



# 中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 强势成长，大超预期

### 业绩简评

中国海油于2024年4月25日发布公司2024年第一季度报告，公司2024Q1实现营业收入1114.68亿元，同比增加14.10%；实现归母净利润397.19亿元，同比增加23.70%。公司业绩在原油价格同比下降0.49%的情况下实现大幅增长，再超预期。

### 经营分析

**实现油价显著修复，桶油成本管控良好：**2024Q1布伦特原油期货结算均价为81.76美元/桶，同比减少0.49%，环比减少1.32%。在油价基本同比持平的情况下，公司2024Q1石油液体平均实现价格为78.75美元/桶，同比增加6.20%。公司贯彻降本增效，桶油成本管理良好，2024Q1桶油主要成本为27.59美元/桶，同比下降2.23%，公司桶油成本优势凸显。

**持续维持较高资本支出水平，公司油气产量维持较高增速增长：**公司为响应增储上产号召，资本支出水平维持较高水平，2024Q1公司勘探开发资本支出达287.2亿元，同比增加16.81%。较高的资本支出水平保障公司油气生产工作，2024Q1公司油气总产量达1.80亿桶油当量，同比增加9.88%，其中，原油产量达1.41亿桶，同比增加9.58%；天然气产量达2295亿立方英尺，同比增加10.60%，油气产量维持较高增速，再超预期。

**新项目顺利推进，公司高成长性优势凸显：**2024年公司新项目建设有序推进，其中绥中26-1和旅大5-2油田二次调整开发项目较计划提前投产，预计2025年达到高峰产量。新项目的陆续投产有望支撑公司油气产量维持较高增速增长，公司高成长性优势凸显。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好油价中枢稳健下的未来公司业绩稳定性和公司持续增长资本开支带来的成长性，因此我们上调了2024-2026年公司盈利预测，上调比例分别为15%/14%/14%，2024-2026盈利预测为1550亿元/1600亿元/1650亿元，对应2024-2026年EPS为3.26元/3.36元/3.47元，对应PE为8.85X/8.58X/8.31X，维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期；(2) OPEC+减产执行强度不及预期风险；(3) 原油供需受到异常扰动；(4) 能源政策及制裁对企业经营的影响；(5) 汇率风险；(6) 其他不可抗力风险。

### 石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.85 元

### 相关报告：

- 《中国海油公司点评：强势业绩再展央企雄风!》，2024.3.22
- 《中国海油公司点评：产量持续增长的稀缺央企!》，2023.10.24
- 《中国海油公司点评：稀缺央企，再超预期!》，2023.8.18



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	422,230	416,609	421,061	434,551	454,642
营业收入增长率	71.56%	-1.33%	1.07%	3.20%	4.62%
归母净利润(百万元)	141,700	123,843	155,086	160,016	165,094
归母净利润增长率	101.51%	-12.60%	25.23%	3.18%	3.17%
摊薄每股收益(元)	2.979	2.604	3.260	3.364	3.471
每股经营性现金流净额	4.32	4.41	3.15	3.37	3.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.73%	18.58%	20.42%	18.70%	17.29%
P/E	5.10	8.05	8.85	8.58	8.31
P/B	1.21	1.50	1.81	1.60	1.44

来源：公司年报、国金证券研究所

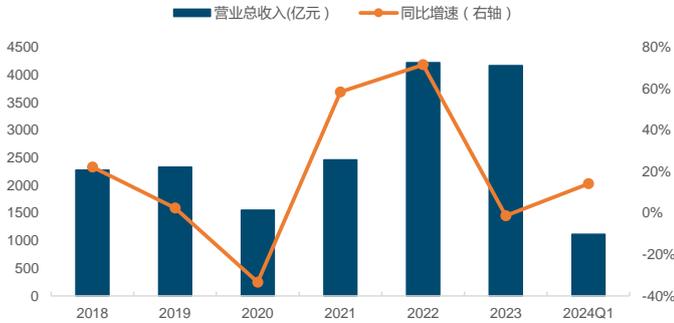


## 1、油价同环比基本持平下业绩再超预期

中国海油于 2024 年 4 月 25 日发布公司 2024 年第一季度报告，公司 2024Q1 实现营业收入 1114.68 亿元，同比增加 14.10%；实现归母净利润 397.19 亿元，同比增加 23.70%。公司业绩在原油价格同比下降 0.49% 的情况下实现大幅增长，再超预期。

图表 1：2024Q1 公司营业总收入同比增加 14.10%

图表 2：2024Q1 公司归母净利润同比增加 23.70%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年 OPEC+ 重点国家持续减产顶价、美国原油战略储备开始补库以及中国成品油消费需求持续复苏，叠加地缘冲突因素油价呈现震荡上行趋势。2024Q1 布伦特原油期货结算价均值为 81.76 美元/桶，同比减少 0.49%，环比减少 1.32%。在油价基本同比持平的情况下，公司 2024Q1 石油液体平均实现价格为 78.75 美元/桶，同比增加 6.20%。

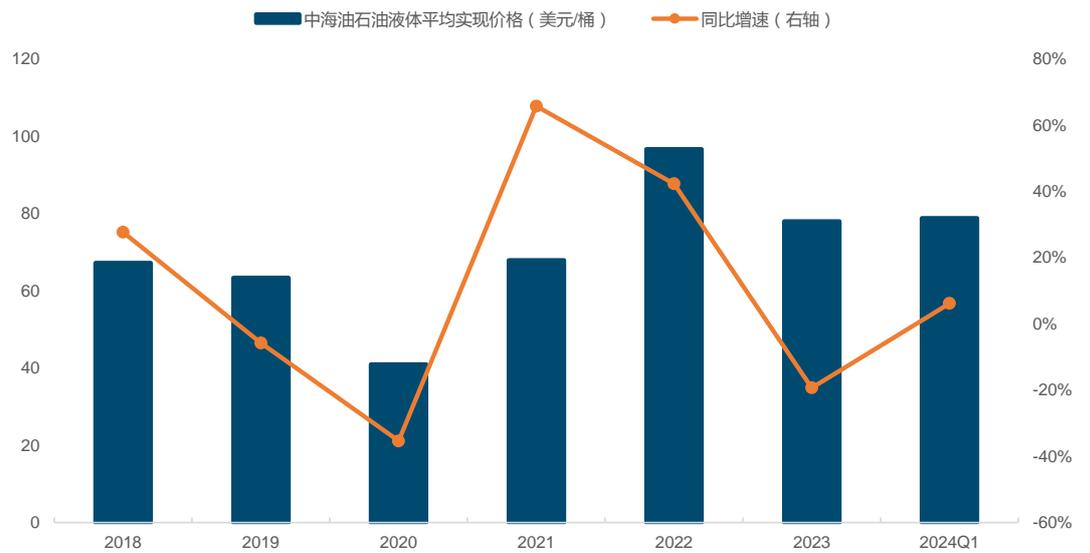
图表 3：2024Q1 布伦特原油均价同比下降 0.49%



来源：Wind，国金证券研究所



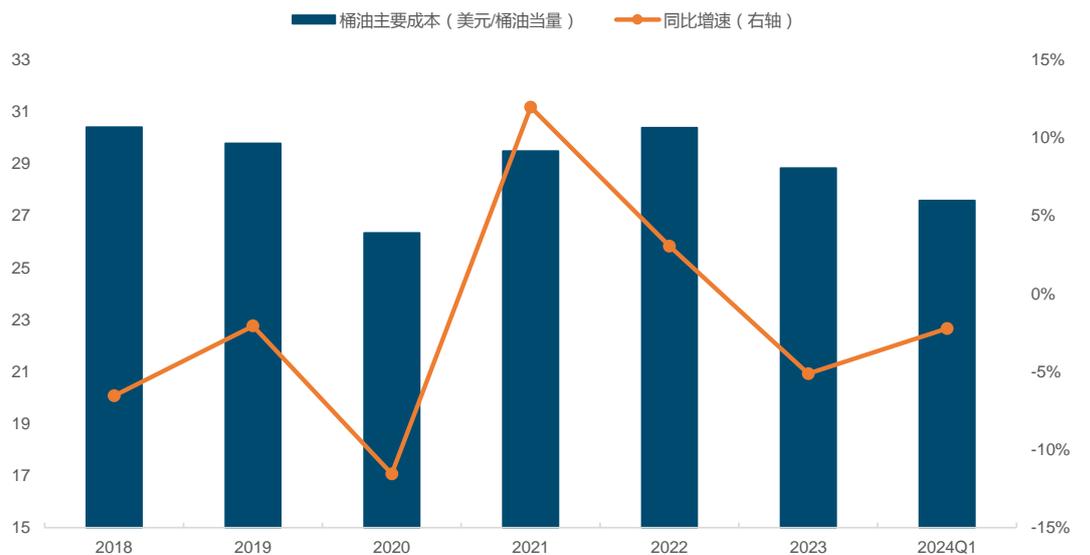
图表4: 2024Q1 公司石油液体平均实现价格同比增加 6.20%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司贯彻降本增效, 桶油成本管理良好, 2024Q1 桶油主要成本为 27.59 美元/桶, 同比下降 2.23%, 公司桶油成本优势凸显。

图表5: 2024Q1 公司桶油成本同比下降 2.23%

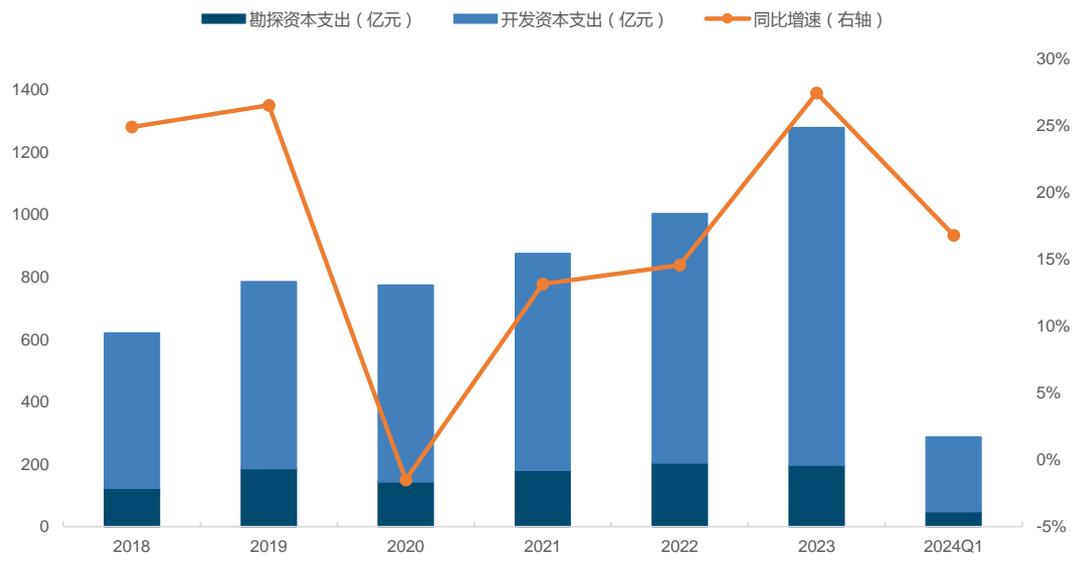


来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司为响应增储上产号召, 资本支出水平维持较高水平, 2024Q1 公司勘探开发资本支出达 287.2 亿元, 同比增加 16.81%。较高的资本支出水平保障公司油气生产工作, 2024Q1 公司油气总产量达 1.80 亿桶油当量, 同比增加 9.88%, 其中, 原油产量达 1.41 亿桶, 同比增加 9.58%; 天然气产量达 2295 亿立方英尺, 同比增加 10.60%, 油气产量维持较高增速, 再超预期。

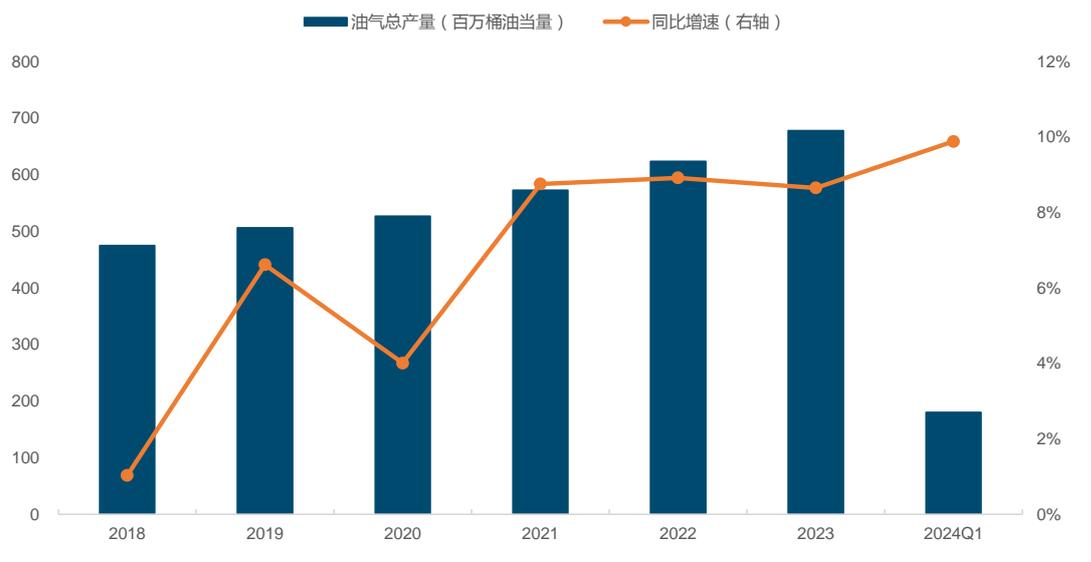


图表6: 公司 2024Q1 勘探开发资本支出同比增加 16.81%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 2024Q1 公司油气总产量同比增加 9.88%



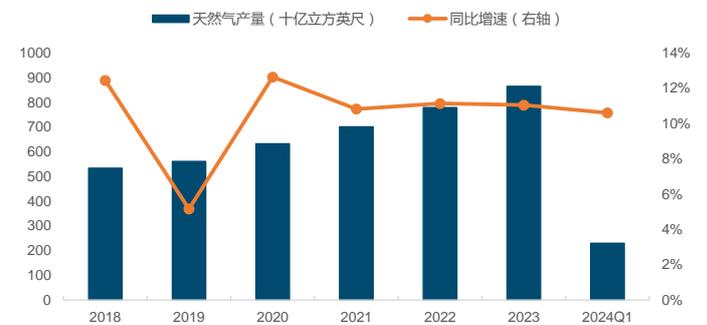
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 2024Q1 公司原油产量同比增加 9.58%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 2024Q1 公司天然气产量同比增加 10.60%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2024 年公司新项目建设有序推进, 其中绥中 26-1 和旅大 5-2 油田二次调整开发项目较计划提前投产, 预计 2025 年达到高峰产量。新项目的陆续投产有望支撑公司油气产量维持较高增速增长, 公司高成长性优势凸显。


**图表10：公司 2024 年新项目进展情况**

主要项目	当前状态	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域			
渤中 19 - 6 气田 13 - 2 区块 5 井区开发项目	调试	5800	100%
绥中 36 -1/旅大 5 - 2 油田二次调整开发项目	投产	30300	100%
绥中 36 - 2 油田 36 - 2 区块开发项目	建造	9700	100%
渤中 19 - 2 油田开发项目	建造	18800	100%
恩平 21 - 4 油田开发项目	安装	5300	100%
流花 11 -1/4 - 1 油田二次开发项目	安装	17900	100%
惠州 26 - 6 油田开发项目	建造	20600	100%
乌石 23 - 5 油田群开发项目	安装	18100	100%
深海一号二期天然气开发项目	安装	27500	100%
中国陆上			
临兴深层煤层气勘探开发示范项目	建造	11100	100%
神府深层煤层气勘探开发示范项目	建造	11000	100%
海外			
巴西 Mero3 项目	安装	180000	10%
加拿大长湖西北项目	安装	8200	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、风险提示

- 1) 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2) OPEC+减产执行强度不及预期风险：OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素，假使 OPEC+减产执行力度不及预期，或影响当前供应端测算结果。
- 3) 原油供需受到异常扰动：俄乌局势变化、中东冲突、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，同时原油价格维持高位后存在油企修改生产计划的可能性，美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 4) 能源政策及制裁对企业经营的影响：公司有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021 年 1 月，美国商务部将公司列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 5) 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。
- 6) 其他不可抗力风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>246,111</b>	<b>422,230</b>	<b>416,609</b>	<b>421,061</b>	<b>434,551</b>	<b>454,642</b>
增长率		71.6%	-1.3%	1.1%	3.2%	4.6%
主营业务成本	-121,585	-198,223	-208,794	-172,139	-179,888	-193,293
%销售收入	49.4%	46.9%	50.1%	40.9%	41.4%	42.5%
毛利	124,526	224,007	207,815	248,921	254,663	261,348
%销售收入	50.6%	53.1%	49.9%	59.1%	58.6%	57.5%
营业税金及附加	-11,172	-18,778	-24,331	-20,716	-21,380	-22,368
%销售收入	4.5%	4.4%	5.8%	4.9%	4.9%	4.9%
销售费用	-2,694	-3,355	-3,501	-4,211	-4,346	-4,546
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-5,218	-6,356	-7,012	-8,421	-8,691	-9,093
%销售收入	2.1%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,506	-1,527	-1,605	-2,105	-2,173	-2,273
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	103,936	193,991	171,366	213,468	218,074	223,068
%销售收入	42.2%	45.9%	41.1%	50.7%	50.2%	49.1%
财务费用	-3,936	-3,029	-846	-3,712	-1,511	508
%销售收入	1.6%	0.7%	0.2%	0.9%	0.3%	-0.1%
资产减值损失	-7,957	-666	-3,597	0	0	0
公允价值变动收益	779	-705	300	0	0	0
投资收益	2,417	4,674	4,715	4,500	4,500	4,500
%税前利润	2.5%	2.4%	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%
营业利润	95,804	194,925	172,891	214,256	221,064	228,075
营业利润率	38.9%	46.2%	41.5%	50.9%	50.9%	50.2%
营业外收支	17	-155	83	0	0	0
税前利润	95,821	194,770	172,974	214,256	221,064	228,075
利润率	38.9%	46.1%	41.5%	50.9%	50.9%	50.2%
所得税	-25,514	-53,093	-48,884	-58,920	-60,793	-62,721
所得税率	26.6%	27.3%	28.3%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	70,307	141,677	124,090	155,336	160,271	165,354
少数股东损益	-13	-23	247	250	255	260
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>70,320</b>	<b>141,700</b>	<b>123,843</b>	<b>155,086</b>	<b>160,016</b>	<b>165,094</b>
净利率	28.6%	33.6%	29.7%	36.8%	36.8%	36.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	70,307	141,677	124,090	155,336	160,271	165,354
少数股东损益	-13	-23	247	250	255	260
非现金支出	65,193	63,518	72,544	76,841	87,228	98,788
非经营收益	6,766	6,547	3,144	554	443	276
营运资金变动	5,626	-6,172	9,964	4,049	5,445	8,247
<b>经营活动现金净流</b>	<b>147,892</b>	<b>205,570</b>	<b>209,742</b>	<b>236,780</b>	<b>253,387</b>	<b>272,666</b>
资本开支	-82,398	-94,661	-120,851	-84,326	-91,360	-104,014
投资	-17,233	-9,664	34,205	5,721	-2,500	-2,500
其他	3,396	5,852	8,551	4,500	4,500	4,500
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-96,235</b>	<b>-98,473</b>	<b>-78,095</b>	<b>-74,105</b>	<b>-89,360</b>	<b>-102,014</b>
股权募资	856	32,258	111	0	0	0
债权募资	-6,883	-14,176	-20,993	31,109	-3,825	-2,188
其他	-27,305	-82,421	-63,346	-67,099	-68,949	-70,814
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-33,332</b>	<b>-64,339</b>	<b>-84,228</b>	<b>-35,990</b>	<b>-72,774</b>	<b>-73,002</b>
<b>现金净流量</b>	<b>17,412</b>	<b>44,820</b>	<b>47,805</b>	<b>126,685</b>	<b>91,253</b>	<b>97,649</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	79,730	121,387	150,562	275,754	365,797	462,466
应收款项	33,105	42,934	42,308	45,059	46,503	48,653
存货	5,703	6,239	6,451	5,188	5,421	5,825
其他流动资产	89,444	94,119	50,954	50,329	50,445	50,646
流动资产	207,982	264,679	250,275	376,330	468,166	567,591
%总资产	26.4%	28.5%	24.9%	33.2%	38.0%	42.4%
长期投资	48,698	62,003	64,591	58,870	61,370	63,870
固定资产	465,451	532,719	592,920	600,367	604,488	609,726
%总资产	59.2%	57.3%	59.0%	53.0%	49.1%	45.5%
无形资产	16,972	19,123	19,558	20,099	20,588	21,029
非流动资产	578,587	664,352	755,323	757,087	763,719	771,445
%总资产	73.6%	71.5%	75.1%	66.8%	62.0%	57.6%
<b>资产总计</b>	<b>786,569</b>	<b>929,031</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,133,417</b>	<b>1,231,885</b>	<b>1,339,036</b>
短期借款	16,537	24,690	24,111	9,361	10,526	13,327
应付款项	56,853	68,219	70,979	59,317	61,976	66,569
其他流动负债	20,561	20,482	28,849	90,518	91,590	92,776
流动负债	93,951	113,391	123,939	159,196	164,092	172,672
长期贷款	11,290	11,287	11,296	11,306	11,316	11,326
其他长期负债	199,352	205,970	202,487	201,748	199,046	198,290
负债	304,593	330,648	337,722	372,250	374,454	382,288
<b>普通股股东权益</b>	<b>480,912</b>	<b>597,182</b>	<b>666,586</b>	<b>759,627</b>	<b>855,636</b>	<b>954,693</b>
其中：股本	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	384,362	448,985	515,345	608,397	704,406	803,463
少数股东权益	1,064	1,201	1,290	1,540	1,795	2,055
<b>负债股东权益合计</b>	<b>786,569</b>	<b>929,031</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,133,417</b>	<b>1,231,885</b>	<b>1,339,036</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.575	2.979	2.604	3.260	3.364	3.471
每股净资产	10.771	12.555	14.014	15.970	17.988	20.071
每股经营现金净流	3.312	4.322	4.409	3.150	3.370	3.627
每股股利	0.000	5.523	1.623	0.825	0.851	0.878
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.62%	23.73%	18.58%	20.42%	18.70%	17.29%
总资产收益率	8.94%	15.25%	12.32%	13.68%	12.99%	12.33%
投入资本收益率	12.33%	19.16%	15.54%	17.90%	16.52%	15.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	58.40%	71.56%	-1.33%	1.07%	3.20%	4.62%
EBIT增长率	149.92%	86.64%	-11.66%	24.57%	2.16%	2.29%
净利润增长率	181.77%	101.51%	-12.60%	25.23%	3.18%	3.17%
总资产增长率	9.05%	18.11%	8.24%	12.71%	8.69%	8.70%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	33.3	27.2	31.9	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	17.0	11.0	11.1	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	135.4	100.2	105.9	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	688.0	459.3	518.1	518.6	505.5	486.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-6.79%	-13.67%	-12.37%	-29.89%	-37.48%	-43.92%
EBIT利息保障倍数	26.4	64.0	202.6	57.5	144.4	-439.5
资产负债率	38.72%	35.59%	33.58%	32.84%	30.40%	28.55%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	15	43	70	111
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.02	1.01	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-26	买入	17.68	N/A
2	2022-10-17	买入	16.29	N/A
3	2022-10-28	买入	15.37	N/A
4	2023-03-30	买入	16.85	N/A
5	2023-04-27	买入	18.53	N/A
6	2023-08-18	买入	18.44	N/A
7	2023-10-24	买入	20.31	N/A
8	2024-03-22	买入	28.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究