

中国海油 (600938.SH) / 中国海洋石油 (00883.HK)

2024 年一季报点评: 经营情况大超预期!

2024 年 04 月 26 日

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 422,230 | 416,609 | 458,447 | 491,953 | 513,749 |
| 同比 (%) | 71.56 | (1.33) | 10.04 | 7.31 | 4.43 |
| 归母净利润 (百万元) | 141,700 | 123,843 | 150,015 | 163,547 | 172,914 |
| 同比 (%) | 101.51 | (12.60) | 21.13 | 9.02 | 5.73 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 2.98 | 2.60 | 3.15 | 3.44 | 3.64 |
| P/E (A) | 9.68 | 11.08 | 9.15 | 8.39 | 7.94 |
| P/E (H) | 5.70 | 6.52 | 5.39 | 4.94 | 4.67 |

行业走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年一季度报告: 实现营业收入 1115 亿元 (同比+14%, 环比+2%), 归母净利润 397 亿元 (同比+24%, 环比+52%), 扣非归母净利润 395 亿元 (同比+25%, 环比+34%)。公司加大油气勘探开发力度, 推进提质增效升级行动, 油气净产量稳步增长, 成本竞争优势得到巩固, 第一季度归母净利润创历史新高。
- **原油实现销售价格增加超预期:** 24Q1 国际布伦特油价同比基本持平: 23Q1 布油均价 82.2 美元/桶, 24Q1 布油均价 81.8 美元/桶。而公司原油实现销售价格从 23Q1 的 74.17 美元/桶提升到 24Q1 的 78.75 美元/桶, 同比+6%, 与布油折价从 8 美元/桶缩窄到 3 美元/桶。
- **项目提前投产, 产量增加超预期:** 24Q1, 公司实际净产量 180 百万桶油当量 (同比+10%), 其中石油净产量 141 百万桶 (同比+10%), 天然气 65 亿立方米 (同比+11%)。较公司年初制定的 2024 年油气当量产量目标为 700-720 百万桶油当量, 同比为 3%至 6%, 24Q1 产量大超预期。绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目, 较计划提前投产, 公司预计这两个项目 2025 年达到高峰产量。此外, 渤中 19-2 油田开发项目, 深海一号二期天然气开发项目、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、海外的巴西 Mero3 项目、加拿大长湖西北项目在推进中。
- **资本支出增加超预期:** 24Q1, 公司资本开支共计 290 亿元, 同比+43 亿元 (+17%), 其中勘探/开发/生产资本化/其他分别 48/175/64/3 亿元, 同比-1/+17/+25/+1 亿元。较公司年初制定的 2024 年资本开支为 1250-1350 亿元, 同比为-4%至+4%, 24Q1 资本开支大超预期。
- **桶油成本降低超预期:** 24Q1, 公司桶油主要成本 27.59 美元/桶, 同比-0.63 美元/桶 (-2.2%)。其中, 作业费用 6.91 美元/桶, 同比-0.08 美元/桶 (-1.1%); 折旧、折耗及摊销 13.77 美元/桶, 同比-0.45 美元/桶 (-4.1%); 弃置费 0.87 美元/桶, 同比-0.19 美元/桶 (-17.9%); 销售及管理费用 1.99 美元/桶, 同比-0.3 美元/桶 (-13.1%); 除所得税以外的其他税金 4.05 美元/桶, 同比+0.39 美元/桶 (+10.7%)。折旧、折耗及摊销下降主要是由于汇率变动和产量结构变化的综合影响。
- **公司注重股东回报:** 根据我们最新预测, 预计公司 2024 年净利润 1500 亿元, 按照 2022-2023 年全年分红比例 43%, 合计派息 645 亿元, 按 2024 年 4 月 25 日收盘价, 中海油 A 股股息率为 4.7%; 中海油 H 股税前股息率为 7.9%, 按 10%扣税, 税后股息率为 7.1%, 按 28%扣税, 税后股息率为 5.7%。
- **盈利预测与投资评级:** 根据公司增储上产&新项目推进情况, 我们调整 2024-2026 年归母净利润分别 1500、1635、1729 亿元 (此前 2024-2026 年预期 1382、1545、1598 亿元), 按 2024 年 4 月 25 日收盘价对应 A 股 PE 分别 9、8、8 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 油价波动; 公司增储上产速度不及预期

市场数据

| 人民币/港币 | 600938 SH | 00883 HK |
|----------|--------------|-------------|
| 收盘价 | 28.85 | 18.72 |
| 52 周价格范围 | 17.55/30.58 | 11.04/19.38 |
| 市净率 (倍) | 2.06 | 1.34 |
| 市值 (百万) | 1,372,301.14 | 890,449.82 |

相关研究

- 《中国海油(600938): 2023 年年报点评: 高开支+低成本, 未来成长可期》
2024-03-22
- 《中国海油(600938): 发现秦皇岛 27-3 亿吨级油田, 增储上产继续推进》
2024-03-18

中国海油三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 250,275 | 268,802 | 281,171 | 318,167 | 营业总收入 | 416,609 | 458,447 | 491,953 | 513,749 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 194,866 | 207,047 | 217,213 | 250,850 | 营业成本(含金融类) | 208,794 | 226,052 | 239,152 | 247,752 |
| 经营性应收款项 | 40,270 | 44,810 | 46,799 | 48,913 | 税金及附加 | 24,331 | 20,859 | 22,384 | 23,376 |
| 存货 | 6,451 | 7,363 | 7,252 | 7,889 | 销售费用 | 3,501 | 3,668 | 3,936 | 4,110 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 7,012 | 6,877 | 8,117 | 8,477 |
| 其他流动资产 | 8,688 | 9,582 | 9,907 | 10,515 | 研发费用 | 1,605 | 1,467 | 1,574 | 1,644 |
| 非流动资产 | 755,323 | 824,395 | 890,894 | 957,321 | 财务费用 | 846 | 1,587 | 915 | 243 |
| 长期股权投资 | 51,252 | 52,252 | 53,252 | 54,252 | 加:其他收益 | 1,070 | 229 | 246 | 257 |
| 固定资产及使用权资产 | 17,066 | 17,563 | 17,981 | 18,323 | 投资净收益 | 4,715 | 3,209 | 3,444 | 3,596 |
| 在建工程 | 1,601 | 1,576 | 1,557 | 1,543 | 公允价值变动 | 300 | 100 | 50 | 50 |
| 无形资产 | 3,692 | 4,692 | 5,192 | 5,692 | 减值损失 | (3,597) | (1,500) | (1,500) | (1,500) |
| 商誉 | 15,061 | 16,561 | 16,561 | 16,561 | 资产处置收益 | (117) | 5 | 5 | 5 |
| 长期待摊费用 | 805 | 1,005 | 1,205 | 1,405 | 营业利润 | 172,891 | 199,980 | 218,119 | 230,556 |
| 其他非流动资产 | 665,846 | 730,746 | 795,146 | 859,546 | 营业外净收支 | 83 | 100 | 9 | 64 |
| 资产总计 | 1,005,598 | 1,093,197 | 1,172,065 | 1,275,488 | 利润总额 | 172,974 | 200,080 | 218,128 | 230,621 |
| 流动负债 | 123,939 | 135,284 | 130,182 | 144,292 | 减:所得税 | 48,884 | 50,020 | 54,532 | 57,655 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 24,111 | 24,111 | 24,111 | 24,111 | 净利润 | 124,090 | 150,060 | 163,596 | 172,965 |
| 经营性应付款项 | 61,382 | 76,761 | 69,388 | 82,016 | 减:少数股东损益 | 247 | 45 | 49 | 52 |
| 合同负债 | 1,383 | 2,261 | 2,392 | 2,478 | 归属母公司净利润 | 123,843 | 150,015 | 163,547 | 172,914 |
| 其他流动负债 | 37,063 | 32,152 | 34,291 | 35,688 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.60 | 3.15 | 3.44 | 3.64 |
| 非流动负债 | 213,783 | 203,983 | 194,183 | 184,383 | EBIT | 172,213 | 199,753 | 217,036 | 228,648 |
| 长期借款 | 11,296 | 11,296 | 11,296 | 11,296 | EBITDA | 241,160 | 271,782 | 289,136 | 300,821 |
| 应付债券 | 76,912 | 66,912 | 56,912 | 46,912 | 毛利率(%) | 49.88 | 50.69 | 51.39 | 51.78 |
| 租赁负债 | 7,858 | 8,058 | 8,258 | 8,458 | 归母净利率(%) | 29.73 | 32.72 | 33.24 | 33.66 |
| 其他非流动负债 | 117,717 | 117,717 | 117,717 | 117,717 | 收入增长率(%) | (1.33) | 10.04 | 7.31 | 4.43 |
| 负债合计 | 337,722 | 339,267 | 324,365 | 328,675 | 归母净利润增长率(%) | (12.60) | 21.13 | 9.02 | 5.73 |
| 归属母公司股东权益 | 666,586 | 752,595 | 846,316 | 945,377 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,290 | 1,335 | 1,384 | 1,436 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 667,876 | 753,930 | 847,700 | 946,813 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,005,598 | 1,093,197 | 1,172,065 | 1,275,488 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 209,743 | 229,771 | 230,492 | 257,292 | 每股净资产(元) | 14.01 | 15.82 | 17.79 | 19.87 |
| 投资活动现金流 | (78,095) | (141,786) | (137,142) | (136,935) | ROIC(%) | 16.25 | 18.13 | 17.96 | 17.27 |
| 筹资活动现金流 | (84,228) | (78,905) | (84,233) | (87,771) | ROE-摊薄(%) | 18.58 | 19.93 | 19.32 | 18.29 |
| 现金净增加额 | 47,806 | 9,081 | 9,117 | 32,587 | 资产负债率(%) | 33.58 | 31.03 | 27.67 | 25.77 |
| 折旧和摊销 | 68,947 | 72,028 | 72,101 | 72,173 | P/E (A) | 11.08 | 9.15 | 8.39 | 7.94 |
| 资本开支 | (120,851) | (139,895) | (137,986) | (137,931) | P/B (A) | 2.06 | 1.82 | 1.62 | 1.45 |
| 营运资本变动 | 9,965 | 4,999 | (7,305) | 10,752 | EV/EBITDA | 4.01 | 4.87 | 4.51 | 4.19 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>