

中国海油 (600938.SH)

增储上产后劲十足，成本优势提升盈利能力

投资要点:

在国内能源升级转型时期，油气资源将在保障我国能源安全中持续发挥压舱石作用。中国海油作为世界最大的油气勘探开发公司之一，资本开支稳定增长，桶油成本维持低位，在高油价趋势之下，盈利能力凸显。

➤ 公司是中国最大的海上原油及天然气生产商。

公司主要业务为原油和天然气的勘探、开发、生产及销售，2023年末，公司拥有油气净证实储量约67.8亿桶油当量，全年油气净产量达6.78亿桶油当量，储量替代率达到180%，增储上产后劲十足。2024年一季度，公司实现净产量180.1百万桶油当量，同比+9.9%。

➤ 24年资本开支预期乐观，桶油成本降幅明显。

为维护国家能源安全，公司近几年维持高资本开支，持续夯实增储上产资源基础。根据中国海油2024年战略展望，公司全年资本支出目标为1250-1350亿元人民币，产量目标为700-720百万桶油当量，保持增储上产投资力度，追求有效益的储量产量增长。2017-2023年，公司桶油成本降幅达11%，主要受益于公司建立了降本增效长效机制，通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式，深挖降本空间、确保资源向效益高点配置，力求勘探开发生产全过程降本。

➤ 盈利预测与投资建议

预计公司2024-2026年净利润分别实现1439/1550/1636亿元，分别同增16%、8%、5%，对应EPS分别为3.03元、3.26元、3.44元，公司增储上产后劲十足，技术不断突破，桶油成本持续下降，我们选取中国石油和中国石化作为可比公司，其在产品，渠道等方面具有较高相似度。首次覆盖予以“买入”评级。

➤ 风险提示

油价大幅波动风险、资源勘探及投产进度不及预期风险、汇率风险。

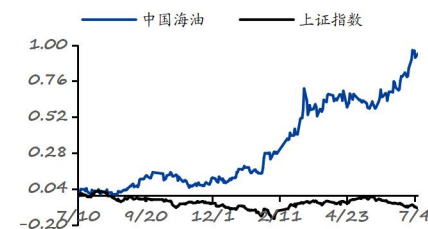
买入 (首次评级)

当前价格: 34.77元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	47,566.76/2,841.85
流通A股市值(百万元)	98,811.19
每股净资产(元)	14.85
资产负债率(%)	32.89
一年内最高/最低价(元)	35.62/18.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 魏征宇(S0210520050001)

wzy2529@hfzq.com.cn

分析师: 王璞(S0210523080002)

wy30047@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	422,230	416,609	456,813	488,361	519,642
增长率	72%	-1%	10%	7%	6%
净利润(百万元)	141,700	123,843	143,898	155,038	163,563
增长率	102%	-13%	16%	8%	5%
EPS(元/股)	2.98	2.60	3.03	3.26	3.44
市盈率(P/E)	11.7	13.4	11.5	10.7	10.1
市净率(P/B)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 公司概况：中国最大海上油气生产商	3
1.1 业务介绍	3
1.2 储量和产量	3
2 财务复盘：资本开支预期乐观，桶油成本持续下降	4
2.1 资本开支稳定提升，2024 全年预期乐观	4
2.2 持续推进降本提质增效专项行动，桶油成本降幅明显	6
2.3 主要产品为原油和天然气，在本轮油价上涨中受益	6
3 盈利预测与投资建议	7
3.1 盈利预测	7
3.2 投资建议	8
4 风险提示	9

图表目录

图表 1：中国首个海上油田岸电项目	3
图表 2：2011-2023 年公司油气净证实储量（亿桶油当量）	4
图表 3：2011-2023 年公司油气净产量（亿桶油当量）	4
图表 4：2016-2023 年公司资本开支情况（亿元人民币）	5
图表 5：2024 年公司新项目建设有序推进	5
图表 6：2013-2023 年公司桶油成本（美元/桶）	6
图表 7：2017-2024Q1 年公司营业收入与归母净利润（亿元人民币）	7
图表 8：2017-2024Q1 年公司原油销售收入与实现价格	7
图表 9：2017-2024Q1 年公司天然气销售收入与实现价格	7
图表 10：公司业绩拆分预测表	8
图表 11：可比公司估值表	9
图表 12：财务预测摘要	10



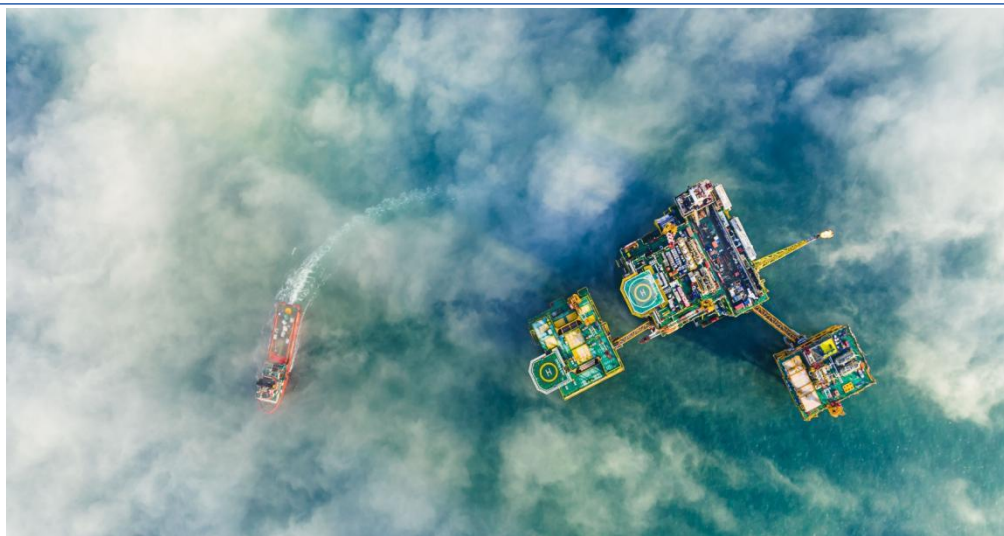
1 公司概况：中国最大海上油气生产商

1.1 业务介绍

公司主要业务为原油和天然气的勘探、开发、生产及销售，是中国最大的海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一。公司始终致力于成为国际一流的能源公司，锚定全年生产经营目标不动摇，不断扎实推进增储上产，深化精益化管理。经过多年辛勤耕耘，公司已经基本完成全球资产布局，上游资产遍及世界二十多个国家和地区。

在科技创新方面，公司持续推进深化深水、高温高压等领域的勘探开发技术研究，提高在产油田稳产增产技术水平，攻关 CCUS 陆海一体化关键技术，形成海上 CCUS 工程、钻完井、监测和评估技术体系，推动探索深远海浮式风电等新型能源开发利用，实施海上平台无人化、少人化建设和台风模式改造。

图表 1：中国首个海上油田岸电项目



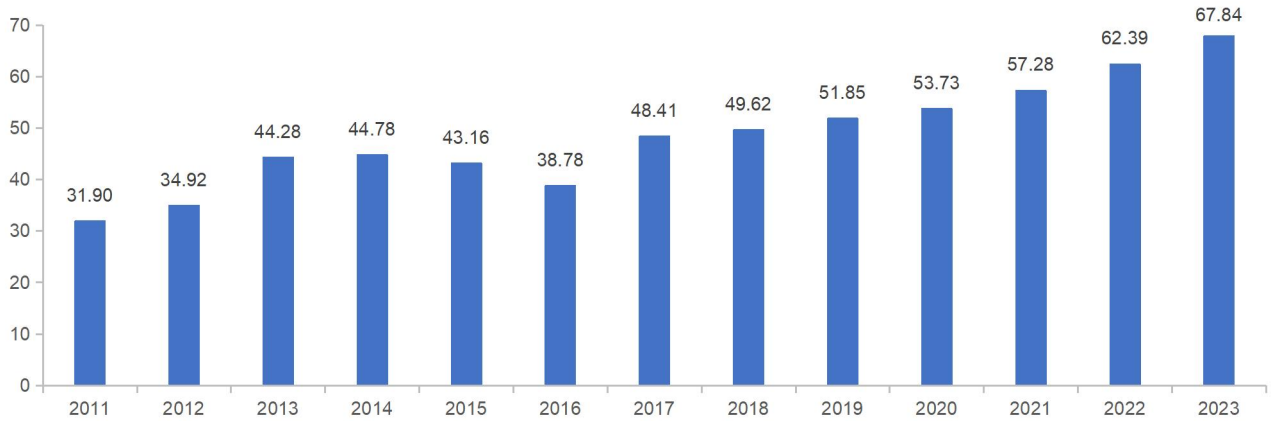
数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 储量和产量

多年来，公司储量和产量持续增长，2023 年末，公司拥有油气净证实储量约 67.8 亿桶油当量，全年油气净产量达 6.78 亿桶油当量，储量替代率达到 180%，增储上产后劲十足。2024 年一季度，公司实现净产量 180.1 百万桶油当量，同比+9.9%。

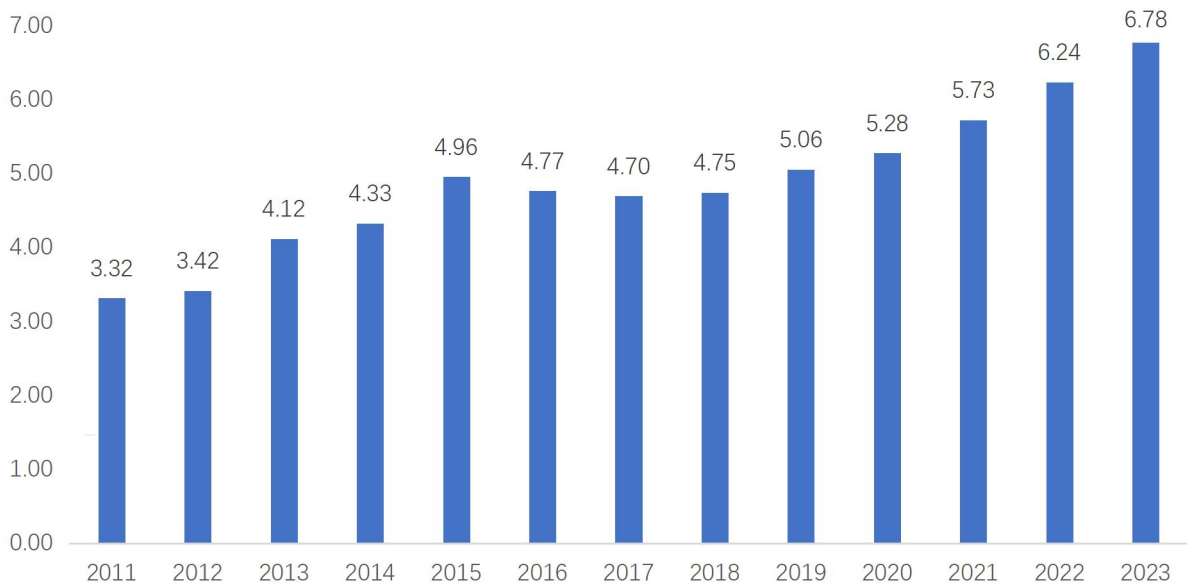


图表 2: 2011-2023 年公司油气净证实储量 (亿桶油当量)



数据来源: 公司招股说明书, 公司 2011-2023 年年报, 华福证券研究所

图表 3: 2011-2023 年公司油气净产量 (亿桶油当量)



数据来源: 公司招股说明书, 公司 2011-2023 年年报, 华福证券研究所

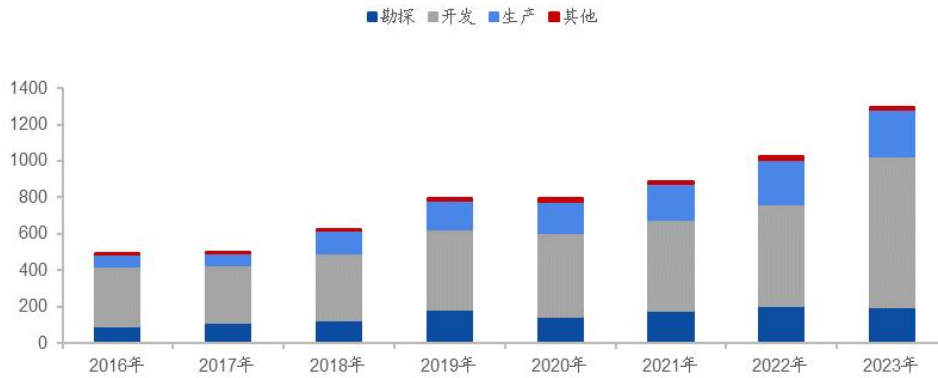
2 财务复盘: 资本开支预期乐观, 桶油成本持续下降

2.1 资本开支稳定提升, 2024 全年预期乐观

为维护国家能源安全, 公司维持高资本开支, 持续夯实增储上产资源基础。根据中国海油 2024 年战略展望, 公司全年资本支出目标为 1250-1350 亿元人民币, 产量目标为 700-720 百万桶油当量。2024 年预计公司将保持增储上产投资力度, 新项目建设有序推进, 追求有效益的储量产量增长。



图表 4: 2016-2023 年公司资本开支情况 (亿元人民币)



数据来源: 中国海油 16-23 年业绩发布会材料, 华福证券研究所

图表 5: 2024 年公司新项目建设有序推进

项目	当前状态	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域			
渤中 19-6 气田 13-2 区块 5 井区开发项目	调试	5800	100%
绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目	投产	30300	100%
绥中 36-2 油田 36-2 区块开发项目	建造	9700	100%
渤中 19-2 油田开发项目	建造	18800	100%
恩平 21-4 油田开发项目	安装	5300	100%
流花 11-1/4-1 油田二次开发项目	安装	17900	100%
惠州 26-6 油田开发项目	建造	20600	100%
乌石 23-5 油田群开发项目	安装	18100	100%
深海一号二期天然气开发项目	安装	27500	100%
中国陆上			
临兴深层煤层气勘探开发示范项目	建造	11100	100%
神府深层煤层气勘探开发示范项目	建造	11000	100%
海外			



巴西 Mero3 项目	安装	180000	10%
加拿大长湖西北项目	安装	8200	100%

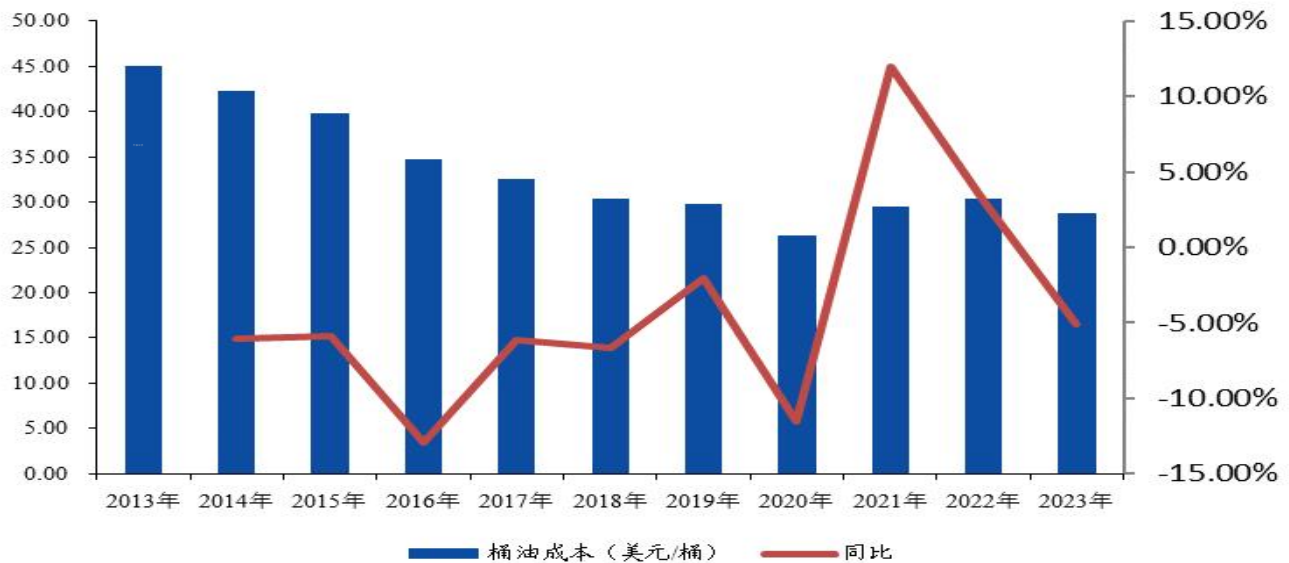
数据来源：公司 2024 年一季报，华福证券研究所

2.2 持续推进降本提质增效专项行动，桶油成本降幅明显

2017-2023 年，公司桶油成本降幅达 11%，主要原因为：公司建立了降本增效长效机制，通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式，深挖降本空间、确保资源向效益高点配置，力求勘探开发生产全过程降本。

截至 2023 年末，公司桶油主要成本为 28.83 美元，2024Q1，公司桶油成本继续下降至 27.59 美元，同比下降 2.2%，成本优势得到进一步巩固，抗风险能力进一步增强。

图表 6: 2013-2023 年公司桶油成本（美元/桶）

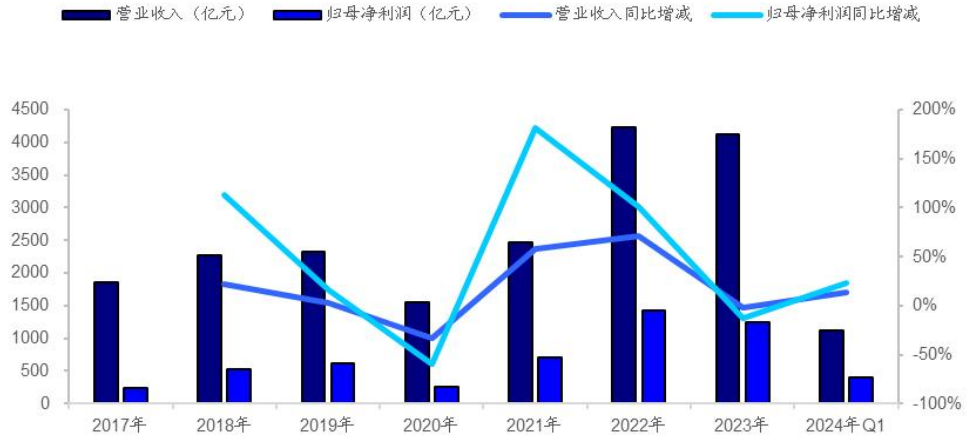


数据来源：公司 2013-2023 年报，华福证券研究所

2.3 主要产品为原油和天然气，在本轮油价上涨中受益

公司近年来营收和净利润规模呈现稳步上升趋势。2024 年一季度，公司实现营业收入 1114.68 亿元，同比增长 14.1%；公司实现归母净利润 397 亿元，同比增长 23.7%。

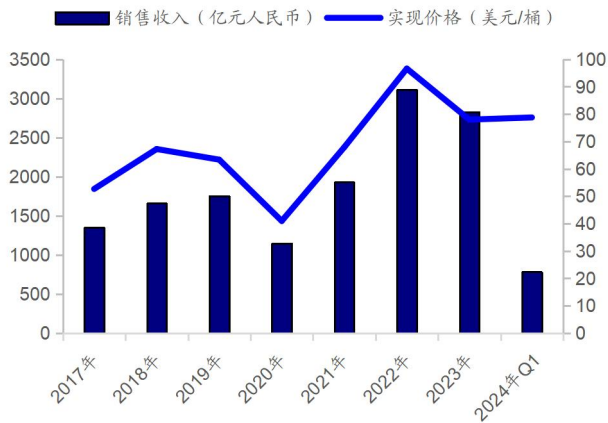
图表 7: 2017-2024Q1 年公司营业收入与归母净利润 (亿元人民币)



数据来源: wind&ifind, 华福证券研究所

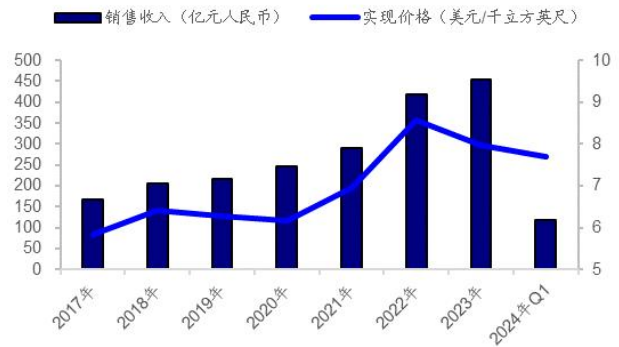
2024 年一季度, 公司原油实现价格 78.75 美元/桶, 同比上涨 6.18%; 公司天然气实现价格 7.69 美元/千立方英尺, 同比下跌 7.68%; 同期, 公司油气销售收入 899.7 亿元, 同比增长 21.3%。

图表 8: 2017-2024Q1 公司原油销售收入与实现价格



数据来源: 公司 2017-2024Q1 财报, 华福证券研究所

图表 9: 2017-2024Q1 公司天然气销售收入与实现价格



数据来源: 公司 2017-2024Q1 财报, 华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出如下假设:

- (1) 全球石油需求复苏,OPEC 减产协议持续, 原油价格中枢或维持较高位置; 天然气价格具有区域性特征, 公司与下游客户签订长协, 价格波动相对较小。



(2) 公司持续增储上产，根据公司战略规划，预计 24-26 年油气产量达到 740/820/850 百万桶油当量以上。公司坚持油气并举，向气倾斜的发展目标，假设天然气销量占比未来持续提升。

(3) 公司持续技术突破，提产增效，预计桶油成本进一步下降。

综上，我们预计公司 2024-2026 年油气销售收入增速分别为 7%、3%、2%，毛利率为 62%、61%、61%；总营业收入增速分别为 10%、7%、6%，归母净利润增速分别为 16%、8%、5%，对应 EPS 分别为 3.03 元、3.26 元、3.44 元。

图表 10: 公司业绩拆分预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入（亿元）	4166.09	4568.13	4883.61	5196.42
同比	-1.33%	9.65%	6.91%	6.41%
营业成本（亿元）	2087.94	2338.78	2598.35	2828.23
毛利率	49.88%	48.80%	46.79%	45.57%
油气销售				
营业收入（亿元）	3278.67	3516.44	3635.57	3713.61
同比	-7.10%	7.25%	3.39%	2.15%
营业成本（亿元）	1258.16	1348.18	1423.08	1432.15
毛利率	61.6%	61.7%	60.9%	61.4%
贸易				
营业收入（亿元）	793.08	951.70	1142.03	1370.44
同比	31.20%	20%	20%	20%
营业成本（亿元）	739.5	894.59	1073.51	1288.22
毛利率	6.8%	6%	6%	6%
其他业务收入				
营业收入（亿元）	94.34	100.00	106.00	112.36
同比	6.71%	6%	6%	6%
营业成本（亿元）	90.28	96	101.76	108.87
毛利率	4.3%	4%	4%	4%

数据来源：ifind, 华福证券研究所

3.2 投资建议

预计公司 2024-2026 年净利润分别实现 1439/1550/1636 亿元，分别同增 16%、8%、5%，对应 EPS 分别为 3.03 元、3.26 元、3.44 元。

公司增储上产后劲十足，技术不断突破，桶油成本持续下降，我们选取中国石化和中国石化作为可比公司，其在产品，渠道等方面具有较高相似度。首次覆盖予以“买入”评级。

图表 11: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601857.SH	中国石油	10.67	0.88	0.94	0.99	1.02	12.1	11.3	10.8	10.4
600028.SH	中国石化	6.50	0.51	0.58	0.62	0.66	12.9	11.2	10.5	9.8
			可比公司平均值				12.5	11.3	10.7	10.1
600938.SH	中国海油	34.77	2.60	3.03	3.26	3.44	13.4	11.5	10.7	10.1

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司数据来源为 Wind 一致预期, 收盘价截止 24 年 7 月 8 日

4 风险提示

油价大幅波动风险: 若全球经济增速放缓, 需求复苏不及预期, 油价或有下跌风险, 可能对公司产品价格造成影响。

资源勘探及投产进度不及预期风险: 勘探和投产需要时间, 可能受到多方面的影响, 若不及预期可能会对公司产量造成影响。

汇率风险: 公司在全球多个地区开展业务, 汇率波动可能会对公司业绩造成一定影响。



图表 12: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	150,562	182,451	239,616	304,792
应收票据及账款	36,386	37,001	35,684	36,423
预付账款	3,218	4,370	4,767	4,819
存货	6,451	9,823	9,841	10,066
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	53,658	57,780	56,297	56,201
流动资产合计	250,275	291,425	346,205	412,301
长期股权投资	51,252	51,252	51,252	51,252
固定资产及油气资产	591,319	651,543	706,616	758,888
在建工程	0	0	0	0
无形资产	3,692	4,419	5,250	5,779
商誉	15,061	15,061	15,061	15,061
其他非流动资产	93,999	94,069	94,178	94,335
非流动资产合计	755,323	816,345	872,357	925,315
资产合计	1,005,598	1,107,770	1,218,561	1,337,615
短期借款	4,365	0	0	0
应付票据及账款	61,382	70,163	78,730	86,544
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,383	3,187	3,155	2,995
其他应付款	9,597	9,597	9,597	9,597
其他流动负债	47,212	47,302	46,838	46,975
流动负债合计	123,939	130,250	138,320	146,111
长期借款	11,296	11,296	11,296	11,296
应付债券	76,912	76,912	76,912	76,912
其他非流动负债	125,575	125,575	125,575	125,575
非流动负债合计	213,783	213,783	213,783	213,783
负债合计	337,722	344,033	352,103	359,894
归属母公司所有者权益	666,586	762,160	864,572	975,509
少数股东权益	1,290	1,577	1,886	2,212
所有者权益合计	667,876	763,737	866,458	977,721
负债和股东权益	1,005,598	1,107,770	1,218,561	1,337,615

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209,743	210,959	237,440	246,231
现金收益	191,534	216,631	232,616	243,498
存货影响	-212	-3,372	-19	-224
经营性应收影响	3,580	2,917	5,132	2,482
经营性应付影响	2,760	8,781	8,567	7,814
其他影响	12,081	-13,999	-8,855	-7,339
投资活动现金流	-78,095	-127,268	-125,925	-127,270
资本支出	-126,528	-131,096	-131,447	-131,251
股权投资	-2,325	0	0	0
其他长期资产变化	50,758	3,828	5,522	3,981
融资活动现金流	-84,228	-51,802	-54,350	-53,785
借款增加	-15,516	-4,365	0	0
股利及利息支付	-63,346	-57,094	-57,028	-57,028
股东融资	111	0	0	0
其他影响	-5,477	9,657	2,678	3,243

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	416,609	456,813	488,361	519,642
营业成本	208,794	233,878	259,835	282,823
税金及附加	24,331	22,841	21,976	15,589
销售费用	3,501	3,655	2,930	3,118
管理费用	7,012	7,766	6,349	6,755
研发费用	1,605	1,706	1,853	2,079
财务费用	846	2,302	1,724	1,159
信用减值损失	-74	-19	-27	-40
资产减值损失	-3,523	-4,684	-4,212	-3,274
公允价值变动收益	300	125	131	137
投资收益	4,715	3,935	5,500	4,000
其他收益	1,070	871	1,500	1,000
营业利润	172,891	184,831	196,495	209,864
营业外收入	510	312	297	400
营业外支出	427	291	150	150
利润总额	172,974	184,852	196,642	210,114
所得税	48,884	40,667	41,295	46,225
净利润	124,090	144,185	155,347	163,889
少数股东损益	247	287	309	326
归属母公司净利润	123,843	143,898	155,038	163,563
EPS (按最新股本摊薄)	2.60	3.03	3.26	3.44

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.3%	9.7%	6.9%	6.4%
EBIT 增长率	-12.1%	7.7%	6.0%	6.5%
归母公司净利润增长率	-12.6%	16.2%	7.7%	5.5%
获利能力				
毛利率	49.9%	48.8%	46.8%	45.6%
净利率	29.8%	31.6%	31.8%	31.5%
ROE	18.5%	18.8%	17.9%	16.7%
ROIC	24.8%	23.6%	22.1%	20.9%
偿债能力				
资产负债率	33.6%	31.1%	28.9%	26.9%
流动比率	2.0	2.2	2.5	2.8
速动比率	2.0	2.2	2.4	2.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	31	29	26	24
存货周转天数	11	13	14	13
每股指标 (元)				
每股收益	2.60	3.03	3.26	3.44
每股经营现金流	4.41	4.44	4.99	5.18
每股净资产	14.01	16.02	18.18	20.51
估值比率				
P/E	13	11	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	22	21	20



分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn