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

《2023Q3 业绩稳健，上调资本开支计划助力储产双增》2023.10.25

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

资本开支保持高位，产量目标整体上调

2024 年 1 月 26 日

事件：2024 年 1 月 25 日，中国海油发布 2024 年战略展望资料。

点评：

- **资本开支保持高水平，开发支出占比突出。**2023 年公司预计资本开支约 1280 亿元，较 2023 年初计划开支 1000-1100 亿元上调，主要考虑项目开发进度和产量投放超预期。2024 年公司计划资本开支 1250-1350 亿元，较 2023 年约 1280 亿元的预计资本开支增幅范围在-2.34%到 5.47%，仍维持在高位水平。具体来看，对比 2023 年初公司计划的勘探/开发/生产开支结构为 18%：59%：21%，2024 年公司勘探/开发/生产开支占比分别为 16%：63%：19%，公司开发阶段开支占比明显提升。

- **三年滚动产量目标上调，天然气产量占比或逐步提升。**2023 年公司实现油气产量约 675 百万桶，超出 650-660 百万桶的年初目标。2024 年公司目标油气产量为 700-720 百万桶，目标产量中枢较 2023 年增长 5.19%，考虑公司产量基数不断扩大叠加油田自然衰减，2024 年相比 2023 年 8%以上的产量增速有所放缓。2024 年公司新项目 13 个，合计新增权益油气产量 20 万桶/天，国内项目增量占比 87%。

  2025 年为中海油集团七年行动计划收官之年，公司目标产量 780-800 百万桶，目标产量中枢同比增速达 11.27%，海外产量占比计划同比提升 2 个点至 33%，目前公司国内储备项目如渤中 26-6、垦利 10-2 均为近年探明地质储量超亿吨的大油田，海外圭亚那 Yellowtail、巴西 Mero4、巴西 Buzios6-8 等大型油田均计划在 2025 年投产，或为公司贡献显著增量。

  2026 年公司目标产量为 810-830 百万桶，目标产量中枢同比增速 3.8%，进入稳定增长阶段。

  从油气结构来看，公司执行稳油增气、向气倾斜的勘探策略，持续推进南海万亿大气区、渤海万亿大气区以及陆上万亿大气区勘探部署，2023 前三季度公司天然气产量占比为 22%，2024 年公司新增天然气项目占新项目总产量的 27%，主要贡献来自深海一号 2 期项目及陆上深层煤层气项目投产，公司未来计划将天然气产量占比提升至 30%。

  2024 年，在油气产量保持增长的同时，公司目标储量替代率仍不低于 130%，力求实现油气资源储产双增。

- **重视股东回报，积极分享发展成果。**公司 2022-2024 年的股息支付率不低于 40%，绝对值不低于 0.7 港元/股（含税）。按照 2024 年 1 月 26 日收盘价，公司近 12 个月 A 股股息率为 5.32%、H 股股息率为 9.19%。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 1299.04、1324.63 和 1390.54 亿元，同比增速分别为-8.3%、+2.0%、+5.0%，EPS 分别为 2.73、2.78 和 2.92 元/股，按照 2024 年 1 月 26 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 8.38、8.22 和 7.83 倍，H 股收盘价对应的

PE 分别为 4.85、4.76、4.53 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，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	410,350	430,448	468,552
增长率 YoY%	58.4%	71.6%	-2.8%	4.9%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	70,320	141,700	129,904	132,463	139,054
增长率 YoY%	181.8%	101.5%	-8.3%	2.0%	5.0%
每股净资产（元）	50.6%	53.1%	51.0%	49.3%	47.9%
净资产收益率 ROE%	14.6%	23.7%	19.2%	17.6%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.98	2.73	2.78	2.92
P/E（A 股）	15.48	7.68	8.38	8.22	7.83
P/E（H 股）	4.44	2.99	4.85	4.76	4.53
P/B（A 股）	2.26	1.82	1.61	1.44	1.30
P/B（H 股）	0.61	0.71	0.93	0.84	0.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 26 日收盘价，注：2024 年 1 月 26 日港元兑人民币汇率为 0.91

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	278,874	311,178	320,509
货币资金	79,730	121,387	150,697	173,786	195,600
应收票据	604	0	0	0	0
应收账款	26,444	36,546	31,846	38,700	28,980
预付账款	2,867	3,115	3,019	3,271	3,173
存货	5,703	6,239	6,061	7,265	5,615
其他	92,634	97,392	87,252	88,157	87,141
非流动资产	578,587	664,352	710,937	761,036	811,052
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	647,298	693,486	739,727
资产总计	786,569	929,031	989,812	1,072,214	1,131,561
流动负债	93,951	113,391	106,229	119,154	105,069
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	52,026	63,056	48,119
其他	40,658	49,299	49,900	51,795	52,647
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	313,486	316,411	292,326
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	675,124	754,602	838,034
负债和股东权益	786,569	929,031	989,812	1,072,214	1,131,561

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	410,350	430,448	468,552
同比（%）	58.4%	71.6%	-2.8%	4.9%	8.9%
归属母公司净利润	70,320	141,700	129,904	132,463	139,054
同比（%）	181.8%	101.5%	-8.3%	2.0%	5.0%
毛利率（%）	50.6%	53.1%	51.0%	49.3%	47.9%
ROE%	14.6%	23.7%	19.2%	17.6%	16.6%
EPS (摊薄)(元)	1.48	2.98	2.73	2.78	2.92
P/E	15.48	7.68	8.38	8.22	7.83
P/B	2.26	1.82	1.61	1.44	1.30
EV/EBITDA	0.34	2.86	4.06	3.90	3.66

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	410,350	430,448	468,552
营业成本	121,585	198,223	201,267	218,050	244,043
营业税金及附加	11,172	18,778	19,109	20,004	22,098
销售费用	2,694	3,355	3,283	3,444	3,374
管理费用	5,218	6,356	5,745	6,026	6,091
研发费用	1,506	1,527	1,436	1,396	2,539
财务费用	3,936	3,029	2,983	1,897	935
减值损失合计	-7,963	-677	-4,500	-4,500	-4,500
投资净收益	2,417	4,674	4,104	4,304	4,686
其他	1,350	-34	759	882	961
营业利润	95,804	194,925	176,890	180,318	190,618
营业外收支	17	-155	-150	-96	-134
利润总额	95,821	194,770	176,740	180,222	190,484
所得税	25,514	53,093	46,836	47,759	51,431
净利润	70,307	141,677	129,904	132,463	139,054
少数股东损益	-13	-23	0	0	0
归属母公司净利润	70,320	141,700	129,904	132,463	139,054
EBITDA	161,792	257,526	261,314	263,540	272,579
EPS (当年)(元)	1.57	3.03	2.73	2.78	2.92

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	214,874	222,505	223,022
净利润	70,307	141,677	129,904	132,463	139,054
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	-4,104
营运资金变动	5,621	-6,179	-2,032	3,709	-1,602
其它	13,210	8,869	4,629	4,574	4,610
投资活动现金流	-96,235	-98,473	-118,176	-131,520	-131,175
资本支出	-82,398	-94,661	-128,029	-132,174	-132,210
长期投资	-17,233	-9,664	5,900	-3,500	-3,500
其他	3,396	5,852	3,954	4,154	4,536
筹资活动现	-33,332	-64,962	-67,388	-67,896	-70,033
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	-57,373	-57,896	-60,033
现金流净增加额	17,413	44,201	29,310	23,088	21,814

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。

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。