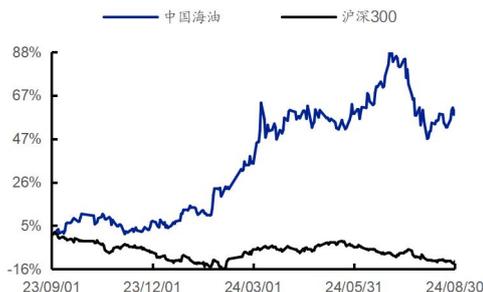


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

2024Q2 净利润环比再增，中期股息创历史同期新高

——中国海油（600938）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

	2024/08/30		
表现	1M	3M	12M
中国海油	4.6%	0.9%	61.4%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

	2024/08/30
当前价格(元)	29.36
52周价格区间(元)	18.53-35.62
总市值(百万)	1,396,079.68
流通市值(百万)	83,436.77
总股本(万股)	4,755,039.80
流通股本(万股)	284,185.19
日均成交额(百万)	1,115.42
近一月换手(%)	1.33

相关报告

《中国海油（600938）2024年一季报点评报告：油气产量提升叠加桶油成本降低，2024Q1归母净利润创历史新高（买入）*油气开采II*李永磊，董伯骏》——2024-04-27

《中国海油（600938）点评报告：持续夯实增储上产，高盈利+高分红价值凸显（买入）*油气开采II*李永磊，董伯骏》——2024-03-26

《中国海油（600938）一季报点评：油气产量稳步增长，重点项目推进顺利（买入）*油气开采II*李

事件：

2024年8月29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2267.70亿元，同比增长18.07%；实现归属于上市公司股东的净利润797.31亿元，同比增长25.05%；加权平均净资产收益率为11.27%，同比增长1.11个百分点。销售毛利率53.71%，同比增长2.43个百分点；销售净利率35.17%，同比增长1.98个百分点。

其中，公司2024Q2实现营收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%；ROE为5.61%，同比增加0.60个百分点，环比减少0.17个百分点。销售毛利率53.99%，同比增加0.58个百分点，环比增加0.57个百分点；销售净利率34.71%，同比增加1.18个百分点，环比减少0.93个百分点。

投资要点：

■ 石油销售实现量价齐升，桶油作业成本同比下降

2024年上半年，全球经济增长分化，中国经济延续回升向好态势。国际油价宽幅震荡，布伦特原油均价同比增幅4.4%。2024年上半年，公司实现归母净利润797.31亿元，同比增长25.05%，主要是公司持续增储上产，提质降本增效，油气销量上升和国际油价上涨的综合影响。公司石油液体产品实现营业收入1612.56亿元，同比增长24.1%；天然气产品实现营业收入238.56亿元，同比增加9.7%。石油液体产品销量达到28210万桶，同比增长10.9%；天然气产品销量达到4311亿立方英尺，同比增长11.7%。石油液体产品平均实现价格80.32美元/桶，同比+6.75美元/桶，天然气产品平均实现价格7.79美元/千立方英尺，同比-0.33美元/千立方英尺。桶油作业成本方面，桶油主要成本为27.75美元/桶油当量，保持良好竞争优势，其中桶油作业成本为6.81美元/桶油当量，同比下降4.9%；折旧、折耗和摊销比上年同期增长11.3%，主要受新油田投产，产量上升的影响。

期间费用方面，2024年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.76%/1.50%/0.34%/0.56%，同比-0.15/-0.08/-0.06/0.15pct，销售及管理费用上升主要是公司油气销量上升带来的相关成本的增

永磊, 董伯骏, 陈晨》——2023-05-10

加; 研发费用主要用于公司及其子公司节能减排技术改进、推进能效提升、降低碳排放, 核心技术创新及储备, 油气领域重点发展方向技术攻关和优化产业结构等方面的研究及开发活动。2024 年上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 1185.54 亿元, 同比增加 19.00%。

■ 持续推进增储上产, 2024Q2 净利润环比再增

面对复杂多变的外部环境, 公司始终聚焦油气主业, 持续推进增储上产, 提质降本增效, 自 2024Q1 归母净利润创上市以来历史新高后, 2024Q2 再次突破历史同期最好水平。2024 年上半年, 公司桶油净产量达 362.6 百万桶当量, 同比上升 9.3%, 国内外油气产量均突破历史最好成绩, 我们预计公司有望达成 2024 年净产量 700-720 百万桶油的目标。2024Q2, 公司实现归母净利润 400.12 亿元, 同比+83.64 亿元, 环比+0.74%; 其中实现毛利润 622.54 亿元, 同比+118.57 亿元, 环比+27.00 亿元。据公司公告, 2024Q2 石油液体产品均价达到 80.32 美元/桶, 同比上涨 9.17%, 环比上涨 1.99%; 天然气产品均价达到 7.79 美元/千立方英尺, 同比下降 4.06%, 环比上涨 1.30%。期间费用方面, 2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 8.35/17.69/4.27/15.79 亿元, 同比-0.41/+0.62/+0.20/+7.36 亿元, 环比-0.49/+1.47/+0.91/ +18.89 亿元。

2024 年上半年, 公司资本支出 631.25 元, 同比增长 11%, 其中 2024Q2 资本支出 341.11 亿元, 环比上升 17.57% 公司上半年在中国海域获 6 个新发现, 并成功评价 18 个含油气构造, 其中 Q2 获 4 个新发现, 成功评价 14 个含油气构造。在海外, 圭亚那 Stabroek 区块加快推进中深层勘探, 再获 1 个亿吨级新发现 Bluefin。Bluefin-1 井 DST 测试获得高产, 进一步扩大了该区块东南部储量规模。还与莫桑比克能矿部及莫桑比克国家石油公司就莫桑比克的 5 个海上区块分别签订了石油勘探与生产特许经营合同。

■ 拟派发 2024 年中期股息 0.74 港元/股, 股息创历史同期新高

公司是中国最大的海上原油和天然气生产商, 具备丰富的油气勘探开发经验, 在中国海域拥有较高的勘探成功率。目前, 公司在产油气田超过 120 个, 已在中国海域建成完善的海上生产设施和海底管网系统。

2024 年 8 月 29 日, 公司发布 2024 年中期股息分配方案, 为积极回报股东, 与股东分享公司发展的经营成果, 结合公司的实际情况, 公司拟以总股本 475.50 亿基数, 向全体股东每股派发 0.74 港元(含税), 其中 A 股股息以人民币支付, 折算汇率后 0.68 元人民币, 合计派发现金红利 311.18 亿元, 股利支付率达 40.28%, 创历史同期新高。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4534、4908、5073 亿元，归母净利润分别为 1537、1591、1645 亿元，对应 PE 分别 9.1、8.8、8.5 倍，公司是中国最大的海上原油和天然气生产商，看好公司成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	416609	454366	490786	507295
增长率(%)	-1	9	8	3
归母净利润（百万元）	123843	153745	159141	164512
增长率(%)	-13	24	4	3
摊薄每股收益（元）	2.60	3.23	3.35	3.46
ROE(%)	19	20	18	16
P/E	8.07	9.08	8.77	8.49
P/B	1.50	1.77	1.56	1.39
P/S	2.39	3.07	2.84	2.75
EV/EBITDA	4.01	4.31	4.02	3.73

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

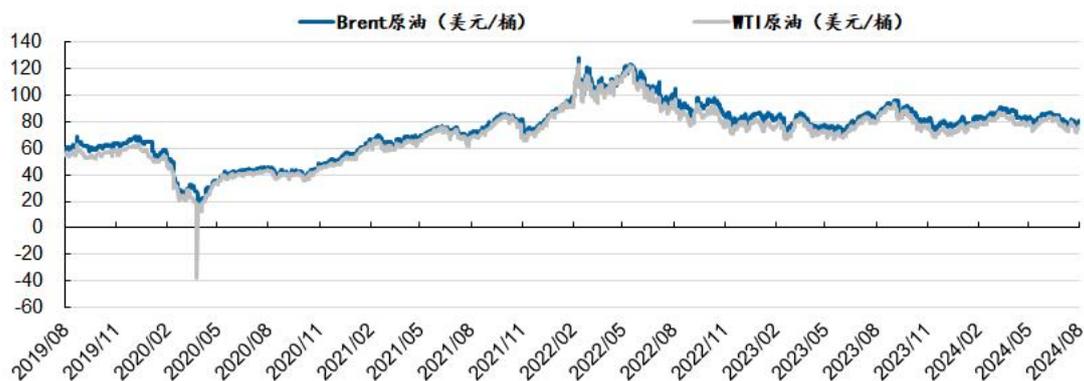
1、主要产品数据

图 1：公司主要产品季度经营数据

项目	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	2024Q2环比	2024Q2同比	
整体	营收 (亿元)	1153	1115	1098	1148	944	977	1111	1088	1115	909	4166	4222	3.4%	22.2%
	归母净利润 (亿元)	400	397	262	339	316	321	329	369	376	343	1238	1417	0.7%	26.4%
	毛利润 (亿元)	623	596	556	537	504	481	545	583	581	531	2078	2240	4.6%	23.6%
石油液体	营收 (亿元)	731	782	658	867	667	633	906	787	853	733	2824	3110	-6.6%	9.6%
	销量 (万桶)	14229	13981	11981	14516	12538	12416	13469	11569	11747	11843	51450	47870	1.8%	13.5%
	平均实现价格 (美元/桶)	72.29	78.75	77.55	83.20	73.57	74.17	96.59	95.80	103.85	97.47	77.96	96.59	-8.2%	-1.7%
天然气	营收 (亿元)	121	118	125	112	108	109	133	105	90	91	454	419	2.6%	11.5%
	销量 (亿立方英尺)	2155	2156	2256	2064	1848	1906	2224	1818	1749	1717	8074	7262	0.0%	16.7%
	平均实现价格 (美元/千立方英尺)	7.89	7.69	7.81	7.55	8.12	8.33	8.58	8.15	8.07	8.35	7.98	8.58	2.6%	-2.9%

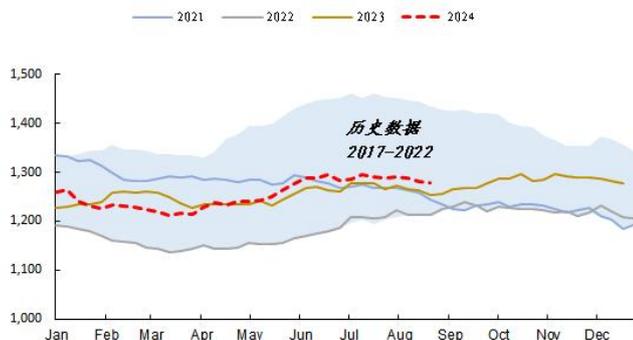
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 2：原油价格变化



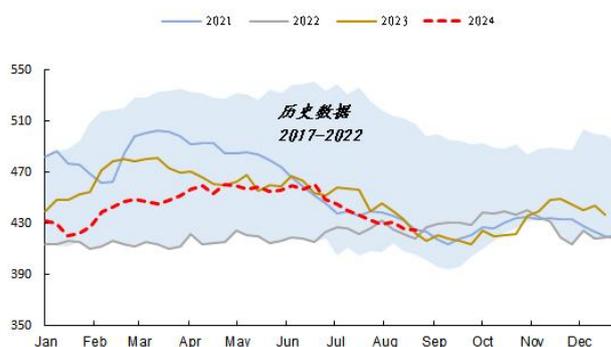
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：美国原油和油品库存 (百万桶)



资料来源：Wind，国海证券研究所

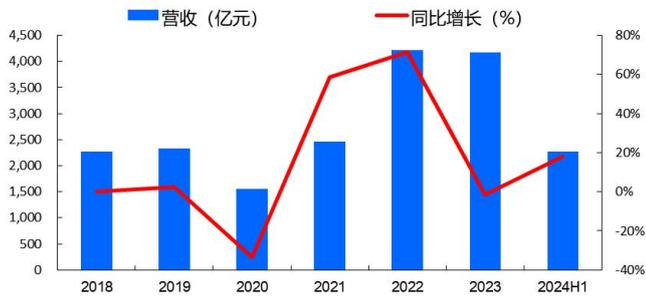
图 4：美国商业原油库存 (百万桶)



资料来源：Wind，国海证券研究所

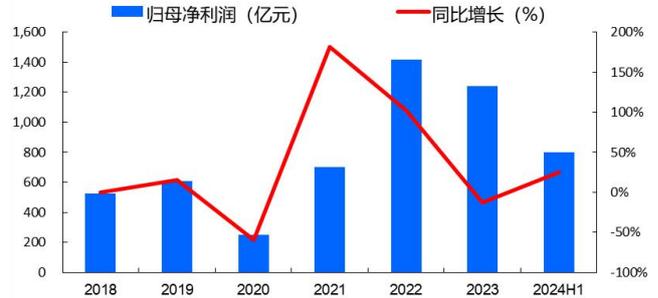
2、公司财务数据

图 5：2024H1 营收同比上升 18.07%



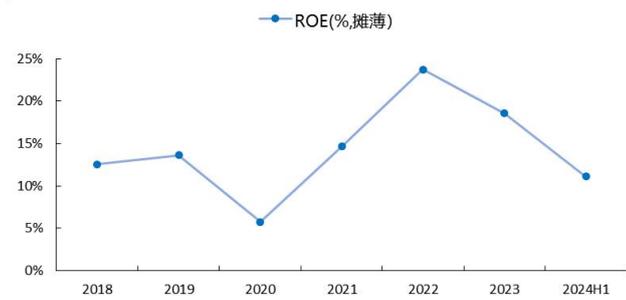
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2024H1 归母净利润同比上升 25.05%



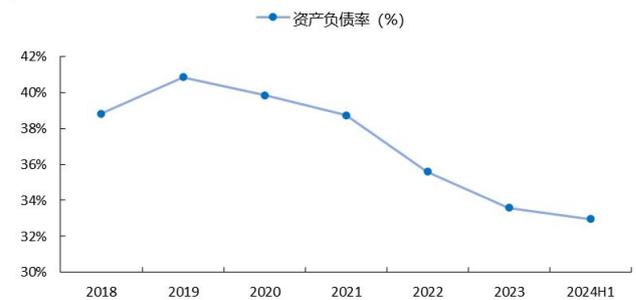
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：净资产收益率



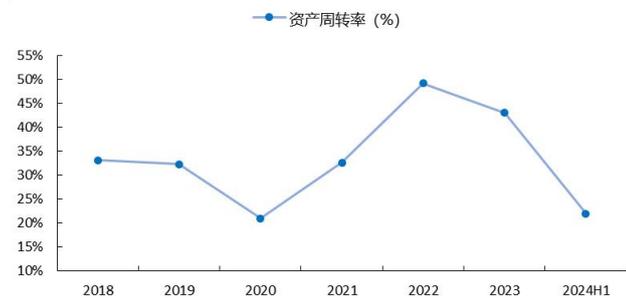
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：资产负债率



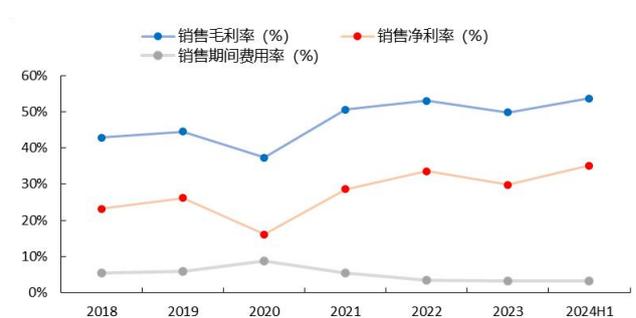
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：资产周转率



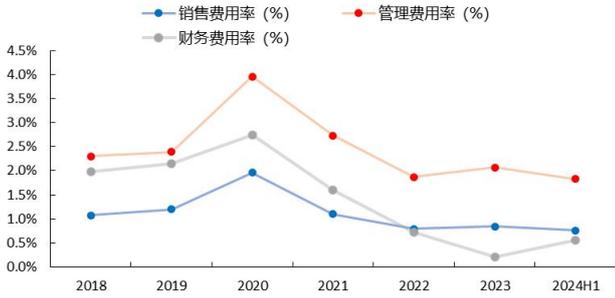
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

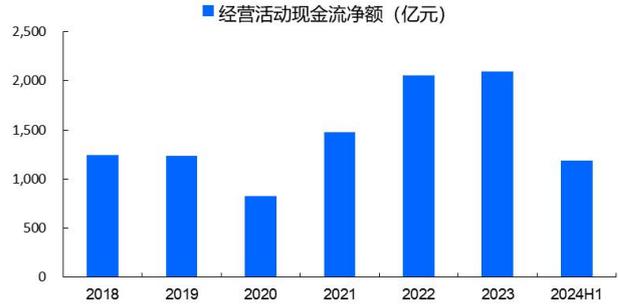
图 11: 期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

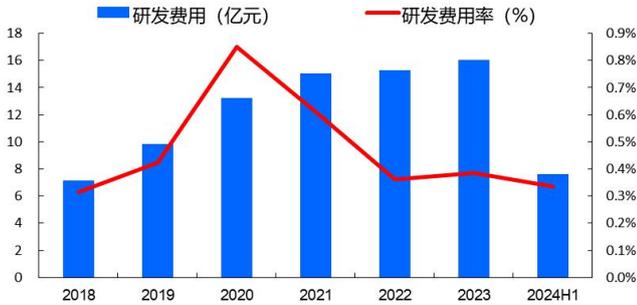
注: 此处管理费用包含研发费用

图 12: 2024H1 经营活动现金流净额 1185.54 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 2024H1 研发费用为 7.63 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 2024Q2 营收同比增加 22.20%



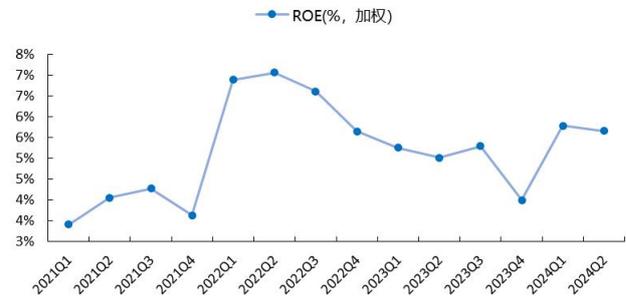
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 2024Q2 归母净利润同比增加 26.43%



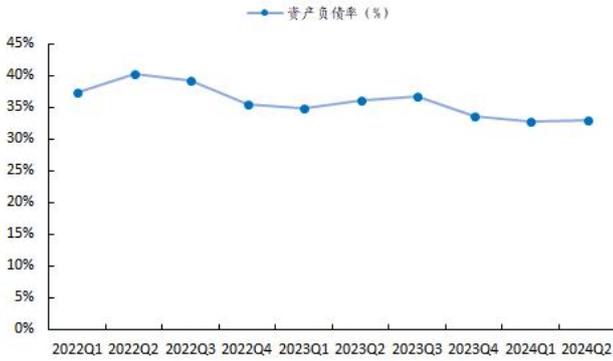
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



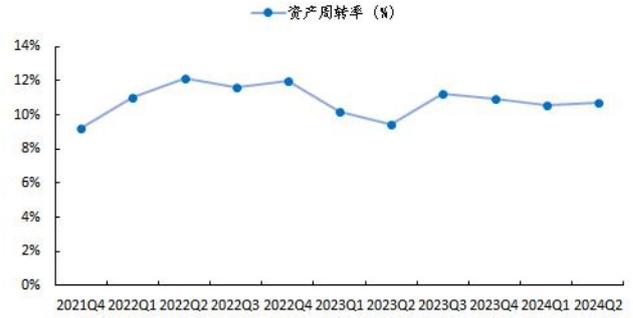
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



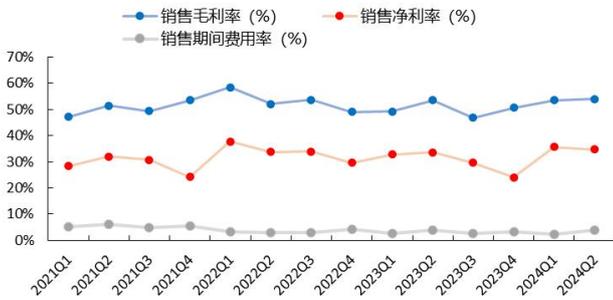
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



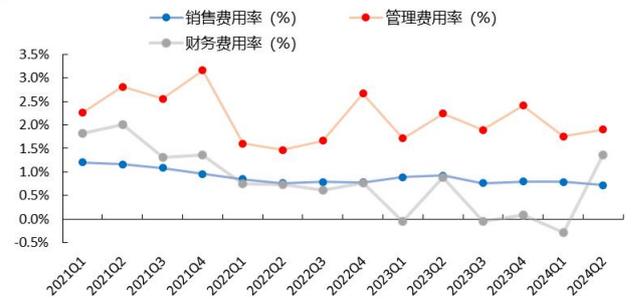
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

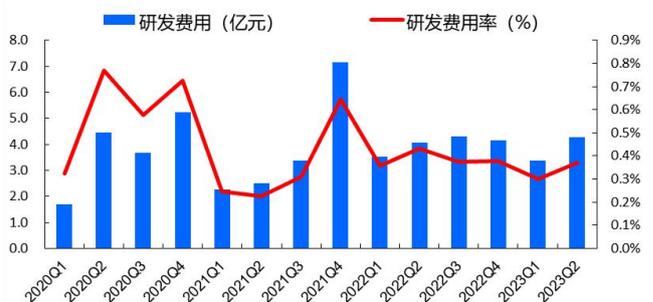
注: 此处管理费用包含研发费用

图 21: 2024Q2 经营活动现金流净额 585.76 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



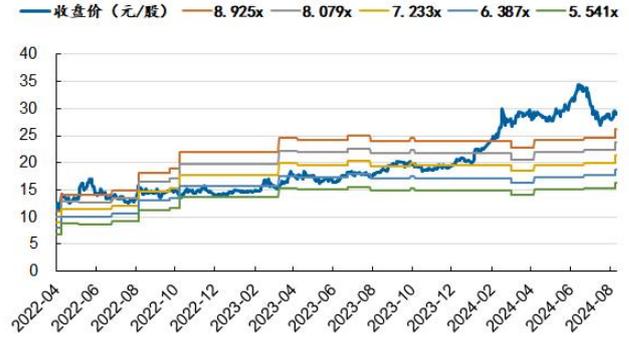
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 23: 收盘价及 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 24: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 25: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4534、4908、5073 亿元, 归母净利润分别为 1537、1591、1645 亿元, 对应 PE 分别 9.1、8.8、8.5 倍, 公司是中国最大的海上原油和天然气生产商, 看好公司成长性, 维持“买入”评级。

4、风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。

附表：中国海油盈利预测表

证券代码:	600938				股价:	29.36		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	19%	20%	18%	16%	EPS	2.60	3.23	3.35	3.46				
毛利率	50%	54%	52%	52%	BVPS	14.01	16.58	18.82	21.18				
期间费率	3%	2%	2%	3%	估值								
销售净利率	30%	34%	32%	32%	P/E	8.07	9.08	8.77	8.49				
成长能力					P/B	1.50	1.77	1.56	1.39				
收入增长率	-1%	9%	8%	3%	P/S	2.39	3.07	2.84	2.75				
利润增长率	-13%	24%	4%	3%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.43	0.43	0.42	0.39	营业收入	416609	454366	490786	507295				
应收账款周转率	11.44	10.47	9.35	9.15	营业成本	208794	207571	233825	241374				
存货周转率	32.91	33.03	40.09	49.01	营业税金及附加	24331	20488	22134	22879				
偿债能力					销售费用	3501	3408	3681	3805				
资产负债率	34%	30%	27%	25%	管理费用	7012	6588	7116	7356				
流动比	2.02	2.46	2.74	3.11	财务费用	846	884	1399	1846				
速动比	1.91	2.36	2.64	3.02	其他费用/(-收入)	1605	1545	1669	1725				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	172891	211371	218480	226012				
现金及现金等价物	194866	254155	304059	359156	营业外净收支	83	0	0	0				
应收款项	36386	50485	54532	56366	利润总额	172974	211371	218480	226012				
存货净额	6451	6119	5545	4305	所得税费用	48884	57613	59323	61487				
其他流动资产	12572	13507	13931	13684	净利润	124090	153758	159157	164525				
流动资产合计	250275	324266	378066	433511	少数股东损益	247	14	16	13				
固定资产	7010	6907	6774	6589	归属于母公司净利润	123843	153745	159141	164512				
在建工程	1601	1954	2236	2462	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	695460	741348	789348	837348	经营活动现金流	209743	232413	248387	252275				
长期股权投资	51252	54252	56252	57252	净利润	123843	153745	159141	164512				
资产总计	1005598	1128727	1232676	1337162	少数股东损益	247	14	16	13				
短期借款	4365	4365	4365	4365	折旧摊销	68947	81950	82051	82159				
应付款项	61382	73821	77942	79117	公允价值变动	-300	0	0	0				
合同负债	1383	2883	2871	2895	营运资金变动	9965	-8728	1607	346				
其他流动负债	56809	50892	52986	53181	投资活动现金流	-78095	-103733	-139501	-138410				
流动负债合计	123939	131961	138164	139558	资本支出	-120851	-134704	-133801	-133800				
长期借款及应付债券	88208	78108	68008	57908	长期投资	34205	25203	-8500	-7500				
其他长期负债	125575	129141	130141	131141	其他	8551	5768	2799	2890				
长期负债合计	213783	207249	198149	189049	筹资活动现金流	-84228	-58113	-63983	-63769				
负债合计	337722	339210	336313	328607	债务融资	-20993	-7750	-9200	-9200				
股本	75180	75180	75180	75180	权益融资	111	-18	0	0				
股东权益	667876	789518	896363	1008555	其它	-63346	-50345	-54783	-54569				
负债和股东权益总计	1005598	1128727	1232676	1337162	现金净增加额	47806	70658	44904	50097				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。