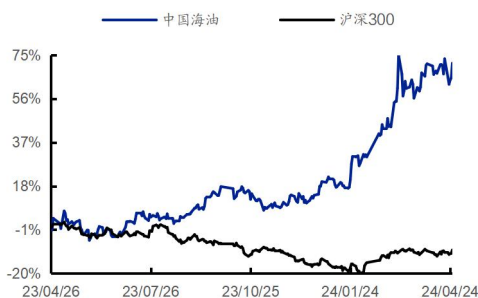


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

油气产量提升叠加桶油成本降低，2024Q1 归母 净利润创历史新高

——中国海油（600938）2024 年一季报点评报 告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/26

表现	1M	3M	12M
中国海油	6.8%	31.0%	71.9%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据

2024/04/26

当前价格(元)	29.97
52 周价格区间(元)	17.39-31.10
总市值(百万)	1,425,575.92
流通市值(百万)	85,170.30
总股本(万股)	4,756,676.40
流通股本(万股)	284,185.19
日均成交额(百万)	2,559.50
近一月换手(%)	1.88

相关报告

《中国海油（600938）点评报告：持续夯实增储上产，高盈利+高分红价值凸显（买入）*油气开采 II *李永磊，董伯骏》——2024-03-26

《中国海油（600938）一季报点评：油气产量稳步增长，重点项目推进顺利（买入）*油气开采 II *李永磊，董伯骏，陈晨》——2023-05-10

事件：

2024 年 4 月 25 日，中国海油发布 2024 年一季报，2024Q1 实现营业收入 1114.68 亿元，同比+14.1%，环比+1.5%；实现归母净利润 397.19 亿元，同比+23.7%，环比+51.6%；销售毛利率为 53.4%，同比上升 2.8 个 pct，环比上升 4.2 个 pct，销售净利率为 35.64%，同比上升 2.8 个 pct，环比上升 11.6 个 pct；经营活动现金流净额为 599.78 亿元。

投资要点：

■ 石油销售实现量价齐升，2024Q1 归母净利润创历史新高

2024 年第一季度，全球经济呈现出韧性，中国经济复苏动能逐渐增强。国际油价震荡上行，布伦特原油期货均价为 81.76 美元/桶，同比基本持平。2024Q1 实现营业收入 1114.68 亿元，同比+14.1%，环比+1.5%；实现归母净利润 397.19 亿元，同比+23.7%，环比+51.6%。公司 2024Q1 归母净利润创历史新高，主要系油气销量上升及实现油价上升。销量方面，2024Q1，公司实现总净产量 180.1 百万桶油当量，同比上升 9.9%。其中，中国净产量 123.2 百万桶油当量，同比上升 6.9%，主要来自新项目投产带来的产量贡献；海外净产量 56.9 百万桶油当量，同比上升 16.9%，主要原因是圭亚那和加拿大产量增加。价格方面，2024Q1 公司平均实现油价为 78.75 美元/桶，同比上升 6.2%；平均实现气价为 7.69 美元/千立方英尺，同比下降 7.7%。

桶油作业成本方面，2023 年公司桶油主要成本为 28.83 美元/桶油当量，同比-5.1%，其中作业费用同比下降 2.6%，主要是汇率变动和产量增长的综合影响，折旧、折耗和摊销同比下降 4.1%，主要是产量结构变化及汇率变动的综合影响；除所得税以外的其他税项同比下降 10.7%，主要是油价下降的影响。公司坚持实施提质降本增效，桶油作业费用处于国际同业前列，进一步夯实成本竞争优势。2024Q1，公司桶油主要成本为 27.59 美元，同比下降 2.2%，成本优势有望继续扩大。

■ 持续夯实增储上产，2024Q1 资本开支同比+17.3%

2023 年，公司全年实现油气净产量 678 百万桶油当量，连续 5 年创历史新高，渤海油田保持中国第一大原油生产基地地位。公司天然气连续七年增产超百亿立方米，为社会经济发展提供了坚实支撑。2023 年，公司持续推动工程标准化，加快产能建设、加速项目审批，资本支出达人民币 1279 亿元，同比+27%。据公司二零二四年经营策略公告，2024/2025/2026 年公司净产量目标为 700-720/780-800/810-830 百万桶油当量。

2024Q1，公司资本支出约人民币 290.1 亿元，同比上升 17.3%，主要系在建项目及调整井工作量同比有所增加。2024Q1，公司共获得 2 个新发现，并成功评价 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。在海外，圭亚那 Stabroek 区块获得新发现 Bluefin，进一步扩大了区块东南部储量规模。

■ 高盈利+高分红价值凸显，所属集团央企经营考核位居第一

2023 年 7 月 15 日，国务院国资委公布了 2022 年度中央企业负责人经营业绩考核 A 级企业名单（49 家），中国海洋石油集团位列第一。至此，中国海洋石油集团已连续第 19 次在国务院国资委年度考核中获评 A 级。

公司作为中国海洋石油集团在中国境内外从事油气勘探、开发、生产和销售业务的唯一机构，专注于上游油气开发业务，公司盈利水平保持高位，同时持续与股东共享发展成果。据公司公告，2022 年至 2024 年，公司全年股息支付率预计将不低于 40%；无论公司的经营表现如何。2022 年至 2024 年，全年股息绝对值预计不低于 0.70 港元/股(含税)。据公司 2023 年年报，公司向全体股东派发 2023 年末期股息每股 0.66 港元（含税），连同已派发的中期股息每股 0.59 港元（含税），2023 年度末期股息及中期股息合计每股 1.25 港元（含税）。2023 年，公司末期股息与中期股息共派发现金 542 亿元，分红比率达 43.8%。

■ 培育负碳产业，加强用能替代

公司加快油田的绿色低碳转型步伐，立足自身优势，稳妥推进 CCS/CCUS，通过科技攻关和项目示范，探索负碳技术，培育负碳产业。据公司 ESG 报告，2023 年 1 月，公司与相关合作方共同签署《在中国大亚湾地区开发和运营碳捕集、利用与封存（简称 CCS/CCUS）项目联合研究协议》，启动联合研究工作。公司已建立中国海油 CCUS 源汇匹配分析系统，制定了海上二氧化碳封存场地选址评价标准及风险评价流程，并开展封存场地优选和方案设计工作，完成大亚湾石化园区碳源梳理分析。

此外，公司加快油气勘探开发与新能源融合发展。2023 年 7 月，公司编制《中国海油加快油气勘探开发与新能源融合发展实施方案》，加快绿色电力供应设施建设，进一步提高海上平台岸电使用比例，推进外购电

力清洁化，聚焦“两湾一区”重点油气区域，确立渤海油田绿电替代、北部湾综合能源系统建设等多项重点任务。

- 盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4454.76、4682.73、4972.03 亿元，归母净利润分别为 1422.28、1502.26、1616.30 亿元，当前股价对应 PE 分别 10.0、9.5、8.8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

- 风险提示** 原油价格波动、天然气价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、汇率风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	416609	445476	468273	497203
增长率(%)	-1	7	5	6
归母净利润（百万元）	123843	142228	150226	161630
增长率(%)	-13	15	6	8
摊薄每股收益（元）	2.60	2.99	3.16	3.40
ROE(%)	19	17	15	14
P/E	8.07	10.02	9.49	8.82
P/B	1.50	1.72	1.46	1.25
P/S	2.39	3.20	3.04	2.87
EV/EBITDA	4.01	4.53	4.04	3.47

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 中国海油主要产品季度经营数据

项目	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	2023同比	2024Q1环比	2024Q1同比	
整体	营收(亿元)	1115	1098	1148	944	977	1111	1088	1115	909	4166	4222	-1.3%	1.5%	14.1%
	归母净利润(亿元)	397	262	339	316	321	329	369	376	343	1238	1417	-12.6%	51.6%	23.7%
	毛利润(亿元)	596	556	537	504	481	545	583	581	531	2078	2240	-7.2%	7.0%	23.9%
石油液体	营收(亿元)	782	658	867	667	633	906	787	853	733	2824	3110	-9.2%	18.8%	23.6%
	销量(万桶)	13981	11981	14516	12538	12416	13469	11569	11747	11843	51450	47870	7.5%	16.7%	12.6%
	平均实现价格(美元/桶)	78.75	77.55	83.20	73.57	74.17	96.59	95.80	103.85	97.47	77.96	96.59	-19.3%	1.5%	6.2%
天然气	营收(亿元)	118	125	112	108	109	133	105	90	91	454	419	8.3%	-5.6%	7.9%
	销量(亿立方英尺)	2156	2256	2064	1848	1906	2224	1818	1749	1717	8074	7262	11.2%	-4.4%	13.1%
	平均实现价格(美元/千立方英尺)	7.69	7.81	7.55	8.12	8.33	8.58	8.15	8.07	8.35	7.98	8.58	-7.0%	-1.5%	-7.7%

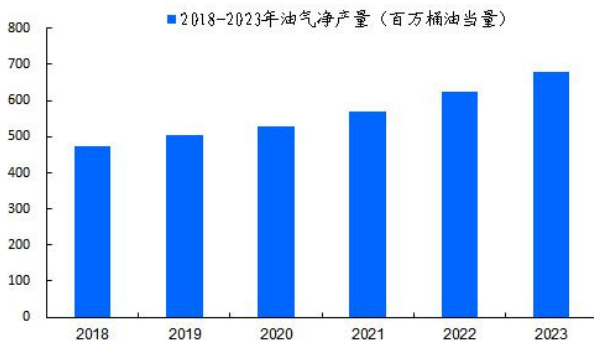
资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 中国海油桶油主要成本



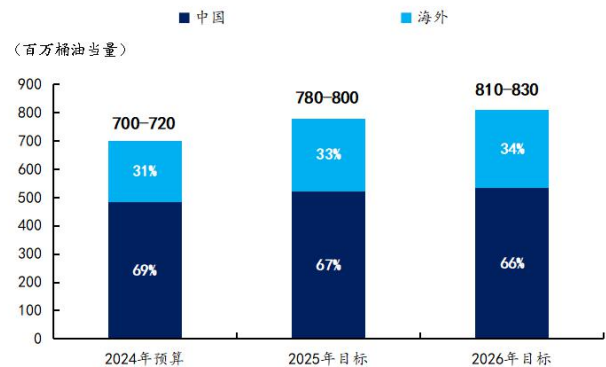
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 2: 中国海油 2018-2023 年油气净产量



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

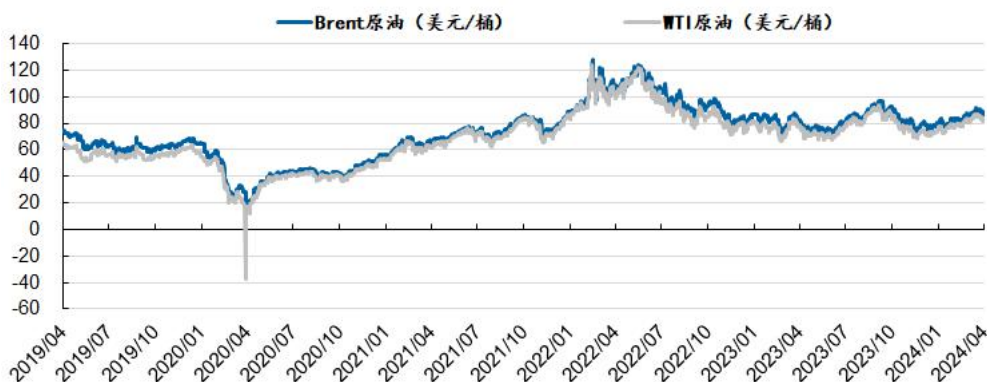
图 3: 中国海油 2024-2026 年油气净产量目标



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

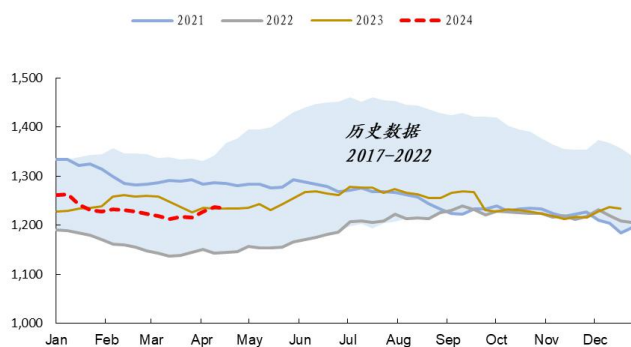
2、主要产品价格库存情况

图 4：原油价格变化



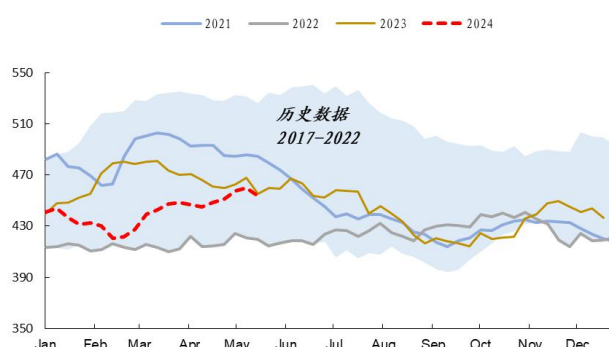
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：美国原油和油品库存（百万桶）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：美国商业原油库存（百万桶）



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 2：全球原油供需平衡表（数据来自 EIA 2024 年 4 月报告）

EIA 预测（百万桶/天）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	走势
全球原油消费量	102.06	102.73	103.39	103.45	103.74	103.97	104.62	104.7	
全球原油供给量	101.82	101.79	103.38	103.59	103.65	104.45	105.12	105.21	
其中：非OPEC供给量	69.77	70.02	70.82	71.12	71.17	71.79	72.39	72.26	
库存变化	-0.24	-0.94	-0.01	0.14	-0.09	0.48	0.50	0.51	

资料来源：EIA，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4454.76、4682.73、4972.03 亿元，归母净利润分别为 1422.28、1502.26、1616.30 亿元，当前股价对应 PE 分别 10.0、9.5、8.8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

原油价格波动、天然气价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、汇率风险。

附表：中国海油盈利预测表

证券代码:	600938				股价:	29.97	投资评级:	买入	日期:	2024/04/26
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	19%	17%	15%	14%	EPS	2.60	2.99	3.16	3.40	
毛利率	50%	52%	52%	53%	BVPS	14.01	17.40	20.56	23.96	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	30%	32%	32%	33%	P/E	8.07	10.02	9.49	8.82	
成长能力					P/B	1.50	1.72	1.46	1.25	
收入增长率	-1%	7%	5%	6%	P/S	2.39	3.20	3.04	2.87	
利润增长率	-13%	15%	6%	8%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.43	0.41	0.38	0.36	营业收入	416609	445476	468273	497203	
应收账款周转率	11.44	10.39	9.22	9.27	营业成本	208794	213288	222944	234464	
存货周转率	32.91	33.43	38.70	50.29	营业税金及附加	24331	20087	21119	22424	
偿债能力					销售费用	3501	4455	4683	5022	
资产负债率	34%	29%	25%	22%	管理费用	7012	7128	7492	7955	
流动比	2.02	2.70	3.40	4.10	财务费用	846	884	967	947	
速动比	1.91	2.60	3.31	4.02	其他费用/(-收入)	1605	1782	1873	1989	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	172891	195838	206440	222053	
现金及现金等价物	194866	290108	378952	483906	营业外净收支	83	-300	-200	0	
应收款项	36386	49497	52030	55245	利润总额	172974	195538	206240	222053	
存货净额	6451	6310	5212	4113	所得税费用	48884	53297	56000	60410	
其他流动资产	12572	13494	13442	13440	净利润	124090	142241	150241	161644	
流动资产合计	250275	359409	449636	556703	少数股东损益	247	14	15	13	
固定资产	7010	6907	6774	6589	归属于母公司净利润	123843	142228	150226	161630	
在建工程	1601	1954	2236	2462	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	695460	745233	793233	841233	经营活动现金流	209743	224631	235494	249876	
长期股权投资	51252	54252	56252	57252	净利润	123843	142228	150226	161630	
资产总计	1005598	1167755	1308131	1464239	少数股东损益	247	14	15	13	
短期借款	4365	4365	4365	4365	折旧摊销	68947	81950	82051	82159	
应付款项	61382	75854	74315	76852	公允价值变动	-300	0	0	0	
合同负债	1383	2826	2739	2838	营运资金变动	9965	-6191	-2842	780	
其他流动负债	56809	49841	50708	51665	投资活动现金流	-78095	-107427	-139973	-138459	
流动负债合计	123939	132886	132127	135720	资本支出	-120851	-135004	-134001	-133800	
长期借款及应付债券	88208	78108	68008	57908	长期投资	34205	25203	-8500	-7500	
其他长期负债	125575	127813	128813	129813	其他	8551	2374	2528	2841	
长期负债合计	213783	205921	196821	187721	筹资活动现金流	-84228	-10623	-11677	-11463	
负债合计	337722	338807	328948	323441	债务融资	-20993	-8619	-9200	-9200	
股本	75180	75180	75180	75180	权益融资	111	0	0	0	
股东权益	667876	828948	979183	1140798	其它	-63346	-2004	-2477	-2263	
负债和股东权益总计	1005598	1167755	1308131	1464239	现金净增加额	47806	106611	83844	99954	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。