

## 业绩韧性凸显，储产再创新高

2024 年 03 月 22 日

➤ **事件：**2024 年 3 月 21 日，公司发布 2023 年年度报告。2023 年，公司实现营业收入 4166.09 亿元，同比下滑 1.33%；实现归母净利润 1238.43 亿元，同比下滑 12.60%；实现扣非归母净利润 1251.88 亿元，同比下滑 10.74%。

➤ **23Q4 毛利率同环比提升，归母净利率因税金提高环比下滑。**23Q4，公司实现营业收入 1097.9 亿元，同比下降 1.16%，环比下降 4.32%；实现归母净利润 262.0 亿元，同比下降 20.45%，环比下降 22.68%。在公司优秀的成本管控下，23Q4 毛利率为 50.68%，同比提升 1.58pct，环比提升 3.89pct，而归母净利润环比大幅下降、归母净利率下降 5.67pct 的原因是 23Q4 税金及附加占收入的比重环比提高了 4.82pct，若考虑 23Q4 和 23Q3 税金及附加相等，则公司 23Q4 归母净利润有望达到 295.4 亿元，全年归母净利润有望实现 1271.8 亿元，同比 23 年仅下滑 10.25%，在油价下滑 17.23% 的背景下，公司业绩韧性凸显。

➤ **净证实储量再创新高，油气产量同比增 8.7%。**截至 2023 年末，公司净证实储量达到 67.84 亿桶油当量，储量替代率高达 180%，储量寿命连续 7 年稳定在 10 年以上，增储步伐稳步前行。2023 年，公司净产量达 6.78 亿桶油当量，同比增长 8.7%，连续五年创历史新高；其中，石油液体产量 529.5 百万桶，同比增长 8.1%，天然气产量 8647 亿立方英尺，同比增长 11.0%。2024 年，公司继续稳产增产，提高采收率和生产时率、降低自然递减率，多个重点项目于 2023 年下半年和 2024 年初投产，如巴西 Buzios5 项目 2023 年 6 月投产、高峰日产量 20 万桶油当量，陆丰 12-3 油田开发项目 2023 年 9 月投产、高峰日产量 3 万桶油当量，渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目 2023 年 11 月投产、高峰日产量 3.7 万桶油当量，圭亚那 Payara 项目 2023 年 11 月投产、高峰日产量 22 万桶油当量，巴西 Mero2 项目 2024 年 1 月投产、高峰日产量 18 万桶油当量，同时公司陆上天然气产量实现 5 年增长约 3 倍。据公司规划，2024-2026 年目标产量将进一步达 7.0-7.2、7.8-8.0、8.1-8.3 亿桶油当量，产量增长势头不减。

➤ **提质降本增效，桶油主要成本同比下滑。**公司深挖成本下降潜力，一方面，不断提升钻井核心技术能力，缩短项目开发周期；另一方面，开发平台向工程标准化转变，推动新项目增速提效。2023 年，公司桶油主要成本管控效果明显，同比下降 5.13%，其中，桶油作业费/折旧摊销/弃置费/销售管理费用/除所得税以外的其他税金分别为 7.54/14.06/0.83/2.29/4.11 美元/桶，同比分别下滑 2.58%/4.16%/2.35%/9.49%/10.65%。

➤ **高额资本支出推动增储上产。**2023 年公司完成资本支出 1296 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化的支出占比分别为 15.28%、63.81%、19.68%。2024 年公司计划资本支出 1250-1350 亿元，同比 23 年实际完成额相对稳定。

➤ **分红率 43.6%，A/H 股股息率分别为 4.00%/6.86%。**2023 年公司建议派发年末含税股息 0.66 港元/股，加上年中股息的 0.59 港元/股，全年含税股息合计 1.25 港元/股，股息支付率达 43.6%，以 2024 年 3 月 21 日收盘价和港币兑人民币中间价 0.9071 计算，A/H 股股息率分别为 4.00%/6.86%。

➤ **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力强，兼具成长性和高分红的特点，且随着国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1373.40/1487.86/1579.00 亿元，EPS 分别为 2.89/3.13/3.32 元/股，对应 2024 年 3 月 21 日的 PE 分别为 10/9/9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**油气勘探建设不及预期，国际局势变动对原油价格造成冲击，宏观经济不及预期，能源政策变动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	416,609	423,614	456,667	484,602
增长率 (%)	-1.3	1.7	7.8	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	123,843	137,340	148,786	157,900
增长率 (%)	-12.6	10.9	8.3	6.1
每股收益 (元)	2.60	2.89	3.13	3.32
PE	11	10	9	9
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 21 日收盘价）

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格：

### 28.38 元



**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

**研究助理 王姗姗**

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 中国海油 (600938.SH) 事件点评：年内连获两个亿吨级发现，能源巨头成长不停歇-2024/03/18
- 中国海油 (600938.SH) 事件点评：产量目标大幅上调，央企估值重塑推动估值提升-2024/01/25
- 中国海油 (600938.SH) 2023 年三季度报点评：23Q3 业绩环比提升，资本支出上调助力储产增长-2023/10/25
- 中国海油 (600938.SH) 2023 年半年度报告点评：业绩韧性充足，α属性凸显-2023/08/18
- 中国海油 (600938.SH) 2023 年一季报点评：强成本管控抵御风险，优质资产布局正当时-2023/04/28

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	416609	423614	456667	484602
营业成本	208794	201033	216646	230968
营业税金及附加	24331	21855	23560	25001
销售费用	3501	3675	3961	4204
管理费用	7012	7187	7748	8222
研发费用	1605	1759	1896	2012
EBIT	172213	189012	203833	215232
财务费用	846	2577	1826	893
资产减值损失	-3523	-69	-75	-80
投资收益	4715	4654	5017	5324
营业利润	172891	190942	206866	219494
营业外收支	83	-18	-30	12
利润总额	172974	190924	206836	219505
所得税	48884	53459	57914	61461
净利润	124090	137465	148922	158044
归属于母公司净利润	123843	137340	148786	157900
EBITDA	241160	260512	280443	296960

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	150562	204657	274040	349999
应收账款及票据	36386	38442	41441	43976
预付款项	3218	3392	3656	3897
存货	6451	6718	7240	7719
其他流动资产	53658	54621	55158	55612
流动资产合计	250275	307831	381536	461204
长期股权投资	51252	51252	51252	51252
固定资产	7010	8460	9998	11601
无形资产	3692	3692	3692	3692
非流动资产合计	755323	807107	858872	910632
资产合计	1005598	1114937	1240407	1371836
短期借款	4365	4365	4465	4565
应付账款及票据	61382	63263	68176	72683
其他流动负债	58192	55724	57603	59103
流动负债合计	123939	123352	130244	136351
长期借款	11296	11496	11696	11896
其他长期负债	202487	200487	198487	196487
非流动负债合计	213783	211983	210183	208383
负债合计	337722	335335	340427	344734
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1290	1415	1551	1695
股东权益合计	667876	779603	899981	1027102
负债和股东权益合计	1005598	1114937	1240407	1371836

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.33	1.68	7.80	6.12
EBIT 增长率	-11.49	9.75	7.84	5.59
净利润增长率	-12.60	10.90	8.33	6.13
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	49.88	52.54	52.56	52.34
净利润率	29.73	32.42	32.58	32.58
总资产收益率 ROA	12.32	12.32	11.99	11.51
净资产收益率 ROE	18.58	17.65	16.56	15.40
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.02	2.50	2.93	3.38
速动比率	1.91	2.38	2.81	3.27
现金比率	1.21	1.66	2.10	2.57
资产负债率 (%)	33.58	30.08	27.44	25.13
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	31.47	31.66	31.31	31.54
存货周转天数	10.94	11.79	11.60	11.66
总资产周转率	0.43	0.40	0.39	0.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.60	2.89	3.13	3.32
每股净资产	14.01	16.36	18.89	21.56
每股经营现金流	4.41	4.33	4.80	5.09
每股股利	0.54	0.60	0.65	0.69
<b>估值分析</b>				
PE	11	10	9	9
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.47	5.07	4.71	4.44
股息收益率 (%)	1.91	2.11	2.29	2.43

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124090	137465	148922	158044
折旧和摊销	68947	71500	76609	81727
营运资金变动	9965	-3154	3356	3176
经营活动现金流	209743	205744	228382	242006
资本开支	-120851	-121032	-126141	-131218
投资	34205	0	0	0
投资活动现金流	-78095	-116378	-121124	-125894
股权募资	111	0	0	0
债务募资	-20993	-2800	-2700	-2700
筹资活动现金流	-84228	-35271	-37874	-40153
现金净流量	47806	54095	69383	75959

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026