10 月 24 日晚，中国海油发布 2023 年第三季度报告。2023 前三季度，公司实现营业收入 3068.17 亿元，同比下降 1.39%；实现归母净利润 976.45 亿元，同比下降 10.23%；实现基本每股收益 2 元。

其中，2023Q3，公司实现营收 1147.53 亿元，同比增加 5.48%，环比增加 21.62%；实现归母净利润 338.84 亿元，同比下降 8.13%，环比上涨 7.07%；实现基本每股收益 0.71 元。

点评：

- **2023Q3，受油气产量结构变化、实现气价下调、桶油成本小幅抬升，公司归母净利润增幅小于油价增幅。**

  1）产量方面，2023Q3，公司油气合计产量为 167.8 百万桶油当量，同比+7%，环比-0.06%，其中天然气同比+11.34%，环比+7.60%，主要得益于南海东部、东海以及陆上煤层气开发取得成效，石油液体同比+5.90%，环比-2.05%。

  2）价格方面，2023Q3，布伦特油价平均 85.92 美元/桶，公司平均实现油价 83.2 美元/桶，同比-13.2%，环比+13.99%，较布伦特原油折价 2.72 美元/桶，相较二季度的 4.74 美元/桶环比收窄；天然气平均实现价格为 7.55 美元/千立方英尺，同比-7.40%，环比-4.56%。

  3）成本方面，2023 年前三季度，公司桶油成本为 28.37 美元/桶，较 2023H1 小幅提升，主要为油价抬升带动的除所得税外其他税金增加和油服景气提升带来的作业费用增加所致。

- **公司上调年度资本开支计划至 1200-1300 亿元，助力储产双增。**2023Q3，公司实现资本支出 329.47 亿元，2023 年前三季度，公司实现资本开支 894.60 亿元，同比+30.2%，其中开发阶段开支同比+53.3%。2023 年，公司计划资本开支由 1000-1100 亿元上调至 1200-1300 亿元，2023Q4 预计资本开支为 305.4-405.4 亿元。我们认为，资本开支的上调有助于产能建设及产量的持续释放，同时开发阶段资本开支的大幅增长有望使得海油工程等油服类公司受益。

- **公司计划 2024 年就油砂生产和油品贸易开展套期保值业务。**由于公司油砂产品与油品贸易相对市场价格波动高度敏感，公司仅限负责油砂生产与油品贸易的子公司通过期货与衍生品交易进行套期保值，进而规避市场价格波动风险。公司从事油砂生产子公司的套期保值业务计划规模最高不超过全年生产规模的 90%，从事油品贸易子公司的套期保值业务计划规模最高不超过全年贸易规模的 80%。根据公司生产经营情况、行业历史数据以及极端市场状况，公司测算套期保值业务保证金最高占用额不超过 5.4 亿美元，全部为生产与贸易类套期保值业务保证金，有效期内循环使用。

- **油价中枢有望继续维持坚挺。**2023 年 7 月以来，沙特和俄罗斯的额外减产开始执行，国际油价迅速反弹，并且 9 月初，沙特、俄罗斯继续延长减产至年底，又给市场带来上行刺激。随着供给端手段的短期出清，四方面因素主导了 10 月以来油价的快速下行：一是供需博弈处于短期转折阶段；二是原油需求进入短暂季节性淡季；三是宏观经济风险加大，市场悲观情绪再起；四是前期期货市场维持多日超买，调整来临时放大波动。随着巴以冲突的爆发以及宏观经济、短期需求等多空因素的交织，当前市场进入分歧较大的阶段，宽幅震荡成为近期常态。展望后市，近期油价已经就短期需求风险进行了相对充分的释放和回调，中长期来看，原油需求仍保持增长态势，原油供给偏紧的格局并未改变。叠加巴以冲突升级可能施压原油供给端，进入 11 月后冬季取暖用油旺季来临，美国计划以不超过 79 美元/桶补充战略储备原油等，或将刺激油价产生上行动力。因此，我们仍然看好本轮油价景气周期的持续性，我们预计 2023Q4 和 2024 年油价或将保持坚挺。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 1317.66、1383.97 和 1432.48 亿元，同比增速分别为-7.0%、+5.0%、+3.5%，EPS 分别为 2.77、2.91 和 3.01 元/股，按照 2023 年 10 月 24 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 7.29、6.94 和 6.71 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 4.44、4.23、4.09 倍。公司受益于原油价格相对高位和产量增长，2023-2025 年有望继续保持良好业绩，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：**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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	246,111	422,230	414,310	443,423	471,321
增长率 YoY%	58.4%	71.6%	-1.9%	7.0%	6.3%
归属母公司净利润(百万元)	70,320	141,700	131,766	138,397	143,248
增长率 YoY%	181.8%	101.5%	-7.0%	5.0%	3.5%
每股净资产（元）	50.6%	53.1%	51.1%	49.8%	48.3%
净资产收益率 ROE%	14.6%	23.7%	19.5%	18.2%	16.9%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.98	2.77	2.91	3.01
P/E（A 股）	13.66	6.78	7.29	6.94	6.71
P/E（H 股）	4.44	2.99	4.44	4.23	4.09
P/B（A 股）	2.00	1.61	1.42	1.27	1.14
P/B（H 股）	0.61	0.71	0.87	0.77	0.69

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价，注：2023 年 10 月 24 日港元兑人民币汇率为 0.9174

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	207,982	264,679	256,083	313,343	340,909
货币资金	79,730	121,387	127,020	173,930	217,466
应收票据	604	0	0	0	0
应收账款	26,444	36,546	32,506	40,166	27,913
预付账款	2,867	3,115	3,042	3,342	3,167
存货	5,703	6,239	6,152	7,462	5,394
其他	92,634	97,392	87,363	88,443	86,968
非流动资产	578,587	664,352	735,937	766,036	796,052
长期股权投资	41,540	48,927	51,927	54,927	57,927
固定资产（合	5,036	6,652	7,614	8,225	8,700
无形资产	3,232	3,798	4,098	4,398	4,698
其他	528,779	604,975	672,298	698,486	724,727
资产总计	786,569	929,031	992,020	1,079,379	1,136,961
流动负债	93,951	113,391	107,320	121,641	103,274
短期借款	4,303	4,303	4,303	4,303	4,303
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	48,990	59,789	52,861	64,717	46,253
其他	40,658	49,299	50,156	52,622	52,718
非流动负债	210,642	217,257	207,257	197,257	187,257
长期借款	11,290	11,287	11,287	11,287	11,287
其他	199,352	205,970	195,970	185,970	175,970
负债合计	304,593	330,648	314,577	318,898	290,531
少数股东权益	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
归属母公司股东权益	480,912	597,182	676,242	759,280	845,229
负债和股东权益	786,569	929,031	992,020	1,079,379	1,136,961

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	414,310	443,423	471,321
同比（%）	58.4%	71.6%	-1.9%	7.0%	6.3%
归属母公司净利润	70,320	141,700	131,766	138,397	143,248
同比（%）	181.8%	101.5%	-7.0%	5.0%	3.5%
毛利率（%）	50.6%	53.1%	51.1%	49.8%	48.3%
ROE%	14.6%	23.7%	19.5%	18.2%	16.9%
EPS (摊薄)(元)	1.48	2.98	2.77	2.91	3.01
P/E	13.66	6.78	7.29	6.94	6.71
P/B	2.00	1.61	1.42	1.27	1.14
EV/EBITDA	0.34	2.86	3.63	3.31	3.05

利润表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	414,310	443,423	471,321
营业成本	121,585	198,223	202,770	222,779	243,592
营业税金及附加	11,172	18,778	18,978	19,910	20,484
销售费用	2,694	3,355	3,314	3,547	3,394
管理费用	5,218	6,356	5,800	6,208	6,127
研发费用	1,506	1,527	1,450	1,060	1,606
财务费用	3,936	3,029	2,983	2,371	933
减值损失合计	-7,963	-677	-4,500	-4,500	-4,500
投资净收益	2,417	4,674	4,143	4,434	4,713
其他	1,350	-34	766	909	966
营业利润	95,804	194,925	179,424	188,391	196,364
营业外收支	17	-155	-150	-96	-134
利润总额	95,821	194,770	179,274	188,295	196,231
所得税	25,514	53,093	47,508	49,898	52,982
净利润	70,307	141,677	131,766	138,397	143,248
少数股东损益	-13	-23	0	0	0
归属母公司净利润	70,320	141,700	131,766	138,397	143,248
EBITDA	161,792	257,526	263,808	271,957	278,294
EPS (当年)(元)	1.57	3.03	2.77	2.91	3.01

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	147,893	205,574	216,902	228,569	226,393
净利润	70,307	141,677	131,766	138,397	143,248
折旧摊销	57,236	62,852	81,065	81,151	81,234
财务费用	3,936	3,029	5,411	4,911	4,411
投资损失	-134	-2,417	-2,417	-4,674	-4,143
营运资金变动	5,621	-6,179	-1,826	3,970	-2,397
其它	13,210	8,869	4,629	4,574	4,610
投资活动现金流	-96,235	-98,473	-143,136	-111,390	-111,147
资本支出	-82,398	-94,661	-153,029	-112,174	-112,210
长期投资	-17,233	-9,664	5,900	-3,500	-3,500
其他	3,396	5,852	3,993	4,284	4,563
筹资活动现	-33,332	-64,962	-68,133	-70,270	-71,711
吸收投资	856	32,258	0	0	0
借款	8,108	850	0	0	0
支付利息或股息	-27,305	-82,421	-58,118	-60,270	-61,711
现金流净增加额	17,413	44,201	5,633	46,910	43,536

信达能源研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，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，从事石化行业研究。

刘奕麟，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，从事石化行业研究。

煤炭组：

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022 年 6 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022 年 9 月加入信达证券研发中心，从事煤炭、煤矿智能化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事能源、节能环保行业的研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023 年 7 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

电力公用组：

李春驰，信达能源电力公用联席首席分析师，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，7 年行业研究经验，曾供职于兴业研究、兴业证券，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，曾从事电力市场化改革、虚拟电厂应用等研究工作。2022 年 6 月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023 年 4 月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

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。