

**评级：买入（维持）**

市场价格：29.60元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	47,550
流通股本(百万股)	2,842
市价(元)	29.60
市值(百万元)	1,407,492
流通市值(百万元)	84,119

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司点评】低成本增储上产，业绩表现超预期（20240428）

【公司点评】南海发现亿吨油田，增储上产高成长性（20240312）

【公司深度】海上能源巨头，迈向国际一流（20240226）

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	4,222	4,166	4,600	4,905	5,153
增长率 yoy%	72%	-1%	10%	7%	5%
归母净利润(亿元)	1,417.0	1,238.4	1,501.7	1,544.9	1,604.6
增长率 yoy%	102%	-13%	21%	3%	4%
每股收益(元)	2.98	2.60	3.16	3.25	3.37
净资产收益率	24%	19%	18%	16%	14%
P/E	9.9	11.4	9.4	9.1	8.8
P/B	2.4	2.1	1.7	1.4	1.2

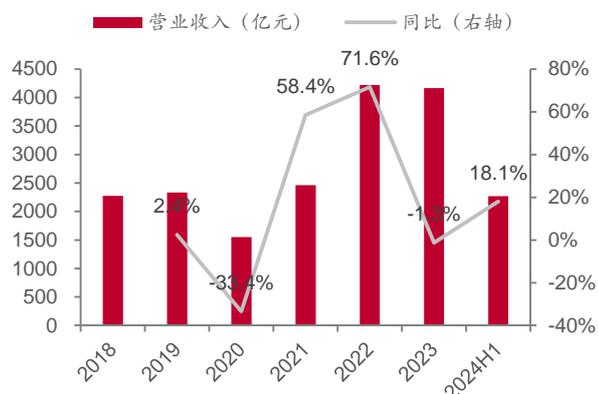
备注：股价取自 2024/8/28，每股指标按照最新股本数全面摊薄

**投资要点**

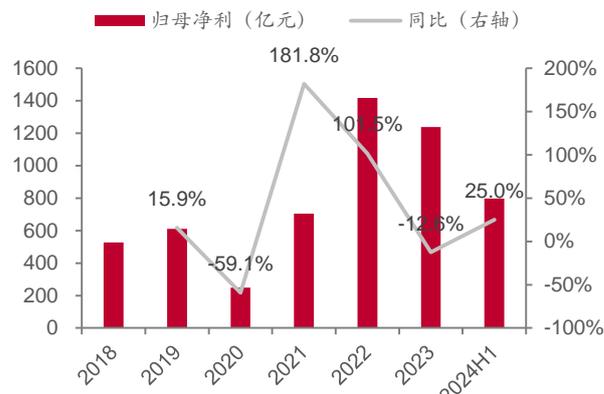
- **事件：**8月28日，公司发布2024年中报。2024H1公司实现营收2267.7亿元，同比+18.1%；归母净利润797.3亿元，同比+25.0%；扣非归母净利润792.0亿元，同比+27.1%。2024Q2单季实现营收1153.0亿元，同比+22.2%，环比+3.4%；归母净利润400.1亿元，同比+26.4%，环比+0.7%；扣非归母净利润397.2亿元，同比+28.7%，环比+0.6%。2024年中期股息每股0.74港元（含税），创历史新高。
- **上游勘探量价齐升，业绩表现符合预期。**1) 价上看，根据Wind，2024H1 Brent油价均价83.4美元/桶，同比+4.4%。2024H1，公司石油液体实现价格80.32美元/桶，同比+9.2%；对应到折价上看，2024H1公司原油实现价格相较Brent原油折价约3.1美元/桶，较2023H1的6.3美元/桶显著改善。天然气价方面，2024H1，公司天然气实现价格7.79美元/千立方英尺，同比-4.1%。2) 量上看，公司增储上产持续突破，得益于国内垦利6-1和渤中19-6等油气田产量的贡献及海外圭亚那Payara项目投产带来的量增，2024H1公司油气净产量362.6百万桶油当量，同比+9.3%，再创历史新高（国内+7.1%、海外+14.2%）。其中，石油液体和天然气产量同比+8.8%和+10.8%。整体看，2024H1公司石油液体和天然气销售收入1612.56和238.56亿元，同比+24.1%和+9.7%。
- **资本开支持续加码，桶油成本持续下降。**2024H1，公司资本开支合计631.25亿元，同比+11.7%。其中，勘探投资、开发投资、生产资本化和其他支出92.4、402.21、125.11、11.53亿元，同比-5.9%、+13.3%、+17.0%、+126.7%，开发和生产资本化开支同比大幅提升意味着公司正处快速上产阶段。结果上看，在国内，公司先后发现渤中26-6和蓬莱9-1等七个亿吨级油田群，推动渤中8-3南成功评价；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。在海外，圭亚那Stabroek区块获得亿吨级新发现Bluefin；成功签署莫桑比克5个区块石油勘探与生产特许合同，进一步拓展海外勘探潜力。成本上看，2024H1，公司桶油主要成本27.75美元/桶，较2023年同期的28.17美元/桶相比下降0.42美元/桶，成本竞争优势突出。具体看，桶油作业费/桶油作业、折耗和摊销（不含油田拆除费）/桶油拆除费/桶油销售及管理费用6.81/13.94/0.86/2.04美元/桶，同比-4.9%/-1.4%/-10.4%/-6.8%。
- **自由现金流同比提升，高分红回报股东。**良好的现金流充分保障公司的远期发展和股东回报，2024H1，公司经营性现金流净额1185.54亿元，同比+19.0%，主要是国际油价上升带来的油气销售现金流入增加。分红表现上看，2024年中期股息每股0.74港元（含税），创历史同期新高；对应分红总额351.87亿港元（含税，折含税321.39亿元），分红比例约40.3%。按此分红比例，假设2024年公司归母净利润1501.7亿元，对应8/28日A/H股股息率约4.3%/6.5%。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司半年报披露数据及油价判断，我们维持盈利预测，预

计公司2024-2026年归母净利润分别为1501.7、1544.9、1604.6亿元，当前股价对应PE分别为9.4、9.1、8.8倍，对应PB分别为1.7、1.4、1.2倍，维持“买入”评级。

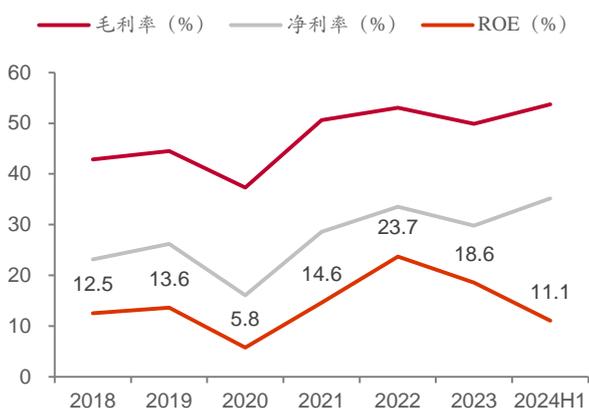
- **风险提示：**油价波动；宏观经济波动；地缘政治因素；汇率风险；油田开发不及预期；信息更新不及时等。

**图表 1: 2024H1 营业收入 2267.7 亿元, 同比+18.1%**


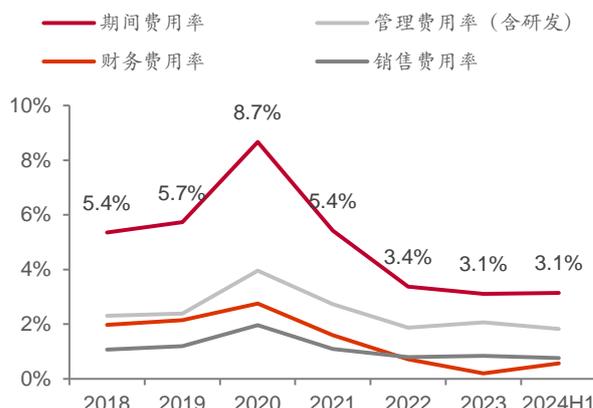
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 2024H1 归母净利润 797.3 亿元, 同比+25.0%**


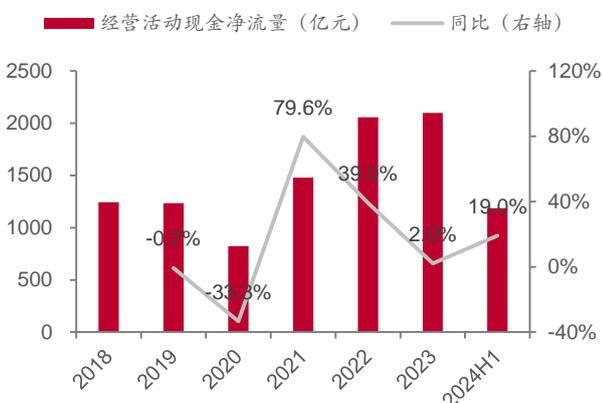
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2024H1 ROE (摊薄) 11.1%, 同比+1.1pct**


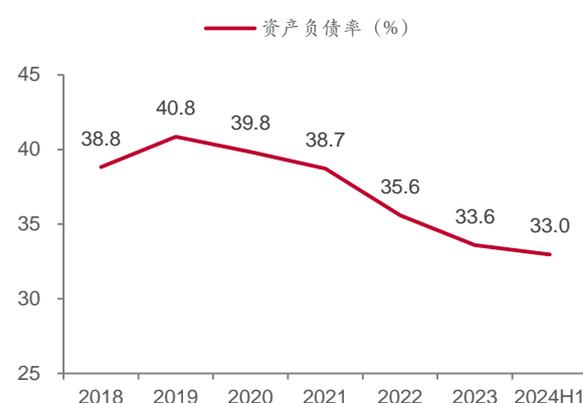
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2024H1 期间费用率约 3.1%, 同比-0.1pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2024H1 经营活动产生的现金流量净额约 1185.5 亿元, 同比+19.0%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 截至 2024H1 末, 公司资产负债率约 33.0%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表7：盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
单位:百万元					单位:百万元				
货币资金	150,562	239,475	317,120	390,187	营业收入	416,609	460,009	490,495	515,320
应收票据	95	105	112	118	营业成本	208,794	218,723	241,418	256,617
应收账款	36,291	40,072	42,699	44,875	税金及附加	24,331	22,735	24,034	24,993
预付账款	3,218	3,371	3,721	3,955	销售费用	3,501	3,772	3,924	4,019
存货	6,451	6,758	7,459	7,929	管理费用	7,012	7,452	7,848	8,142
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,605	1,610	1,717	1,804
其他流动资产	53,658	32,480	22,089	17,108	财务费用	846	828	785	773
流动资产合计	250,275	322,260	393,200	464,172	信用减值损失	-74	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3,523	0	0	0
长期股权投资	51,252	53,815	56,505	59,331	公允价值变动收益	300	0	0	0
固定资产	7,010	7,260	7,533	7,707	投资收益	4,715	4,856	5,002	5,152
在建工程	1,601	1,801	2,161	2,481	其他收益	1,070	0	0	0
无形资产	3,692	3,586	3,480	3,374	营业利润	172,891	209,745	215,772	224,123
其他非流动资产	691,768	757,506	830,189	910,479	营业外收入	510	0	0	0
非流动资产合计	755,323	823,967	899,868	983,371	营业外支出	427	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,146,227</b>	<b>1,293,068</b>	<b>1,447,543</b>	利润总额	172,974	209,745	215,772	224,123
短期借款	4,365	4,452	4,541	4,632	所得税	48,884	59,276	60,979	63,339
应付票据	0	0	0	0	净利润	124,090	150,469	154,793	160,784
应付账款	61,382	64,301	70,973	75,441	少数股东损益	247	300	308	320
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	123,843	150,169	154,485	160,464
合同负债	1,383	1,527	1,628	1,711	NOPLAT	124,697	151,063	155,356	161,339
其他应付款	0	0	0	0	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>2.60</b>	<b>3.16</b>	<b>3.25</b>	<b>3.37</b>
一年内到期的非流动负债	19,746	18,759	17,821	16,930	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	37,063	40,179	44,119	47,957	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	123,939	129,218	139,082	146,671	<b>成长能力</b>				
长期借款	11,296	11,306	11,316	11,326	营业收入增长率	-1.3%	10.4%	6.6%	5.1%
应付债券	76,912	53,838	26,919	2,692	EBIT增长率	-12.1%	21.1%	2.8%	3.9%
其他非流动负债	125,575	133,520	142,613	152,932	归母公司净利润增长率	-12.6%	21.3%	2.9%	3.9%
非流动负债合计	213,783	198,665	180,848	166,950	<b>获利能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>337,722</b>	<b>327,882</b>	<b>319,930</b>	<b>313,621</b>	毛利率	49.9%	52.5%	50.8%	50.2%
归属母公司所有者权益	666,586	816,756	971,240	1,131,704	净利率	29.8%	32.7%	31.6%	31.2%
少数股东权益	1,290	1,590	1,898	2,218	ROE	18.6%	18.4%	15.9%	14.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>667,876</b>	<b>818,345</b>	<b>973,138</b>	<b>1,133,922</b>	ROA	12.8%	14.0%	12.7%	11.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,005,598</b>	<b>1,146,227</b>	<b>1,293,068</b>	<b>1,447,543</b>	<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率	33.6%	28.6%	24.7%	21.7%
<b>现金流量表</b>					债务权益比	35.6%	27.1%	20.9%	16.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.0	2.5	2.8	3.2
<b>经营活动现金流</b>	209,743	214,282	226,131	233,113	速动比率	2.0	2.4	2.8	3.1
现金收益	191,534	219,612	226,289	234,893	<b>营运能力</b>				
存货影响	-212	-307	-701	-470	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应收影响	3,580	-3,944	-2,984	-2,416	应收账款周转天数	31	30	30	31
经营性应付影响	1,593	2,919	6,672	4,468	应付账款周转天数	104	103	101	103
其他影响	13,248	-3,999	-3,144	-3,363	存货周转天数	11	11	11	11
<b>投资活动现金流</b>	-78,095	-108,523	-129,035	-144,575	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-68,451	-68,659	-71,239	-73,724	每股收益	2.60	3.16	3.25	3.37
股权投资	-2,325	-2,563	-2,691	-2,825	每股经营现金流	4.41	4.51	4.76	4.90
其他长期资产变化	-7,319	-37,301	-55,105	-68,026	每股净资产	14.02	17.18	20.43	23.80
<b>融资活动现金流</b>	-84,228	-16,846	-19,450	-15,471	<b>估值比率</b>				
借款增加	-15,516	-23,964	-27,758	-25,017	P/E	11.4	9.4	9.1	8.8
股利及利息支付	-63,346	-68,368	-69,775	-71,904	P/B	2.1	1.7	1.4	1.2
股东融资	111	111	111	111	EV/EBITDA	6.6	5.4	4.9	4.5
其他影响	-5,477	75,375	77,972	81,339					

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。