

600938.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.52

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	26.8	(11.7)	(5.5)	35.9
相对上证综指	16.5	(9.6)	(19.0)	27.8

发行股数(百万)	47,529.95
流通股(百万)	47,529.95
总市值(人民币 百万)	1,260,494.38
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,334.91
主要股东	
中国海洋石油(BVI)公司	60.54

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2024年10月30日收市价为标准

相关研究报告

《中国海油》20240614

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 油气开采II

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

中国海油

油气产量稳步提升, 归母净利润同比增长

2024年前三季度公司实现营业收入3260.24亿元, 同比增加6.3%; 归母净利润1166.59亿元, 同比增加19.5%。其中, 三季度实现营收992.54亿元, 同比下降13.5%, 环比下降13.92%, 归母净利润369.28亿元, 同比增加9.0%, 环比下降7.71%。公司油气产量稳步提升, 盈利能力持续增长, 维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- **油气净产量稳步提升, 成本优势持续巩固。**2024年前三季度公司净产量达到542.1百万桶油当量, 同比上升8.5%, 桶油主要成本为28.14美元/桶油当量, 同比基本持平。第三季度, 公司实现净产量179.6百万桶油当量, 同比增长7.0%。前三季度, 中国和海外的油气产量占比分别为68%和32%, 其中, 中国净产量同比上升6.8%, 主要得益于渤中19-6和恩平20-4等油气田的产量贡献, 海外净产量同比上升12.2%, 主要得益于圭亚那Payara项目投产带来的产量增长。2024年前三季度, 共有7个新项目顺利投产, 未来随着新项目建设顺利推进, 公司有望圆满完成年度产量目标。
- **石油销售价格同比上涨, 油气销售收入同比增长。**产品结构方面, 2024前三季度, 公司石油液体和天然气的油气当量占比分别为78%和22%, 石油液体平均实现销售价格为79.03美元/桶, 同比增长2.9%; 天然气平均实现销售价格为7.78美元/千立方英尺, 同比降低1.8%, 油气销售收入达到2714.32亿元, 同比增长13.9%, 其中石油液体/天然气销售收入分别为2353.82亿元/360.50亿元, 同比分别上涨14.6%/9.4%。
- **现金流量稳健向好, 资本支出合理增长。**2024年前三季度, 公司经营活动现金净流入1827.68亿元, 同比+14.9%; 偿还债务支付现金336.39亿元, 同比增加66.93%, 财务状况稳中向好。2024年前三季度, 公司完成资本支出人民币953.4亿元, 较去年同期上涨6.6%, 其中勘探开支138.47亿元, 同比下降1.3%, 开发和生产资本化开支分别为617.85亿元和179.74亿元, 同比分别增长7.9%和4.7%。成果方面, 2024年前三季度, 公司共获得9个新发现, 并成功评价23个含油气构造。其中, 中国海域获得新发现文昌10-3东, 展现了珠江口盆地西部中深层天然气良好的勘探前景; 并成功评价曹妃甸23-6, 储量规模持续扩大, 有望成为大中型油田。随着公司增储上产工作扎实推进, 油气资源禀赋有望进一步优化。

估值

- 公司油气产量稳步提升, 盈利能力持续增长, 调整盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润分别为1488.00亿元、1600.47亿元和1685.64亿元, 对应EPS(摊薄)为3.13元/股、3.37元/股、3.55元/股, 当前股价对应市净率(PB)为1.7倍、1.5倍和1.4倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 国际油价剧烈波动风险、环保政策变化或自然灾害等因素导致生产装置异常、人员操作失误带来的安全生产风险、全球经济低迷等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	422,230	416,609	445,494	481,319	503,634
增长率(%)	71.6	(1.3)	6.9	8.0	4.6
EBITDA(人民币 百万)	256,177	236,716	259,008	280,263	298,002
归母净利润(人民币 百万)	141,700	123,843	148,800	160,047	168,564
增长率(%)	101.5	(12.6)	20.2	7.6	5.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.98	2.61	3.13	3.37	3.55
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	3.03	3.25	3.4
调整幅度(%)	/	/	3.30	3.69	4.41
市盈率(倍)	8.9	10.2	8.5	7.9	7.5
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	3.1	4.3	4.9	4.4	3.9
每股股息(人民币)	1.3	1.1	1.4	1.5	1.6
股息率(%)	8.5	5.4	5.3	5.7	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2024 年三季度摘要

(亿元)	2024 三季度	2023 三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	3260.24	3068.17	6.26
二、营业总成本	1741.81	1777.99	(2.03)
其中：营业成本	1484.98	1546.46	(3.98)
营业税金及附加	154.08	138.22	11.47
销售费用	25.94	26.23	(1.11)
管理费用	50.33	47.75	5.4
研发费用	12.22	11.89	2.78
财务费用	14.26	7.44	91.67
资产减值损失	(0.18)	(3.24)	94.44
三、其他经营收益	3.68	5.38	(31.60)
公允价值变动收益	9.80	4.83	102.90
投资收益	12.28	34.53	(64.44)
四、营业利润	1543.99	1331.71	15.94
加：营业外收入	1.62	0.77	110.39
减：营业外支出	1.76	2.93	(39.93)
五、利润总额	1543.85	1329.55	16.12
减：所得税	377.01	352.96	6.81
六、净利润	1166.84	976.59	19.48
减：少数股东损益	0.25	0.14	78.57
七、归属母公司净利润	1166.59	976.45	19.47

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2024 年第三季度摘要

(亿元)	2024 年第三季度	2023 年第三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	992.54	1147.53	(13.51)
二、营业总成本	517.18	695.14	(25.60)
其中：营业成本	435.36	610.63	(28.70)
营业税金及附加	50.49	54.53	(7.41)
销售费用	8.75	8.73	0.23
管理费用	16.42	17.44	(5.85)
研发费用	4.59	4.31	6.50
财务费用	1.57	(0.50)	414.00
资产减值损失	(0.16)	(0.22)	27.27
三、其他经营收益	0.93	1.08	(13.89)
公允价值变动收益	2.71	(4.34)	162.44
投资收益	6.75	15.45	(56.31)
四、营业利润	485.62	464.35	4.58
加：营业外收入	0.77	0.22	250.00
减：营业外支出	0.30	1.24	(75.81)
五、利润总额	486.09	463.33	4.91
减：所得税	116.70	124.22	(6.05)
六、净利润	369.39	339.11	8.93
减：少数股东损益	0.11	0.27	(59.26)
七、归属母公司净利润	369.28	338.84	8.98

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	422,230	416,609	445,494	481,319	503,634
营业收入	422,230	416,609	445,494	481,319	503,634
营业成本	198,223	208,794	209,787	229,063	239,648
营业税金及附加	18,778	24,331	20,047	21,419	22,160
销售费用	3,355	3,501	3,653	3,947	4,130
管理费用	6,356	7,012	6,682	7,220	7,555
研发费用	1,527	1,605	1,782	1,925	2,015
财务费用	3,029	846	1,237	85	(1,121)
其他收益	672	1,070	750	750	750
资产减值损失	(677)	(3,523)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
信用减值损失	11	(74)	15	15	15
资产处置收益	(12)	(117)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	(705)	300	0	0	0
投资收益	4,674	4,715	2,500	2,500	2,500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	194,925	172,891	202,540	217,895	229,484
营业外收入	161	510	300	300	300
营业外支出	316	427	350	400	400
利润总额	194,770	172,974	202,490	217,795	229,384
所得税	53,093	48,884	53,660	57,716	60,787
净利润	141,677	124,090	148,830	160,079	168,597
少数股东损益	(23)	247	30	32	34
归母净利润	141,700	123,843	148,800	160,047	168,564
EBITDA	256,177	236,716	259,008	280,263	298,002
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.98	2.61	3.13	3.37	3.55

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	264,679	250,275	288,637	318,241	374,924
货币资金	121,387	150,562	189,686	216,345	274,349
应收账款	36,546	36,291	35,483	36,715	36,032
应收票据	0	95	29	51	32
存货	6,239	6,451	6,952	7,683	7,628
预付账款	3,115	3,218	2,843	3,520	3,137
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	97,392	53,658	53,645	53,927	53,746
非流动资产	664,352	755,323	805,798	860,182	908,430
长期投资	62,003	64,591	64,591	64,591	64,591
固定资产	6,652	7,010	7,694	9,186	10,385
无形资产	3,798	3,692	3,692	3,692	3,692
其他长期资产	591,899	680,030	729,821	782,713	829,762
资产合计	929,031	1,005,598	1,094,435	1,178,423	1,283,354
流动负债	113,391	123,939	129,849	126,974	138,564
短期借款	4,303	4,365	4,300	4,000	4,000
应付账款	59,789	61,382	66,821	73,162	73,290
其他流动负债	49,299	58,192	58,727	49,813	61,274
非流动负债	217,257	213,783	214,877	213,682	214,280
长期借款	11,287	11,296	10,000	10,000	10,000
其他长期负债	205,970	202,487	204,877	203,682	204,280
负债合计	330,648	337,722	344,726	340,656	352,844
股本	47,567	47,567	47,530	47,530	47,530
少数股东权益	1,201	1,290	1,320	1,352	1,386
归属母公司股东权益	597,182	666,586	748,389	836,415	929,125
负债和股东权益合计	929,031	1,005,598	1,094,435	1,178,423	1,283,354

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	141,677	124,090	148,830	160,079	168,597
折旧摊销	62,852	68,947	58,451	65,503	72,859
营运资金变动	2,014	10,821	6,416	(5,360)	12,831
其他	(969)	5,885	159	170	(1,868)
经营活动现金流	205,574	209,743	213,856	220,392	252,418
资本支出	(94,754)	(120,875)	(115,400)	(119,900)	(124,100)
投资变动	(19,809)	41,604	0	0	0
其他	16,090	1,176	2,470	2,470	2,470
投资活动现金流	(98,473)	(78,095)	(112,930)	(117,430)	(121,630)
银行借款	(3)	71	(1,361)	(300)	0
股权融资	(61,219)	(69,156)	(66,997)	(72,021)	(75,854)
其他	(3,740)	(15,143)	6,556	(3,982)	3,069
筹资活动现金流	(64,962)	(84,228)	(61,802)	(76,303)	(72,784)
净现金流	42,139	47,420	39,124	26,659	58,004

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	71.6	(1.3)	6.9	8.0	4.6
营业利润增长率(%)	103.5	(11.3)	17.1	7.6	5.3
归属于母公司净利润增长率(%)	101.5	(12.6)	20.2	7.6	5.3
息税前利润增长率(%)	101.4	(13.2)	19.5	7.1	4.8
息税折旧前利润增长率(%)	67.2	(7.6)	9.4	8.2	6.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	101.5	(12.6)	20.2	7.6	5.3
获利能力					
息税前利润率(%)	45.8	40.3	45.0	44.6	44.7
营业利润率(%)	46.2	41.5	45.5	45.3	45.6
毛利率(%)	53.1	49.9	52.9	52.4	52.4
归母净利润率(%)	33.6	29.7	33.4	33.3	33.5
ROE(%)	23.7	18.6	19.9	19.1	18.1
ROIC(%)	21.3	17.3	19.6	19.6	19.6
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率	2.3	2.0	2.2	2.5	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	13.4	11.4	12.4	13.3	13.8
应付账款周转率	7.8	6.9	6.9	6.9	6.9
费用率					
销售费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	1.5	1.7	1.5	1.5	1.5
研发费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	0.7	0.2	0.3	0.0	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.0	2.6	3.1	3.4	3.5
每股经营现金流(最新摊薄)	4.3	4.4	4.5	4.6	5.3
每股净资产(最新摊薄)	12.6	14.0	15.7	17.6	19.5
每股股息	1.3	1.1	1.4	1.5	1.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.9	10.2	8.5	7.9	7.5
P/B(最新摊薄)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.1	4.3	4.9	4.4	3.9
价格/现金流(倍)	6.1	6.0	5.9	5.7	5.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371