

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

成功中标伊拉克油气开发合同，油气上产再添助力

2024年5月15日

事件: 2024年5月11日，中曼石油参与了伊拉克石油部第五(+)轮和第六轮油气区块招标，成功中标获得伊拉克 East Baghdad Field Northern Extension 区块(又称 North Extension E. Baghdad 区块，简称“EBN 区块”)和 Middle Euphrates 区块(又称 Middle Furat 区块，简称“MF 区块”)的开发权。

本次中标后，公司将结合伊拉克油气田开发相关政策和公司实际情况，尽快与伊拉克石油部开展下一步的合同谈判工作。

点评:

➤ **伊拉克时隔六年再度招标，并启用了利润分享协议。** 在本轮招标之前，伊拉克石油部已经在 2008、2009、2010、2012 年完成了四轮招标，并与承包商签署技术服务合同(Technical Service Contract, TSC, 每桶油给予承包商固定报酬费)。2018 年，伊拉克在第五轮招标中引入了利润分享协议(即勘探、开发和生产合同(Exploration, Development and Production Contract, EDPC) 或开发和生产合同(Development and Production Contract, DPC)，可视为产品分成合同)。2023 年，伊拉克宣布第五轮(+)和第六轮共 30 个项目招标，中标公司或财团须签订 EDPC 或 DPC 合同，合同主要条款包括:

1) **合同期限:** EDPC 的勘探期为 5 至 9 年，开发期为 25 年。DPC 的开发期为 20 年，并有可能延长 5 年。

2) **回收费用:** 承包商承担石油投资并有权收回石油成本，对于某些被归类为补充费用的费用，承包商有权加速收回这些费用并获得利息。石油成本从认定收入净额(认定收入减去特许权使用费)中支付，补充费用从认定收入净额减去石油成本和报酬中支付。

3) **其他费用:** EDPC 合同需要承包商支付签字费用，以及在宣布商业化后需进一步支付一定费用。DPC 合同需要承包商支付签字费，并在第一个商业生产日后支付进一步的费用。这些费用不包含在收回成本中，也不能抵税。

4) **税费:** 承包商需缴纳认定收入的 15% 作为特许权使用费。并在伊拉克当地缴纳所得税。

5) **报酬:** 按剩余净认定收入(认定收入减去特许权使用费减去支付的石油成本)的(投标)百分比支付。本轮投标竞价指标即为承包商获取的报酬百分比，伊拉克石油部将接受合同区域最低报酬百分比的投标。

6) **支付方式:** 除非伊拉克选择以现金支付，否则石油收回成本、补充费用和承包商报酬将以出口石油支付。这些支付在第一个商业化生产日后发生。

7) **其他义务:** 承包商将有义务提供培训和技术转让以及雇用当地人员和采购当地货物和服务。承包商将向基础设施基金捐款, 这些捐款将被视为石油成本。

图 1: 伊拉克第 5+ 轮招标区块信息

Round 5(+) Contract Areas				
Form of Contract	Area Name	Approx. Area (km ²)	Province(s)	Wells
EDPC	Zurbatiya	519	Wasit	0
EDPC	Shihabi	1,428	Wasit/Maysan	0
EDPC	FAO	1,398	Basra	1
EDPC	Jabal Sanam	235	Basra	1
EDPC	Arabian Gulf	554	Offshore	0
EDPC	Ad Daimah	451	Maysan	1
EDPC	Qalat Salah	318	Maysan	1
EDPC	Sasan	197	Nineveh	2
EDPC	Alan	162	Nineveh	2
EDPC	Pulkihana	412	Salah Al Den	8
DPC	Middle Furat	1,073	Al Najaf/Karbala	6
DPC	North Extension E. Baghdad	231	Baghdad/Salah Al Den	7
EDPC	Dhufriyah	369	Wasit	2
EDPC	Abu Khema	1,810	Al Muthanna	1
EDPC	Block 11	8,000	Al Najaf/Al Muthanna	1
EDPC	Block 7	6,000	Al Najaf/Al Muthanna/Wasit/Babylon/Diwanya	0

资料来源: 伊拉克石油部石油合同和许可局, 信达证券研发中心

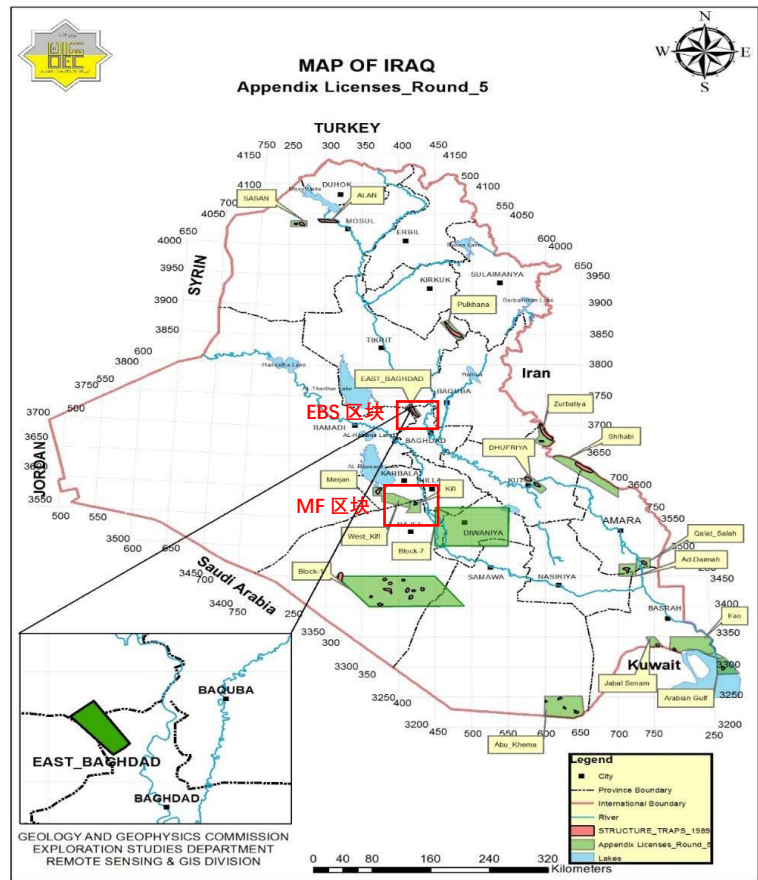
图 2: 伊拉克第 6 轮招标区块信息

Round 6 Contract Areas				
Form of Contract	Area Name	Approx. Area (km ²)	Province(s)	Wells
EDPC	Tel Hajar	7,300	Nineveh	3
EDPC	Khliesiea	7,300	Nineveh/Al Anbar	1
EDPC	Anah	7,100	Al Anbar	2
EDPC	Anbar	8,500	Al Anbar	0
EDPC	Anz	8,521	Al Anbar	0
EDPC	Okashat	6,665	Al Anbar	0
EDPC	N. Rutba	6,500	Al Anbar	0
EDPC	S. Rutba	7,907	Al Anbar	0
EDPC	Tobal	9,001	Al Anbar	0
EDPC	Waleed	8,300	Al Anbar	0
EDPC	Qurmian	8,500	Najaf	0
EDPC	Addan	4,400	Al Muthanna	0
EDPC	Shaiban	2,100	Al Muthanna	0
EDPC	Sumer	1,700	Al Muthanna	0

资料来源: 伊拉克石油部石油合同和许可局, 信达证券研发中心

- **中曼石油中标仅有的两个 DPC 项目。** 在伊拉克石油部第五 (+) 轮和第六轮油气区块招标中, 中曼石油成功中标 EBN 区块和 MF 区块。EBN 区块为东巴格达油田的北部扩边, 区块面积 231 平方公里, 已钻 7 口井。东巴格达油田面积为 822 平方公里, 2018 年中国振华石油公司中标该区块, 2019 年该油田投入生产, 2022 年初油田日产达到 2.5 万桶。MF 区块面积 1073 平方公里, 已钻 6 口井。以上两个区块均为 DPC 合同, 按统一合同条款, 开发期限为 20+5 年。

图 3: 东巴格达和中弗拉特区块地图显示



资料来源: 伊拉克石油部石油合同和许可局, 信达证券研发中心

- **勘探开发及钻井装备服务一体化有望更好保障新项目的盈利水平。**2023年10月底,中曼石油获得伊拉克油气田开发及作业资质,2024年5月,中曼石油成功中标伊拉克两个油气田区块开发合同。公司将依托一体化业务布局,充分发挥自身技术和管理优势及协同创效能力,实现对伊拉克油气区块的高效开发利用,为公司原油开采业务及后续油气上产注入新动力。
- **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5月15日A股收盘价对应的PE分别为9.32、7.51和6.66倍,PB分别为3.04、2.32、1.85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	21.03	12.53	9.32	7.51	6.66
P/B	4.41	3.86	3.04	2.32	1.85

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 5 月 15 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	7,776	9,132	10,394	11,974	13,421
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	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	21.03	12.53	9.32	7.51	6.66
	4.41	3.86	3.04	2.32	1.85
P/B					
EV/EBITDA	7.07	5.68	5.61	4.62	4.00

利润表

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
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
营业利润	693	1,028	1,448	1,796	2,026
营业外收	-39	-7	-1	-1	-1
利润总额	654	1,021	1,448	1,796	2,025
所得税	188	200	290	359	405
净利润	467	821	1,158	1,437	1,620
少数股东损益	-16	11	69	86	97
归属母公司净利润	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动	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
现金流净增加额	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。	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。