

买入

2024年11月26日

克服油价下跌，产量提升+成本控制拉动净利增长

- **单季度净利润保持高位：**公司 Q3 实现营业收入 992.54 亿元，同比减少 13.5%，环比减少 13.9%；实现归母净利润 369.28 亿元，同比增长 9.0%，环比减少 7.7%。前 3 季度公司实现营业总收入 3260.24 亿元，同比增长 6.3%，实现归母净利润 1166.59 亿元，同比增长 19.5%。公司单季度净利润保持高位，得益于产量增长以及优秀的成本控制能力。
- **增储上产提升竞争力：**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%。公司前三季度油气净产量达 542.1 百万桶油当量，同比增长 8.5%。公司增储上产效果优异，油气销售贡献主要收入，国内渤中 19-6 和恩平 20-4 等油气田的产量贡献较大，海外得益于圭亚那 Payara 项目投资带来的产量增长。
- **桶油成本同比下降：**公司桶油成本为 28.14 美元/桶，其中作业费用 7.21 美元/桶，折旧折耗及摊销 13.96 美元/桶。弃置费 0.83 美元/桶，销售及管理费用 2.06 美元/桶，其他税金 4.08 美元/桶，公司桶油成本控制位于全球领先水平。2024 年前三季度布伦特原油均价 81.8 美元/桶，公司原油实现销售价格从 2023 年前三季度 76.8 美元/桶，提升至 2024 年前三季度的 79.0 美元/桶，同比增长 3%，与国际油价折价缩小。当前油价冲高回落背景下，公司成本优势不断凸显。
- **资本开支维持高成长性：**公司前三季度资本支出约人民币 953.4 亿元，同比增长 6.6%。公司在建项目、调整井作业量同比增长。公司获得 9 个新发现，成功评价 23 个含油气构造。新签 4 个巴西海上勘探区块石油合同，预计项目将在 25 年-27 年陆续投产，海外产量将进一步提升。
- **目标价 23.12 港元，给予买入评级：**我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 4514 亿元/4655 亿元/4760 亿元人民币；归母净利润分别为 1452 亿元、1489 亿元和 1530 亿元。我们给予公司 2024 年 7 倍 PE 估值，目标价为 23.12 港元，较现价有 33.5% 的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

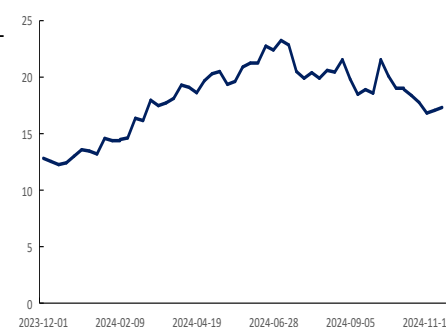
行业	能源
股价	17.32 港元
目标价	23.12 港元 (+33.5%)
股票代码	883.HK
已发行 H 股股本	475.3 亿股
H 股市值	8232.19 亿港元
52 周高/低	23.16/10.48 港元
每股净资产	15.12 港元
主要股东	中国海洋石油集团有限公司 (62.04%)

盈利摘要

截止12月31日	2020年实际	2021年实际	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
营业额 (百万人民币)	155,372	246,111	422,230	416,609	451,443	465,577	475,983
变动 (%)		58.4	71.6	(1.3)	8.4	3.1	2.2
净利润 (百万人民币)	24,956	70,307	141,700	123,843	145,181	148,956	152,972
变动 (%)		181.7	101.5	(12.6)	17.2	2.6	2.7
每股盈余 (人民币)	0.56	1.58	3.03	2.60	3.05	3.13	3.22
市盈率@17.32港元 (倍)	28.6	10.2	5.3	6.1	5.2	5.1	5.0
市净率@17.32港元 (倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
每股股息 (人民币)	0.38	0.25	1.30	1.22	1.33	1.37	1.40
股息现价比率 (%)	2.4	1.6	8.1	7.6	8.3	8.5	8.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	422,230	416,609	451,443	465,577	475,983	盈利能力					
经营利润	193,325	167,769	192,537	197,395	200,692	经营利润率	45.8%	40.3%	42.6%	42.4%	42.2%
销售和管理费用	-10,468	-10,952	-11,286	-11,639	-11,900	EBITDA 率	30.9%	23.7%	26.1%	24.5%	23.4%
其他收入	8,841	9,434	9,717	10,009	10,309	净利率	33.6%	29.7%	32.2%	32.0%	32.1%
其他开支	-8,920	-9,028	-9,931	-10,924	-12,016	ROE	23.7%	18.5%	19.4%	17.9%	16.6%
营业收入	193,325	167,769	192,537	197,395	200,692	营运表现					
财务开支	-6,027	-5,354	-4,680	-5,148	-5,663	SG&A收入(%)	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
联营公司	663	850	893	937	984	有效税率(%)	27.3%	28.3%	27.5%	28.0%	28.0%
税前盈利	194,770	172,974	200,649	207,296	212,885	派息率(%)	42.8%	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%
所得税	-53,093	-48,884	-55,179	-58,043	-59,608	库存周转天数	12.0	9.9	9.9	9.9	9.9
净利润	141,700	123,843	145,181	148,956	152,972	应付账款天数	115.1	93.8	93.8	93.8	93.8
折旧及摊销	-62,852	-68,947	-74,551	-83,290	-89,285	应收账款天数	41.5	32.2	32.2	32.2	32.2
EBITDA	130,473	98,822	117,986	114,105	111,407	财务状况					
EPS (基本)	3.03	2.60	3.05	3.13	3.22	净负债/股本	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
增长						收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
总收入(%)	72%	-1%	8%	3%	2%	总资产/股本	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
EBITDA(%)	237%	-24%	19%	-3%	-2%	盈利对利息倍数	32.1	31.3	41.1	38.3	35.4
每股收益(%)	93%	-14%	17%	3%	3%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金	85,633	133,439	168,979	214,125	267,071	EBITDA	130,473	98,822	117,986	114,105	111,407
应收账款	37,992	37,052	39,881	41,130	42,049	融资成本	6,027	5,354	4,680	5,148	5,663
存货	6,239	6,451	6,992	7,243	7,435	营运资金变化	262,772	237,207	267,245	280,860	290,165
其他流动资产	10,822	11,863	11,863	11,863	11,863	所得税	-51,001	-48,884	-55,179	-58,043	-59,608
总流动资产	264,679	250,275	289,185	335,830	389,887	其他营运活动	-6,197	2,321	1,778	884	715
物业、厂房及设备	532,719	592,920	647,019	693,592	735,400	营运现金流	205,574	209,743	213,844	223,702	231,273
无形资产	16,600	16,769	16,769	16,769	16,769	资本开支	-81,373	-127,589	-128,808	-130,038	-131,281
使用权资产	10,465	12,039	12,039	12,039	12,039	其他投资活动	-17,100	49,494	7,473	9,463	11,991
总资产	929,031	1,005,598	1,103,928	1,202,730	1,304,461	投资活动现金流	-98,473	-78,095	-121,335	-120,575	-119,290
应付账款	59,789	61,382	66,530	68,914	70,740	银行贷款变化	-486	-15,860	11,010	12,111	13,322
短期银行贷款	22,817	21,894	24,083	26,492	29,141	支付利息	-5,043	-5,354	-4,680	-5,148	-5,663
其他短期负债	10,676	11,908	11,908	11,908	11,908	支付股息	-77,378	-58,097	-63,299	-64,945	-66,696
总流动负债	113,391	123,939	131,276	136,068	140,544	其他融资活动	17,945	-4,917	0	0	0
长期银行贷款	103,145	88,208	97,029	106,732	117,405	融资活动现金流	-64,962	-84,228	-56,969	-57,981	-59,036
其他负债	10,238	9,781	9,781	9,781	9,781	现金变化	42,139	47,420	35,540	45,145	52,946
总负债	330,648	337,722	353,880	368,375	383,524	期初持有现金	41,432	85,633	133,439	168,979	214,125
少数股东权益	1,201	1,290	1,580	1,877	2,182	汇率变动	2,062	386	0	0	0
所有者权益合计	598,383	667,876	750,047	834,356	920,937	期末持有现金	85,633	133,439	168,979	214,125	267,071
每股净资产	12.81	14.04	15.77	17.54	19.36						
营运资金	151,288	126,336	157,909	199,761	249,343						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。