

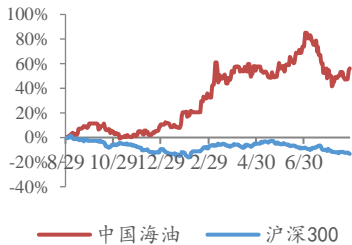
油气产量续创新高，桶油成本持续下降

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	29.60
近 12 个月最高/最低（元）	35.14/18.80
总股本（百万股）	47,567
流通股本（百万股）	2,842
流通股比例（%）	5.97
总市值（亿元）	14,075
流通市值（亿元）	841

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 桶油成本持续下降，积极推动增储上产 2024-03-24
- 从国内海上油气龙头向全球一流能源企业迈进 2024-02-04

主要观点：

● 事件描述

事件 1：8月28日，中国海油发布2024年半年报，实现营业收入2267.70亿元，同比上升18.1%，实现归母净利润797.31亿元，同比上升25.1%；实现扣非净利润791.97亿元，同比上升27.0%；基本每股收益1.68元。其中，第二季度实现营业收入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%；实现扣非净利润397.22亿元，同比+28.70%，环比+0.63%。

事件 2：8月28日，公司发布2024年中期股息分配方案的公告，截至2024年6月30日，公司未分配利润（母公司报表口径）为人民币1,973.31亿元，拟向全体股东派发中期股息每股0.74港元（含税），实际派发的中期股息总额将根据实施权益分派股权登记日的已发行股份总数确定。

● 油气产量达到历史新高，桶油成本持续下行

受油气产销量上升和国际油价上涨综合影响，业绩大幅增长。量方面，2024年上半年公司净产量达到362.6百万桶油当量，同比上升9.3%，国内外油气产量均突破历史最好成绩，其中石油液体和天然气产量占比分别为78.2%和21.8%。石油液体产量同比增长8.8%，主要得益于渤中19-6及圭亚那Payara项目投产；天然气产量同比上升10.8%，主要原因是番禺34-1及陆上天然气产量贡献。分区域来看，中国油气净产量为247.6百万桶油当量，同比上升7.1%，主要得益于垦利6-1和渤中19-6等油气田产量贡献。海外油气净产量为114.9百万桶油当量，同比上升14.2%，主要由于圭亚那Payara项目投产带来产量增长。价格方面，石油液体实现价格80.32美元/桶，同比上升9.2%；天然气价格7.79美元/千立方英尺，同比下跌4.1%。原油价格上涨主要是由地缘政治紧张局势升温所导致，量价的上涨助力公司上半年营业收入和归母净利润创同期新高。

桶油成本继续下行，凸显核心竞争优势。中国海油凭借较低的桶油生产成本、国际领先的生产技术、精简高效的人员配置降本增效，盈利能力在行业内处于领先水平。2024上半年桶油成本为27.75美元，较去年全年28.83美元/桶水平上继续下降。其中，桶油作业费用为6.81美元/桶，较去年同期的7.16美元/桶减少4.9%，得益于公司的成本管控成效显著；桶油折旧、折耗和摊销费用为13.94美元/桶，比去年同期的14.14美元/桶减少1.4%，处于行业平均水平且呈下降趋势。

● 积极资本开支推进增储上产，储量产量增速行业领先

近年来，中国海油持续践行积极的资本开支以保证增储上产战略目标的实现，坚持增储上产，布局全球的战略，自2016年起资本持续增长，过去6年公司资本开支CAGR达13.09%。2023年全年资本支出1296亿

元，为历史新高。2024 年上半年资本开支 631.25 亿元，较去年同期上涨 11.7%。2024 年预算资本开支 1250-1350 亿元。在持续资本开支保障下，公司储量与产量增长速度行业领先。2023 年油气产量为 678 百万桶油当量，连续 5 年创历史新高，2024-2026 年油气产量目标为 700-720, 780-800, 810-830 百万桶，2024-2025 年产量目标较上年指引大幅提升。

2024H1，公司在中国海域获 6 个新发现，并成功评价 18 个含油气构造，攻坚火山岩、中深层、超深水超浅层等新区新领域；在海外，圭亚那项目加快推进中深层勘探，再获亿吨级油田，以上项目为公司未来产量增长奠定基础。上半年，绥中 36-1 / 旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-6 气田 13-2 区块 5 井区开发项目、恩平 21-4 油田开发项目和乌石 23-5 油田群开发项目已成功投产，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建设稳步推进。

● 重视股东回报，维持高分红率和股息率

2023 年中期/末期，公司每股分派 0.59/0.66 元港币，总派息额 594.58 亿港元，支付率达到 43.6%。2024 年中期，公司拟每股分派 0.74 元港币，股利支付率 40.4%。公司此前承诺，2022-2024 年公司全年股息支付率预计将不低于 40%；全年股息绝对值预计不低于 0.70 港元 / 股（含税），预计 2024 年将维持高分红策略。

● 投资建议

由于产量超预期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1494.49、1601.23、1723.09 亿元（2024-2026 原预测值为 1408.26、1577.10、1875.14 亿元），同比增速为 20.7%、7.1%、7.6%。对应 PE 分别为 9.42、8.79、8.17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新项目进度不及预期；
- (2) 原油天然气价格大幅波动；
- (3) 行业政策变化。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	416609	460831	484562	514684
收入同比 (%)	-1.3%	10.6%	5.1%	6.2%
归属母公司净利润	123843	149449	160123	172309
净利润同比 (%)	-12.6%	20.7%	7.1%	7.6%
毛利率 (%)	49.9%	54.1%	54.6%	54.9%
ROE (%)	18.6%	19.0%	16.9%	15.4%
每股收益 (元)	2.60	3.14	3.37	3.62
P/E	8.07	9.42	8.79	8.17
P/B	1.50	1.79	1.49	1.26
EV/EBITDA	4.01	4.68	4.03	3.49

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	250275	319484	394421	519908	营业收入	416609	460831	484562	514684
现金	150562	228130	312311	419017	营业成本	208794	211550	220134	232241
应收账款	36291	41472	38120	49005	营业税金及附加	24331	26914	28300	30059
其他应收款	5256	7021	5443	7740	销售费用	3501	3873	4072	4325
预付账款	3218	3858	3622	3879	管理费用	7012	7756	8156	8663
存货	6451	8664	5459	9744	财务费用	846	1461	417	-741
其他流动资产	48497	30339	29467	30523	资产减值损失	-3523	-5014	-4532	-4502
非流动资产	755323	808190	872866	933259	公允价值变动收益	300	0	0	0
长期投资	51252	54214	58439	61609	投资净收益	4715	5215	5484	5825
固定资产	7010	8147	8774	9269	营业利润	172891	208757	223677	240655
无形资产	3692	3855	4063	4151	营业外收入	510	292	321	374
其他非流动资产	693369	741973	801591	858229	营业外支出	427	311	351	363
资产总计	1005598	1127674	1267288	1453167	利润总额	172974	208739	223647	240667
流动负债	123939	136094	122016	149229	所得税	48884	58992	63205	68015
短期借款	4365	4396	4427	4468	净利润	124090	149748	160443	172652
应付账款	61382	70549	58064	80369	少数股东损益	247	298	319	344
其他流动负债	58192	61149	59525	64392	归属母公司净利润	123843	149449	160123	172309
非流动负债	213783	202514	195763	181777	EBITDA	241160	275103	297077	308883
长期借款	11296	11299	11541	8809	EPS (元)	2.60	3.14	3.37	3.62
其他非流动负债	202487	191215	184222	172968					
负债合计	337722	338607	317779	331005					
少数股东权益	1290	1588	1907	2251					
股本	75180	75180	75180	75180					
资本公积	2861	2861	2861	2861					
留存收益	588545	709437	869561	1041869					
归属母公司股东权益	666586	787478	947602	1119910					
负债和股东权益	1005598	1127674	1267288	1453167					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209743	213896	235494	265692
净利润	124090	145519	162613	197039
折旧摊销	68947	64957	73798	70147
财务费用	846	2967	2698	2383
投资损失	-4711	-5091	-5562	-6129
营运资金变动	9965	387	-2754	-2389
其他经营现金流	124731	150290	170067	204071
投资活动现金流	-78095	-98822	-137614	-129052
资本支出	-120851	-120019	-138950	-132011
长期投资	34205	16106	-4225	-3171
其他投资现金流	8551	5091	5562	6129
筹资活动现金流	-84228	-42762	-9418	-16328
短期借款	62	31	31	41
长期借款	9	3	242	-2732
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	-84306	-42796	-9691	-13637
现金净增加额	47806	72311	88463	120312

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-1.3%	10.6%	5.1%	6.2%
营业利润	-11.3%	20.7%	7.1%	7.6%
归属于母公司净利	-12.6%	20.7%	7.1%	7.6%
获利能力				
毛利率 (%)	49.9%	54.1%	54.6%	54.9%
净利率 (%)	29.7%	32.4%	33.0%	33.5%
ROE (%)	18.6%	19.0%	16.9%	15.4%
ROIC (%)	15.7%	16.8%	15.2%	14.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.6%	30.0%	25.1%	22.8%
净负债比率 (%)	50.6%	42.9%	33.5%	29.5%
流动比率	2.02	2.35	3.23	3.48
速动比率	1.91	2.23	3.13	3.37
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.43	0.40	0.38
应收账款周转率	11.44	11.85	12.18	11.81
应付账款周转率	3.45	3.21	3.42	3.36
每股指标 (元)				
每股收益	2.60	3.14	3.37	3.62
每股经营现金流(薄)	4.41	4.61	4.86	5.31
每股净资产	14.01	16.56	19.93	23.55
估值比率				
P/E	8.07	9.42	8.79	8.17
P/B	1.50	1.79	1.49	1.26
EV/EBITDA	4.01	4.68	4.03	3.49

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。