

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

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

## 资源禀赋优势持续夯实，资产质量优化+分红比例提升进一步凸显投资价值

2024年3月22日

**事件：**2024年3月21日，中国海油发布2023年年度报告。2023年，公司实现营业收入4166.09亿元，同比-1.33%；实现归母净利润1238.43亿元，同比-12.60%；实现扣非后归母净利润1251.88亿元，同比-10.74%；实现基本每股收益2.6元，同比-14.19%。公司资本负债率为15.2%，同比-3.1pct。公司扣非后加权平均净资产收益率为19.76%，同比-5.97pct。

2023年第四季度，公司实现营业收入1097.92亿元，同比-1.16%，环比-4.32%；实现归母净利润261.98亿元，同比-20.45%，环比-22.68%；实现扣非后归母净利润294.82亿元，同比-10.57%，环比-11.68%；实现基本每股收益0.6元，同比-21.74%，环比-23.94%。

### 点评：

- **2023年公司实现油气销售收入3279亿元，实现归母净利润1238亿元。**其中，除所得税外其他税金较2022年增加55.53亿元，主要受新出台的法规确认矿业权出让收益的影响（补缴影响额约为48亿元）。公司资产减值损失较2022年增加了28.46亿元，主要受北美地区油气资产计提减值准备的影响。
- **国际油价大幅下降，实现油价价差收窄：**2023年原油价格维持高位震荡，布伦特原油均价82.49美元/桶，同比-16.72%。2023年，公司实现油价77.96美元/桶，同比-19.29%，较布油平均折价4.53美元/桶，实现气价7.98美元/千立方英尺，同比-6.99%。2023Q4公司实现油价81.29美元/桶，较布油平均折价收窄至1.56美元/桶。
- **产量超额完成目标：**2023年公司油气净产量达678百万桶油当量，同比+8.69%，超额完成650-660百万桶的产量目标。其中，石油产量529.5百万桶（占比78%），同比+8.08%，天然气产量8647亿立方英尺（占比22%），同比+11.04%。渤海稳居中国第一大原油生产基地；圭亚那和巴西保持海外产量增长主力区。
- **储量接续能力优秀：**2023年公司储量替代率达180%，储量寿命仍稳定维持在10年以上。同时，公司成功评价全球最大变质岩亿吨级油田渤海中26-6、南海深水深层首个亿吨级油田开平南，成功发现秦皇岛27-3-渤海浅层亿吨级油田、Lancetfish-圭亚那超深水深层亿吨级油田、神府深层煤层气-陆上深层煤层中国首个千亿方大气田。诸多新发现在实现储量增长的同时，更打开了新区、新领域的持续勘探开发和增储上产空间，意义重大。
- **桶油成本保持优势：**2023年公司桶油主要成本为28.83美元（同比-1.56美元）。其中，桶油作业费用7.54美元（同比-0.20美元），主要受汇率及产量增长影响；桶油折旧折耗及摊销14.06美元（同比-0.61美元），主要受汇率及产量结构变化影响；桶油其他税金4.11美元（同

比-0.49 美元)，主要受油价下降影响。另外，2023 年公司桶油作业费用出现逐季上涨，或主要为油服景气提升带来的操作费用增加所致。

- **2023 年公司实现经营性净现金流入 2097 亿元，有效覆盖投资与股东回报，具体来看：**
- **资本开支保持高位：**2023 年公司实现资本开支 1296 亿元，同比+18.73%，勘探、开发、生产资本化支出比例分别为 15%、64%、20%。公司资本开支总量及开发阶段支出较年初计划有较大提升，料将使得海油工程、中海油服/中海油田服务等油服类公司受益。
- **现金分红比例提升：**2023 年公司合计支付每股股利 1.25 港元（含税），分红比例 43.6%，较去年 42.7%有所提升。按 2024 年 3 月 21 日收盘价计算，2023 年公司 A 股股息率 4%，H 股股息率为 6.9%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1376.60、1504.92 和 1584.13 亿元，同比增速分别为 11.2%、9.3%、5.3%，EPS 分别为 2.89、3.16 和 3.33 元/股，按照 2024 年 3 月 21 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 9.81、8.97 和 8.52 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 5.71、5.22、4.96 倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长，2024-2026 年公司有望继续保持良好业绩，H 股估值仍有较大修复空间，且有望享受高股息，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	422,230	416,609	440,398	477,318	497,005
增长率 YoY%	71.6%	-1.3%	5.7%	8.4%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	141,700	123,843	137,660	150,492	158,413
增长率 YoY%	101.5%	-12.6%	11.2%	9.3%	5.3%
毛利率(%)	53.1%	49.9%	51.0%	51.3%	51.5%
净资产收益率 ROE%	23.7%	18.6%	18.4%	17.9%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	2.89	3.16	3.33
P/E (A 股)	9.53	10.90	9.81	8.97	8.52
P/E (H 股)	2.20	3.42	5.71	5.22	4.96
P/B (A 股)	2.26	2.03	1.80	1.61	1.44
P/B (H 股)	0.52	0.64	1.05	0.94	0.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 21 日收盘价，注：2024 年 3 月 21 日港元兑人民币汇率为 0.90709

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	264,679	250,275	264,094	303,522	300,571
货币资金	121,387	150,562	164,045	198,199	208,986
应收票据	0	95	0	0	0
应收账款	36,546	36,291	37,109	41,118	33,432
预付账款	3,115	3,218	3,240	3,490	2,893
存货	6,239	6,451	5,550	6,084	3,293
其他	97,392	53,658	54,151	54,631	51,967
<b>非流动资产</b>	664,352	755,323	805,080	854,555	903,951
长期股权投资	48,927	51,252	53,252	55,252	57,252
固定资产	6,652	7,010	7,657	8,175	8,574
无形资产	3,798	3,692	3,692	3,692	3,692
其他	604,975	693,369	740,479	787,437	834,433
<b>资产总计</b>	929,031	1,005,598	1,069,174	1,158,078	1,204,523
<b>流动负债</b>	113,391	123,939	114,419	122,527	83,424
短期借款	4,303	4,365	4,365	4,365	4,365
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	59,789	61,382	58,626	64,175	29,596
其他	49,299	58,192	51,428	53,988	49,464
<b>非流动负债</b>	217,257	213,783	204,283	194,783	185,283
长期借款	11,287	11,296	11,296	11,296	11,296
其他	205,970	202,487	192,987	183,487	173,987
<b>负债合计</b>	330,648	337,722	318,702	317,310	268,707
少数股东权益	1,201	1,290	1,290	1,290	1,290
归属母公司股东权益	597,182	666,586	749,182	839,477	934,525
<b>负债和股东权益</b>	929,031	1,005,598	1,069,174	1,158,078	1,204,523

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422,230	416,609	440,398	477,318	497,005
同比 (%)	71.6%	-1.3%	5.7%	8.4%	4.1%
归属母公司净利润	141,700	123,843	137,660	150,492	158,413
同比	101.5%	-12.6%	11.2%	9.3%	5.3%
毛利率 (%)	53.1%	49.9%	51.0%	51.3%	51.5%
ROE%	23.7%	18.6%	18.4%	17.9%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	2.89	3.16	3.33
P/E	9.53	10.90	9.81	8.97	8.52
	2.26	2.03	1.80	1.61	1.44
P/B					
EV/EBITDA	2.86	4.01	4.74	4.32	4.11

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	422,230	416,609	440,398	477,318	497,005
营业成本	198,223	208,794	216,015	232,675	241,124
营业税金及附加	18,778	24,331	20,450	22,625	23,563
销售费用	3,355	3,501	3,523	3,819	3,976
管理费用	6,356	7,012	7,871	8,787	9,153
研发费用	1,527	1,605	1,697	1,839	1,915
财务费用	3,029	846	933	283	-780
减值损失	-677	-3,523	-4,000	-4,000	-4,000
投资净收益	4,674	4,715	4,404	4,773	4,970
其他	-34	1,179	881	955	994
<b>营业利润</b>	194,925	172,891	191,194	209,017	220,018
营业外收	-155	83	0	0	0
<b>利润总额</b>	194,770	172,974	191,194	209,017	220,018
所得税	53,093	48,884	53,534	58,525	61,605
<b>净利润</b>	141,677	124,090	137,660	150,492	158,413
少数股东损益	-23	247	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	141,700	123,843	137,660	150,492	158,413
EBITDA	257,526	241,457	273,416	290,302	300,122
EPS(当年)(元)	3.03	2.60	2.89	3.16	3.33

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	205,574	209,743	213,037	237,892	217,116
净利润	141,677	124,090	137,660	150,492	158,413
折旧摊销	62,852	68,947	81,693	81,775	81,854
财务费用	3,029	846	3,944	3,564	3,184
投资损失	-134	-4,674	-4,711	-4,404	-4,773
营运资金	-6,168	9,965	-9,856	2,834	-25,365
其它	8,858	10,606	4,000	4,000	4,000
<b>投资活动现金流</b>	-98,473	-78,095	-131,046	-130,477	-130,280
资本支出	-94,661	-120,851	-132,100	-132,100	-132,100
长期投资	-9,664	34,205	-3,200	-3,000	-3,000
其他	5,852	8,551	4,254	4,623	4,820
<b>筹资活动现金流</b>	-64,962	-84,228	-68,508	-73,261	-76,049
吸收投资	32,258	111	0	0	0
借款	850	170	0	0	0
支付利息或股息	-82,421	-63,346	-59,008	-63,761	-66,549
<b>现金流净增加额</b>	44,201	47,806	13,483	34,154	10,787

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。