

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

24Q3 油价下行利润仍增，公司抗油价波动能力凸显

2024年10月28日

事件：2024年10月28日，中国海油发布2024年三季度报告。2024年前三季度，公司实现营业收入3260.24亿元，同比+6.26%；实现归母净利润1166.59亿元，同比+19.47%；实现扣非后归母净利润1158.68亿元，同比+21.07%；实现基本每股收益2元，同比+19.42%。公司加权平均净资产收益率为16.43%，同比+0.98pct。

其中，2024年第三季度，公司实现营业收入992.54亿元，同比-13.51%，环比-13.92%；实现归母净利润369.28亿元，同比+8.98%，环比-7.71%；实现扣非后归母净利润366.71亿元，同比+9.85%，环比-7.68%；实现基本每股收益0.78元，同比+9.86%，环比-7.14%。

点评：

- **2024Q3，尽管国际油价同比下跌，公司归母净利润仍实现同比正增长，且增幅高于产量增幅。**环比看，受油价下跌、台风期间油气产量损失、桶油成本小幅抬升影响，公司归母净利润出现一定程度下降。
- **公司平均销售油价随国际油价回调有所下跌，但与布油折价继续收窄：**2024Q3，受原油供需基本面预期及宏观预期偏弱影响，布伦特原油均价降至78.71美元/桶，同比-7.22美元/桶（-8.4%），环比-6.32美元/桶（-7.43%）。Q3公司实现油价76.41美元/桶，同比-8.2%，环比-6.7%，较布油平均折价2.30美元/桶，同环比均继续收窄，主要和国内标杆油价与布油价差收窄、加拿大跨山管道开通使得油砂价差收窄、产品销售结构变化等因素有关。公司实现气价7.75美元/千立方英尺，同比+2.7%，环比-1.8%。
- **油气产量同比增长7%，环比受台风影响下降：**2024Q3，公司油气净产量179.6百万桶油当量，同比+7%，符合公司产量增速目标指引；环比-1.6%，环比下降主要受台风期间产量损失影响。分区域看，Q3国内产量121.6百万桶，同比+6.4%，环比-2.33%；海外产量58百万桶，同比+8.4%，环比持平，主要得益于圭亚那Payara项目投产。Q3公司签订巴西4个海上勘探区块石油合同，S-M-1813区块拥有100%权益，P-M-1737/39/97区块拥有20%权益，或有望贡献海外产量增长。全年来看，巴西Mero3、深海一号二期、渤中19-2等新投产项目有望为公司后续产量增长贡献力量。
- **Q3桶油成本出现季度性小幅上涨：**2024Q3公司桶油主要成本计算得28.93美元（同比+0.16美元，环比+1.02美元），桶油成本上涨或和公司作业量安排有关。其中桶油作业费用上涨明显（同比+0.38美元，环比+1.31美元）。
- **资本支出保持高水平，开发支出占比提升：**2024前三季度，公司实现资

本开支 953 亿元，同比+6.6%，其中 2024Q3，公司实现资本开支 322 亿元，同比-2.2%，环比-5.6%，勘探、开发、生产资本化支出比例分别为 14.3%、66.9%、17.0%，开发支出占比同环比均有所提升（2024Q2 为 66.7%，2023Q3 为 66.1%）。

- **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 1545.42、1631.20 和 1697.60 亿元，同比增速分别为 24.8%、5.6%、4.1%，EPS 分别为 3.25、3.43 和 3.57 元/股，按照 2024 年 10 月 28 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 8.42、7.98 和 7.67 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 5.28、5.00、4.80 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	455,891	478,926	495,835
增长率 YoY%	71.6%	-1.3%	9.4%	5.1%	3.5%
归属母公司净利润 (百万元)	141,700	123,843	154,542	163,120	169,760
增长率 YoY%	101.5%	-12.6%	24.8%	5.6%	4.1%
毛利率(%)	53.1%	49.9%	52.2%	52.6%	52.5%
净资产收益率 ROE%	23.7%	18.6%	20.4%	19.0%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	2.98	2.61	3.25	3.43	3.57
P/E (A 股)	9.19	10.51	8.42	7.98	7.67
P/E (H 股)	2.20	3.42	5.28	5.00	4.80
P/B (A 股)	2.18	1.95	1.71	1.52	1.36
P/B (H 股)	0.52	0.64	1.07	0.95	0.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价，注：2024 年 10 月 28 日港元兑人民币汇率为 0.91733

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	264,679	250,275	261,065	292,713	321,106
货币资金	121,387	150,562	151,193	183,729	215,776
应收票据	0	95	0	0	0
应收账款	36,546	36,291	39,691	38,800	35,576
预付账款	3,115	3,218	3,705	3,632	3,532
存货	6,239	6,451	5,658	5,692	5,426
其他	97,392	53,658	60,818	60,860	60,796
非流动资产	664,352	755,323	812,780	870,455	928,051
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	748,179	803,337	858,533
资产总计	929,031	1,005,598	1,073,845	1,163,168	1,249,157
流动负债	113,391	123,939	125,878	127,329	121,462
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	69,390	69,331	68,014
其他	49,299	58,192	52,174	53,683	49,133
非流动负债	217,257	213,783	187,383	177,383	167,383
长期借款	11,287	11,296	5,296	5,296	5,296
其他	205,970	202,487	182,087	172,087	162,087
负债合计	330,648	337,722	313,261	304,712	288,845
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	759,293	857,166	959,022
负债和股东权益	929,031	1,005,598	1,073,845	1,163,168	1,249,157

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	455,891	478,926	495,835
同比 (%)	71.6%	-1.3%	9.4%	5.1%	3.5%
归属母公司净利润	141,700	123,843	154,542	163,120	169,760
同比	101.5%	-12.6%	24.8%	5.6%	4.1%
毛利率 (%)	53.1%	49.9%	52.2%	52.6%	52.5%
ROE%	23.7%	18.6%	20.4%	19.0%	17.7%
EPS (摊薄)(元)	2.98	2.61	3.25	3.43	3.57
P/E	9.19	10.51	8.42	7.98	7.67
	2.18	1.95	1.71	1.52	1.36
P/B					
EV/EBITDA	2.86	4.01	4.51	4.19	3.94

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422,230	416,609	455,891	478,926	495,835
营业成本	198,223	208,794	217,953	226,998	235,450
营业税金及附加	18,778	24,331	21,601	23,894	24,704
销售费用	3,355	3,501	3,647	3,831	3,967
管理费用	6,356	7,012	7,127	8,087	8,356
研发费用	1,527	1,605	1,756	1,845	1,910
财务费用	3,029	846	-1,707	-2,485	-4,024
减值损失	-677	-3,523	-3,000	-3,000	-3,000
投资净收益	4,674	4,715	2,279	2,395	2,479
其他	-34	1,179	729	766	793
营业利润	194,925	172,891	205,523	216,915	225,745
营业外收	-155	83	-14	0	0
利润总额	194,770	172,974	205,509	216,915	225,745
所得税	53,093	48,884	50,966	53,795	55,985
净利润	141,677	124,090	154,542	163,120	169,760
少数股东损益	-23	247	0	0	0
归属母公司净利润	141,700	123,843	154,542	163,120	169,760
EBITDA	257,417	241,160	276,184	286,763	294,046
EPS (当年)(元)	3.03	2.60	3.25	3.43	3.57

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	205,574	209,743	228,368	240,598	242,280
净利润	141,677	124,090	154,542	163,120	169,760
折旧摊销	62,852	68,947	71,693	71,775	71,854
财务费用	3,029	846	3,563	2,807	2,407
投资损失	-134	-4,674	-4,711	-2,279	-2,395
营运资金	-6,168	9,965	-2,119	2,338	-2,213
其它	8,858	10,606	2,968	2,952	2,950
投资活动现金流	-98,473	-78,095	-135,889	-130,007	-129,921
资本支出	-94,661	-120,851	-130,068	-130,052	-130,050
长期投资	-9,664	34,205	-8,150	-2,200	-2,200
其他	5,852	8,551	2,329	2,245	2,329
筹资活动现金流	-64,962	-84,228	-91,848	-78,055	-80,311
吸收投资	32,258	111	-18	0	0
借款	850	170	-6,050	0	0
支付利息或股息	-82,421	-63,346	-65,380	-68,055	-70,311
现金流净增加额	44,201	47,806	631	32,535	32,047

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。