

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

Q2 利润同环比提升明显，海内外原油产量增长目标逐步兑现

2024年8月30日

事件：

2024年8月29日，中曼石油发布2024年半年度报告，2024年上半年，公司实现营业收入19.18亿元，同比上涨3%，实现归母净利润4.28亿元，同比上涨1%；扣非后净利润4.18亿元，同比下降0.19%。经营活动现金流量净额4.88亿元，同比上涨45%；基本每股收益1.09元/股，同比上涨2%。资产负债率为70.60%，较2023年全年上涨2pct。

2024年第二季度，公司单季度营业收入11.11亿元，同比上涨17%，环比上涨38%；单季度归母净利润2.56亿元，同比上涨22%，环比上涨49%；单季度扣非后净利润2.48亿元，同比上涨23%。

点评：

- **2024H1，公司收入和利润增长主要来自原油销售板块贡献。**上半年公司营收主要来自钻井服务和原油销售，两者分别占总收入比重为34.29%、58.08%，同比分别-7.54pct、+11.17pct，公司营收增长主要来自原油销售业务。公司毛利率为46.93%，同比-0.09pct，其中，钻机及配件/钻井服务/原油销售/贸易业务毛利率分别为14.20%、5.95%、74.86%、55.77%，同比分别-15.64pct、-9.62pct、-5.92pct、+41.50pct。
- **原油产量持续增长，资源基础进一步夯实。**2024Q2，公司实现原油产量20.72万吨，同比+27.04%，环比+4.75%。其中，温宿原油产量为16.18万吨，同比+11.66%，环比+4.72%；竖戈原油产量为4.54万吨，同比+149.45%，环比+4.85%。对于温宿项目，柯柯牙油田储量上报工作稳步推进，公司完成了油气处理站和天然气管道可研方案（上半年温宿伴生气产量1.1万吨）。竖戈项目已经进入产能快速提升期。Q2公司完成岸边87%权益收购，岸边项目已完成老矿权延期工作以及油田建设可研方案，为转入开发打下基础。同时，公司成功竞得伊拉克EBN区块和MF区块开发权，进一步夯实了产量长期增长的资源基础，并与托克集团签署战略合作框架协议，助力资源开发和销售。
- **2024H1，公司桶油利润有所下降，或可能是竖戈油田并入影响。**上半年我们推算公司桶油实现价格为53.61美元/桶，同比-8.94美元/桶，我们认为主要受竖戈区域原油销售价格较低有关；桶油生产成本13.48美元/桶（主要包括作业费用和折旧摊销），同比+1.46美元/桶。
- **2024Q2，公司利润率实现同环比增长。**二季度，公司毛利率为47.60%，同比+1.32pct，环比+1.60pct。净利率为23.12%，同比+0.09pct，环比+0.25pct。费用方面，由于借款利息及汇兑损失增加导致公司财务费用有所增长，Q2同比增幅0.39亿元，环比增幅0.27亿元。
- **原油价格预期仍维持高位。**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%)。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，但油价整体仍有望保持高位运行，公司桶油盈利空间仍然可观。

- **公司派发现金股利，积极回馈股东。**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.30 元（含税），分红比例为 45.98%，较 2023 年 35.26% 的比例提升。按 2024 年 8 月 29 日收盘价，公司 2024 年中期分配股息率为 2.15%。
- **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 10.28、12.87 和 15.08 亿元，同比增速分别为 26.9%、25.2%、17.2%，EPS 分别为 2.22、2.78 和 3.26 元/股，按照 2024 年 8 月 29 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 8.98、7.17 和 6.12 倍，PB 分别为 2.13、1.77、1.47 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	4,317	5,340	6,162
增长率 YoY%	81.6%	16.7%	15.7%	23.7%	15.4%
归属母公司净利润 (百万元)	482	810	1,028	1,287	1,508
增长率 YoY%	552.1%	67.9%	26.9%	25.2%	17.2%
毛利率 (%)	46.4%	45.7%	47.2%	47.2%	47.6%
净资产收益率 ROE%	21.0%	30.8%	23.7%	24.7%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.75	2.22	2.78	3.26
P/E	19.13	11.39	8.98	7.17	6.12
P/B	4.01	3.51	2.13	1.77	1.47

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 29 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	4,480	4,917	5,478
货币资金	766	1,250	2,270	2,436	2,975
应收票据	95	20	51	67	70
应收账款	567	702	732	895	817
预付账款	327	242	228	254	258
存货	504	595	731	755	860
其他	403	355	468	511	498
非流动资产	5,115	5,968	6,898	7,778	8,637
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,949	2,130	2,204	2,262	2,303
无形资产	52	58	58	57	57
其他	3,115	3,780	4,636	5,458	6,277
资产总计	7,776	9,132	11,378	12,695	14,114
流动负债	3,466	4,038	4,656	5,056	5,369
短期借款	835	1,054	1,504	1,804	2,104
应付票据	186	212	231	239	245
应付账款	856	901	997	1,040	1,023
其他	1,588	1,870	1,924	1,972	1,997
非流动负债	1,867	2,232	2,122	2,122	2,122
长期借款	1,122	1,506	1,406	1,406	1,406
其他	746	727	717	717	717
负债合计	5,333	6,270	6,779	7,178	7,492
少数股东权益	142	233	266	307	355
归属母公司股东权益	2,301	2,629	4,334	5,209	6,267
负债和股东权益	7,776	9,132	11,378	12,695	14,114

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	4,317	5,340	6,162
同比 (%)	81.6%	16.7%	15.7%	23.7%	15.4%
归属母公司净利润	482	810	1,028	1,287	1,508
同比	552.1%	67.9%	26.9%	25.2%	17.2%
毛利率 (%)	46.4%	45.7%	47.2%	47.2%	47.6%
ROE%	21.0%	30.8%	23.7%	24.7%	24.1%
EPS (摊薄)(元)	1.04	1.75	2.22	2.78	3.26
P/E	19.13	11.39	8.98	7.17	6.12
	4.01	3.51	2.13	1.77	1.47
P/B					
EV/EBITDA	7.07	5.68	5.17	4.46	3.84

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	4,317	5,340	6,162
营业成本	1,714	2,026	2,278	2,821	3,229
营业税金及附加	172	118	173	214	246
销售费用	39	52	73	91	105
管理费用	294	242	207	256	296
研发费用	117	135	130	160	185
财务费用	138	149	152	169	192
减值损失	0	3	-3	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-32	15	10	13	15
营业利润	693	1,028	1,312	1,642	1,925
营业外收	-39	-7	-1	-1	-1
利润总额	654	1,021	1,311	1,642	1,924
所得税	188	200	251	314	368
净利润	467	821	1,061	1,328	1,557
少数股东损益	-16	11	33	41	48
归属母公司净利润	482	810	1,028	1,287	1,508
EBITDA	1,238	1,655	2,038	2,393	2,718
EPS (当年)(元)	1.21	2.05	2.22	2.78	3.26

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	1,660	1,930	2,367
净利润	467	821	1,061	1,328	1,557
折旧摊销	402	478	561	581	602
财务费用	79	150	164	192	216
投资损失	-134	0	0	0	0
营运资金	-389	72	-135	-172	-8
其它	48	62	8	1	1
投资活动现金流	-940	-1,632	-1,492	-1,462	-1,462
资本支出	-909	-1,249	-1,502	-1,452	-1,452
长期投资	-30	-383	-10	-10	-10
其他	0	0	20	0	0
筹资活动	701	622	852	-303	-366
吸收投资	0	0	1,088	0	0
借款	2,215	2,126	350	300	300
支付利息或股息	-128	-247	-575	-603	-666
现金流净增加额	356	556	1,021	165	539

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。