

2024年03月23日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

储量产量再创新高，降本增效助力长期发展

—中国海油（600938.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

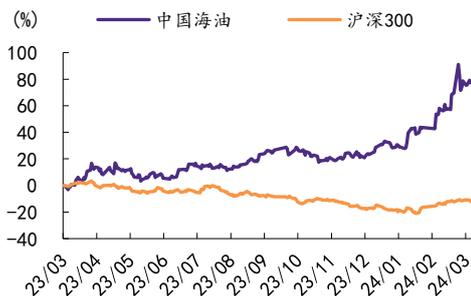
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-22

当前股价（元）	27.31
总市值（亿元）	12990
总股本（百万股）	47567
流通股本（百万股）	2842
52周价格范围（元）	16.47-30.58
日均成交额（百万元）	821.82

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《中国海油（600938）：持续增储上产，市值管理考核催化价值重估》2024-01-31

中国海油发布 2023 年年度报告：公司实现营业收入 4166.09 亿元，同比-1%；实现归母净利润 1238.43 亿元，同比-13%。2023 年 Q4 实现营业收入 1097.92 亿元，同比-1.2%，环比-4.3%，实现归母净利润 261.98 亿元，同比-20.4%，环比-22.7%。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，主要受确认矿业权出让收益的影响。剔除补缴矿产特别收益和一次性北美地区减值等影响，公司业绩符合预期。

投资要点

■ 油气产销量新高，油价下跌背景维持优秀业绩

2023 年全球油价下滑，公司平均实现油价 77.96 美元/桶，同比-19.3%，平均实现气价 7.98 美元/千立方英尺，同比-7%。2023 年公司净产量达 678 百万桶油当量，同比增长 8.7%，连续五年创历史新高；2019-2023 年净产量复合增长率达 7.6%。销量方面，石油销量达 5.15 亿桶，同比+7.5%；天然气销量达 807.4 十亿立方英尺，同比+11.2%。实现油气销售收入 3278.67 亿元，同比-7.1%，降幅远低于油价降幅。

■ 降本增效成果显著，继续巩固成本优势

2023 年公司加强成本控制，继续巩固成本竞争优势，桶油主要成本为 28.83 美元，同比-5.1%。其中桶油作业费用 7.54 美元/桶，同比-2.6%、桶油折旧折耗及摊销 14.06 美元/桶，同比-4.2%、桶油弃置费 0.83 美元/桶，同比-2.4%、销售管理费 2.29 美元/桶，同比-9.5%、除所得税以外的其他税金 4.11 美元/桶，同比-10.7%。

■ 现金流充裕，重视股东回报

公司 2023 年经营现金流 2097 亿元，同比+2%。2023 年公司末期派息 0.66 港币/股，中期派息 0.59 港币/股，合计派息 1.25 港币/股，公司总股本约 476 亿股，合计分红约 595 亿港元，股息支付率达 43.6%，按 2024 年 3 月 22 日收盘价及汇率，A 股股息率约 4.2%，H 股股息率约 7.1%。

■ 增储势头强劲，高油价中枢支撑高盈利

公司资本开支及产量保持高位，2025/2026 年公司净产量目标为 780-800/810-830 百万桶，未来三年油气开采规划增速高于行业内其他主要企业。截至 2024 年 3 月 21 日，布伦特油价为 85.8 美元/桶，较年初上涨 13%，在地缘冲突不断，OPEC+挺价意愿强烈等背景下油价存在较强支撑，公司未来业绩和分红具有较强保障。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 4413.6、4800、4901 亿元，EPS 分别为 2.87、3.05、3.10 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5、9、8.8 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	416,609	441,360	480,000	490,100
增长率（%）	-1.3%	5.9%	8.8%	2.1%
归母净利润（百万元）	123,843	136,496	145,053	147,260
增长率（%）	-12.6%	10.2%	6.3%	1.5%
摊薄每股收益（元）	2.60	2.87	3.05	3.10
ROE（%）	18.5%	18.9%	18.6%	17.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	150,562	212,057	273,821	334,751
应收款	36,386	38,548	41,922	42,805
存货	6,451	7,484	8,328	8,588
其他流动资产	56,876	57,623	58,789	59,094
流动资产合计	250,275	315,712	382,860	445,237
非流动资产:				
金融类资产	44,304	44,304	44,304	44,304
固定资产	7,010	7,503	7,387	7,048
在建工程	1,601	640	256	102
无形资产	3,692	3,507	3,323	3,147
长期股权投资	51,252	51,252	51,252	51,252
其他非流动资产	691,768	691,768	691,768	691,768
非流动资产合计	755,323	754,671	753,986	753,318
资产总计	1,005,598	1,070,383	1,136,846	1,198,556
流动负债:				
短期借款	4,365	4,365	4,365	4,365
应付账款、票据	61,382	71,214	79,238	81,717
其他流动负债	56,809	56,809	56,809	56,809
流动负债合计	123,939	133,854	142,006	144,518
非流动负债:				
长期借款	88,208	88,208	88,208	88,208
其他非流动负债	125,575	125,575	125,575	125,575
非流动负债合计	213,783	213,783	213,783	213,783
负债合计	337,722	347,637	355,789	358,301
所有者权益				
股本	47,567	47,567	47,567	47,567
股东权益	667,876	722,747	781,057	840,255
负债和所有者权益	1,005,598	1,070,383	1,136,846	1,198,556

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124090	136769	145343	147554
少数股东权益	247	272	289	294
折旧摊销	66433	652	676	659
公允价值变动	300	300	300	300
营运资金变动	18673	5973	2768	1064
经营活动现金净流量	209743	143965	149376	149871
投资活动现金净流量	-78095	467	500	492
筹资活动现金净流量	-70153	-81898	-87032	-88356
现金流量净额	61,495	62,535	62,844	62,007

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	416,609	441,360	480,000	490,100
营业成本	208,794	216,463	241,500	249,340
营业税金及附加	24,331	25,777	28,033	28,623
销售费用	3,501	3,709	4,034	4,119
管理费用	7,012	7,429	8,079	8,249
财务费用	846	-1,794	-3,523	-5,229
研发费用	1,605	1,700	1,849	1,888
费用合计	12,964	11,044	10,439	9,027
资产减值损失	-3,523	-3,523	-3,523	-3,523
公允价值变动	300	300	300	300
投资收益	4,715	4,715	4,715	4,715
营业利润	172,891	190,564	202,516	205,598
加:营业外收入	510	510	510	510
减:营业外支出	427	427	427	427
利润总额	172,974	190,647	202,599	205,681
所得税费用	48,884	53,879	57,256	58,127
净利润	124,090	136,769	145,343	147,554
少数股东损益	247	272	289	294
归母净利润	123,843	136,496	145,053	147,260

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-1.3%	5.9%	8.8%	2.1%
归母净利润增长率	-12.6%	10.2%	6.3%	1.5%
盈利能力				
毛利率	49.9%	51.0%	49.7%	49.1%
四项费用/营收	3.1%	2.5%	2.2%	1.8%
净利率	29.8%	31.0%	30.3%	30.1%
ROE	18.5%	18.9%	18.6%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	33.6%	32.5%	31.3%	29.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	11.4	11.4	11.4	11.4
存货周转率	32.4	32.4	32.4	32.4
每股数据(元/股)				
EPS	2.60	2.87	3.05	3.10
P/E	10.5	9.5	9.0	8.8
P/S	3.1	2.9	2.7	2.7
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。