

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938.SH)

中国海洋石油 (0883.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

24Q1 业绩超预期，资源禀赋优势仍持续兑现

2024年4月26日

事件: 2024年4月25日，中国海油发布2024年一季度报告。2024年第一季度，公司实现营业收入1114.68亿元，同比+14.08%，环比+1.53%；实现归母净利润397.19亿元，同比+23.69%，环比+51.61%；实现扣非后归母净利润394.75亿元，同比+25.48%，环比+33.90%；实现基本每股收益0.84元，同比+23.7%。公司加权平均ROE为5.79%，同比+0.54pct。

点评:

- **公司实现油价价差收窄至2.61美元/桶:** 2024Q1，国际油价在中东地缘风险下维持高位震荡，布伦特原油均价81.36美元/桶，同比基本持平。公司实现油价78.75美元/桶，同比+6%，较布油平均折价2.61美元/桶，较去年同期7.93美元/桶的折价大幅收窄，实现气价7.69美元/千立方英尺，同比-8%，主要受人民币汇率折算影响。
- **24Q1油气产量增速达到9.9%:** 2024Q1，公司油气净产量180.1百万桶油当量，同比+9.9%，超过6.2%的全年目标产量增速水平上限。其中，石油产量140.7百万桶（占比78%），同比+9.6%，天然气产量2295亿立方英尺（占比22%），同比+10.6%。国内产量同比+6.9%至123.2百万桶，海外产量同比+16.9%至56.9百万桶，海外产量占比31.6%，同比+2pct，主要得益于圭亚那和加拿大的产量贡献。此外，圭亚那Stabroek区块获得新发现Bluefin，或将进一步扩大区块东南部储量规模。
- **桶油成本同比下降0.63美元/桶:** 2024Q1，公司桶油主要成本为27.59美元（同比-0.63美元）。其中，桶油折旧、折耗及摊销费用和桶油销售及管理费用下降幅度较大，分别同比-0.45、-0.30美元，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。除所得税外其他税金同比+0.39美元/桶，主要受征收矿权收益金的影响。
- **开发及生产资本化支出比例高于计划:** 2024Q1，公司实现资本开支290亿元，同比+17%，其中生产资本化支出同比+65.67%，勘探、开发、生产资本化支出比例分别为17%、60%、22%，相较2024年初公司披露资本开支计划，Q1开发及生产资本化的实际投资比例有所提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为1650.35、1783.22和1871.42亿元，同比增速分别为33.3%、8.1%、4.9%，EPS分别为3.47、3.75和3.93元/股，按照2024年4月25日A股收盘价对应的PE分别为8.32、7.70和7.33倍，H股收盘价对应的PE分别为4.97、4.60、4.38倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长，2024-2026年公司有望继续保持良好业绩，H股估值仍有较大修复空间，且有望享受高股息，我们维持对公司A股和H股的“买入”评级。
- **风险因素:** 经济波动和油价下行风险；公司增储上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	422,230	416,609	475,724	509,805	530,407
增长率 YoY%	71.6%	-1.3%	14.2%	7.2%	4.0%
归属母公司净利润 (百万元)	141,700	123,843	165,035	178,322	187,142
增长率 YoY%	101.5%	-12.6%	33.3%	8.1%	4.9%
毛利率(%)	53.1%	49.9%	52.6%	52.9%	53.0%
净资产收益率 ROE%	23.7%	18.6%	21.6%	20.4%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	3.47	3.75	3.93
P/E (A 股)	9.68	11.08	8.32	7.70	7.33
P/E (H 股)	2.20	3.42	4.97	4.60	4.38
P/B (A 股)	2.30	2.06	1.79	1.57	1.39
P/B (H 股)	0.52	0.64	1.07	0.94	0.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价，注：2024 年 4 月 25 日港元兑人民币汇率为 0.90743

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	264,679	250,275	289,947	341,094	363,134
货币资金	121,387	150,562	182,390	236,398	264,622
应收票据	0	95	0	0	0
应收账款	36,546	36,291	42,996	40,555	39,006
预付账款	3,115	3,218	3,386	3,605	2,994
存货	6,239	6,451	6,088	5,928	3,775
其他	97,392	53,658	55,087	54,609	52,737
非流动资产	664,352	755,323	803,080	850,555	897,951
长期股权投资	48,927	51,252	53,252	55,252	57,252
固定资产	6,652	7,010	7,657	8,175	8,574
无形资产	3,798	3,692	3,692	3,692	3,692
其他	604,975	693,369	738,479	783,437	828,433
资产总计	929,031	1,005,598	1,093,027	1,191,650	1,261,085
流动负债	113,391	123,939	121,847	122,976	89,627
短期借款	4,303	4,365	4,365	4,365	4,365
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	59,789	61,382	64,011	62,827	34,202
其他	49,299	58,192	53,471	55,784	51,060
非流动负债	217,257	213,783	204,283	194,783	185,283
长期借款	11,287	11,296	11,296	11,296	11,296
其他	205,970	202,487	192,987	183,487	173,987
负债合计	330,648	337,722	326,130	317,759	274,910
少数股东权益	1,201	1,290	1,290	1,290	1,290
归属母公司股东权益	597,182	666,586	765,607	872,600	984,885
负债和股东权益	929,031	1,005,598	1,093,027	1,191,650	1,261,085

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422,230	416,609	475,724	509,805	530,407
同比 (%)	71.6%	-1.3%	14.2%	7.2%	4.0%
归属母公司净利润	141,700	123,843	165,035	178,322	187,142
同比	101.5%	-12.6%	33.3%	8.1%	4.9%
毛利率 (%)	53.1%	49.9%	52.6%	52.9%	53.0%
ROE%	23.7%	18.6%	21.6%	20.4%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	3.47	3.75	3.93
P/E	9.68	11.08	8.32	7.70	7.33
	2.30	2.06	1.79	1.57	1.39
P/B					
EV/EBITDA	2.86	4.01	4.35	3.92	3.69

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422,230	416,609	475,724	509,805	530,407
营业成本	198,223	208,794	225,707	240,324	249,503
营业税金及附加	18,778	24,331	21,397	23,600	24,572
销售费用	3,355	3,501	3,806	4,078	4,243
管理费用	6,356	7,012	6,606	7,406	7,714
研发费用	1,527	1,605	1,833	1,964	2,043
财务费用	3,029	846	933	-84	-1,544
减值损失	-677	-3,523	-4,000	-4,000	-4,000
投资净收益	4,674	4,715	4,757	5,098	5,304
其他	-34	1,179	951	1,020	1,061
营业利润	194,925	172,891	217,152	234,634	246,239
营业外收	-155	83	0	0	0
利润总额	194,770	172,974	217,152	234,634	246,239
所得税	53,093	48,884	52,116	56,312	59,097
净利润	141,677	124,090	165,035	178,322	187,142
少数股东损益	-23	247	0	0	0
归属母公司净利润	141,700	123,843	165,035	178,322	187,142
EBITDA	257,417	241,160	299,020	315,227	325,246
EPS(当年)(元)	3.03	2.60	3.47	3.75	3.93

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	205,574	209,743	239,979	266,553	243,711
净利润	141,677	124,090	165,035	178,322	187,142
折旧摊销	62,852	68,947	81,693	81,775	81,854
财务费用	3,029	846	3,944	3,564	3,184
投资损失	-134	-4,674	-4,711	-4,757	-5,098
营运资金	-6,168	9,965	-9,936	3,990	-27,166
其它	8,858	10,606	4,000	4,000	4,000
投资活动现金流	-98,473	-78,095	-128,693	-128,152	-127,946
资本支出	-94,661	-120,851	-130,100	-130,100	-130,100
长期投资	-9,664	34,205	-3,200	-3,000	-3,000
其他	5,852	8,551	4,607	4,948	5,154
筹资活动现金流	-64,962	-84,228	-79,458	-84,393	-87,541
吸收投资	32,258	111	0	0	0
借款	850	170	0	0	0
支付利息或股息	-82,421	-63,346	-69,958	-74,893	-78,041
现金流净增加额	44,201	47,806	31,828	54,008	28,224

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。