

## 证券研究报告

### 公司研究

### 点评报告

中曼石油 (603619.SH)

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

## 短期波动不改长期业绩增长潜力

2024年4月30日

#### 事件:

2024年4月29日,中曼石油发布2023年度报告和2024年第一季度报告。2023年,公司实现营业收入37.32亿元,同比上涨17%,实现归母净利润8.10亿元,同比上涨68%;扣非后净利润8.46亿元,同比上涨61%。经营活动现金流量净额15.83亿元,同比上涨161%;基本每股收益2.05元/股,同比上涨69%。资产负债率为68.66%,较2022年全年上涨1pct。

其中,2023年第四季度,公司单季度营业收入7.35亿元,同比下降25.18%,环比下降34.05%;单季度归母净利润1.20亿元,同比上涨8%,环比下降51.92%;单季度扣非后净利润1.73亿元,同比上涨12%。

2024年第一季度,公司单季度营业收入8.07亿元,同比下降10.74%,环比上涨10%;单季度归母净利润1.72亿元,同比下降19.85%,环比上涨43%;单季度扣非后净利润1.70亿元,同比下降21.71%。经营活动现金流量净额1.48亿元,同比下降52.15%;基本每股收益0.43元/股,同比下降20.37%。资产负债率为67.97%,较2023年全年下降0.69pct。

#### 点评:

- 从利润结构看,2023年公司钻机装备制造/钻井工程服务/原油销售/石油制品及贸易四个板块的毛利占比分别为1.38%/9.15%/88.13%/0.97%,毛利率分别为10.73%/11.76%/72.67%/19.12%。2023年,公司归母净利润实现同比显著增长,主要来自原油销售板块,得益于高油价下新疆温宿区块原油产量保持强劲增长,2023年温宿项目实现原油产量58.08万吨,同比+14.68万吨。
- 2023Q4单季净利润出现环比明显下降,主要受公司四季度完成哈萨克斯坦坚戈油田持有主体TOG公司收购手续,按照会计准则要求TOG公司与公司全资子公司PETRO公司之间交易进行抵消处理导致当期归母净利润减少6901.89万元。
- 2024Q1,公司营收和归母净利润同比出现下滑,但公司温宿、坚戈原油产量分别为15.45万吨、4.33万吨,分别同比+2.43万吨、+2.58万吨,我们认为主要考虑公司24Q1存货同比+约1.58亿元的影响。
- 公司原油产量有望继续保持高增长。2023年,公司基本探明了柯柯牙油田F1断裂带上盘油气储量,国内阿克苏地区产量有望持续增长。海外方面,2023年公司子公司中曼海湾完成对昕华夏迪拜51%股权收购,公司获得坚戈油田控制权,其中中曼团队承钻的坚戈油田607并将之前的平均钻井周期从70天降到约17天,为后续坚戈油田大规模上产开发打下良好基础。同时,公司已经获得伊拉克油气田开发及作业资质,这是公司后续参与伊拉克油气区块勘探开发的重要前提,有助于公司在伊拉克获得优质油气田投资开发的机会。此外,我们计算得2023年公司平均桶油作业成本、桶油折耗成本分别为10.44美元、5.63美元,依然

保持优秀的低成本竞争优势。

- **钻井服务板块毛利率明显改善。**2023年，公司钻井工程服务毛利率同比+8.87pct至11.76%，主要得益于外部服务费用下降；钻井装备制造板块毛利率下降11.49pct至10.73%，主要是原材料成本大幅提升。2023年，公司分别签订钻井工程服务合同、装备板块合同41个、158个，合同金额分别为33.99亿元、3.36亿元，同比+26.50%、+69.70%。我们认为，在油服行业景气向上大趋势下，公司钻井服务和装备制造板块新签合同额同比明显改善，或为公司持续贡献更好业绩。
- **公司派发现金股利，积极回馈股东。**2023年，公司拟每10股派发现金红利6.20元（含税），合计2.46亿元，现金股利支付率为30.3%，同比上年28.9%比例有所提升。同时2023年内公司回购金额3999.56万元，回购+现金股份合计占公司归母净利润比例为35.3%。
- **控股股东股权质押风险明显下降。**截止2024年4月，公司控股股东“中曼控股”持有公司21.59%的股份，其中累计质押股份占持股数量的比例已经降至58.55%，控股股东及一致行动人累计质押股份占总持股的比例降至45.98%。
- **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10.89、13.51和15.23亿元，同比增速分别为34.4%、24.0%、12.8%，EPS分别为2.72、3.38和3.81元/股，按照2024年4月29日A股收盘价对应的PE分别为9.48、7.64和6.78倍，PB分别为3.09、2.37、1.88倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量快速增长，2024-2026年公司有望继续保持良好业绩，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**经济波动和油价下行风险；公司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)	3,199	3,732	4,414	5,497	6,250
增长率 YoY%	81.6%	16.7%	18.3%	24.5%	13.7%
归属母公司净利润 (百万元)	482	810	1,089	1,351	1,523
增长率 YoY%	552.1%	67.9%	34.4%	24.0%	12.8%
毛利率 (%)	46.4%	45.7%	49.2%	48.7%	48.3%
净资产收益率 ROE%	21.0%	30.8%	32.6%	30.9%	27.8%
EPS(摊薄)(元)	1.21	2.02	2.72	3.38	3.81
P/E	21.40	12.75	9.48	7.64	6.78
P/B	4.49	3.93	3.09	2.37	1.88

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月29日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2,662	3,164	3,696	4,545	5,281
货币资金	766	1,250	1,549	2,202	3,036
应收票据	95	20	102	96	95
应收账款	567	702	767	911	825
预付账款	327	242	224	254	258
存货	504	595	652	679	666
其他	403	355	401	402	401
<b>非流动资产</b>	5,115	5,968	6,698	7,429	8,140
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,949	2,130	2,199	2,247	2,275
无形资产	52	58	58	57	57
其他	3,115	3,780	4,442	5,125	5,808
<b>资产总计</b>	7,776	9,132	10,394	11,974	13,421
<b>流动负债</b>	3,466	4,038	4,519	4,988	5,220
短期借款	835	1,054	1,354	1,654	1,954
应付票据	186	212	224	246	239
应付账款	856	901	969	1,067	995
其他	1,588	1,870	1,972	2,021	2,033
<b>非流动负债</b>	1,867	2,232	2,232	2,232	2,232
长期借款	1,122	1,506	1,506	1,506	1,506
其他	746	727	727	727	727
<b>负债合计</b>	5,333	6,270	6,751	7,220	7,453
少数股东权益	142	233	303	389	486
归属母公司股东权益	2,301	2,629	3,341	4,364	5,482
<b>负债和股东权益</b>	7,776	9,132	10,394	11,974	13,421

**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	3,199	3,732	4,414	5,497	6,250
同比 (%)	81.6%	16.7%	18.3%	24.5%	13.7%
归属母公司净利润	482	810	1,089	1,351	1,523
同比	552.1%	67.9%	34.4%	24.0%	12.8%
毛利率 (%)	46.4%	45.7%	49.2%	48.7%	48.3%
ROE%	21.0%	30.8%	32.6%	30.9%	27.8%
EPS(摊薄)(元)	1.21	2.02	2.72	3.38	3.81
P/E	21.40	12.75	9.48	7.64	6.78
	4.49	3.93	3.09	2.37	1.88
P/B					
EV/EBITDA	7.07	5.68	5.69	4.70	4.06

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	3,199	3,732	4,414	5,497	6,250
营业成本	1,714	2,026	2,244	2,819	3,228
营业税金及附加	172	118	177	220	250
销售费用	39	52	75	93	106
管理费用	294	242	221	275	312
研发费用	117	135	110	137	156
财务费用	138	149	148	169	187
减值损失	0	3	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-32	15	9	14	16
<b>营业利润</b>	693	1,028	1,448	1,796	2,026
营业外收	-39	-7	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	654	1,021	1,448	1,796	2,025
所得税	188	200	290	359	405
<b>净利润</b>	467	821	1,158	1,437	1,620
少数股东损益	-16	11	69	86	97
<b>归属母公司净利润</b>	482	810	1,089	1,351	1,523
EBITDA	1,238	1,655	2,161	2,546	2,812
EPS(当年)(元)	1.21	2.05	2.72	3.38	3.81

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	607	1,583	1,829	2,176	2,459
净利润	467	821	1,158	1,437	1,620
折旧摊销	402	478	561	580	600
财务费用	79	150	161	185	209
投资损失	-134	0	0	0	0
营运资金	-389	72	-53	-26	30
其它	48	62	2	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-940	-1,632	-1,292	-1,312	-1,312
资本支出	-909	-1,249	-1,302	-1,302	-1,302
长期投资	-30	-383	-10	-10	-10
其他	0	0	20	0	0
<b>筹资活动</b>	701	622	-238	-211	-314
吸收投资	0	0	-51	0	0
借款	2,215	2,126	300	300	300
支付利息或股息	-128	-247	-487	-511	-614
<b>现金流净增加额</b>	356	556	300	653	834

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。