

中曼石油 (603619.SH)

原油产量逐季增长，伊拉克项目将贡献长期增量

优于大市

核心观点

原油产量逐季增长，2024年第三季度归母净利润同比增长41.62%。2024年10月30日，公司发布三季报，2024年前三季度，公司实现营业收入30.51亿元，同比增长6.87%；实现归母净利润6.68亿元，同比增长12.65%；实现扣非后归母净利润6.33亿元，同比下降5.96%。2024年第三季度，公司实现营业收入11.33亿元，同比增长13.23%，环比增长2.02%；实现归母净利润2.41亿元，同比增长41.62%，环比下降5.84%；实现扣非后归母净利润2.15亿元，同比下降15.47%，环比下降13.37%。

2024年前三季度公司毛利率/净利率分别为47.73%/22.50%，分别同比+1.13/-0.46pct；第三季度毛利率和净利率分别为49.10%/21.62%，分别同比+3.22/-0.76pct。2024年前三季度公司各项费用率同比增加1.58pct至15.78%，主要源于财务费用、销售费用增长。整体来看，随着公司原油持续增储上产，公司营收保持增长，销售毛利率水平逐步改善。

国内温宿油田稳定增储上产，哈萨克斯坦油田进入产能快速提升阶段。国内油田方面，2024年第三季度，温宿项目实现原油产量17.00万吨，同比增加1.43万吨，同比增长9.18%；2024年前三季度，温宿项目实现原油产量48.63万吨，比去年同期增加5.55万吨，同比增长12.88%；**哈萨克斯坦油田方面**，2024年第三季度，坚戈项目实现原油产量5.30万吨，比去年同期增加2.92万吨，同比增长122.69%；2024年前三季度，坚戈项目实现原油产量14.17万吨，比去年同期增加8.22万吨，同比增长138.15%。我们认为，随着公司海内外原油产能的不断爬坡，将持续推动公司盈利增长。**油价方面**，根据wind数据，2024年三季度布伦特原油均价为78.71美元/桶，环比-7.40%；WTI原油均价为75.34元/桶，环比-6.51%。

签署伊拉克油气开发生产合同，看好公司油气勘探开发海外布局。2024年5月，公司参与了伊拉克石油部第五+轮和第六轮油气区块招标，成功中标获得伊拉克EBN区块和MF区块开发权。2024年10月27日，公司全资子公司与伊拉克中部石油公司签署了EBN区块和MF区块的开发生产合同，合同有效期为20年，可延长5年。公司和第三方储量评估团队根据资料对EBN区块和MF区块进行了初步地质研究，公司预测EBN区块石油地质储量约4.64亿吨、溶解气约854亿立方米；MF区块石油地质储量约12.58亿吨、溶解气约508亿立方米。两区块合计石油地质储量约17.22亿吨、溶解气约1362亿立方米。本次伊拉克开发生产合同的签订将持续巩固公司在油气勘探开发领域的竞争力。

风险提示：原油价格大幅波动；原油增产不及预期；地缘政治风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司在传统油服板块盈利能力将保持稳定，未来公司营收、净利润主要增量将来自原油增储上产。伴随国内温宿区块、海外坚戈区块、岸边区块的产量持续增长，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量将保持较快增长。考虑到原油价格回调，我们谨慎下调公司2024-2026年的盈利预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为43.4/52.6/63.2亿元（前值为45.7/56.7/63.5亿元，下调5%/7%/1%），归母净利润分别为9.6/11.7/15.3亿元（前值为11.2/13.4/15.9亿元，下调

公司研究·财报点评

石油石化·油服工程

证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：张歆钰
021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.53元
总市值/流通市值	9954/8612百万元
52周最高价/最低价	30.24/16.16元
近3个月日均成交额	173.12百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中曼石油(603619.SH)-原油产量稳步提升，海外资源持续布局》——2024-08-30
- 《中曼石油(603619.SH)-油服民企转型油气开采，开启第二成长曲线》——2024-06-19

14%/13%/4%)，EPS 分别为 2.07/2.53/3.31 元（前值为 2.42/2.89/3.43 元），对应 PE 分别为 10.4/8.5/6.5X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,065	3,732	4,339	5,258	6,321
(+/-%)	74.8%	21.8%	16.3%	21.2%	20.2%
归母净利润(百万元)	503	810	955	1172	1531
(+/-%)	661.0%	60.9%	17.9%	22.7%	30.6%
每股收益(元)	1.26	2.02	2.07	2.53	3.31
EBIT Margin	27.6%	31.1%	30.7%	30.7%	32.6%
净资产收益率 (ROE)	21.9%	30.8%	29.0%	28.5%	29.5%
市盈率 (PE)	17.1	10.6	10.4	8.5	6.5
EV/EBITDA	11.7	9.9	11.3	9.6	8.0
市净率 (PB)	3.74	3.28	3.02	2.42	1.92

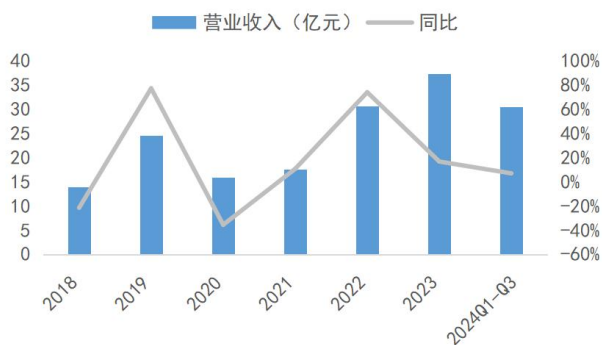
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

原油产量逐季增长，2024 年第三季度归母净利润同比增长 41.62%。2024 年 10 月 30 日，公司发布三季报，2024 年前三季度，公司实现营业收入 30.51 亿元，同比增长 6.87%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 12.65%；实现扣非后归母净利润 6.33 亿元，同比下降 5.96%。2024 年第三季度，公司实现营业收入 11.33 亿元，同比增长 13.23%，环比增长 2.02%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 41.62%，环比下降 5.84%；实现扣非后归母净利润 2.15 亿元，同比下降 15.47%，环比下降 13.37%。

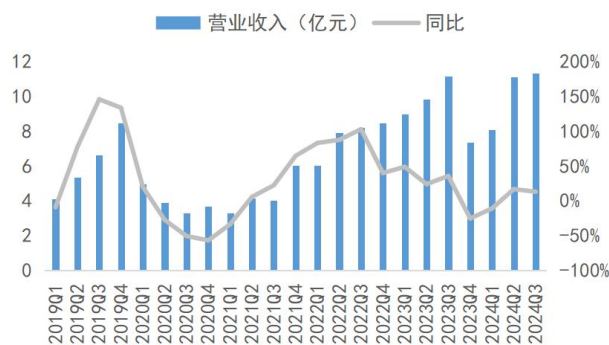
2024 年前三季度公司毛利率/净利率分别为 47.73%/22.50%，分别同比 +1.13/-0.46pct；第三季度毛利率和净利率分别为 49.10%/21.62%，分别同比 +3.22/-0.76pct。2024 年前三季度公司各项费用率同比增加 1.58pct 至 15.78%，主要源于财务费用、销售费用增长。整体来看，随着公司原油持续增储上产，公司营收保持增长，销售毛利率水平逐步改善。

图1：中曼石油营业收入及增速（单位：亿元、%）



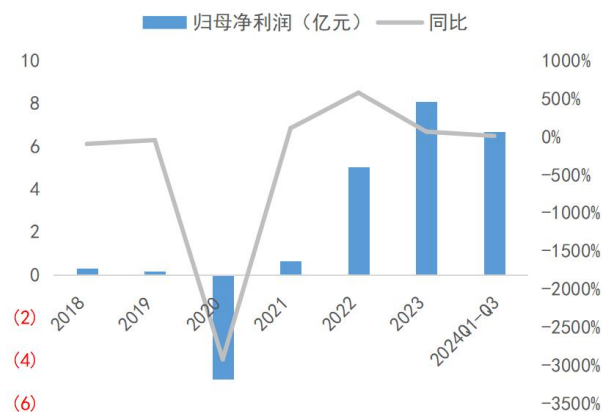
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中曼石油单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



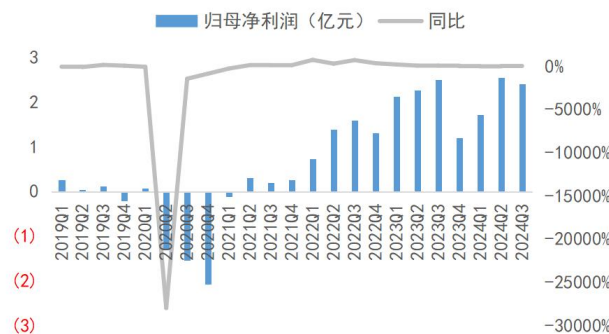
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中曼石油归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中曼石油单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

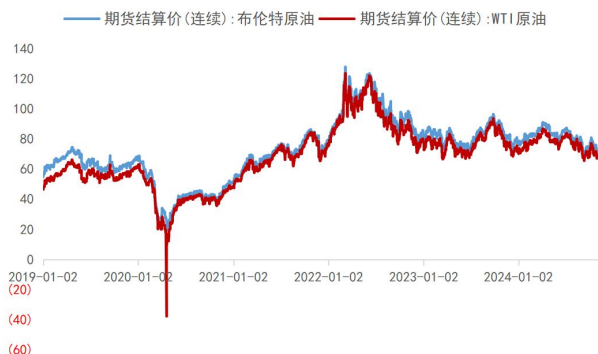


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内温宿油田稳定增储上产，哈萨克斯坦油田进入产能快速提升阶段。国内油田方面，2024 年第三季度，温宿项目实现原油产量 17.00 万吨，同比增加 1.43 万吨，同比增长 9.18%；2024 年前三季度，温宿项目实现原油产量 48.63 万吨，比

去年同期增加 5.55 万吨，同比增长 12.88%；哈萨克斯坦油田方面，2024 年第三季度，坚戈项目实现原油产量 5.30 万吨，比去年同期增加 2.92 万吨，同比增长 122.69%；2024 年前三季度，坚戈项目实现原油产量 14.17 万吨，比去年同期增加 8.22 万吨，同比增长 138.15%。我们认为，随着公司海内外原油产能的不断爬坡，将持续推动公司盈利增长。油价方面，根据 wind 数据，2024 年第三季度布伦特原油均价为 78.71 美元/桶，环比-7.40%；WTI 原油均价为 75.34 元/桶，环比-6.51%。

图5: 原油价格走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司原油产量情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

签署伊拉克油气开发生产合同，看好公司油气勘探开发海外布局。2024 年 5 月，公司参与了伊拉克石油部第五+轮和第六轮油气区块招标，成功中标获得伊拉克 EBN 区块和 MF 区块开发权。2024 年 10 月 27 日，公司全资子公司与伊拉克中部石油公司签署了 EBN 区块和 MF 区块的开发生产合同，合同有效期为 20 年，可延长 5 年。公司和第三方储量评估团队根据资料对 EBN 区块和 MF 区块进行了初步地质研究，公司预测 EBN 区块石油地质储量约 4.64 亿吨、溶解气约 854 亿立方米；MF 区块石油地质储量约 12.58 亿吨、溶解气约 508 亿立方米。两区块合计石油地质储量约 17.22 亿吨、溶解气约 1362 亿立方米。本次伊拉克开发生产合同的签订将持续巩固公司在油气勘探开发领域的竞争力。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司在传统油服板块盈利能力将保持稳定，未来公司营收、净利润主要增量将来自原油增储上产。伴随国内温宿区块、海外坚戈区块、岸边区块的产量持续增长，伊拉克两大区块投入开发建设，公司原油产量将保持较快增长。考虑到原油价格回调，我们谨慎下调公司 2024-2026 年的盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 43.4/52.6/63.2 亿元（前值为 45.7/56.7/63.5 亿元，下调 5%/7%/1%），归母净利润分别为 9.6/11.7/15.3 亿元（前值为 11.2/13.4/15.9 亿元，下调 14%/13%/4%），EPS 分别为 2.07/2.53/3.31 元（前值为 2.42/2.89/3.43 元），对应 PE 分别为 10.4/8.5/6.5X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (2024/11/1) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600938	中国海油	优于大市	27.05	2.60	3.09	3.29	8.05	8.75	8.22	1.84
601857	中国石油	优于大市	8.30	0.88	0.95	0.99	8.02	8.74	8.38	1.00

002353	杰瑞股份	-	35.01	2.40	2.70	3.16	11.73	12.97	11.08	1.84
601808	中海油服	-	15.42	0.63	0.79	0.97	23.15	19.52	15.90	1.70
平均值				1.96	2.25	2.48	9.27	10.15	9.23	1.60
603619	中曼石油	优于大市	21.53	2.02	2.07	2.53	9.15	10.40	8.51	2.86

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：上述可比公司盈利预测来自万得一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	764	1250	2402	3125	4546	营业收入	3065	3732	4339	5258	6321
应收款项	715	764	1147	1231	1481	营业成本	1662	2026	2379	2883	3360
存货净额	501	595	839	949	1127	营业税金及附加	140	118	130	158	190
其他流动资产	651	543	660	857	923	销售费用	29	52	54	65	74
流动资产合计	2642	3164	5060	6175	8090	管理费用	270	242	284	343	404
固定资产	2314	2553	2925	3027	3025	研发费用	117	135	157	194	230
无形资产及其他	52	58	57	56	54	财务费用	116	149	112	122	114
投资性房地产	2147	3357	3357	3357	3357	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	3	(4)	(1)	(1)
资产总计	7155	9132	11398	12614	14527	其他收入	(149)	(120)	(157)	(194)	(230)
短期借款及交易性金融负债	1218	1706	1414	1134	1254	营业利润	698	1028	1217	1493	1947
应付款项	996	1113	1452	1731	2054	营业外净收支	(11)	(7)	(7)	(8)	(7)
其他流动负债	813	1219	1236	1589	1930	利润总额	687	1021	1210	1485	1940
流动负债合计	3027	4038	4101	4454	5238	所得税费用	184	200	242	297	388
长期借款及应付债券	1122	1506	3006	3006	3006	少数股东损益	(1)	11	13	16	21
其他长期负债	708	727	752	783	825	归属于母公司净利润	503	810	955	1172	1531
长期负债合计	1829	2232	3757	3788	3830	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4857	6270	7858	8242	9068	净利润	503	810	955	1172	1531
少数股东权益	(2)	233	242	254	269	资产减值准备	(10)	(3)	(1)	(0)	(0)
股东权益	2300	2629	3298	4118	5189	折旧摊销	305	340	245	289	314
负债和股东权益总计	7155	9132	11398	12614	14527	公允价值变动损失	0	(3)	4	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	116	149	112	122	114
每股收益	1.26	2.02	2.07	2.53	3.31	营运资本变动	(314)	(705)	(364)	272	212
每股红利	0.32	0.62	0.62	0.76	0.99	其它	10	11	10	12	15
每股净资产	5.75	6.57	7.13	8.91	11.22	经营活动现金流	494	451	850	1745	2073
ROIC	12.83%	15.23%	16%	19%	25%	资本开支	0	(577)	(619)	(390)	(313)
ROE	21.88%	30.80%	29%	28%	29%	其它投资现金流	(11)	(1)	0	0	0
毛利率	46%	46%	45%	45%	47%	投资活动现金流	(11)	(579)	(619)	(390)	(313)
EBIT Margin	28%	31%	31%	31%	33%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	40%	36%	36%	38%	负债净变化	679	384	500	0	0
收入增长	75%	22%	16%	21%	20%	支付股利、利息	(128)	(247)	(286)	(352)	(459)
净利润增长率	661%	61%	18%	23%	31%	其它融资现金流	(1150)	340	(292)	(280)	120
资产负债率	68%	71%	71%	67%	64%	融资活动现金流	(37)	614	922	(631)	(339)
股息率	1.5%	2.9%	3.3%	4.1%	5.3%	现金净变动	446	486	1152	723	1421
P/E	17.1	10.6	10.4	8.5	6.5	货币资金的期初余额	318	764	1250	2402	3125
P/B	3.7	3.3	3.0	2.4	1.9	货币资金的期末余额	764	1250	2402	3125	4546
EV/EBITDA	11.7	9.9	11.3	9.6	8.0	企业自由现金流	0	(10)	329	1463	1863
						权益自由现金流	0	715	447	1086	1892

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032