

# 中国海油 (600938)

## 2023 年年报点评: 高开支+低成本, 未来成长可期 买入 (维持)

2024 年 03 月 22 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	422,230	416,609	443,959	483,126	499,764
同比	71.56%	-1.33%	6.56%	8.82%	3.44%
归母净利润 (百万元)	141,700	123,843	138,243	154,537	159,847
同比	101.51%	-12.60%	11.63%	11.79%	3.44%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.98	2.60	2.91	3.25	3.36
P/E (现价&最新摊薄)	9.53	10.90	9.77	8.74	8.45

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度报告: 实现营业收入 4166 亿元 (同比-1%), 归母净利润 1238 亿元 (同比-13%)。其中 2023Q4, 实现营业收入 1098 亿元 (同比-1%, 环比-4%), 归母净利润 262 亿元 (同比-20%, 环比-23%)。公司 2023 年全年资产减值及跌价准备为 35.23 亿元, 较 2022 年增长 28.46 亿元, 主要系北美地区油气资产储量不佳, 经济评估效益不佳, 取消开发计划, 计提减值准备。此外, 公司 2023 年税金及附加同比增加 50 亿, 主要是因为一次性补缴矿权转让金。整体而言, 公司经营向好, 剔除一次性影响, 公司业绩亮眼。
- **持续增储上产, 2023 年实际油气净产量高于 2023 年初制定目标: 公司上调 2024-2025 年产量目标, 披露 2026 年产量目标。** 1) 2023 年, 公司实际净产量 678 百万桶油当量 (同比+8.7%), 其中石油净产量 529.5 百万桶 (同比+8.1%), 天然气 864.7 十亿立方英尺 (同比+11.0%), 高于 2023 年初目标。2) 2024 年, 公司净产量目标为 700-720 百万桶油当量, 其中中国、海外预计分别占 69%、31%。2025、2026 年, 公司净产量目标分别 780-800、810-830 百万桶油当量。
- **资本支出持续加大, 2023 年资本开支符合公司目标: 公司上调 2023 年资本开支, 加大 2024 年资本开支力度。** 1) 2023 年, 公司上调资本开支自 1000-1100 亿元至 1200-1300 亿元, 实际资本支出 1296 亿元, 符合公司目标, 主要用于国内油气田的开发, 以及海外圭亚那、巴西项目的开发。其中, 勘探、开发、生产资本化、其他支出分别 198、827、255、17 亿元。2) 2024 年, 公司资本支出总预算为 1250-1350 亿元, 其中, 勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、63%、19%; 中国、海外预计分别占 72%、28%。
- **桶油成本管控良好, 桶油作业费用位于行业前列: 公司 2023 年桶油主要成本 28.83 美元/桶, 较 2022 年降低 1.56 美元/桶, 同比-5.1%。** 其中, 公司 2023 年作业费用 7.54 美元/桶, 同比-0.2 美元/桶 (-2.6%); 折旧、折耗及摊销 14.06 美元/桶, 同比-0.61 美元/桶 (-4.1%); 弃置费 0.83 美元/桶, 同比-0.02 美元/桶 (-2.4%); 销售及管理费用 2.29 美元/桶, 同比-0.24 美元/桶 (-9.5%); 除所得税以外的其他税金 4.11 美元/桶, 同比-0.49 美元/桶 (-10.7%)。
- **国内外重点项目稳步推进:** 2024 年, 公司预计将有多个重要新项目投产, 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、神府深层煤层气勘探开发示范项目、海外的巴西 Mero3 项目。
- **公司注重股东回报:** 公司于 2023 年中期、末期分别派息 0.59、0.66 港元/股, 2023 年全年分红比例约 43.6%, 合计派息约 540 亿元, 按 2024 年 3 月 21 日收盘价, 中海油 A 股股息率为 4.0%; 中海油 H 股税前股息率为 6.9%, 按 28% 扣税, 税后股息率为 4.9%。
- **盈利预测与投资评级:** 根据公司增储上产&新项目推进情况, 我们调整 2024-2025 年归母净利润分别 1382、1545 亿元 (此前为 1404、1495 亿元), 新增 2026 年归母净利润 1598 亿元, 2024 年 3 月 21 日收盘价对应 A 股 PE 分别 10、9、8 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 油价波动; 公司增储上产速度不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	28.38
一年最低/最高价	16.40/30.88
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	80,651.76
总市值(百万元)	1,349,944.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.87
资产负债率(% ,LF)	33.58
总股本(百万股)	47,566.76
流通 A 股(百万股)	2,841.85

### 相关研究

- 《中国海油(600938): 发现秦皇岛 27-3 亿吨级油田, 增储上产继续推进》  
2024-03-18
- 《中国海油(600938): 发现开平南亿吨级油田, 增储上产继续推进》  
2024-03-08

中国海油三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>250,275</b>	<b>260,047</b>	<b>270,492</b>	<b>296,083</b>	<b>营业总收入</b>	<b>416,609</b>	<b>443,959</b>	<b>483,126</b>	<b>499,764</b>
货币资金及交易性金融资产	194,866	201,273	205,336	232,829	营业成本(含金融类)	208,794	223,766	239,041	245,980
经营性应收款项	40,270	42,322	47,726	45,571	税金及附加	24,331	19,978	21,741	22,489
存货	6,451	7,224	7,384	7,648	销售费用	3,501	3,774	3,865	3,998
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,012	7,547	7,972	8,246
其他流动资产	8,688	9,228	10,045	10,035	研发费用	1,605	1,776	1,933	1,999
<b>非流动资产</b>	<b>755,323</b>	<b>824,395</b>	<b>890,894</b>	<b>957,321</b>	财务费用	846	1,587	1,031	480
长期股权投资	51,252	52,252	53,252	54,252	加:其他收益	1,070	888	966	1,000
固定资产及使用权资产	17,066	17,563	17,981	18,323	投资净收益	4,715	4,440	4,831	2,999
在建工程	1,601	1,576	1,557	1,543	公允价值变动	300	100	50	50
无形资产	3,692	4,692	5,192	5,692	减值损失	(3,597)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
商誉	15,061	16,561	16,561	16,561	资产处置收益	(117)	4	5	5
长期待摊费用	805	1,005	1,205	1,405	<b>营业利润</b>	<b>172,891</b>	<b>189,463</b>	<b>211,897</b>	<b>219,124</b>
其他非流动资产	665,846	730,746	795,146	859,546	营业外净收支	83	100	9	64
<b>资产总计</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,084,442</b>	<b>1,161,386</b>	<b>1,253,405</b>	<b>利润总额</b>	<b>172,974</b>	<b>189,563</b>	<b>211,906</b>	<b>219,188</b>
<b>流动负债</b>	<b>123,939</b>	<b>133,146</b>	<b>131,150</b>	<b>141,195</b>	减:所得税	48,884	51,182	57,215	59,181
短期借款及一年内到期的非流动负债	24,111	24,111	24,111	24,111	<b>净利润</b>	<b>124,090</b>	<b>138,381</b>	<b>154,691</b>	<b>160,007</b>
经营性应付款项	61,382	75,364	70,717	79,604	减:少数股东损益	247	138	155	160
合同负债	1,383	2,238	2,390	2,460	<b>归属母公司净利润</b>	<b>123,843</b>	<b>138,243</b>	<b>154,537</b>	<b>159,847</b>
其他流动负债	37,063	31,433	33,932	35,020	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.60	2.91	3.25	3.36
非流动负债	213,783	203,983	194,183	184,383	EBIT	172,213	188,006	209,541	218,051
长期借款	11,296	11,296	11,296	11,296	EBITDA	241,160	260,035	281,642	290,224
应付债券	76,912	66,912	56,912	46,912	毛利率(%)	49.88	49.60	50.52	50.78
租赁负债	7,858	8,058	8,258	8,458	归母净利率(%)	29.73	31.14	31.99	31.98
其他非流动负债	117,717	117,717	117,717	117,717	收入增长率(%)	(1.33)	6.56	8.82	3.44
<b>负债合计</b>	<b>337,722</b>	<b>337,129</b>	<b>325,333</b>	<b>325,578</b>	归母净利润增长率(%)	(12.60)	11.63	11.79	3.44
归属母公司股东权益	666,586	745,884	834,470	926,083					
少数股东权益	1,290	1,428	1,583	1,743					
<b>所有者权益合计</b>	<b>667,876</b>	<b>747,313</b>	<b>836,053</b>	<b>927,826</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,084,442</b>	<b>1,161,386</b>	<b>1,253,405</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209,743	217,705	219,126	246,128	每股净资产(元)	14.01	15.68	17.54	19.47
投资活动现金流	(78,095)	(140,556)	(135,755)	(137,532)	最新发行在外股份(百万股)	47,567	47,567	47,567	47,567
筹资活动现金流	(84,228)	(73,843)	(80,359)	(82,153)	ROIC(%)	16.25	16.68	17.05	16.28
现金净增加额	47,806	3,307	3,013	26,444	ROE-摊薄(%)	18.58	18.53	18.52	17.26
折旧和摊销	68,947	72,028	72,101	72,173	资产负债率(%)	33.58	31.09	28.01	25.98
资本开支	(120,851)	(139,896)	(137,986)	(137,931)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.90	9.77	8.74	8.45
营运资本变动	9,965	5,842	(8,378)	11,948	P/B(现价)	2.03	1.81	1.62	1.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>