

产量业绩超预期，成本压降空间持续挖潜

2024 年 04 月 26 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年第一季度报告。2024 年一季度，公司实现营业收入 1114.68 亿元，同比增长 14.1%；实现归母净利润 397.19 亿元，同比增长 23.7%；实现扣非归母净利润 394.75 亿元，同比增长 25.5%。

➤ **产量超预期增长，海外产量增速高达 17%。**24Q1，公司实现油气产量 180.1 百万桶油当量，同比增长 9.9%。分区域来看，国内得益于新油气田投产实现产量 123.2 百万桶油当量，同比增长 6.9%，占总净产量的 68.4%；国外产量为 56.9 百万桶油当量，同比增长 17.1%，占总净产量的 31.6%，高增长主要得益于圭亚那和加拿大的产量贡献。分品种来看，石油液体产量为 140.7 百万桶，同比增长 9.6%；天然气产量为 2295 亿立方英尺，同比增长 10.6%。

➤ **油价同比增长，天然气以量补价。**据 wind 数据，24Q1，布伦特原油期货价格同比下滑 0.4% 至 81.76 美元/桶，布伦特原油现货价格同比增长 2.5% 至 83.39 美元/桶。在此背景下，公司石油液体平均实现价格 78.75 美元/桶，同比增长 6.2%，实现石油液体销售收入为 782.03 亿元，同比增长 23.6%；天然气平均实现价格为 7.69 美元/千立方英尺，同比虽下滑 7.7%，但在产量快速增长的推动下，公司天然气销售收入实现同比 7.9% 的增长，达到 117.74 亿元。

➤ **成本进一步压降，毛利率同比提高。**公司进一步挖潜成本下降空间，24Q1 的桶油主要成本为 27.59 美元/桶油当量，同比下降 2.2%。其中，桶油作业费/折旧折耗摊销/弃置费/销售管理费用/除所得税以外的其他税金分别为 6.91/13.77/0.87/1.99/4.05 美元/桶，同比分别变化 -1.14%/-3.16%/-17.92%/-13.10%/+10.66%，除税金以外，其他单位成本项目均有明显下降。综合来看，公司 24Q1 实现毛利率 53.4%，同比提升 4.2pct；实现归母净利率 35.6%，同比提升 2.8pct。

➤ **新项目顺利推进，助力公司增储上产。**24Q1，公司获得 2 个新发现，成功评价 4 个含油气构造；其中，中国海域成功评价渤中 8-3 南、开辟了海上超深层油气勘探新领域，海外圭亚那 Stabroek 获得新发现 Bluefin，进一步扩大了区块东南部储量规模。开发生产方面，绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目按计划提前投产，预计 2025 年达到高峰产量，高峰产量可达到 30300 桶油当量/天。

➤ **投资建议：**公司储产空间高，成本管控能力强，兼具成长性和高分红的特点，且随着国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1480.84/1568.32/1656.99 亿元，EPS 分别为 3.11/3.30/3.48 元/股，对应 2024 年 4 月 25 日的 PE 分别为 9/9/8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**油气勘探建设不及预期，国际局势变动对原油价格造成冲击，宏观经济不及预期，能源政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	416,609	441,097	465,068	492,148
增长率 (%)	-1.3	5.9	5.4	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	123,843	148,084	156,832	165,699
增长率 (%)	-12.6	19.6	5.9	5.7
每股收益 (元)	2.60	3.11	3.30	3.48
PE	11	9	9	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.85 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 中国海油 (600938.SH) 2023 年年报点评：业绩韧性凸显，储产再创新高-2024/03/22
- 中国海油 (600938.SH) 事件点评：年内连获两个亿吨级发现，能源巨头成长不停歇-2024/03/18
- 中国海油 (600938.SH) 事件点评：产量目标大幅上调，央企估值重塑推动估值提升-2024/01/25
- 中国海油 (600938.SH) 2023 年三季报点评：23Q3 业绩环比提升，资本支出上调助力储产增长-2023/10/25
- 中国海油 (600938.SH) 2023 年半年度报告点评：业绩韧性充足，α属性凸显-2023/08/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	416609	441097	465068	492148
营业成本	208794	204168	215120	228816
营业税金及附加	24331	22757	23994	25391
销售费用	3501	3826	4034	4269
管理费用	7012	7484	7891	8350
研发费用	1605	1831	1931	2043
EBIT	172213	201974	213094	224332
财务费用	846	892	107	-696
资产减值损失	-3523	-70	-74	-79
投资收益	4715	4846	5109	5406
营业利润	172891	205777	217937	230265
营业外收支	83	83	83	83
利润总额	172974	205860	218020	230348
所得税	48884	57641	61046	64497
净利润	124090	148219	156975	165850
归属于母公司净利润	123843	148084	156832	165699
EBITDA	241160	273474	289704	306059

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	150562	187792	226282	270357
应收账款及票据	36386	40028	42204	44661
预付款项	3218	3445	3630	3861
存货	6451	6823	7189	7647
其他流动资产	53658	53878	54267	54708
流动资产合计	250275	291966	333572	381233
长期股权投资	51252	51252	51252	51252
固定资产	7010	8460	9998	11601
无形资产	3692	3692	3692	3692
非流动资产合计	755323	807395	859160	910920
资产合计	1005598	1099361	1192732	1292153
短期借款	4365	4315	4815	5315
应付账款及票据	61382	64249	67696	72006
其他流动负债	58192	56935	58001	59413
流动负债合计	123939	125499	130511	136734
长期借款	11296	11496	11696	11896
其他长期负债	202487	203225	202725	202225
非流动负债合计	213783	214721	214421	214121
负债合计	337722	340220	344932	350855
股本	75180	75180	75180	75180
少数股东权益	1290	1425	1568	1719
股东权益合计	667876	759141	847800	941299
负债和股东权益合计	1005598	1099361	1192732	1292153

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.33	5.88	5.43	5.82
EBIT 增长率	-11.49	17.28	5.51	5.27
净利润增长率	-12.60	19.57	5.91	5.65
盈利能力 (%)				
毛利率	49.88	53.71	53.74	53.51
净利润率	29.73	33.57	33.72	33.67
总资产收益率 ROA	12.32	13.47	13.15	12.82
净资产收益率 ROE	18.58	19.54	18.53	17.64
偿债能力				
流动比率	2.02	2.33	2.56	2.79
速动比率	1.91	2.21	2.44	2.67
现金比率	1.21	1.50	1.73	1.98
资产负债率 (%)	33.58	30.95	28.92	27.15
经营效率				
应收账款周转天数	31.47	31.05	31.64	31.59
存货周转天数	10.94	11.70	11.72	11.67
总资产周转率	0.43	0.42	0.41	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	2.60	3.11	3.30	3.48
每股净资产	14.01	15.93	17.79	19.75
每股经营现金流	4.41	4.56	4.93	5.24
每股股利	1.20	1.44	1.52	1.61
估值分析				
PE	11	9	9	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.43	4.79	4.52	4.28
股息收益率 (%)	4.16	4.98	5.27	5.57

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124090	148219	156975	165850
折旧和摊销	68947	71500	76609	81727
营运资金变动	9965	-2946	2282	3014
经营活动现金流	209743	216777	234738	249146
资本开支	-120851	-121060	-126029	-131148
投资	34205	1156	0	0
投资活动现金流	-78095	-115530	-120920	-125741
股权募资	111	0	0	0
债务募资	-20993	-1320	-800	-800
筹资活动现金流	-84228	-64017	-75327	-79330
现金净流量	47806	37230	38490	44075

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026