

产量目标大幅上调，央企估值重塑推动估值提升

2024年01月25日

➤ **事件：**2024年1月25日，公司公告了2024年经营策略。

➤ **油气产量强劲增长，24-25年目标大幅上调。**2023年初，公司制定2023-2025三年滚动产量目标为650-660、690-700、730-740百万桶油当量，据公司最新预计，2023年净产量或将达到675百万桶油当量，超出目标15-25百万桶油当量，公司增储上产步伐扎实，油气产量增长势头强劲。此外，公司新规划了2024-2026年的产量目标，分别为700-720、780-800、810-830百万桶油当量，一方面大幅上调24和25年产量规划50和90百万桶油当量以上，另一方面，2026年公司产量依然稳步增长，23-26年产量的CAGR为6.27%-7.13%，成长优势凸显。

➤ **23年实际资本支出达1280亿元，24年高额开支助推增储上产。**2023年，公司加快产能建设，加速项目审批，资本支出预计达约1280亿元，超过2023年初计划开支的16.4%-28.0%；2024年，公司资本支出预算总额为1250-1350亿元，高额资本支出将助推增储上产再上新台阶，其中，勘探、开发和生产资本化支出预计分别占资本支出预算总额的约16%、63%和19%，同时，公司海内外项目协同推进，国内和海外的资本支出占比分别为72%和28%。勘探策略上，公司聚焦寻找大中型油气田，一方面，坚持稳油增气、向气倾斜、推进非常规，以建成三个万亿大气区为引领，其中，南海已探明天然气地质储量近万亿立方米、渤海已探明天然气地质储量超5000亿立方米、陆上已探明天然气地质储量超4000亿立方米、并推进深水勘探和深层煤层气勘探等；另一方面，稳定渤海，加快南海，拓展东海，探索黄海，做强海外。开发和生产上，公司积极推进国内重点项目、推进海外的圭亚那和巴西项目等；同时持续深化调整井位部署研究、提升单井产量；推进油气藏精细描述，降低自然递减率。2024年公司多个重要新项目计划投产，包括绥中36-1/旅大5-2油田二次调整开发项目、惠州26-6油田开发项目、深海一号二期天然气开发项目等，高峰产量分别为30300、20600、27500桶油当量/天，还包括海外的巴西Mero3项目、加拿大长湖西北项目，高峰产量为180000、8200桶油当量/天。

➤ **股息支付率不低于40%，股息绝对值不低于0.7港元/股，股息配置价值高。**公司承诺2022-2024年股息支付率预计将不低于40%、且全年股息绝对值不低于0.7港元/股（含税），2023年，公司已派发中期股息0.59港元/股（折合人民币0.5411元/股），若按此股息年化和2024年1月25日收盘价计算，公司A股股息率为4.85%、H股股息率高达8.17%，在当前油价高位震荡的背景下，公司具有较高的股息配置价值。

➤ **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力强，兼具成长性和高分红的特点，且随着国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。我们预计，公司2023-2025年归母净利润分别为1260.08/1376.65/1472.46亿元，EPS分别为2.65/2.89/3.10元/股，对应2024年1月25日的PE分别为8/8/7倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**油气勘探建设不及预期，国际局势变动对原油价格造成冲击，宏观经济不及预期，能源政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	422,230	395,286	420,931	449,548
增长率(%)	71.6	-6.4	6.5	6.8
归属母公司股东净利润(百万元)	141,700	126,008	137,665	147,246
增长率(%)	101.5	-11.1	9.3	7.0
每股收益(元)	2.98	2.65	2.89	3.10
PE	7	8	8	7
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月25日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.32元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 中国海油(600938.SH)2023年三季度点评：23Q3业绩环比提升，资本支出上调助力储产增长-2023/10/25
- 中国海油(600938.SH)2023年半年度报告点评：业绩韧性充足，α属性凸显-2023/08/18
- 中国海油(600938.SH)2023年一季报点评：强成本管控抵御风险，优质资产布局正当时-2023/04/28
- 中国海油(600938.SH)2022年年度报告点评：高成长+高股息，布局价值凸显-2023/03/30
- 中国海油(600938.SH)事件点评：新增亿吨级油田，成长属性持续夯实-2023/03/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	422230	395286	420931	449548
营业成本	198223	190017	202234	216164
营业税金及附加	18778	24109	20626	22264
销售费用	3355	3162	3367	3596
管理费用	6356	7015	7441	8026
研发费用	1527	1581	1684	1798
EBIT	194674	170174	186189	198577
财务费用	3029	1193	1687	1176
资产减值损失	-677	-3142	-3165	-3455
投资收益	4674	4348	4630	4945
营业利润	194925	170207	185979	198904
营业外收支	-155	75	59	79
利润总额	194770	170282	186038	198983
所得税	53093	44273	48370	51735
净利润	141677	126009	137668	147247
归属于母公司净利润	141700	126008	137665	147246
EBITDA	257526	233676	254400	271296

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	121387	83528	93196	128420
应收账款及票据	36546	38874	41468	44243
预付款项	3115	3800	4045	4323
存货	6239	7070	7524	8042
其他流动资产	97392	102379	108001	113671
流动资产合计	264679	235651	254233	298699
长期股权投资	48927	53275	57905	62850
固定资产	6652	7777	8873	9966
无形资产	3798	4773	5535	6284
非流动资产合计	664352	760470	821887	864850
资产合计	929031	996122	1076120	1163549
短期借款	4303	4503	4703	4903
应付账款及票据	59789	62471	66488	71068
其他流动负债	49299	54326	53133	52783
流动负债合计	113391	121300	124324	128753
长期借款	11287	10287	9287	8287
其他长期负债	205970	195200	189860	185994
非流动负债合计	217257	205487	199147	194281
负债合计	330648	326787	323471	323035
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1201	1202	1205	1206
股东权益合计	598383	669335	752649	840514
负债和股东权益合计	929031	996122	1076120	1163549

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	71.56	-6.38	6.49	6.80
EBIT 增长率	86.19	-12.59	9.41	6.65
净利润增长率	101.51	-11.07	9.25	6.96
盈利能力 (%)				
毛利率	53.05	51.93	51.96	51.92
净利润率	33.56	31.88	32.70	32.75
总资产收益率 ROA	15.25	12.65	12.79	12.65
净资产收益率 ROE	23.73	18.86	18.32	17.54
偿债能力				
流动比率	2.33	1.94	2.04	2.32
速动比率	2.23	1.83	1.93	2.20
现金比率	1.07	0.69	0.75	1.00
资产负债率 (%)	35.59	32.81	30.06	27.76
经营效率				
应收账款周转天数	31.59	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	11.49	14.00	14.00	14.00
总资产周转率	0.49	0.41	0.41	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	2.98	2.65	2.89	3.10
每股净资产	12.55	14.05	15.80	17.64
每股经营现金流	4.32	4.13	4.42	4.72
每股股利	1.28	1.14	1.25	1.34
估值分析				
PE	7	8	8	7
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.00	4.41	4.05	3.80
股息收益率 (%)	5.76	5.12	5.59	5.98

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	141677	126009	137668	147247
折旧和摊销	62852	63502	68212	72720
营运资金变动	-6179	3700	2044	2540
经营活动现金流	205574	196303	210434	224732
资本开支	-94661	-128593	-126315	-112019
投资	-9664	-4250	-5000	-5000
投资活动现金流	-98473	-160849	-131315	-117019
股权募资	32258	0	0	0
债务募资	-14176	-18654	-9239	-7151
筹资活动现金流	-64962	-73313	-69451	-72489
现金净流量	44201	-37859	9668	35224

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026