

中国海油（600938.SH）

原油价格上行，圭亚那项目进展顺利

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 油气开采 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

截至 2 月 20 日收盘，WTI 原油期货结算价为 77.04 美元/桶，较月初上涨 4.4%；布伦特原油期货结算价为 82.34 美元/桶，较月初上涨 4.6%。

国信化工观点：

1) **2024 年油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气**：2 月份原油价格上涨，一方面由于地缘局势升温；另一方面美国经济数据表现强劲，中国降准降息刺激经济提振原油需求，市场情绪较为乐观，我们认为原油整体供需偏紧，未来年内布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间。根据 OPEC、IEA、EIA 最新月报显示，2024 年原油需求分别为 104.40、103.00、102.42 百万桶/天，较上月预测分别+4、+6、-4 万桶/天，较 2023 年需求分别增长 224、120、142 万桶。

2) **2024 年资本开支预算保持稳定，多个新项目年内计划投产**：根据中国海油 2024 年战略展望，2023 年公司资本支出预计 1280 亿元，净产量预计 675 百万桶油当量；2024 年公司的资本支出预算总额为人民币 1250-1350 亿元，净产量预计 720-750 百万桶油当量。2024 年公司新投产重点项目包括中国的绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-2 油田开发项目、深海一号二期天然气开发项目、惠州 26-6 油田开发项目和神府深层煤层气勘探开发示范项目以及海外的巴西 Mero3 项目，合计高峰产量达到 36.43 万桶油当量/天（权益产量 20.23 万桶油当量/天）。

3) **海外油气资源丰富，圭亚那项目进展超预期**：公司海外油气净产量占比约为 30%，未来有望提升至 35%，近几年海外原油核心增量来自圭亚那和巴西的新项目，其中圭亚那 Stabroek 区块目前探明储量达 110 亿桶以上，公司具备 25%权益。根据埃克森美孚年报披露，Stabroek 区块三期 Payara 项目于 2023 年 11 月提前投产，在 2024 年 1 月份已经达到设计产能 22 万桶/天的产量，目前三个平台产量总产量达到 64.5 万桶/日，高于总设计产能 58 万桶/天，较 2023 年末的约 40 万桶/日产量大幅提升。四期 Yellowtail 项目、五期 Uaru 项目将分别于 2025、2026 年投产，六期 Whiptail 项目已经提交开发规划给圭亚那政府，预期产能均为 25 万桶/天，预计到 2027 年总产量超过 120 万桶/天。

4) **投资建议**：我们维持对公司 2023-2025 年归母净利润 1349/1545/1783 亿元的预测，对应 EPS 分别为 2.84/3.25/3.75 元，对应 PE 分别为 8.6/7.5/6.5 倍，维持“买入”评级。

评论：

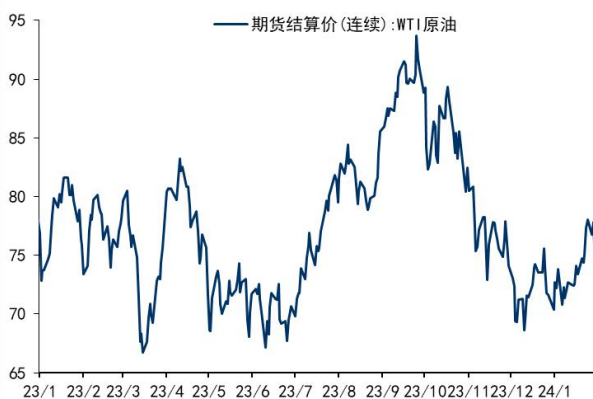
◆ 2024 年油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气

2 月份原油价格上涨，一方面由于地缘局势升温；另一方面美国经济数据表现强劲，中国降准降息刺激经济提振原油需求，市场情绪较为乐观，我们认为原油整体供需偏紧，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间。

根据 OPEC、IEA、EIA 最新月报显示，2024 年原油需求分别为 104.40、103.00、102.42 百万桶/天，较上月预测分别+4、+6、-4 万桶/天，较 2023 年需求分别增长 224、120、142 万桶。

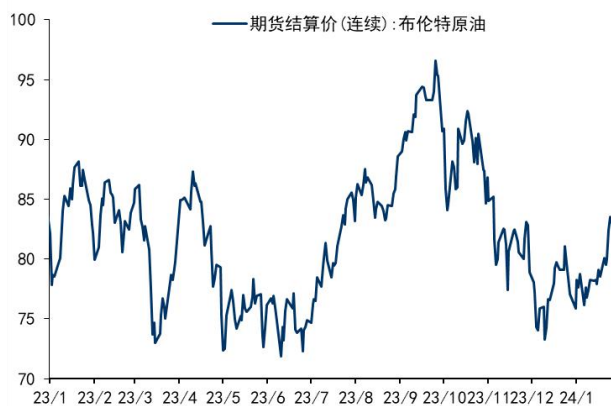
EIA 数据显示，截至 2 月 9 日当周，美国原油产量 1330 万桶/日，较上周持平。美国原油加工量 1454.2 万桶/日，较前一周减少 30 万桶/日；炼油厂开工率 80.6%，较上周下降 1.8 个百分点。截至 2 月 9 日当周，美国原油库存量 4.39 亿桶，较前一周增加 1202 万桶，美国汽油库存量 2.47 亿桶，比前一周减少 366 万桶；馏分油库存量为 1.26 亿桶，较前一周减少 192 万桶。

图1: WTI 油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特油价近期走势（美元/桶）



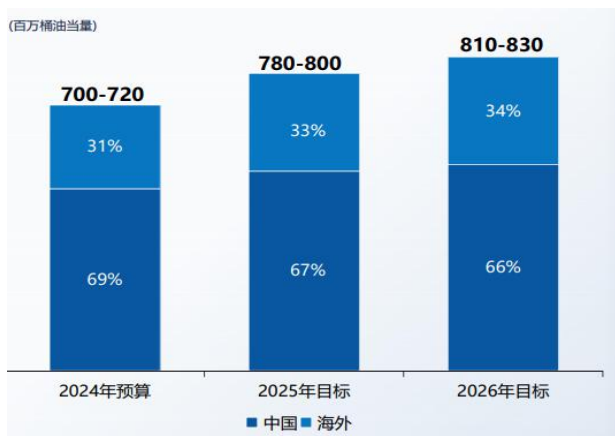
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 2024 年资本开支预算保持稳定，多个新项目年内计划投产

根据中国海油 2024 年战略展望，2023 年公司资本支出预计 1280 亿元，净产量预计 675 百万桶油当量；2024 年公司的资本支出预算总额为人民币 1250-1350 亿元，净产量预计 720-750 百万桶油当量。

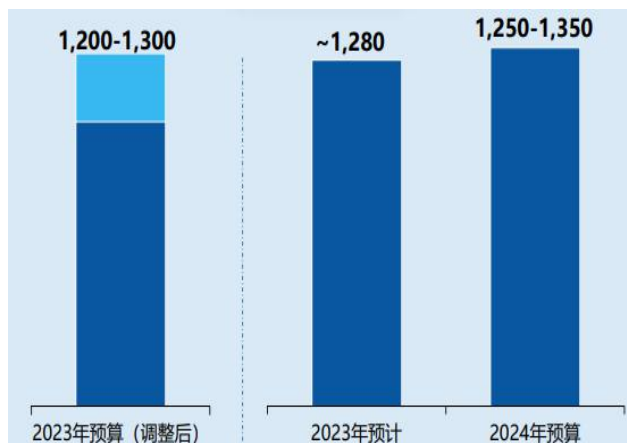
2024 年公司新投产重点项目包括中国的绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-2 油田开发项目、深海一号二期天然气开发项目、惠州 26-6 油田开发项目和神府深层煤层气勘探开发示范项目以及海外的巴西 Mero3 项目，合计高峰产量达到 36.43 万桶油当量/天（权益产量 20.23 万桶油当量/天）。

图3: 中国海油 2024-2026 年产量目标



资料来源:《中国海油 2024 年战略展望》, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国海油 2023-2024 年资本支出情况



资料来源:《中国海油 2024 年战略展望》, 国信证券经济研究所整理

表1: 中国海油 2024 年主要投产新项目情况

主要项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
渤中 19-6 气田 13-2 区块 5 井区开发项目	5800	100%
绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目	30300	100%
绥中 36-2 油田 36-2 区块开发项目	9700	100%
渤中 19-2 油田开发项目	18800	100%
恩平 21-4 油田开发项目	5300	100%
流花 11-1/4-1 油田二次开发项目	17900	100%
惠州 26-6 油田开发项目	20600	100%
乌石 23-5 油田群开发项目	18100	100%
深海一号二期天然气开发项目	27500	100%
临兴深层煤层气勘探开发示范项目	11100	100%
神府深层煤层气勘探开发示范项目	11000	100%
巴西 Mero3 项目	180000	10%
加拿大长湖西北项目	8200	100%

资料来源:《中国海油 2024 年战略展望》, 国信证券经济研究所整理

◆ 海外油气资源丰富, 圭亚那项目进展超预期

公司海外油气净产量占比约为 30%, 未来有望提升至 35%, 近几年海外原油核心增量来自圭亚那和巴西的新项目, 其中圭亚那 Stabroek 区块目前探明储量达 110 亿桶以上, 公司具备 25%权益。

根据埃克森美孚年报披露, Stabroek 区块一期 Liza-1 项目于 2019 年 12 月投产, 设计产能 14 万桶/天; 二期 Liza-1 项目于 2022 年 2 月投产, 设计产能 22 万桶/天; 三期 Payara 项目于 2023 年 11 月提前投产, 在 2024 年 1 月份已经达到设计产能 22 万桶/天的产量。目前三个平台产量分别为 16 万桶/天、25 万桶/天和 23 万桶/天, 总产量达到 64.5 万桶/日, 高于 2023 年末的约 40 万桶/日, 也高于总设计产能 58 万桶/天。

四期 Yellowtail 项目将在 2025 年投产, 预期产能为 25 万桶/天, 五期 Uaru 项目将于 2026 年投产, 预期产能为 25 万桶/天, 六期 Whiptail 项目埃克森美孚已于 2023 年 10 月份提交开发规划给圭亚那政府, 预期产能为 25 万桶/天, 预计到 2027 年总产量超过 120 万桶/天。

表2: 中国海油圭亚那项目进展情况

项目	发现时间	储量 (亿桶)	投产时间	设计产能 (桶油当量/天)	成本 (美元/桶)
Liza-1	2015-05	5	2019-12	140000	35
Liza-2	2015-05	6	2022-02	220000	25
Payara	2017-01	6	2023-11	220000	32
Yellowtail	2019-04	9.25	预计 2025 年	250000	29
Uaru	2020-01	8	预计 2026 年	250000	35
Whiptail	2021-07		预计 2027 年	250000	

资料来源: 中国海油、埃克森美孚、赫斯公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

我们维持对公司 2023-2025 年归母净利润 1349/1545/1783 亿元的预测, 对应 EPS 分别为 2.84/3.25/3.75 元, 对应 PE 分别为 8.6/7.5/6.5 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
601857.SH	中国石油	买入	8.64	0.82	0.94	0.98	6.1	9.2	8.8	1.12
600028.SH	中国石化	买入	6.25	0.55	0.61	0.67	7.9	10.3	9.3	0.94
600938.SH	中国海油	买入	24.48	2.98	2.84	3.25	5.1	8.6	7.5	1.90

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 2 月 20 日, 各可比公司数据均来自 Wind 一致预期)

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险; 自然灾害频发的风险; 新项目投产不及预期的风险; 地缘政治风险; 政策风险等。

相关研究报告:

- 《中国海油 (600938.SH) - 巴西 Mero2 项目、陆丰油田群二期开发项目顺利投产》 —— 2024-01-03
- 《中国海油 (600938.SH) - 圭亚那 Payara 项目投产, 渤海油田产量创历史新高》 —— 2023-12-04
- 《中国海油 (600938.SH) - 三季度业绩受益于油价上行, 增储上产油气产量稳步增长》 —— 2023-10-25
- 《中国海油 (600938.SH) - 经营管理优异的海上油气巨头》 —— 2023-09-20

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	79730	121387	198168	256008	322066	营业收入	246112	422230	418720	458075	514503
应收款项	27048	36546	44472	46214	50362	营业成本	121585	198223	195519	205104	224893
存货净额	5703	6239	8007	8628	8329	营业税金及附加	11172	18778	18842	20613	23153
其他流动资产	13060	12298	14655	17894	17697	销售费用	2694	3355	3936	4398	5145
流动资产合计	207981	264679	354302	420744	493455	管理费用	5218	6356	6433	7023	7869
固定资产	0	6652	20861	38493	41639	研发费用	1506	1527	1884	2290	2830
无形资产及其他	3232	3798	4646	5494	6342	财务费用	3937	3029	2865	3012	3143
投资性房地产	533814	604975	604975	604975	604975	投资收益	2417	4674	3543	3545	3921
长期股权投资	41541	48927	50072	52641	56342	资产减值及公允价值变动	(7184)	(1382)	(5443)	(4670)	(3832)
资产总计	786568	929031	1034857	1122348	1202753	其他收入	(935)	(856)	(1884)	(2290)	(2830)
短期借款及交易性金融负债	16537	24690	30000	33000	36300	营业利润	95804	194925	187340	214510	247559
应付款项	48990	59789	72060	77288	76117	营业外净收支	17	(155)	56	63	63
其他流动负债	28424	28912	31268	33032	34260	利润总额	95820	194770	187396	214573	247622
流动负债合计	93951	113391	133328	143321	146677	所得税费用	25514	53093	52471	60080	69334
长期借款及应付债券	112893	103145	125145	145145	165145	少数股东损益	(13)	(23)	(22)	(25)	(29)
其他长期负债	97749	114112	124030	135181	147659	归属于母公司净利润	70320	141700	134947	154518	178317
长期负债合计	210642	217257	249175	280326	312804	现金流量表 (百万元)					
负债合计	304593	330648	382504	423647	459480	净利润	70320	141700	134947	154518	178317
少数股东权益	1064	1201	1192	1185	1177	资产减值准备	1391	(7286)	108	(126)	(105)
股东权益	480912	597182	651161	697516	742096	折旧摊销	55852	61400	68391	71976	82280
负债和股东权益总计	786568	929031	1034857	1122348	1202753	公允价值变动损失	7184	1382	5443	4670	3832
关键财务与估值指标						财务费用	3937	3029	2865	3012	3143
每股收益	1.63	2.98	2.84	3.25	3.75	营运资本变动	(7124)	(60068)	12603	12415	8776
每股红利	0.63	1.73	1.70	2.27	2.81	其它	(1399)	7276	(117)	118	98
每股净资产	11.16	12.55	13.69	14.66	15.60	经营活动现金流	126224	144404	221376	243571	273197
ROIC	15.45%	25.99%	23%	26%	30%	资本开支	0	(58023)	(89000)	(95000)	(90000)
ROE	14.62%	23.73%	21%	22%	24%	其它投资现金流	(20779)	(5769)	(791)	(3000)	(3000)
毛利率	51%	53%	53%	55%	56%	投资活动现金流	(19954)	(71178)	(90936)	(100569)	(96700)
EBIT Margin	42%	46%	46%	48%	49%	权益性融资	(914)	32258	0	0	0
EBITDA Margin	65%	60%	62%	63%	65%	负债净变化	232	(3)	10000	8000	8000
收入增长	58%	72%	-1%	9%	12%	支付股利、利息	(27304)	(82421)	(80968)	(108162)	(133738)
净利润增长率	182%	102%	-5%	15%	15%	其它融资现金流	(37313)	101022	5310	3000	3300
资产负债率	39%	36%	37%	38%	38%	融资活动现金流	(92371)	(31569)	(53658)	(85162)	(110438)
股息率	2.6%	7.8%	7.6%	10.2%	12.6%	现金净变动	13899	41657	76781	57840	66059
P/E	13.7	7.5	7.9	6.9	6.0	货币资金的期初余额	65831	79730	121387	198168	256008
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	79730	121387	198168	256008	322066
EV/EBITDA	7.9	5.5	5.5	5.1	4.6	企业自由现金流	0	84419	130310	146817	181497
						权益自由现金流	0	185438	143557	155648	190534

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032