

买入

中国海油 (600938.SH)

优质的海外油气资源，助力公司长期成长

◆ 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
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:

根据埃克森美孚年报披露, 圭亚那 Stabroek 区块目前探明储量达 110 亿桶以上, 目前已投产设计产能为 58 万桶/天, 预计到 2027 年总产量超过 120 万桶/天, 中国海油具备 25%权益。

国信化工观点:

1) **公司油气资源规模大, 坚持增储上产, 产量快速增长:** 截至 2022 年末, 公司净证实储量约为 62.4 亿桶油当量, 同比增长 8.9%, 公司储量替代率达 182%, 近 6 年储量寿命持续维持在 10 年以上。2022 年, 公司净产量达到 624 百万桶油当量, 同比增长 8.9%; 2023 年前三季度, 公司净产量为 499.7 百万桶油当量, 同比增长 8.3%;

2) **公司资产遍及国内外, 海外产量增速更快:** 分区域来看, 2023 年前三季度国内净产量占比 69%, 海外净产量占比为 31%。其中国内净产量 345.5 百万桶油当量(合 127 万桶油当量/天), 同比增长 6.7%, 海外净产量 154.1 百万桶油当量(合 56 万桶油当量/天), 同比增长 11.8%。国外产量增速高于国内, 主要得益于圭亚那 Stabroek 区块 Liza 二期和巴西 Buzios 油田的产量贡献。

3) **公司参股圭亚那、巴西等南美洲世界级项目, 提供长期油气产量增量:** 截至 2022 年底, 公司在南美洲(不含权益法核算的净证实储量, 下同)净证实储量为 6.5 亿桶油当量, 同比增长 36.5%; 2023 年前三季度南美洲(不含权益法核算的净产量, 下同)净产量分别为 19.9 万桶油当量/天, 同比增长 119.7%。**圭亚那海上 Stabroek 区块**, 是近年来全球最大的勘探发现之一, 2015-2023 年区块累积获得新发现超过 30 个, 总可采资源量超过 110 亿桶油当量, 公司拥有 25%的权益。Stabroek 区块以轻质原油为主, 盈亏平衡点仅为 25-35 美元/桶, 现有产能 58 万桶/天, 2027 年总产量预计超过 120 万桶/天。**巴西 Buzios 油田和 Mero 油田**分别为巴西**第一、第三大储量油气田**, 中国海油分别持有 7.34%、10%的权益。Buzios 油田可采资源量超过 345 亿桶油当量, 现有净产量约 63.5 万桶油当量/天, 预计 2027 年 Buzios 油田净产量将达到 200 万桶/天以上。Mero 油田探明地质储量约 105 亿桶, 是全球第三大盐下超深水油田, 现有设计产能约 35 万桶油当量/天, 预计到 2026 年净产量将达到 70 万桶/天以上。

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 A 股 PE 分别为 10.1/8.8/7.6 倍, 对应 H 股 PE 分别为 5.7/5.0/4.3 倍, 维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司油气资源规模大，坚持增储上产，产量快速增长

公司拥有丰厚的资源基础，截至 2022 年末，公司净证实储量约为 62.4 亿桶油当量（考虑权益法核算的净证实储量 3.8 亿桶油当量），同比增长 8.9%，其中国内净证实储量为 36.0 亿桶油当量，同比增长 9.4%，海外净证实储量为 22.6 亿桶油当量，同比增长 9.5%；2022 年，公司储量替代率达 182%，近 6 年储量寿命持续维持在 10 年以上，其国内储量寿命为 8.3 年，海外储量寿命为 13.3 年。

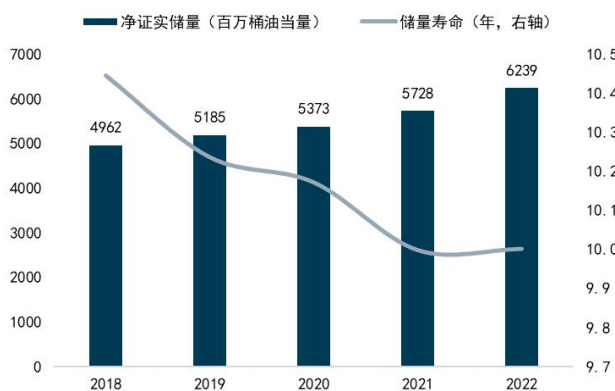
图1：中国海油全球资产分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

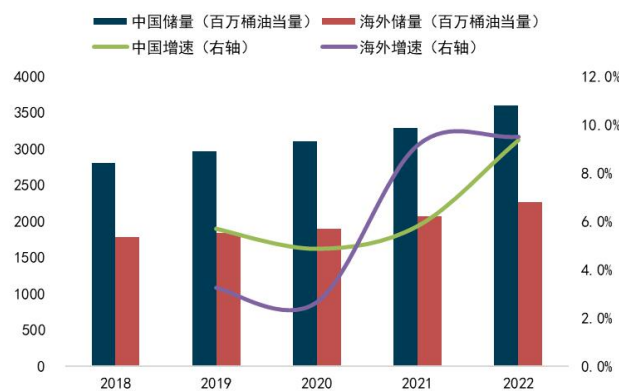
2022 年，公司净产量达到 624 百万桶油当量，同比增长 8.9%；2023 年前三季度，公司净产量为 499.7 百万桶油当量（考虑权益法核算的净产量 15.5 百万桶油当量），同比增长 8.3%。

图2：中国海油净证实储量及储量寿命



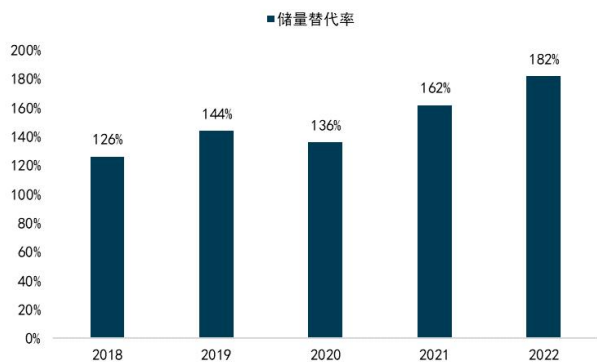
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：中国海油分区域净证实储量及增速



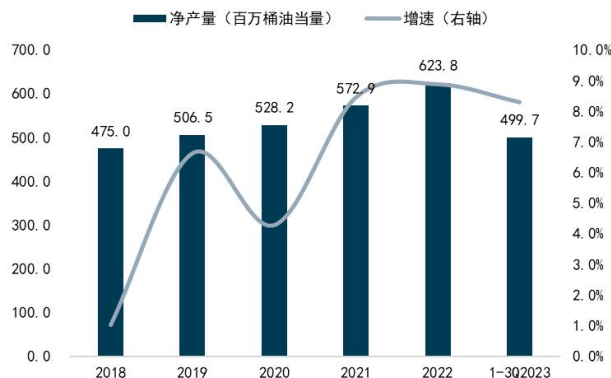
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 中国海油储量替代率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

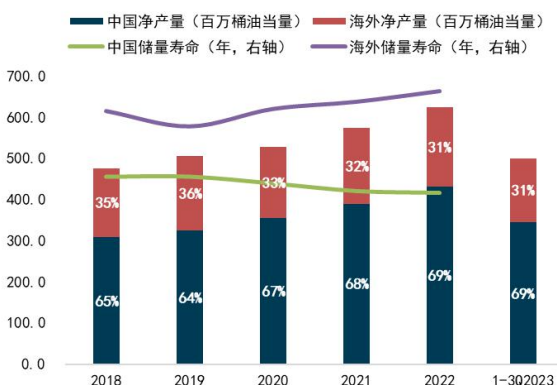
图5: 中国海油净产量及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

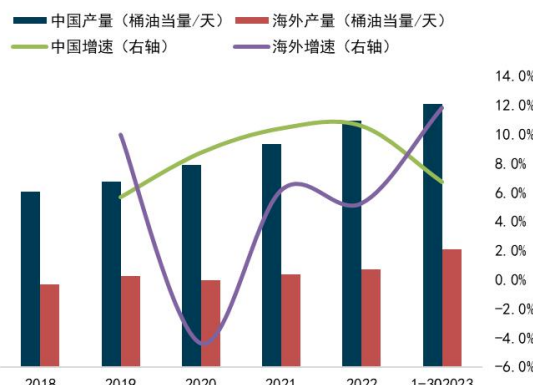
公司资产遍及世界二十多个国家和地区, 包括印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那、俄罗斯和阿联酋等。分区域来看, 2023 年前三季度, 国内净产量 345.5 百万桶油当量 (合 127 万桶油当量/天), 同比增长 6.7%, 海外净产量 154.1 百万桶油当量 (合 56 万桶油当量/天), 同比增长 11.8%, 主要得益于圭亚那 Liza 二期和巴西 Buzios 油田的产量贡献。国内净产量占比 69%, 海外净产量占比为 31%, 国外产量增速高于国内。

图6: 中国海油分区域净产量及储量寿命



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

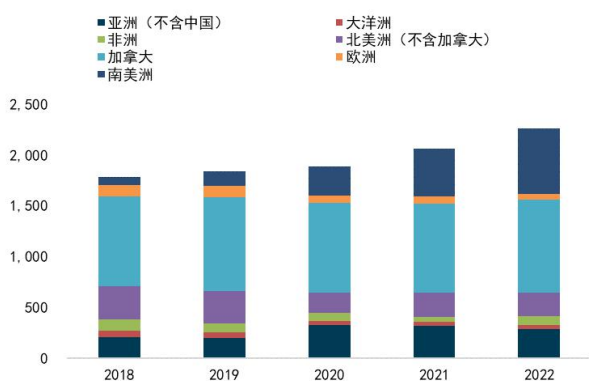
图7: 中国海油分区域产量及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

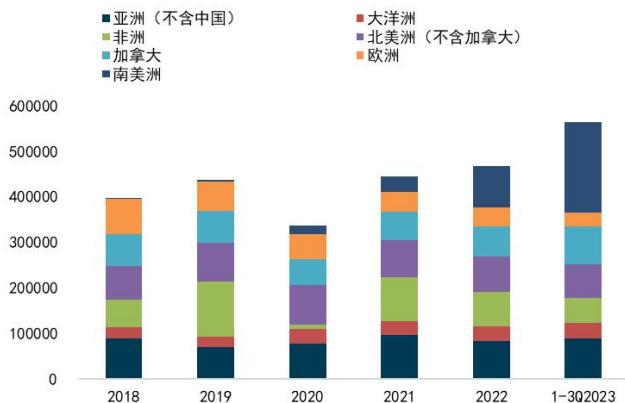
海外分地区来看, 南美洲储量及产量增速最快。截至 2022 年底, 公司海外净证实储量为 22.6 亿桶油当量, 同比增长 9.5%, 其中在加拿大、南美洲 (不含权益法核算的净证实储量, 下同) 净证实储量分别为 9.2、6.5 亿桶油当量, 分别占比 40.6%、28.6%。从储量增幅来看, 南美洲、非洲净证实储量分别同比增长 36.5%、67.6%。从产量来看, 2023 年前三季度公司海外净产量为 154.1 百万桶油当量 (合 56 万桶油当量/天), 同比增长 11.8%, 其中南美洲 (不含权益法核算的净产量, 下同)、亚洲 (不含中国) 净产量分别为 19.9、8.9 万桶油当量/天, 分别占比 35.2%、15.8%。从净产量增幅来看, 南美洲、加拿大净产量分别同比增长 119.7%、25.3%。

图8: 中国海油海外分地区净证实储量 (百万桶油当量)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 中国海油海外分地区净产量 (桶油当量/天)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 中国海油海外分地区净证实储量 (单位: 百万桶油当量)

	亚洲 (不含中国)	大洋洲	非洲	北美洲 (不含加拿大)	加拿大	欧洲	南美洲
2018 年	203.3	63.6	113.7	328.6	884.4	112.3	79.5
2019 年	196.6	59.6	83.6	317.3	933.2	108.3	145.0
2020 年	326.9	42.0	77.5	197.0	890.7	72.0	286.6
2021 年	315.5	39.6	52.7	234.3	884.2	66.1	473.9
2022 年	284.2	38.7	88.3	231.4	919.3	54.3	646.7
增速 (%)	-9.9%	-2.3%	67.6%	-1.2%	4.0%	-17.9%	36.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

表2: 中国海油海外分地区净产量 (单位: 桶油当量/天)

	亚洲 (不含中国)	大洋洲	非洲	北美洲 (不含加拿大)	加拿大	欧洲	南美洲
2018 年	88662	26034	59844	74184	69783	76615	3066
2019 年	70715	21987	120925	85595	70627	64027	3937
2020 年	77017	32673	9075	88458	55492	54518	19842
2021 年	97114	30516	96859	80192	62532	43232	34082
2022 年	82842	32281	75647	77674	66671	42403	90355
2023 年前三季度	89377	34066	54945	73260	83516	30769	198535
增速 (%)	7.9%	5.5%	-27.4%	-5.7%	25.3%	-27.4%	119.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

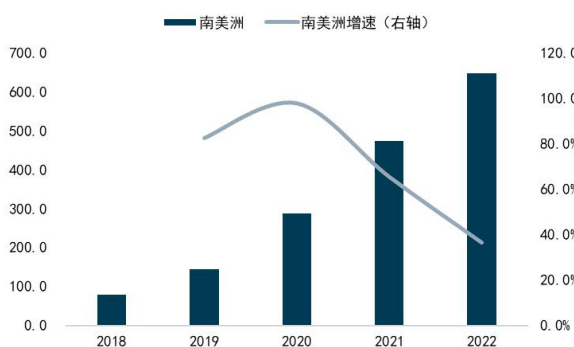
◆ 南美洲深水油气资源发现潜力巨大, 公司参股圭亚那、巴西等世界级项目, 提供长期油气产量增量

南美洲已成为公司海外油气产量最大的地区, 是公司产量增长的重要来源。公司在圭亚那、巴西和哥伦比亚持有油气区块的权益, 并持有阿根廷 BC ENERGY INVESTMENTS CORP. (“BC 公司”) 50%的权益。

截至 2022 年底, 中国海油在南美洲净证实储量为 6.5 亿桶油当量, 同比增长 36.5%; 2023 年前三季度, 中国海油在南美洲净产量为 19.9 万桶油当量/天, 较 2022 年大幅增长 119.7%。

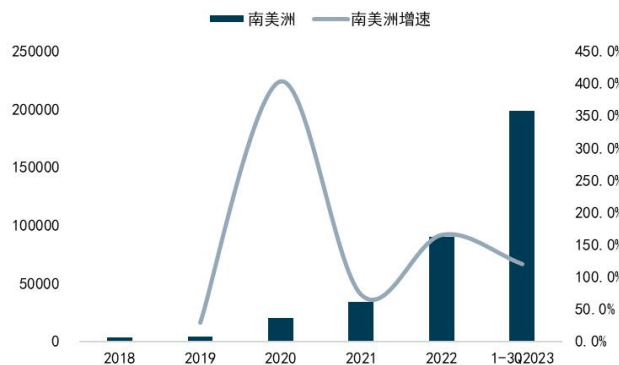
根据《全球油气勘探开发形势及油公司动态 (2023 年)》, 在 2022 年全球新发现的 31 个常规大-中型油气田中, 有 21 个集中分布于深水-超深水领域。从地理区位上看, 美洲地区位居前列, 新发现的常规油气可采储量约 14.22 亿吨油当量, 主要来自圭亚那盆地、坎波斯盆地、阿拉斯加北坡盆地和苏瑞斯特盆地。其中, 圭亚那盆地新发现油气可采储量 6.83 亿吨油当量, 约占美洲地区总量的 48.1%。

图10: 中国海油在南美洲证实净储量（百万桶油当量）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 中国海油在南美洲净产量（桶油当量/天）及增速

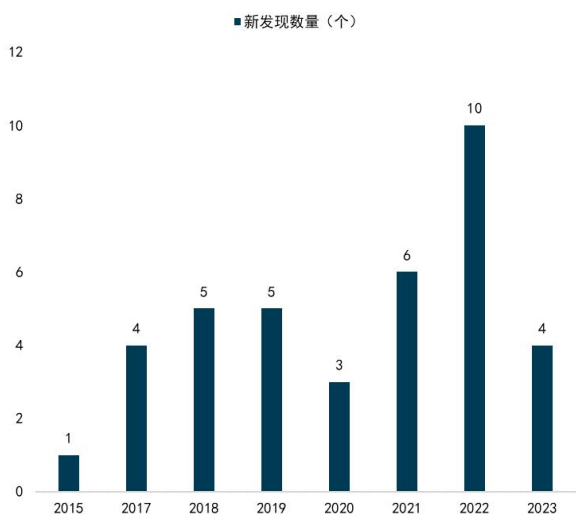


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

圭亚那海上 Stabroek 区块，是近年来全球最大的勘探发现之一：Stabroek 区块位于圭亚那东北部，面积达到 660 万英亩，水深 1600-2000 米，埃克森美孚拥有该区块 45%权益，为该项目作业者，2014 年 11 月，中海油尼克森圭亚那有限公司宣布，获得圭亚那海域 Stabroek 区块 25%的权益，赫斯拥有该区块另外 30%的权益。

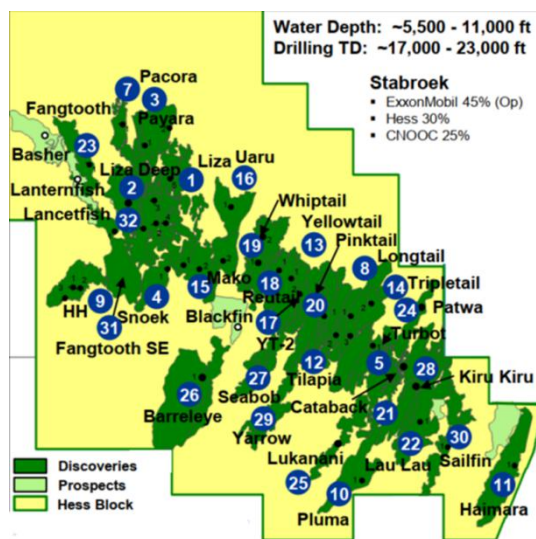
2015 年埃克森美孚在 Stabroek 区块获得第一个高质量石油发现，根据埃克森美孚、赫斯年报披露，截至 2023 年底，区块累积获得新发现超 30 个，区块内总可采资源量约 110 亿桶油当量。

图12: Stabroek 区块 2015-2023 年新发现数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: Stabroek 区块 2015-2023 年油气井发现



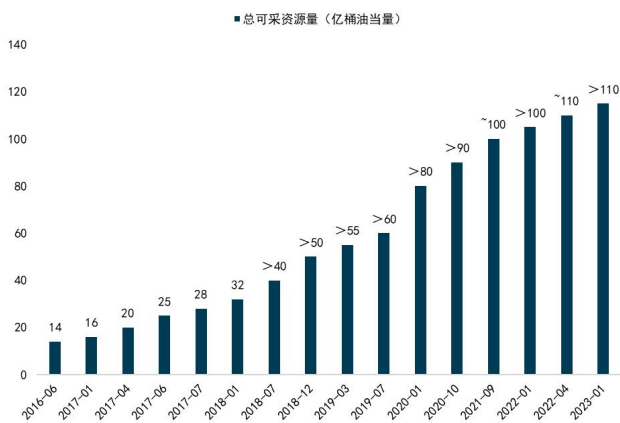
资料来源：赫斯公司公告，国信证券经济研究所整理

Stabroek 区块现有产能 58 万桶/天，2027 年总产量预计超过 120 万桶/天。根据埃克森美孚披露，Stabroek 区块 Liza 油田一期、二期油田分别于 2019 年、2022 年投产，设计高峰日产量 34 万桶油当量。该项目的四期 Yellowtail 油田已于 2022 年完成圭亚那政府审批，预计二零二五年底投产。

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

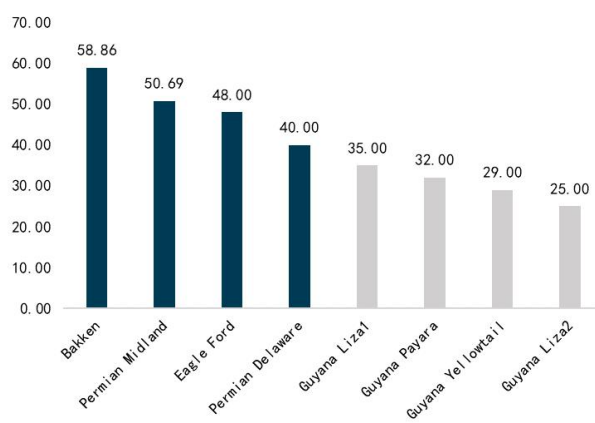
40 万桶/日产量大幅提升。四期 Yellowtail 项目、五期 Uaru 项目已经完成圭亚那政府审批,将分别于 2025、2026 年投产,设计产能均为 25 万桶/天,六期 Whiptail 项目已经提交开发规划给圭亚那政府,设计产能也为 25 万桶/天,预计到 2027 年 Stabroek 区块总产量超过 120 万桶/天。

图14: Stabroek 区块 2015-2023 年发现总可采资源量



资料来源:赫斯公司公告,国信证券经济研究所整理

图15: Stabroek 区块与美国页岩油成本对比 (美元/桶)



资料来源:AMI、赫斯,国信证券经济研究所整理

表3: 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

圭亚那原油品质好,Stabroek 区块政策优势大,是桶油盈利能力最强的区块。圭亚那海域石油大多是轻质原油,API 度为 32 左右,含硫量为 0.58%,相比世界其它地区的石油更具低碳竞争力。根据埃克森美孚披露,Stabroek 区块石油生产开发盈亏平衡点为 25-35 美元/桶,是行业中最底的盈亏平衡点之一。

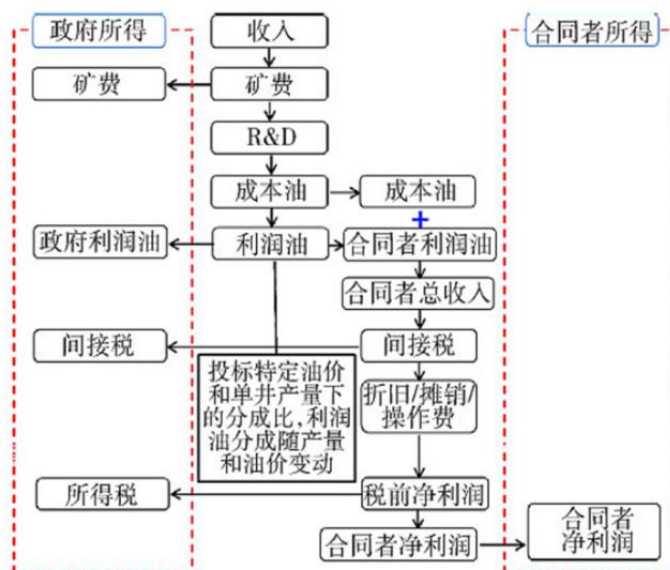
由于 Stabroek 区块是圭亚那第一个海上油气项目,圭亚那政府给与相当优惠的政策支持,根据 Stabroek 区块的 PSC 合同,矿产税 (Royalty) 为 2%,成本回收 (Cost Oil) 为 75%,利润分成为 50%:50%,并且不征收公司税,由此测算合同者所得为 85.5%,政府所得仅有 14.5%。圭亚那政府目前对于新签订的 PSC 合同,相关政策已进行调整,合同者所得由 85.5%降低至 72.5%,政府所得由 14.5%提高至 27.5%。

表4: 圭亚那 PSC 合同重要条款

主要项目	调整前	调整后
矿产税 Royalty	2%	10%
成本回收 Cost Oil	75%	65%
利润油	50%:50%	50%:50%
公司税	0%	10%
政府分成	14.5%	27.5%
合同者分成	85.5%	72.5%

资料来源:圭亚那政府网站,国信证券经济研究所整理

图16: PSC 合同分成方式



资料来源: CNKI, 国信证券经济研究所整理

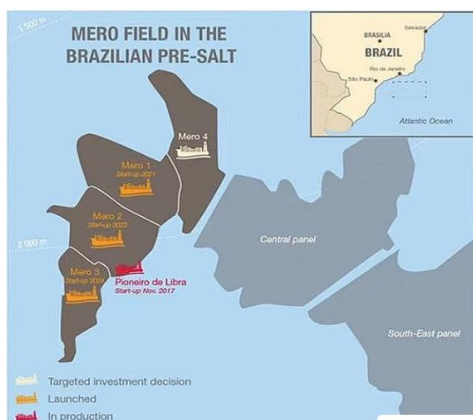
巴西油气资源分布广泛, 陆地、浅水、深水均有分布, 其中深水区油藏储量规模大、产能高, 产量规模占到巴西总产量的 75%, 巴西深水区是全球最重要的深水油气开发区域之一。

截至 2023 年, 巴西所有油气田油气储量为 327 亿桶油当量, 其中 75% 以上的原油储量和 55% 以上的天然气储量都聚集在桑托斯盆地。在桑托斯盆地, 中国海油持有权益的 Buzios 和 Mero 分别为第一、第三大储量油气田, 占总储量的 38%。

Libra 区块, 中海油进入巴西的首个区块: 2013 年 10 月, 巴西国家石油公司 (权益比例 40%, 作业者)、壳牌 (20%)、道达尔 (20%)、中国石油 (10%) 和中国海油 (10%) 组成联合体, 成功中标巴西深水盐下 Libra 项目, 其位于巴西东南海域桑托斯盆地, 距里约热内卢约 150 公里, 面积 1547 平方公里, 水深约 2200 米。中国海油持有 Libra 项目 10% 的权益。

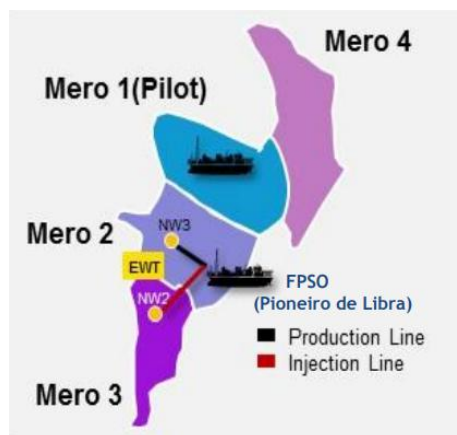
Libra 项目分为西区、东区和中区 3 期开发, 2017 年 11 月, Libra 联合体宣布 Libra 项目西区的商业性, 并将新油田命名为 Mero 油田, 油田探明地质储量约 105 亿桶。Mero 油田水深约 1930 米, 是全球第三大盐下超深水油田, 包括 Mero1、Mero2、Mero3 和 Mero4 四期。2022 年 5 月、2024 年 1 月 Mero1、Mero2 项目分别成功投产, 设计产能分别为 18 万桶油当量/天; Mero3 和 Mero4 已完成最终投资决策, 计划分别于 2024、2025 年投产, 设计产能也分别为 18 万桶油当量/天。

图17: Libra 项目示意图



资料来源：巴西石油公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: Mero 油田示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Buzios 区块，全球最大的深水油田：Buzios 油田位于巴西桑托斯盆地，是世界上最大的深水、超深水油田，面积约 852.2 平方公里，距里约热内卢海岸约 200 公里，水深为 2000-2200 米，原油地质储量 293 亿桶（油气当量 345 亿桶）。2010 年 9 月，巴西国家石油公司（Petrobras）以 425 亿美元从巴西政府获得了桑托斯盆地 6 个勘探区块，其中最大区块为 Franco。2013 年 12 月，巴西国家石油公司发布了 Franco 区块的商业性声明，并命名为 Buzios 油田。

2019 年 11 月，巴西政府拍卖了其剩余储量，巴西国家石油公司、中国海油、中国石油合作，以约 175 亿美元的价格中标，中国海油获得 Buzios 油田 5% 权益。2022 年 11 月，中国海油投资 19 亿美元，购买了巴西国家石油公司在 Buzios 油田盈余产量分成合同 5% 的产量权益。**目前中国海油持有 Buzios 油田 7.34% 的股份**，巴西国家石油公司作为作业者持有 88.99% 的股份，中国石油持有 3.67% 的股份。

Buzios 项目是全球最大在产深水油田，共 11 个开发单元，其中 1、2、3、4 单元已经分别于 2018 年 4 月、2018 年 11 月、2019 年 2 月、2019 年 3 月投产，净产量约 60 万桶油当量/天。Buzios5 水深 1900 - 2200 米，将拥有一个 FPSO 和一个海底生产系统，已于 2023 年 6 月投产，高峰产量可达 20.44 万桶油当量/天。6-11 单元将分别于 2025-2027 年陆续投产，预计 2027 年 Buzios 油田净产量将达到 200 万桶/天以上。

图19: Buzios 油田区位示意图

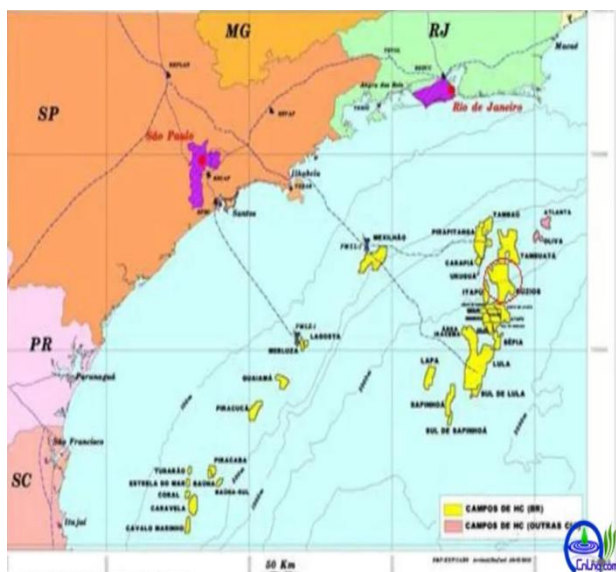
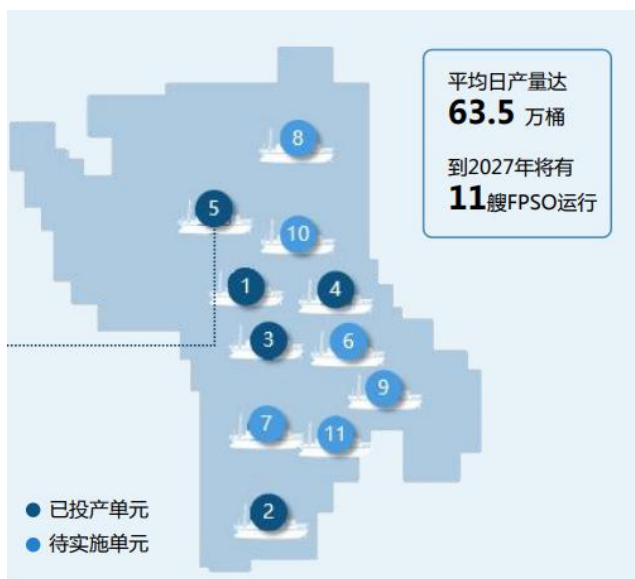


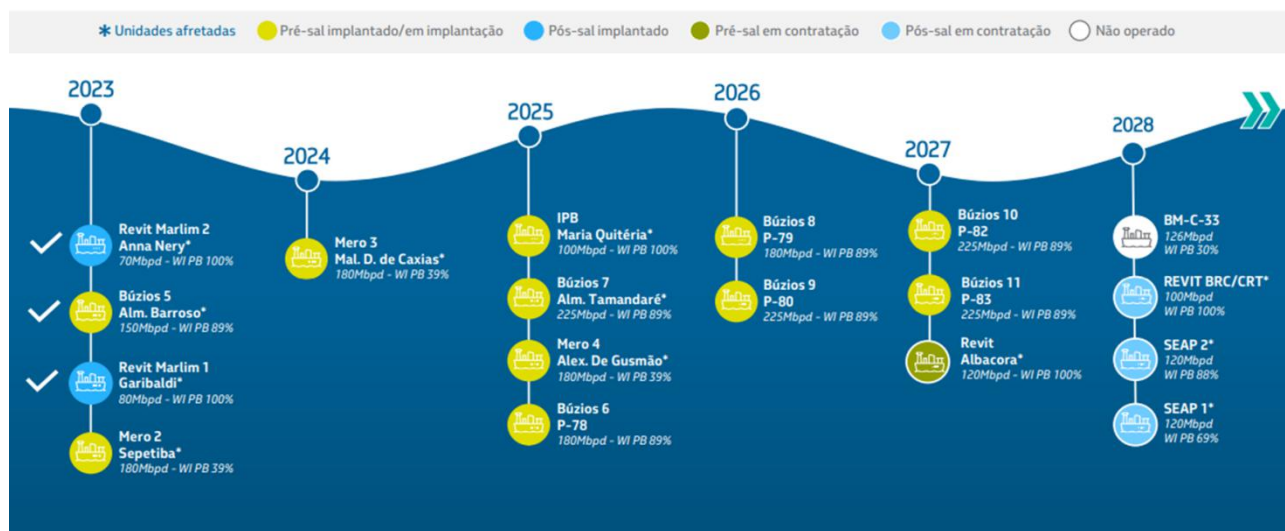
图20: Buzios 油田开发示意图



资料来源：巴西石油公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 巴西盐下超深水油田 2023-2028 年项目规划



资料来源：巴西石油公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 中国海油巴西项目进展情况

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)
Mero1			2022-05	180000	
Mero2	2017-11	105 亿桶	2024-01	180000	30
Mero3			预计 2024 年	180000	
Mero4			预计 2025 年	180000	
Buzios1			2018-04		
Buzios2			2018-11		
Buzios3			2019-02	600000	39
Buzios4			2019-03		
Buzios5			2023-06	204400	
Buzios6	2013-12	345 亿桶	预计 2025 年	180000	
Buzios7			预计 2025 年	225000	
Buzios8			预计 2026 年	180000	
Buzios9			预计 2026 年	225000	
Buzios10			预计 2027 年	225000	
Buzios11			预计 2027 年	225000	

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

ES-M-592 区块, 中国海油巴西首个全资作业者区块: ES-M-592 区块位于埃斯皮里图桑托盆地深水区, 水深 2000-2260 米, 面积 721 平方公里, 中海油作为作业者拥有该区块 100%权益。

ACFO 和 Pau Brazil 区块, 快速推进的勘探区块: ACFO 区块和 Pau Brazil 区块均位于桑托斯盆地深水区。ACFO 区块水深 1500-2100 米, 区块面积 1383 平方公里, 作业者为壳牌, 中海油权益为 20%。Pau Brazil 区块水深约 2300 米, 区块面积 1183.68 平方公里。目前正在优选井位, 计划部署 1 口探井。

◆ 公司收购加拿大尼克森公司, 加速海外资源布局

2011 年 7 月, 中国海油以约 21 亿美元收购加拿大油砂开发商 OPTI (OPTI Canada Inc.), 主要资产为长湖 (Long Lake) 与另外三油砂项目 35%的权益 (尼克森拥有另外 65%权益)。沥青证实储量 (P1) 1.95 亿桶、概算储量 (P2) 5.34 亿桶, 长湖项目设计日产沥青 7.2 万桶, 改质后可得合成轻质油约 5.85 万桶。

2012 年 7 月, 中国海油以约 194 亿美元收购加拿大尼克森石油公司 (Nexen), 尼克森的资产分布于加拿大西部、英国北海、尼日利亚海上、墨西哥湾、哥伦比亚、也门和波兰。油气证实储量 (P1) 10.08 亿桶油当量, 其中油砂占约 60%; 油气产量 20.7 万桶油当量/天, 其中油砂产量约占 20%。

表6: 中国海油收购尼克森主要资产情况

项目	位置	权益	作业者	2022 年产量 (桶油当量/天)
Long Lake 及其他三个油砂项目	加拿大	65%	CNOOC	44000
Syncrude 项目	加拿大	7.23%	Syncrude	18000
Hangingstone 项目	加拿大	25%	JACOS	
Buzzard 项目	英国北海	43.21%	CNOOC	66000
Golden Eagle 项目	英国北海	36.50%	CNOOC	
Stampede 项目	美国墨西哥湾	9.47%	Hess	
Appomattox 项目	美国墨西哥湾	21%	Shell	22000

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

油砂是指富含天然沥青的沉积砂, 是一种沥青、沙、富矿粘土和水的混合物, 其中, 沥青含量为 10-12%, 沙和粘土等矿物占 80-85%, 余下为 3-5%的水。加拿大是世界油砂的主要富集地之一, 其中阿尔伯塔省 (Alberta) 油砂矿床是世界上最大的油砂沉积层, 油砂储藏约合原油 1800 亿桶。艾伯塔省油砂矿床有四个大矿床: 阿萨帕斯卡 (Athabasca)、和平河 (Peace River)、冷湖 (Cold Lake) 和沃帕斯卡尔 (Wabasca)。

从油砂提取石油主要有两种方法: 传统的地表挖坑采矿、地下钻井采矿, 地下提取技术主要分为蒸汽辅助重力泄油法 (SAGD)、蒸汽循环增产法 (CSS)。

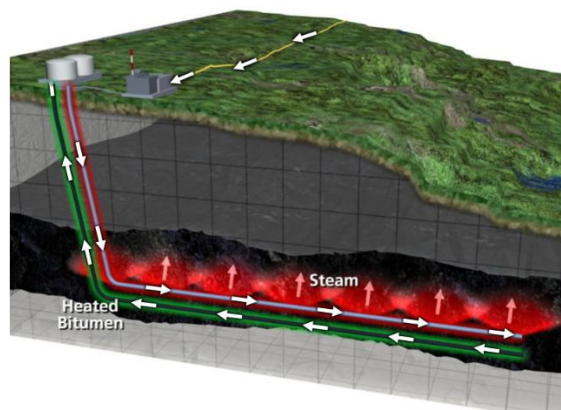
目前加拿大油砂普遍采用 SAGD 技术进行开采，该技术是基于注水采盐原理提出，应用于注蒸汽热采油砂，即利用水平井，浮力及蒸汽来有效的开采油砂。其原理是在注汽井中注入高干度蒸汽，蒸汽向上超覆在地层中形成蒸汽腔，蒸汽腔向上及侧面扩展，与油层中的原油发生热交换。被加热的原油降低粘度和蒸汽冷凝水在重力作用下向下流动，从水平生产井中采出。

图22: 加拿大油砂分布区域



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图23: 蒸汽辅助重力泄油技术模拟示意图

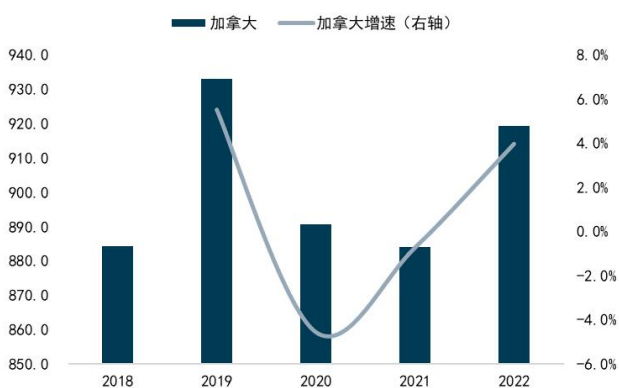


资料来源：海油工程官网，国信证券经济研究所整理

在加拿大，目前公司拥有 Long Lake 及其他三个油砂项目 100%的工作权益，2022 年，公司加快 LLSW 项目上产，K1A 项目成功复产，改质厂部分设施顺利重启，产量大幅增长，净产量约 4.4 万桶油当量/天；持有 Syncrude 项目 7.23%的权益，2022 年净产量约为 1.8 万桶油当量/天；持有 Hangingstone 油砂项目 25%的权益。公司亦持有其他几个勘探开发许可证的非作业者权益。

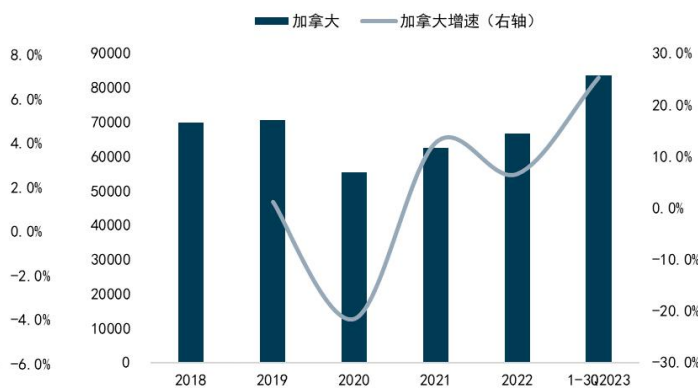
截至 2022 年底，中国海油在加拿大净证实储量为 9.2 亿桶油当量，同比增长 4.0%；2023 年前三季度，中国海油在加拿大净产量为 8.4 万桶油当量/天，较 2022 年增长 25.3%。

图24: 中国海油在加拿大证实净储量（百万桶油当量）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25: 中国海油在加拿大净产量（桶油当量/天）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7: 中国海油在加拿大主要项目情况

主要项目	类型	权益	设计产能 (桶油当量/天)	2022 年产量 (桶油当量/天)
Long Lake 及其他三个油砂项目	油砂	100%	72000	44000
Syncrude 项目	油砂	7.23%	250000	18000
Hangingstone 项目	油砂	25%	20000	
MEG 能源公司	油砂	9.47%	150000	
东加拿大海域两个勘探区块	油气	100%		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

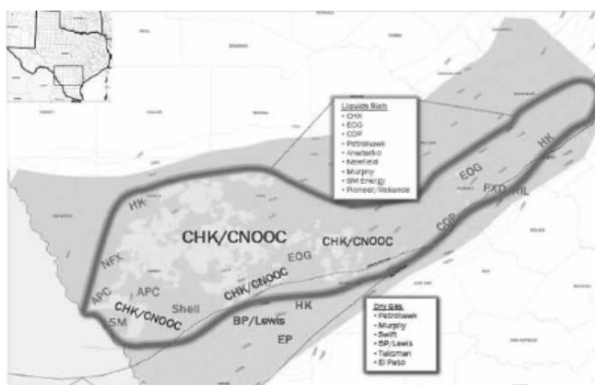
◆ 公司在美国陆上和墨西哥湾海上分别持有两个页岩油气项目和两个深水项目的权益

公司分别持有美国陆上页岩油气项目 Eagle Ford 和 Rockies 项目 26%和 13%权益。

2010 年 10 月, 中国海油旗下的中国海洋石油国际有限公司以 21.6 亿美元购入切萨皮克能源公司 (Chesapeake) 的鹰滩 (Eagle Ford) 页岩油气项目, 其中 10.8 亿美元项目获得 33.3%的权益, 同时替切萨皮克支付其所持权益部分中 75%的钻完井费用合计为 10.8 亿美元。Eagle Ford 项目区块位于美国德克萨斯州南部, 净面积达 60 万英亩。2022 年 Eagle Ford 项目净产量为 3.4 万桶油当量/天。

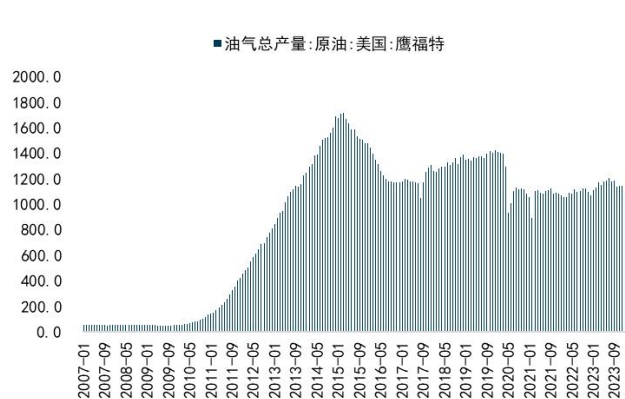
页岩油 (Shale Oil) 是赋存于富有机质页岩层系中的石油。富含机质页岩层系烃源岩内粉砂岩、细砂岩、碳酸盐岩单层厚度不大于 5m, 累计厚度占页岩层系总厚度比例小于 30%。无自然产能或低于工业石油产量下限, 需要采用特殊工艺技术措施才能获得工业石油产量。美国是世界上首个实现页岩油商业开发的国家, 美国页岩油革命始于 2010 年, 目前全球 90%以上的页岩油产量来自美国。技术方面, 水力压裂和水平井技术的发展起到了举足轻重的作用, 在开发模式上开创丛式井模式, 实现了页岩油开发的规模化, 大幅降低了单井投资和开发成本。

图26: Eagle Ford 页岩气区块图



资料来源: CNKI, 国信证券经济研究所整理

图27: Eagle Ford 区块油气总产量 (千桶/日)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

在美国墨西哥湾, 公司通过收购尼克森公司, 分别持有 Stampede、Appomattox 两个项目 25%、21%权益, 均位于美国墨西哥湾的超深水区域。

Appomattox 项目距路易斯安那州东南约 130 公里, 水深约 2200 米, 储量为 7 亿桶油当量, Shell 拥有 79%的权益, 并担任作业者。2015 年 7 月决定开发, 2019 年 5 月项目提前投产, 主要设施包括 1 座中心平台, 15 口水下生产井, 5 口水下注水井, 高峰产量约为 17.5 万桶油当量/天。2022 年, Appomattox 项目净产量约为 2.2 万桶油当量/天。

Stampede 项目距路易斯安那州以南约 185 公里，平均水深约 1066 米，油藏深度约为 9100 米。Stampede 项目 2018 年 1 月投产，每天可生产 8 万桶石油和 5000 万立方英尺的天然气。Hess 拥有 25% 的权益，并担任作业者，中国海油、挪威国油、雪佛龙各拥有 25% 的权益。

◆ 公司油气资源丰富，业务遍及全球

公司在印度尼西亚资产组合主要包括马杜拉海峡和东固两个开发生产区块。（1）马杜拉海峡区块为联合作业区块。2022 年，区块内的 MDA 和 MBH 两个气田成功投产，MAC 气田处于钻完井作业中。公司已建成年产能达 25.7 亿立方米的天然气生产基地，成为东爪哇地区最大的天然气供应商。（2）公司拥有印度尼西亚东固液化天然气项目约 13.9% 权益。2022 年，一期项目产量稳定，日净产量约 2.0 万桶油当量。

公司拥有伊拉克米桑油田群的技术服务合同 63.75% 的参与权益，并担任该油田群技术服务中的主承包商。2022 年，公司在米桑油田采取管理手段创新和技术攻关举措，总产量成功上产 30 万桶油当量/天，受合同回收模式影响，净产量约 2.5 万桶油当量/天。

公司间接持有阿联酋阿布扎比浅海下扎库姆和乌姆沙依夫—纳斯尔两个油田合同区各 4% 权益。2022 年，项目生产稳定，净产量约 3.0 万桶油当量/天。

公司拥有尼日利亚 OML130 区块 45% 的权益。OML130 区块是一个深水区块，主要由四个油田组成：Akpo、Egina、Egina 南和 Preowei。2022 年，Akpo 油田净产量为 3.8 万桶油/天，Egina 油田生产稳定，净产量约为 3.1 万桶/天。预计全部投产之后，净产量将达到 20 万桶油当量/天。

公司在英国通过尼克森公司持有 Buzzard 油田 43.2%、Golden Eagle 油田 36.5% 的权益，以及 STaR 生产区块 Scott、Telford 和 Rochelle 油田分别 41.9%、80.4% 和 79.3% 的权益，此外公司还持有英国北海海域 P2215 区块 50% 的勘探作业权益。2022 年，Buzzard 油田净产量上升至约 3.0 万桶油当量/天。

◆ 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 A 股 PE 分别为 10.1/8.8/7.6 倍，对应 H 股 PE 分别为 5.7/5.0/4.3 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)	PE			PB			
				2022	2023E	2024E				
601857.SH	中国石油	买入	8.79	0.82	0.94	0.98	6.1	9.4	9.0	1.1
600938.SH	中国海油	买入	28.59	2.98	2.84	3.25	5.1	10.1	8.8	2.2

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 14 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：

《南海获得亿吨级油田发现，持续看好公司长期成长》——2024-03-09

《原油价格上行，圭亚那项目进展顺利》——2024-02-21

《中国海油（600938.SH）-未来油气产量持续增长，继续加大勘探开发支出》——2024-01-26

《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

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	2.0%	6.1%	6.0%	8.0%	9.8%	现金净变动	13899	41657	76781	57840	66059
P/E	17.5	9.6	10.1	8.8	7.6	货币资金的期初余额	65831	79730	121387	198168	256008
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8	货币资金的期末余额	79730	121387	198168	256008	322066
EV/EBITDA	9.6	6.6	6.7	6.1	5.5	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