

中国海油 (600938.SH)

油气产量再创新高，看好公司长期成长

买入

核心观点

业绩符合预期，减值及矿业权出让收益一次性影响利润。公司2023年实现营业收入4166.1亿元（同比-1.3%），实现归母净利润1238.4亿元（同比-12.6%），扣非归母净利润为1251.9亿元（同比-11.0%）；2023年单四季度实现营业收入1097.9亿元，（同比-1.2%，环比-4.3%），实现归母净利润262.0亿元（同比-20.5%，环比-22.7%），扣非归母净利润为294.8亿元（同比-10.6%，环比-11.7%）。公司全年资产减值及跌价准备为35.23亿元，同比增加28.46亿元，主要受到北美地区油气资产计提减值准备的影响；除所得税外其他税金为243.31亿元，同比增加55.53亿元，主要受到确认矿业权出让收益的影响。

持续增加资本开支力度，坚持增储上产，产量稳定提升。公司2023年资本开支为1296亿元，同比增加271亿元，共获得9个新发现，成功评价22个含油气构造，2024年资本开支目标为1250-1350亿元；证实净储量6784百万桶油当量，储量替代率达180%，储量寿命连续7年稳定在10年以上；实际净产量678.0百万桶油当量（同比+8.7%），其中石油净产量529.5百万桶（同比+8.1%），天然气净产量864.7十亿立方英尺（同比+11.0%），2024-2026年产量目标分别为700-720、780-800、810-830百万桶油当量。

成本管控良好，桶油成本持续降低。公司2023年桶油主要成本为28.83美元/桶油当量，较2022年降低1.56美元/桶（同比-5.1%）。2023年布伦特原油均价为82.2美元/桶（同比-17.0%），公司石油实现价格77.96美元/桶（同比-19.3%）；天然气实现价格7.98美元/千立方英尺（同比-7.0%）。受益于成本下降，公司扣非后利润波动小于价格波动，抵抗油价波动风险能力显著增强。

公司现金流稳定，重视股东回报。公司2023年经营现金流2097亿元（同比+2.0%），建议2023年末期股息0.66港元/股（含税），全年股息1.25港元/股（含税），股息支付率43.6%，合计派息约540亿元，A股股息率为4.0%，H股税前股息率为6.9%，税后股息率约为4.9%。

风险提示：原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；地缘政治风险；政策风险等。

投资建议：预计2024-2025年布伦特原油均价为85美元/桶，下调2024-2025年并新增2026归母净利润为1468/1564/1633亿元（原值为1545/1783亿元），同比+18.6%/+6.5%/+4.5%，EPS为3.09/3.29/3.43元，对应A股PE分别为9.2/8.6/8.3倍，对于H股PE分别为5.4/5.1/4.9倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	422,230	416,609	454,615	482,283	497,484
(+/-%)	71.6%	-1.3%	9.1%	6.1%	3.2%
净利润(百万元)	141700	123843	146841	156355	163320
(+/-%)	101.5%	-12.6%	18.6%	6.5%	4.5%
每股收益(元)	1.88	2.60	3.09	3.29	3.43
EBIT Margin	45.9%	41.1%	45.1%	45.2%	45.9%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	18.6%	19.6%	18.8%	17.7%
市盈率 (PE)	15.1	10.9	9.2	8.6	8.3
EV/EBITDA	9.6	7.1	6.5	6.2	6.0
市净率 (PB)	3.57	2.03	1.81	1.62	1.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·油气开采 II

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

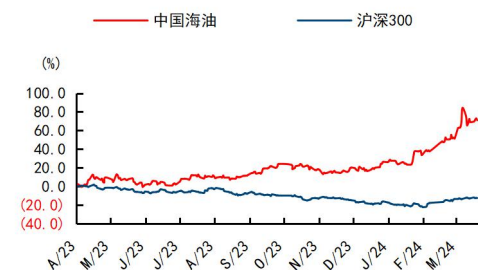
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.38元
总市值/流通市值	1349945/1345740百万元
52周最高价/最低价	30.88/16.40元
近3个月日均成交额	1154.94百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国海油 (600938.SH) - 优质的海外油气资源，助力公司长期成长》——2024-03-15

《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

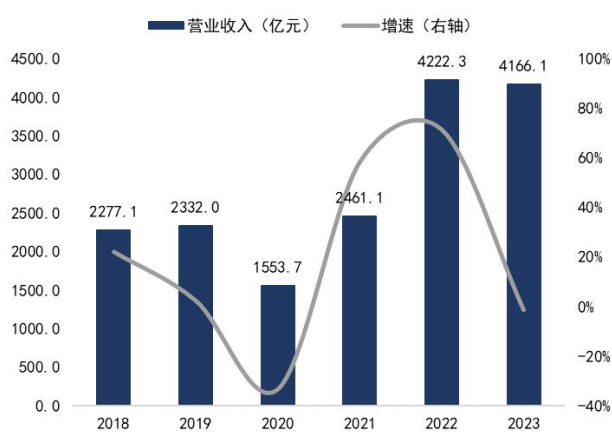
《中国海油 (600938.SH) - 巴西 Mero2 项目、陆丰油田群二期开发项目顺利投产》——2024-01-03

业绩符合预期，减值及矿业权出让收益一次性影响利润。公司 2023 年实现营业收入 4166.1 亿元（同比-1.3%），实现归母净利润 1238.4 亿元（同比-12.6%），扣非归母净利润为 1251.9 亿元（同比-11.0%）。

2023 年单四季度实现营业收入 1097.9 亿元，（同比-1.2%，环比-4.3%），实现归母净利润 262.0 亿元（同比-20.5%，环比-22.7%），扣非归母净利润为 294.8 亿元（同比-10.6%，环比-11.7%）。

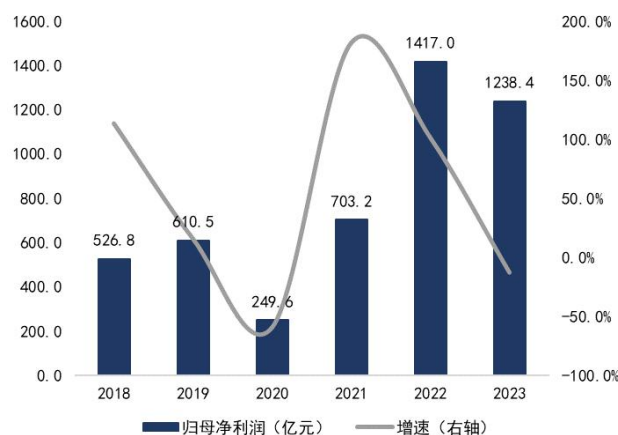
公司全年资产减值及跌价准备为 35.23 亿元，同比增加 28.46 亿元，主要受到北美地区油气资产计提减值准备的影响；除所得税外其他税金为 243.31 亿元，同比增加 55.53 亿元，主要受到确认矿业权出让收益的影响。

图1：中国海油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国海油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续增加资本开支力度，坚持增储上产，产量稳定提升。公司 2023 年资本开支为 1296 亿元，同比增加 271 亿元，处于 2023 年度资本支出预算上限（预算为 1200-1300 亿元），2024 年资本开支目标为 1250-1350 亿元。公司 2023 年共获得 9 个新发现，成功评价 22 个含油气构造，主要包括成功评价渤中 26-6 和开平南等亿吨级油田，成功发现秦皇岛 27-3 和圭亚那 Lancetfish 亿吨级油田以及神府深层煤层气亿吨级千亿方大气田。

截至 2023 年底，公司证实净储量 6784 百万桶油当量，储量替代率达 180%，储量寿命连续 7 年稳定在 10 年以上；实际净产量 678.0 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%），天然气净产量 864.7 十亿立方英尺（同比+11.0%），主要受益于多个项目投产，包括中国海域的渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目、陆丰 12-3 油田开发项目、恩平 18-6 油田开发项目以及圭亚那 Payara 项目、巴西 Buzios5 项目等。

2023 年全年超过 40 个项目在建，2024 年有望投产的项目包括中国的渤中 19-2 油田开发项目、深海一号二期项目、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以及海外的巴西 Mero3 项目等，将有力支持未来的可持续发展，2024-2026 年产量目标分别为 700-720、780-800、810-830 百万桶油当量。

图3：中国海油经营现金流及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国海油油气产量及增速（单位：百万桶油当量）



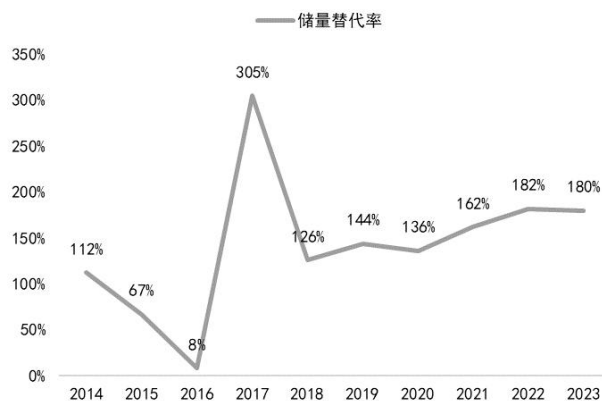
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中国海油证实净储量及储量寿命



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国海油储量替代率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

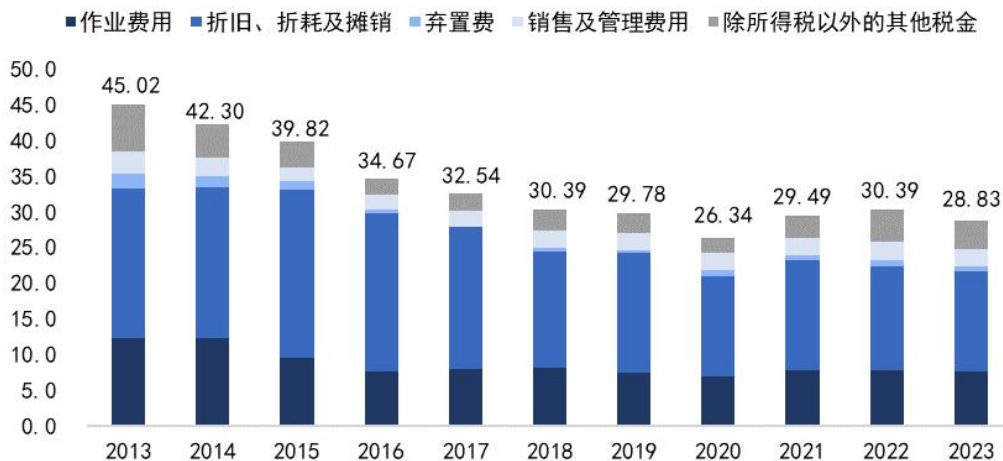
2024年3月18日，中国海油对外宣布，我国渤海再获亿吨级大发现——秦皇岛27-3油田，探明石油地质储量达1.04亿吨，秦皇岛27-3油田是渤海油田自2019年来连续发现的第6个亿吨级油田。秦皇岛27-3油田位于渤海中北部海域，西距天津市约200公里，平均水深约25米，发现井秦皇岛27-3-3井钻遇油层48.9米，完钻井深1570米。

成本管控良好，桶油成本持续降低。公司2023年桶油主要成本为28.83美元/桶油当量，较2022年降低1.56美元/桶（同比-5.1%）。其中作业费用7.54美元/桶，较2022年降低0.2美元/桶（同比-2.6%）；折旧、折耗及摊销14.06美元/桶，较2022年降低0.61美元/桶（同比-4.1%）；弃置费0.83美元/桶，较2022年降低0.02美元/桶（同比-2.4%）；销售及管理费用2.29美元/桶，较2022年降低0.24美元/桶（同比-9.5%）；除所得税以外的其他税金4.11美元/桶，较2022年降低0.49美元/桶（同比-10.7%）。

2023年布伦特原油均价为82.2美元/桶（同比-17.0%），公司石油实现价格77.96美元/桶（同比-19.3%）；天然气实现价格7.98美元/千立方英尺（同比-7.0%）。

受益于成本下降，公司扣非后利润波动小于价格波动，抵抗油价波动风险能力显著增强。

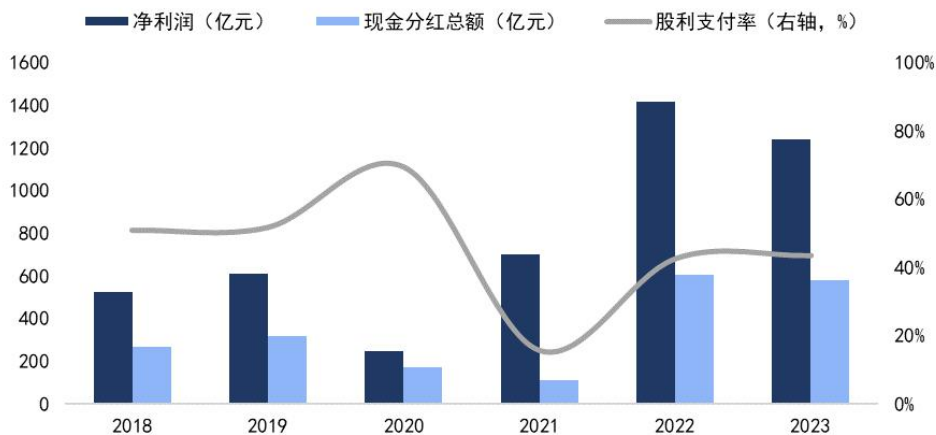
图7：中国海油桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：中国海油公司官网

公司现金流稳定, 重视股东回报。公司 2023 年经营现金流 2097 亿元(同比+2.0%)，建议 2023 年末期股息 0.66 港元/股（含税），全年股息 1.25 港元/股（含税），股息支付率 43.6%，合计派息约 540 亿元，A 股股息率为 4.0%，H 股税前股息率为 6.9%，税后股息率约为 4.9%。

图8：中国海油股利支付率



资料来源：中国海油公司官网

投资建议：预计 2024-2025 年布伦特原油均价为 85 美元/桶，下调 2024-2025 年并新增 2026 归母净利润为 1468/1564/1633 亿元（原值为 1545/1783 亿元），同比 +18.6%/+6.5%/+4.5%，EPS 为 3.09/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 9.2/8.6/8.3 倍，对于 H 股 PE 分别为 5.4/5.1/4.9 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 (元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
601857.SH	中国石油	买入	9.17	0.82	0.94	0.98	6.1	9.7	9.4	1.2
600938.SH	中国海油	买入	28.38	2.98	2.60	3.09	5.1	8.1	9.8	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 21 日, 各可比公司数据均来自 Wind 一致预期)

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	121387	150562	185082	247937	329449	营业收入	422230	416609	454615	482283	497484
应收款项	36546	36386	43006	43163	45011	营业成本	198223	208794	216520	229110	233103
存货净额	6239	6451	9441	8113	8314	营业税金及附加	18778	24331	20458	21703	22387
其他流动资产	12298	12572	15912	15160	16021	销售费用	3355	3501	3864	4099	4229
流动资产合计	264679	250275	342440	406373	493795	管理费用	6356	7012	6967	7382	7610
固定资产	6652	8611	54808	100977	136897	研发费用	1527	1605	1818	1929	1990
无形资产及其他	3798	3692	4544	5397	6249	财务费用	3029	846	2326	2670	2699
投资性房地产	604975	691768	691768	691768	691768	投资收益	4674	4715	3935	4441	4364
长期股权投资	48927	51252	54214	58439	61609	资产减值及公允价值变动	(1382)	(3223)	(2302)	(2302)	(2609)
资产总计	929031	1005598	1147775	1262953	1390318	其他收入	(856)	(726)	(1818)	(1929)	(1990)
短期借款及交易性金融负债	24690	24111	30000	33000	36300	营业利润	194925	172891	204294	217529	227221
应付款项	59789	61382	84973	75640	76886	营业外净收支	(155)	83	56	63	63
其他流动负债	28912	38446	36598	38857	39671	利润总额	194770	172974	204350	217592	227284
流动负债合计	113391	123939	151571	147497	152857	所得税费用	53093	48884	57218	60926	63640
长期借款及应付债券	103145	88208	110208	130208	150208	少数股东损益	(23)	247	292	311	325
其他长期负债	114112	125575	137241	150405	162503	归属于母公司净利润	141700	123843	146841	156355	163320
长期负债合计	217257	213783	247449	280613	312711	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	330648	337722	399020	428110	465567	净利润	141700	123843	146841	156355	163320
少数股东权益	1201	1290	1407	1500	1581	资产减值准备	(7286)	2846	14329	11167	14693
股东权益	597182	666586	747348	833344	923170	折旧摊销	61400	66433	64819	68009	74425
负债和股东权益总计	929031	1005598	1147775	1262953	1390318	公允价值变动损失	1382	3223	2302	2302	2609
						财务费用	3029	846	2326	2670	2699
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(60068)	(61683)	34788	19179	25941
每股收益	1.88	2.60	3.09	3.29	3.43	其它	7276	(2725)	(14212)	(11074)	(14612)
每股红利	1.10	1.33	1.39	1.48	1.55	经营活动现金流	144404	131937	248867	245939	266377
每股净资产	7.94	14.01	15.71	17.52	19.41	资本开支	0	(67115)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	25.99%	19.31%	21%	22%	22%	其它投资现金流	(5769)	43905	(44696)	(3000)	(3000)
ROE	23.73%	18.58%	20%	19%	18%	投资活动现金流	(13155)	(25535)	(176158)	(135725)	(134671)
毛利率	53%	50%	52%	52%	53%	权益性融资	2062	111	0	0	0
EBIT Margin	46%	41%	45%	45%	46%	负债净变化	(3)	9	10000	8000	8000
EBITDA Margin	60%	57%	59%	59%	61%	支付股利、利息	(82421)	(63346)	(66078)	(70360)	(73494)
收入增长	72%	-1%	9%	6%	3%	其它融资现金流	73195	49336	5889	3000	3300
净利润增长率	102%	-13%	19%	6%	4%	融资活动现金流	(89592)	(77227)	(38189)	(47360)	(50194)
资产负债率	36%	34%	35%	34%	34%	现金净变动	41657	29175	34520	62855	81512
股息率	6.1%	4.7%	4.9%	5.2%	5.4%	货币资金的期初余额	79730	121387	150562	185082	247937
P/E	15.1	10.9	9.2	8.6	8.3	货币资金的期末余额	121387	150562	185082	247937	329449
P/B	3.6	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	60571	118699	115691	136145
EV/EBITDA	9.6	7.1	6.5	6.2	6.0	权益自由现金流	0	109917	132913	124769	145502

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