

中国海油(600938)

CAPEX 适配产量增长，降本增效成果显著

事件：

公司发布 2023 年年报，全年实现营业收入 4166 亿元（同比-1%），归母净利润 1238 亿元（同比-13%）。其中 2023Q4 单季实现营业收入 1098 亿元（同比-1%，环比-4%），归母净利润 262 亿元（同比-20%，环比-23%）。

► 油气净产量及净证实储量连续 6 年稳步提升

公司 2023 年油气净产量完成 678 百万桶油当量（同比+8.7%），超额完成年初制定的产量目标。净证实储量达 6784 百万桶油当量（同比+8.7%），储量替代率达 180%，2017-2023 年公司油气产储量连续 6 年创新高，储量寿命连续 7 年稳定在 10 年以上。2024-2026 公司三年滚动产量目标分别为 700-720/780-800/810-830 百万桶油当量，2024 年目标储量替代率不低于 130%，产量储量有望再创新高。

► 技术助力降本增效，成本管控优势显著

公司提升钻完井核心技术能力，强化钻完井精益化管理，中国海上在产油气田采收率显著提高 1.2%，自然递减率有效控制 10% 以下。平均钻井日效率较 2019 年+19%，实现连续 4 年上升；钻井周期较 2019 年-18%，实现连续 4 年下降。2023 年实现桶油主要成本 28.83 美元/桶油当量（同比-5.1%），处于国际同业前列。

► 资本开支适配产量增长，新增项目稳步推进

公司 2023 年资本支出完成 1296 亿元（同比+26.4%），其中勘探和开发占比分别是 15% 和 64%；2024 年资本支出有望达 1250-1350 亿元，其中勘探和开发占比分别是 16% 和 63%，资本支出结构基本保持稳定。公司 2024 年新项目稳步推进，2024 年初巴西 Mero2 项目投产，基本完成 2023 年新增项目目标。其余重大新增项目包括绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目，深海一号二期天然气开发项目以及巴西 Mero3 项目预计在 2024 投产。

► 盈利预测、估值与评级

考虑到国际油价中枢有望维持在中高位，公司增储上产稳步推进，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4375.41/4580.54/4658.63 亿元，同比+5.02%/+4.69%/+1.70%，归母净利润分别为 1377.52/1486.58/1553.04 亿元，EPS 分别为 2.90/3.13/3.26 元/股，建议持续关注。

风险提示：中东地缘政治事件风险；石油和天然气价格波动风险；石油和天然气需求恢复不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	422230	416609	437541	458054	465863
增长率（%）	71.56%	-1.33%	5.02%	4.69%	1.70%
EBITDA（百万元）	260651	242767	198793	215212	225246
归母净利润（百万元）	141700	123843	137752	148658	155304
增长率（%）	101.51%	-12.60%	11.23%	7.92%	4.47%
EPS（元/股）	2.98	2.60	2.90	3.13	3.26
市盈率（P/E）	9.5	10.9	9.8	9.1	8.7
市净率（P/B）	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.1	6.2	6.3	5.6	5.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

行业：石油石化/油气开采 II
 投资评级：
 当前价格：27.31 元
 目标价格：

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	47,566.76/47,418.62
流通 A 股市值(百万元)	77,610.97
每股净资产(元)	14.01
资产负债率(%)	33.58
一年内最高/最低(元)	30.88/16.40

股价相对走势



作者

分析师：郭荆璞
 执业证书编号：S0590523070003
 邮箱：jguo@glsc.com.cn
 分析师：吴诚
 执业证书编号：S0590519070001
 邮箱：wucheng@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国海油(600938)：中海油亿吨级油田发现，南海深水勘探前景广阔》2024.03.10
 2、《中国海油(600938)：2023 年三季度点评：加大资本开支助力产量增长》2023.10.25

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	121387	150562	186973	220954	257489	营业收入	422230	416609	437541	458054	465863
应收账款+票据	37992	37052	42123	44098	44850	营业成本	198223	208794	212065	216292	214776
预付账款	3115	3218	3902	4084	4154	营业税金及附加	18778	24331	21625	22639	23025
存货	6239	6451	7725	7879	7823	营业费用	3355	3501	3500	3664	3727
其他	95946	52992	56077	56627	56836	管理费用	7883	8617	8138	8520	8665
流动资产合计	264679	250275	296799	333642	371153	财务费用	3029	846	4031	3516	2966
长期股权投资	48927	51252	52648	54044	55440	资产减值损失	-677	-3523	-700	-733	-745
固定资产+油气资产	539742	601375	699599	802588	903440	公允价值变动收益	-705	300	0	0	0
在建工程	1436	1601	0	0	0	投资净收益	4674	4715	3935	3935	3935
无形资产	3798	3692	3393	3095	2796	其他	671	879	726	726	726
其他非流动资产	70449	97403	62464	62061	62061	营业利润	194925	172891	192142	207352	216621
非流动资产合计	664352	755323	818104	921788	1023738	营业外净收益	-155	83	-18	-18	-18
资产总计	929031	1005598	1114903	1255429	1394890	利润总额	194770	172974	192124	207334	216603
短期借款	4303	4365	4365	4365	4365	所得税	53093	48884	54296	58594	61214
应付账款+票据	59789	61382	70585	71992	71487	净利润	141677	124090	137828	148739	155389
其他	49299	58192	60738	62038	61687	少数股东损益	-23	247	75	81	85
流动负债合计	113391	123939	135688	138395	137539	归属于母公司净利润	141700	123843	137752	148658	155304
长期带息负债	109706	96066	86696	79889	69113	财务比率					
长期应付款	6917	6631	6631	6631	6631		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	100634	111086	83995	83995	83995	成长能力					
非流动负债合计	217257	213783	177322	170515	159739	营业收入	71.56%	-1.33%	5.02%	4.69%	1.70%
负债合计	330648	337722	313010	308910	297278	EBIT	98.28%	-12.12%	12.85%	7.49%	4.14%
少数股东权益	1201	1290	1365	1447	1532	EBITDA	66.03%	-6.86%	-18.11%	8.26%	4.66%
股本	75180	47567	47567	47567	47567	归属于母公司净利润	101.51%	-12.60%	11.23%	7.92%	4.47%
资本公积	2854	2861	30474	30474	30474	获利能力					
留存收益	519148	588545	722486	867032	1018039	毛利率	53.05%	49.88%	51.53%	52.78%	53.90%
股东权益合计	598383	667876	801893	946520	1097612	净利率	33.55%	29.79%	31.50%	32.47%	33.36%
负债和股东权益总计	929031	1005598	1114903	1255429	1394890	ROE	23.73%	18.58%	17.21%	15.73%	14.17%
现金流量表						ROIC	31.04%	23.69%	23.40%	21.67%	19.59%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	141677	124090	137828	148739	155389	资产负债率	35.59%	33.58%	28.08%	24.61%	21.31%
折旧摊销	62852	68947	2638	4362	5677	流动比率	2.3	2.0	2.2	2.4	2.7
财务费用	3029	846	4031	3516	2966	速动比率	2.2	1.9	2.1	2.3	2.6
存货减少(增加为“-”)	-536	-212	-1274	-154	55	营运能力					
营运资金变动	-6172	9964	1661	-155	-1831	应收账款周转率	11.1	11.3	10.5	10.5	10.5
其它	4724	6108	-28381	-2410	-2619	存货周转率	31.8	32.4	27.5	27.5	27.5
经营活动现金流	205574	209743	116503	153899	159637	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
资本支出	-79240	-110709	-125651	-106650	-106231	每股指标(元)					
长期投资	-9664	34205	0	0	0	每股收益	3.0	2.6	2.9	3.1	3.3
其他	-9569	-1591	62771	1168	1168	每股经营现金流	4.3	4.4	2.4	3.2	3.4
投资活动现金流	-98473	-78095	-62880	-105482	-105063	每股净资产	12.6	14.0	16.8	19.9	23.0
债权融资	-8899	-13578	-9370	-6807	-10776	估值比率					
股权融资	32099	0	-27613	0	0	市盈率	9.5	10.9	9.8	9.1	8.7
其他	-88162	-70650	19771	-7628	-7262	市净率	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
筹资活动现金流	-64962	-84228	-17212	-14435	-18038	EV/EBITDA	4.1	6.2	6.3	5.6	5.2
现金净增加额	44201	47806	36411	33981	36535	EV/EBIT	5.4	8.7	6.4	5.7	5.3

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼