

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938.SH)

中国海洋石油 (0883.HK)

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 石化行业分析师

执业编号: S1500524070003

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金

隅大厦B座

邮编: 100031

## 24Q2 利润同比增长，产量持续保持高速增长

2024年8月29日

**事件:** 2024年8月28日，中国海油发布2024年半年度报告。2024年上半年，公司实现营业收入2267.7亿元，同比+18.07%；实现归母净利润797.31亿元，同比+25.05%；实现扣非后归母净利润791.97亿元，同比+27.07%；实现基本每股收益1.68元，同比+25.37%。

其中，2024年第二季度，公司实现营业收入1153.02亿元，同比+22.20%，环比+3.44%；实现归母净利润400.12亿元，同比+26.43%，环比+0.74%；实现扣非后归母净利润397.22亿元，同比+28.70%，环比+0.63%；实现基本每股收益0.84元，同比+25.37%，环比基本持平。

### 点评:

- 2024Q2，公司毛利率为53.99%，环比24Q1（53.43%）提升；公司净利率为34.71%，环比24Q1（35.64%）下降，我们认为主要原因是公司财务费用支出增加所致，2024Q2公司财务费用为15.79亿元，环比+18.89亿元，同比+7.36亿元。
- **公司实现油价提升，与布油价差同比收窄:** 2024Q2，国际油价在地缘政治风险和OPEC减产支撑下维持高位震荡，布伦特原油均价85.03美元/桶，同比+7.30美元/桶（+9%），环比+3.27美元/桶（+4%）。我们推算得二季度公司实现油价81.87美元/桶，同比+12%，环比+4%，较布油平均折价3.16美元/桶，环比基本持平，较去年同期4.74美元/桶的折价继续收窄，实现气价7.89美元/千立方英尺，同比几乎持平。展望下半年，我们认为OPEC+四季度退出减产或使原油供给端有所承压，但油价整体仍能保持高位运行，公司桶油盈利能力仍然可观。
- **油气产量保持高速增长:** 2024H1，公司油气产量为362.6百万桶当量，同比+9%。其中，2024Q2，公司油气净产量182.5百万桶当量，同比+9%，环比+1%，一方面得益于公司新项目投产，另一方面公司在产油田自然递减率降至历史最好水平。分板块看，天然气产量增速更快：2024Q2石油产量142.7百万桶（占比78%），同比+8%，环比+1%，主要来自渤中19-6等项目贡献；天然气产量2315亿立方英尺（占比22%），同比+11%，环比+1%，主要得益于番禺34-1及陆上天然气产量贡献。分区域看，海外特别是南美地区产量增速更快：2024Q2国内产量同比+8%至124.5百万桶，海外产量同比+11%至58百万桶，主要得益于圭亚那Payara项目投产。下半年，随着深海一号二期天然气开发项目和流花11-1/4-1油田二次开发项目等新项目建设投产，公司油气产量有望进一步增长。
- **大型勘探发现为增储上产夯实资源基础:** 2024上半年，在中国海域，公司成功探获首个超深水超浅层千亿方大气田陵水36-1，标志着南海万亿大气区率先实现；在渤海、南海东部海域分别探获秦皇岛27-3和开平南两个亿吨级油田；成功评价渤中8-3南，测试日产量创中国海域深

层探井最高纪录。在海外，圭亚那 Stabroek 区块获得新发现 Bluefin，进一步扩大区块东南部储量规模；成功签署莫桑比克 5 个区块石油勘探与生产特许合同，进一步拓展了海外勘探潜力。

- **桶油成本保持下降态势:** 2024H1, 公司桶油主要成本为 27.75 美元 (同比-0.42 美元), 我们推算得 2024Q2 桶油主要成本为 27.91 美元 (同比-0.21 美元, 环比+0.32 美元), 桶油成本同比下降可能部分受美元汇率上涨影响。其中桶油作业费用下降明显 (H1 同比-0.35 美元, Q2 同比-0.61 美元、环比-0.20 美元), 我们认为可能得益于公司工程建设及开发生产效率提高。此外, 桶油折旧折耗摊销、弃置费和销售及管理费用等均呈下降态势。
- **资本支出持续增加, 开发支出占比提升:** 2024H1, 公司实现资本开支 631 亿元, 同比+12%, 其中 2024Q2, 公司实现资本开支 341 亿元, 同比+18%, 环比+7%, 勘探、开发、生产资本化支出比例分别为 13%、67%、28%, 开发支出占比较 2024Q1 (60%) 进一步提升。
- **积极进行股东回报:** 2024 年 7 月公司回购 H 股股份 1636.6 万股并于 8 月注销。此次公司宣布派发 2024 年中期股息每股 0.74 港元 (含税), 同比+25.4%, 分红比例为 40.21%。以 2024 年 8 月 28 日股价和汇率为准, 公司 A 股中期股息率为 2.28%, H 股中期股息率为 3.47%。
- **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 1580.36、1684.11 和 1796.56 亿元, 同比增速分别为 27.6%、6.6%、6.7%, EPS 分别为 3.32、3.54 和 3.78 元/股, 按照 2024 年 8 月 28 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 8.91、8.36 和 7.83 倍, H 股收盘价对应的 PE 分别为 5.86、5.49、5.15 倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长, 2024-2026 年公司有望继续保持良好业绩, H 股估值仍有修复空间, 我们维持对公司 A 股和 H 股的“买入”评级。
- **风险因素:** 经济波动和油价下行风险; 公司增储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)	422,230	416,609	464,926	491,416	517,522
增长率 YoY%	71.6%	-1.3%	11.6%	5.7%	5.3%
归属母公司净利润 (百万元)	141,700	123,843	158,036	168,411	179,656
增长率 YoY%	101.5%	-12.6%	27.6%	6.6%	6.7%
毛利率 (%)	53.1%	49.9%	52.6%	53.0%	53.0%
净资产收益率 ROE%	23.7%	18.6%	20.8%	19.5%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	3.32	3.54	3.78
P/E (A 股)	9.93	11.37	8.91	8.36	7.83
P/E (H 股)	2.20	3.42	5.86	5.49	5.15
P/B (A 股)	2.36	2.11	1.85	1.63	1.45
P/B (H 股)	0.52	0.64	1.22	1.07	0.95

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价, 注: 2024 年 8 月 28 日港元兑人民币汇率为 0.91278

**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>	264,679	250,275	272,401	318,199	338,157
货币资金	121,387	150,562	161,549	209,503	234,846
应收票据	0	95	0	0	0
应收账款	36,546	36,291	41,197	39,341	38,287
预付账款	3,115	3,218	3,307	3,464	2,916
存货	6,239	6,451	5,798	5,750	3,700
其他	97,392	53,658	60,551	60,141	58,407
<b>非流动资产</b>	664,352	755,323	801,780	848,455	895,051
长期股权投资	48,927	51,252	53,252	55,252	57,252
固定资产	6,652	7,010	7,657	8,175	8,574
无形资产	3,798	3,692	3,692	3,692	3,692
其他	604,975	693,369	737,179	781,337	825,533
<b>资产总计</b>	929,031	1,005,598	1,074,181	1,166,655	1,233,208
<b>流动负债</b>	113,391	123,939	118,118	119,545	88,305
短期借款	4,303	4,365	4,315	4,315	4,315
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	59,789	61,382	61,104	60,790	33,713
其他	49,299	58,192	52,699	54,440	50,278
<b>非流动负债</b>	217,257	213,783	193,383	183,383	173,383
长期借款	11,287	11,296	11,296	11,296	11,296
其他	205,970	202,487	182,087	172,087	162,087
<b>负债合计</b>	330,648	337,722	311,501	302,928	261,688
少数股东权益	1,201	1,290	1,290	1,290	1,290
归属母公司股东权益	597,182	666,586	761,390	862,436	970,230
<b>负债和股东权益</b>	929,031	1,005,598	1,074,181	1,166,655	1,233,208

**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	422,230	416,609	464,926	491,416	517,522
同比 (%)	71.6%	-1.3%	11.6%	5.7%	5.3%
归属母公司净利润	141,700	123,843	158,036	168,411	179,655
同比	101.5%	-12.6%	27.6%	6.6%	6.7%
毛利率 (%)	53.1%	49.9%	52.6%	53.0%	53.0%
ROE%	23.7%	18.6%	20.8%	19.5%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.60	3.32	3.54	3.78
P/E	9.93	11.37	8.91	8.36	7.83
	2.36	2.11	1.85	1.63	1.45
P/B					
EV/EBITDA	2.86	4.01	4.60	4.22	3.94

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	422,230	416,609	464,926	491,416	517,522
营业成本	198,223	208,794	220,476	230,959	243,008
营业税金及附加	18,778	24,331	21,692	23,894	24,704
销售费用	3,355	3,501	3,719	3,931	4,140
管理费用	6,356	7,012	7,100	7,987	8,182
研发费用	1,527	1,605	1,791	1,893	1,994
财务费用	3,029	846	-1,560	-2,553	-4,632
减值损失	-677	-3,523	-4,000	-4,000	-4,000
投资净收益	4,674	4,715	2,325	2,457	2,588
其他	-34	1,179	744	786	828
<b>营业利润</b>	194,925	172,891	210,776	224,548	239,540
营业外收	-155	83	-61	0	0
<b>利润总额</b>	194,770	172,974	210,715	224,548	239,540
所得税	53,093	48,884	52,679	56,137	59,885
<b>净利润</b>	141,677	124,090	158,036	168,411	179,655
少数股东损益	-23	247	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	141,700	123,843	158,036	168,411	179,655
EBITDA	257,417	241,160	292,538	305,263	318,123
EPS(当年)(元)	3.03	2.60	3.32	3.54	3.78

**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>	205,574	209,743	234,270	258,362	239,717
净利润	141,677	124,090	158,036	168,411	179,655
折旧摊销	62,852	68,947	81,693	81,775	81,854
财务费用	3,029	846	3,710	3,101	2,701
投资损失	-134	-4,674	-4,711	-2,325	-2,457
营运资金	-6,168	9,965	-10,860	3,582	-25,853
其它	8,858	10,606	4,015	3,951	3,948
<b>投资活动现金流</b>	-98,473	-78,095	-135,890	-129,944	-129,811
资本支出	-94,661	-120,851	-130,115	-130,051	-130,048
长期投资	-9,664	34,205	-8,150	-2,200	-2,200
其他	5,852	8,551	2,375	2,307	2,438
<b>筹资活动现金流</b>	-64,962	-84,228	-87,392	-80,465	-84,563
吸收投资	32,258	111	-18	0	0
借款	850	170	-50	0	0
支付利息或股息	-82,421	-63,346	-66,924	-70,465	-74,563
<b>现金流净增加额</b>	44,201	47,806	10,987	47,953	25,344

## 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。