

中国海油（600938.SH）

南海获得亿吨级油田发现，持续看好公司长期成长

◆ 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

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

事项：

3月8日，中国海油宣布在南海深水深层获得开平南亿吨级油田发现，是截至目前我国在深水领域自主发现的最大油田。

国信化工观点：

1) **开平南油田是中国首个深水深层亿吨级油田，南海深水、超深水领域油气勘探开发潜力巨大：**开平南油田坐落于珠江口盆地的南海东部海域，位于深圳市西南约300公里，此次发现的最大水深532米，最大井深4831米。发现井钻遇油气层100.6米，探明油气地质储量1.02亿吨油当量。测试井平均日产油气超过1000吨，平均日产原油约7680桶，天然气约0.52百万立方英尺，刷新了我国深水深层油气测试产量纪录。该油田的成功发现充分展现了南海深水勘探的广阔前景。

2) **全球海上油气资源丰富，公司在海上资本开支占比较高：**根据美国能源信息署（EIA）的估计，全球海上油气资源量约占全球油气资源总量的30%以上，其中海洋石油资源量约为1600亿桶，天然气资源量约为58亿立方米。2022年全球油气勘探投资483亿美元，其中海上勘探投资249亿美元，占比51%；全球共完成海上钻井319口，其中珠江口盆地，墨西哥湾，渤海盆地占全球前三，圭亚那第四。其中中国海油占全球勘探总投资5.9%，占全球海上勘探投资的11.6%。

3) **公司专属经营中国领海油气资源开采，海外油气资源丰富：**未来全球油气勘探开采主要在深海、超深海领域，中国海域当前还在浅海开发高峰前期，未来勘探空间巨大，实际储采比年限远超10年；公司参股圭亚那、巴西等世界级项目潜力巨大，长期储量巨大，桶油成本极低，提供长期油气产量增量。公司目前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。公司圭亚那Stabroek区块目前三个平台总产量达到64.5万桶/日，高于总设计产能58万桶/天，预计到2027年总产量超过120万桶/天。

4) **公司管理经营高效优异，聚焦上游业务盈利能力突出：**公司自上世纪80年代开始长期与全球油气巨头合作，受益于国内装备制造业的巨大进步及海上勘探新技术应用，助力公司海上勘探能力不断提升，桶油成本持续降低。自由现金流增速高于利润增速，未来长期分红比例提升空间大，股息率提升空间较大。

5) **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9.9/8.6/7.5倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 开平南油田是中国首个深水深层亿吨级油田，南海深水、超深水领域油气勘探开发潜力巨大

在海洋油气勘探领域，一般把水深超过 300 米的海域称为深水，把井深超过 3500 米的井定义为深层井。开平南油田坐落于珠江口盆地的南海东部海域，位于深圳市西南约 300 公里，此次发现的最大水深 532 米，最大井深 4831 米。发现井钻遇油气层 100.6 米，探明油气地质储量 1.02 亿吨油当量。测试井平均日产油气超过 1000 吨，平均日产原油约 7680 桶，天然气约 0.52 百万立方英尺，刷新了我国深水深层油气测试产量纪录。该油田的成功发现充分展现了南海深水勘探的广阔前景。

◆ 全球海上油气资源丰富，公司在海上资本开支占比较高

根据美国能源信息署（EIA）的估计，全球海上油气资源量约占全球油气资源总量的 30% 以上，其中海洋石油资源量约为 1600 亿桶，天然气资源量约为 58 亿立方米。2022 年全球油气勘探投资 483 亿美元，其中海上勘探投资 249 亿美元，占比 51%；全球共完成海上钻井 319 口，其中珠江口盆地，墨西哥湾，渤海盆地占全球前三，圭亚那第四。其中中国海油占全球勘探总投资 5.9%，占全球海上勘探投资的 11.6%。

◆ 公司专属经营中国领海油气资源开采，海外油气资源丰富

未来全球油气勘探开采主要在深海、超深海领域，中国海域当前还在浅海开发高峰前期，未来勘探空间巨大，实际储采比年限远超 10 年；公司参股圭亚那、巴西等世界级项目潜力巨大，期储量巨大，桶油成本极低，长提供长期油气产量增量。公司目前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。公司圭亚那 Stabroek 区块目前三个平台总产量达到 64.5 万桶/日，高于总设计产能 58 万桶/天，预计到 2027 年总产量超过 120 万桶/天。

表1：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

◆ 公司管理经营高效优异，聚焦上游业务盈利能力突出

公司自上世纪 80 年代开始长期与全球油气巨头合作，受益于国内装备制造业的巨大进步及海上勘探新技术应用，助力公司海上勘探能力不断提升，桶油成本持续降低。自由现金流增速高于利润增速，未来长期分红比例提升空间大，股息率提升空间较大。

◆ 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 PE 分别为 9.9/8.6/7.5 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	9.07	0.82	0.94	0.98	6.1	9.6	9.3	1.2
600938.SH	中国海油	买入	28.07	2.98	2.84	3.25	5.1	9.9	8.6	2.3

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 3 月 7 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