

# 中国海油 (600938.SH)

## 归母净利润 397 亿元创历史新高，看好公司长期成长

买入

### 核心观点

**公司油气产品量价齐升，归母净利润同比增长 23.7%，业绩超预期。**公司 2024 年第一季度实现营业收入 1114.7 亿元（同比+14.1%，环比+1.5%），归母净利润 397.2 亿元（同比+23.7%，环比+51.6%），扣非归母净利润为 394.8 亿元（同比+25.5%，环比+33.9%），经营性净现金流 599.8 亿元（同比+15.4%），自由现金流 309.6 亿元（同比+13.7%），业绩超预期。

业绩超预期主要由于公司油气产品量价齐升，成本持续优化下降，绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目已成功投产，高峰产量可达 3.03 万桶油当量/天。公司第一季度油气销售收入为 900 亿元（同比+21.3%），其中净产量为 180.1 百万桶油当量（同比+9.9%），石油液体平均实现价格 78.8 美元/桶（同比+6.2%），桶油成本为 27.6 美元/桶油当量（同比-2.2%）。

**持续增加资本开支力度，海外净产量强劲增长。**公司 2024 年资本开支目标为 1250-1350 亿元，第一季度资本开支为 290 亿元，同比增加 43 亿元（+17.3%），共获得秦皇岛 29-6、圭亚那 Bluefin 两个新发现，成功评价 4 个含油气构造。公司 2024 年产量目标为 700-720 百万桶油当量，第一季度净产量为 180.1 百万桶油当量（同比+9.9%），其中石油净产量 140.7 百万桶（同比+9.6%），天然气净产量 2295 亿立方英尺（同比+10.6%）；国内净产量 123.2 百万桶油当量（同比+6.9%），海外净产量 56.9 百万桶油当量（同比+16.9%），主要得益于圭亚那和加拿大长湖油砂项目的产量贡献。

**桶油成本持续降低，原油实现价格贴水大幅收窄。**公司 2024 年第一季度桶油主要成本为 27.59 美元/桶油当量，同比降低 0.63 美元/桶油当量（-2.2%），较 2023 年平均成本降低 1.24 美元/桶油当量（-4.3%），主要受汇率贬值和产量结构变化的因素影响。2024 年第一季度布伦特原油均价为 81.8 美元/桶，同比降低 0.4 美元/桶，但公司石油液体实现价格 78.8 美元/桶，同比增加 4.6 美元/桶，贴水幅度大幅收窄，主要受公司海外挂靠油价的变动影响；天然气实现价格 7.69 美元/千立方英尺（同比-7.7%），主要由于海外天然气价格下行，以及国内汇率贬值的因素影响。

**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：**由于原油价格维持高位，我们将 2024 年布伦特原油均价预测由 85 美元/桶上调至 86 美元/桶，因此上调公司 2024 年盈利预测至 1498 亿元（原值为 1468 亿元），维持公司 2025-2026 年盈利预测为 1564、1633 亿元，同比+21.0%/+4.4%/+4.5%，EPS 为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 9.2/8.8/8.4 倍，对于 H 股 PE 分别为 5.5/5.3/5.1 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)	141,700	123,843	149,798	156,357	163,329
(+/-%)	101.5%	-12.6%	21.0%	4.4%	4.5%
每股收益(元)	1.88	2.60	3.15	3.29	3.43
EBIT Margin	45.9%	41.1%	46.0%	45.2%	45.9%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	18.6%	20.0%	18.7%	17.7%
市盈率 (PE)	15.3	11.1	9.2	8.8	8.4
EV/EBITDA	9.8	7.2	6.5	6.3	6.1
市净率 (PB)	3.63	2.06	1.83	1.64	1.48

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

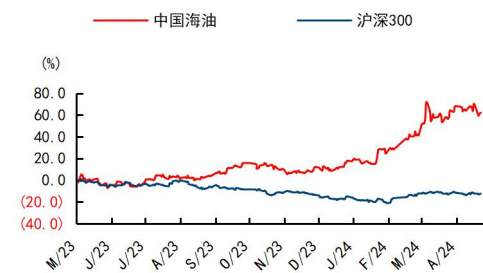
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.85 元
总市值/流通市值	1372301/1368027 百万元
52 周最高价/最低价	31.10/17.39 元
近 3 个月日均成交额	1510.78 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

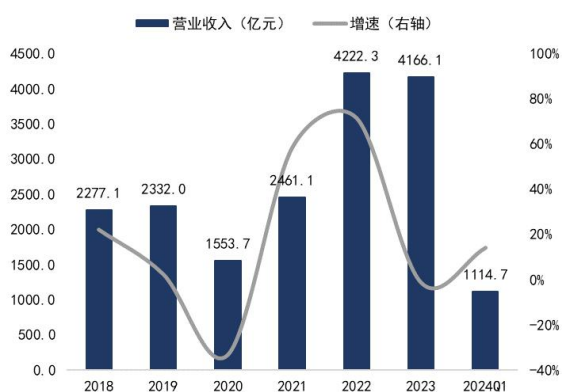
#### 相关研究报告

- 《中国海油 (600938.SH) - 深水、超深水油气资源前景广阔》——2024-04-03
- 《中国海油 (600938.SH) - 油气产量再创新高，看好公司长期成长》——2024-03-22
- 《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

**公司油气产品量价齐升，归母净利润同比增长 23.7%，业绩超预期。**公司 2024 年第一季度实现营业收入 1114.7 亿元（同比+14.1%，环比+1.5%），归母净利润 397.2 亿元（同比+23.7%，环比+51.6%），扣非归母净利润为 394.8 亿元（同比+25.5%，环比+33.9%），经营性净现金流 599.8 亿元（同比+15.4%）；自由现金流 309.6 亿元（同比+13.7%），业绩超预期。

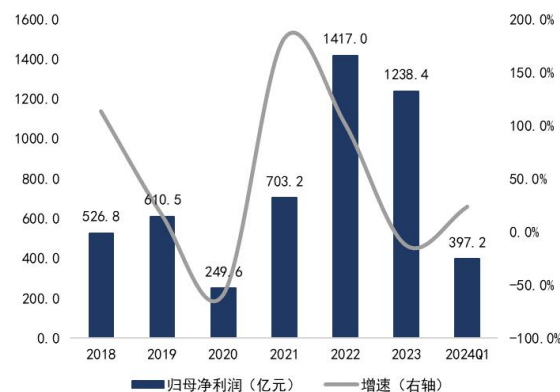
业绩超预期主要由于公司油气产品量价齐升，成本持续优化下降。公司油气销售收入为 900 亿元（同比+21.3%），其中净产量为 180.1 百万桶油当量（同比+9.9%），石油液体平均实现价格 78.8 美元/桶（同比+6.2%），桶油成本为 27.6 美元/桶油当量（同比-2.2%）。

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，海外净产量强劲增长。**公司 2024 年资本开支目标为 1250-1350 亿元，第一季度资本开支为 290 亿元，同比增加 43 亿元（+17.3%），共获得秦皇岛 29-6、圭亚那 Bluefin 两个新发现，成功评价 4 个含油气构造。

公司 2024 年产量目标为 700-720 百万桶油当量，第一季度净产量为 180.1 百万桶油当量（同比+9.9%），其中石油净产量 140.7 百万桶（同比+9.6%），天然气净产量 2295 亿立方英尺（同比+10.6%）；国内净产量 123.2 百万桶油当量（同比+6.9%），海外净产量 56.9 百万桶油当量（同比+16.9%），主要得益于圭亚那和加拿大的产量贡献。

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

**桶油成本持续降低，原油实现价格贴水大幅收窄。**公司 2024 年第一季度桶油主要成本为 27.59 美元/桶油当量，同比降低 0.63 美元/桶油当量（-2.2%），较 2023 年平均成本降低 1.24 美元/桶油当量（-4.3%），主要受汇率贬值和产量结构变化的因素影响。

其中作业费用 6.91 美元/桶，同比降低 0.08 美元/桶（同比-1.1%）；折旧、折耗及摊销 13.77 美元/桶，同比降低 0.45 美元/桶（同比-3.2%）；弃置费 0.87 美元/桶，同比降低 0.19 美元/桶（同比-17.9%）；销售及管理费用 1.99 美元/桶，同比降低 0.30 美元/桶（同比-13.1%）；除所得税以外的其他税金 4.05 美元/桶，同比增加 0.39 美元/桶（同比+10.7%），主要受新增的矿业权出让收益影响。

图5：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

2024 年第一季度布伦特原油均价为 81.8 美元 / 桶，同比降低 0.4 美元/桶，但公司石油液体实现价格 78.8 美元/桶，同比增加 4.6 美元/桶，贴水幅度大幅收窄，主要受公司海外挂靠油价的变动影响；天然气实现价格 7.69 美元/千立方英尺（同比-7.7%），主要由于海外天然气价格下行，以及国内汇率贬值的因素影响。

**国内新发现多个亿吨级油田，圭亚那六期项目获得许可。**2024 年 2 月 25 日，中国海油宣布在渤海发现亿吨级油田——渤中 26-6 油田，该油田累计探明地质储量突破 2 亿立方米，是目前全球最大的变质岩油田。2024 年 3 月 8 日，中国海油宣布在南海深水深层发现亿吨级油田——开平南油田，是截至目前我国在深水领域自主发现的最大油田。2024 年 3 月 18 日，中国海油宣布在渤海发现亿吨级油田——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。

2024 年 3 月 15 日，圭亚那 Stabroek 区块的 Bluefin 油井取得了新发现。2024 年 4 月，圭亚那 Stabroek 区块六期 Whiptail 项目获得许可，项目预计于 2027 年底开始生产，产量目标约 25 万桶/天。圭亚那 Stabroek 区块目前探明储量达 110 亿桶以上，已投产设计产能为 58 万桶/天，2024 年第一季度产量 61.3 万桶/天，环比增长 38%，最高产量可达 66.1 万桶/天。

**投资建议：**由于原油价格维持高位，我们将 2024 年布伦特原油均价预测由 85 美元/桶上调至 86 美元/桶，因此上调公司 2024 年盈利预测至 1498 亿元（原值为 1468 亿元），维持公司 2025-2026 年盈利预测为 1564、1633 亿元，同比+21.0%/+4.4%/+4.5%，EPS

为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 9.2/8.8/8.4 倍，对于 H 股 PE 分别为 5.5/5.3/5.1 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
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
601857.SH	中国石油	买入	10.54	0.88	0.95	0.99	8.0	11.1	10.7	1.3
600938.SH	中国海油	买入	28.85	2.60	3.15	3.29	8.1	9.2	8.8	2.1

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 4 月 25 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	184080	249473	330443	营业收入	422230	416609	454615	482283	497484
应收款项	36546	36386	43006	43163	45011	营业成本	198223	208794	212400	229110	233103
存货净额	6239	6451	9216	8156	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
<b>流动资产合计</b>	<b>264679</b>	<b>250275</b>	<b>341213</b>	<b>407952</b>	<b>494789</b>	管理费用	6356	7012	6967	7382	7610
固定资产	6652	8611	54808	101622	137538	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	2331	2667	2686
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)
<b>资产总计</b>	<b>929031</b>	<b>1005598</b>	<b>1146548</b>	<b>1265178</b>	<b>1391953</b>	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	208410	217531	227234
应付款项	59789	61382	82941	76040	76886	营业外净收支	(155)	83	56	63	63
其他流动负债	28912	38446	35774	39051	39671	<b>利润总额</b>	<b>194770</b>	<b>172974</b>	<b>208466</b>	<b>217594</b>	<b>227297</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>113391</b>	<b>123939</b>	<b>148715</b>	<b>148091</b>	<b>152857</b>	所得税费用	53093	48884	58370	60926	63643
长期借款及应付债券	103145	88208	110208	130208	150208	少数股东损益	(23)	247	298	311	325
其他长期负债	114112	125575	137241	150405	162503	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>141700</b>	<b>123843</b>	<b>149798</b>	<b>156357</b>	<b>163329</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>217257</b>	<b>213783</b>	<b>247449</b>	<b>280613</b>	<b>312711</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>330648</b>	<b>337722</b>	<b>396164</b>	<b>428704</b>	<b>465567</b>	净利润	141700	123843	149798	156357	163329
少数股东权益	1201	1290	1409	1502	1583	资产减值准备	(7286)	2846	14329	11491	14698
股东权益	597182	666586	748975	834971	924802	折旧摊销	61400	66433	64819	67040	74425
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>929031</b>	<b>1005598</b>	<b>1146548</b>	<b>1265178</b>	<b>1391953</b>	公允价值变动损失	1382	3223	2302	2302	2609
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3029	846	2331	2667	2686
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(60068)	(61683)	32158	22685	25395
每股收益	1.88	2.60	3.15	3.29	3.43	其它	7276	(2725)	(14210)	(11398)	(14617)
每股红利	1.10	1.33	1.42	1.48	1.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>144404</b>	<b>131937</b>	<b>249196</b>	<b>248478</b>	<b>265839</b>
每股净资产	7.94	14.01	15.75	17.55	19.44	资本开支	0	(67115)	(128500)	(128500)	(128500)
ROIC	25.99%	19.31%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(5769)	43905	(44696)	(3000)	(3000)
ROE	23.73%	18.58%	20%	19%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13155)</b>	<b>(25535)</b>	<b>(176158)</b>	<b>(135725)</b>	<b>(134671)</b>
毛利率	53%	50%	53%	52%	53%	权益性融资	2062	111	0	0	0
EBIT Margin	46%	41%	46%	45%	46%	负债净变化	(3)	9	10000	8000	8000
EBITDA Margin	60%	57%	60%	59%	61%	支付股利、利息	(82421)	(63346)	(67409)	(70361)	(73498)
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%	21%	4%	4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(89592)</b>	<b>(77227)</b>	<b>(39520)</b>	<b>(47361)</b>	<b>(50198)</b>
资产负债率	36%	34%	35%	34%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>41657</b>	<b>29175</b>	<b>33518</b>	<b>65393</b>	<b>80971</b>
股息率	6.0%	4.6%	4.9%	5.1%	5.4%	货币资金的期初余额	79730	121387	150562	184080	249473
P/E	15.3	11.1	9.2	8.8	8.4	货币资金的期末余额	121387	150562	184080	249473	330443
P/B	3.6	2.1	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	60571	119035	118228	135598
EV/EBITDA	9.8	7.2	6.5	6.3	6.1	权益自由现金流	0	109917	133245	127307	144965

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