

# 中国海油 (600938.SH)

## 国内外新项目顺利投产，公司长期成长确定性显著

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 石油石化 · 油气开采 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码: S0980520120001

### 事项:

根据中国海油官网报道, 2024年10月31日, 公司宣布巴西 Mero 3 项目安全投产; 2024年11月6日, 公司宣布加拿大长湖西北项目已安全投产; 2024年12月2日, 公司宣布惠州 26-6 油田开发项目投产; 2024年12月3日, 公司宣布锦州 23-2 油田项目已投产。

### 国信化工观点:

1) **巴西 Mero 3 项目投产, 新增权益产能 1.74 万桶油当量/天:** Mero 油田位于巴西东南部海域桑托斯盐下盆地, 距离里约热内卢约 180 公里, 水深在 1800 到 2100 米之间。Mero 3 项目采用传统深水盐下油田 FPSO (浮式液化天然气生产储卸装置)+水下生产系统的开发模式, 原油产能 18 万桶/天, 项目投产后使 Mero 油田整体原油产能提高至 59 万桶/天。公司全资子公司拥有 Mero 油田产品分成合同 (PSC) 9.65% 权益, 作业者 Petrobras 拥有 38.6% 权益。

2) **加拿大长湖西北项目投产, 2025 年预计实现高峰产量 8200 桶油当量/天:** 西北长湖项目项目位于加拿大阿尔伯特省, 主要生产设施包括新建 1 座地面井场和 4 条输送管线, 项目采用蒸汽重力辅助泄油 (SAGD) 生产方式, 部署 8 个生产井对, 预计 2025 年将实现高峰产量 8200 桶油当量/天的。公司全资子公司拥有长湖西北项目 100% 的权益, 并担任作业者。

3) **惠州 26-6 油田开发项目投产, 是南海首个深部潜山储层开发项目, 2027 年预计实现高峰产量 20600 桶油当量/天:** 惠州 26-6 油田开发项目位于珠江口盆地, 平均水深约 110 米, 主要生产设施为新建 1 座综合智能钻采平台以及经过适应性改造后的“南海奋进”FPSO。该项目计划投产 19 口开发井, 其中采油井 2 口, 采气井 17 口, 主要产品为轻质原油和天然气, 预计 2027 年将实现高峰产量 20600 桶油当量/天。中国海油拥有该项目 100% 的权益, 并担任作业者。

4) **锦州 23-2 油田项目投产, 是中国海上首个多层稠油热采开发项目, 2027 年预计实现高峰产量 17000 桶油当量/天。** 锦州 23-2 油田项目位于渤海辽东湾北部海域, 平均水深约 13 米, 主要生产设施为新建两座中心处理平台, 计划新建生产井 65 口, 油品性质为重质原油, 预计 2027 年将实现高峰产量 17000 桶油当量/天。该项目是中国海上首个多层稠油热采开发项目, 采用“蒸汽吞吐+化学辅助蒸汽驱”降低原油粘度的开采方式, 有效提高海上油田稠油储量动用能力。中国海油拥有该项目 100% 的权益, 并担任作业者。

5) **OPEC+有望继续延长自愿减产时间, 油价有望触底企稳:** IEA、EIA 最新 11 月月报显示, IEA 将 2024 年原油需求增速由 86 万桶/天上调至 92 万桶/天, EIA 将 2024 年原油需求增速由 91 万桶/天上调至 99 万桶/天。截至 2024 年 11 月底, OPEC+成员国共减产 586 万桶/日, 其中 366 万桶/日集体减产目标延长至 2025 年底, 220 万桶/日自愿减产延长至 2024 年 12 月底, 但有消息称 OPEC+或进一步推迟增产计划。美国页岩油资本开支不足, 页岩油总体增产有限, 战略石油储备进入补充阶段, 俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望持续执行补偿性减产, 供给端整体偏紧。

6) **投资建议:** 我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测, 对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元, 对应 A 股 PE 分别为 8.3/8.0/7.7x, 对应 H 股 PE 分别为 5.5/5.2/4.9x, 维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 巴西 Mero 3 项目投产，新增权益产能 1.74 万桶油当量/天

Mero 油田位于巴西东南部海域桑托斯盐下盆地，距离里约热内卢约 180 公里，水深在 1800 到 2100 米之间。Mero 3 项目采用传统深水盐下油田 FPSO（浮式液化天然气生产储卸装置）+水下生产系统的开发模式，原油产能 18 万桶/天，项目投产后使 Mero 油田整体原油产能提高至 59 万桶/天。公司全资子公司拥有 Mero 油田产品分成合同（PSC）9.65%权益，作业者 Petrobras 拥有 38.6%权益

### ◆ 加拿大长湖西北项目投产，2025 年预计实现高峰产量 8200 桶油当量/天

西北长湖项目项目位于加拿大阿尔伯特省，主要生产设施包括新建 1 座地面井场和 4 条输送管线，项目采用蒸汽重力辅助泄油（SAGD）生产方式，部署 8 个生产井对，预计 2025 年将实现高峰产量 8200 桶油当量/天的。公司全资子公司拥有长湖西北项目 100%的权益，并担任作业者。

### ◆ 惠州 26-6 油田开发项目投产，是南海首个深部潜山储层开发项目，2027 年预计实现高峰产量 20600 桶油当量/天

惠州 26-6 油田开发项目位于珠江口盆地，平均水深约 110 米，主要生产设施为新建 1 座综合智能钻采平台以及经过适应性改造后的“南海奋进”FPSO。该项目计划投产 19 口开发井，其中采油井 2 口，采气井 17 口，主要产品为轻质原油和天然气，预计 2027 年将实现高峰产量 20600 桶油当量/天。中国海油拥有该项目 100%的权益，并担任作业者。

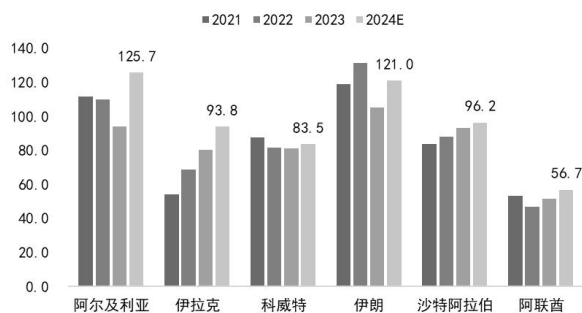
### ◆ 锦州 23-2 油田项目投产，是中国海上首个多层稠油热采开发项目，2027 年预计实现高峰产量 17000 桶油当量/天

锦州 23-2 油田项目位于渤海辽东湾北部海域，平均水深约 13 米，主要生产设施为新建两座中心处理平台，计划新建生产井 65 口，油品性质为重质原油，预计 2027 年将实现高峰产量 17000 桶油当量/天。该项目是中国海上首个多层稠油热采开发项目，采用“蒸汽吞吐+化学辅助蒸汽驱”降低原油粘度的开采方式，有效提高海上油田稠油储量动用能力。中国海油拥有该项目 100%的权益，并担任作业者。

### ◆ OPEC+有望继续延长自愿减产时间，油价有望触底企稳

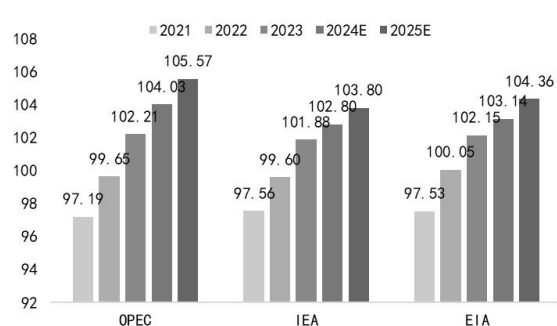
IEA、EIA 最新 11 月月报显示，IEA 将 2024 年原油需求增速由 86 万桶/天上调至 92 万桶/天，EIA 将 2024 年原油需求增速由 91 万桶/天上调至 99 万桶/天。截至 2024 年 11 月底，OPEC+成员国共减产 586 万桶/日，其中 366 万桶/日集体减产目标延长至 2025 年底，220 万桶/日自愿减产延长至 2024 年 12 月底，但有消息称 OPEC+或进一步推迟增产计划。目前美国页岩油资本开支不足，页岩油总体增产有限，战略石油储备进入补充阶段，俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望持续执行补偿性减产，供给端整体偏紧，考虑到 OPEC+较高的财政平衡成本，预计油价仍将维持中高区间。

图1：主要欧佩克成员国财政平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

图2：主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测，对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 8.3/8.0/7.7x，对应 H 股 PE 分别为 5.5/5.2/4.9x，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	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600938.SH	中国海油	优于大市	26.90	2.60	3.15	3.29	8.1	8.3	8.0	1.9
601857.SH	中国石油	优于大市	8.10	0.88	0.95	1.02	8.0	8.4	7.9	1.0
0883.HK	中国海洋石油	无评级	17.40	2.60	3.09	3.27	4.5	5.5	5.2	1.0
0857.HK	中国石油股份	无评级	5.61	0.88	0.95	1.00	5.3	5.7	5.4	0.6

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 12 月 3 日，中国石油数据来自国信证券经济研究所预测，其余各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

**相关研究报告：**

- 《中国海油（600938.SH）-油气产量同比增长 8.5%，新签署 4 个巴西海上勘探区块合同》——2024-10-29
- 《中国海油（600938.SH）-公司勘探、开发取得新进展，积极回购重视股东利益》——2024-09-12
- 《中国海油（600938.SH）-油气净产量再创新高，上半年归母净利润同比增长 25.1%》——2024-08-29
- 《中国海油（600938.SH）-渤海、南海获得勘探新突破，公司积极回购重视股东回报》——2024-07-30
- 《中国海油（600938.SH）-恩平 21-4 油田、乌石 23-5 油田群开发项目投产》——2024-07-03

## 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	121387	150562	184080	249473	330443	营业收入	422230	416609	454615	482283	497484
应收款项	36546	36386	43006	43163	45011	营业成本	198223	208794	212400	229110	233103
存货净额	6239	6451	9216	8156	8314	营业税金及附加	18778	24331	20458	21703	22387
其他流动资产	12298	12572	15912	15160	16021	销售费用	3355	3501	3864	4099	4229
<b>流动资产合计</b>	<b>264679</b>	<b>250275</b>	<b>341213</b>	<b>407952</b>	<b>494789</b>	管理费用	6356	7012	6967	7382	7610
固定资产	6652	8611	54808	101622	137538	研发费用	1527	1605	1818	1929	1990
无形资产及其他	3798	3692	4544	5397	6249	财务费用	3029	846	2331	2667	2686
投资性房地产	604975	691768	691768	691768	691768	投资收益	4674	4715	3935	4441	4364
长期股权投资	48927	51252	54214	58439	61609	资产减值及公允价值变动	(1382)	(3223)	(2302)	(2302)	(2609)
<b>资产总计</b>	<b>929031</b>	<b>1005598</b>	<b>1146548</b>	<b>1265178</b>	<b>1391953</b>	其他收入	(856)	(726)	(1818)	(1929)	(1990)
短期借款及交易性金融负债	24690	24111	30000	33000	36300	营业利润	194925	172891	208410	217531	227234
应付款项	59789	61382	82941	76040	76886	营业外净收支	(155)	83	56	63	63
其他流动负债	28912	38446	35774	39051	39671	<b>利润总额</b>	<b>194770</b>	<b>172974</b>	<b>208466</b>	<b>217594</b>	<b>227297</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>113391</b>	<b>123939</b>	<b>148715</b>	<b>148091</b>	<b>152857</b>	所得税费用	53093	48884	58370	60926	63643
长期借款及应付债券	103145	88208	110208	130208	150208	少数股东损益	(23)	247	298	311	325
其他长期负债	114112	125575	137241	150405	162503	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>141700</b>	<b>123843</b>	<b>149798</b>	<b>156357</b>	<b>163329</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>217257</b>	<b>213783</b>	<b>247449</b>	<b>280613</b>	<b>312711</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>330648</b>	<b>337722</b>	<b>396164</b>	<b>428704</b>	<b>465567</b>	净利润	141700	123843	149798	156357	163329
少数股东权益	1201	1290	1409	1502	1583	资产减值准备	(7286)	2846	14329	11491	14698
股东权益	597182	666586	748975	834971	924802	折旧摊销	61400	66433	64819	67040	74425
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>929031</b>	<b>1005598</b>	<b>1146548</b>	<b>1265178</b>	<b>1391953</b>	公允价值变动损失	1382	3223	2302	2302	2609
关键财务与估值指标						财务费用	3029	846	2331	2667	2686
每股收益	1.88	2.60	3.15	3.29	3.43	营运资本变动	(60068)	(61683)	32158	22685	25395
每股红利	1.10	1.33	1.42	1.48	1.55	其它	7276	(2725)	(14210)	(11398)	(14617)
每股净资产	7.94	14.01	15.75	17.55	19.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>144404</b>	<b>131937</b>	<b>249196</b>	<b>248478</b>	<b>265839</b>
ROIC	25.99%	19.31%	22%	22%	22%	资本开支	0	(67115)	(128500)	(128500)	(128500)
ROE	23.73%	18.58%	20%	19%	18%	其它投资现金流	(5769)	43905	(44696)	(3000)	(3000)
毛利率	53%	50%	53%	52%	53%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13155)</b>	<b>(25535)</b>	<b>(176158)</b>	<b>(135725)</b>	<b>(134671)</b>
EBIT Margin	46%	41%	46%	45%	46%	权益性融资	2062	111	0	0	0
EBITDA Margin	60%	57%	60%	59%	61%	负债净变化	(3)	9	10000	8000	8000
收入增长	72%	-1%	9%	6%	3%	支付股利、利息	(82421)	(63346)	(67409)	(70361)	(73498)
净利润增长率	102%	-13%	21%	4%	4%	其它融资现金流	73195	49336	5889	3000	3300
资产负债率	36%	34%	35%	34%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(89592)</b>	<b>(77227)</b>	<b>(39520)</b>	<b>(47361)</b>	<b>(50198)</b>
股息率	6.6%	5.1%	5.4%	5.6%	5.9%	<b>现金净变动</b>	<b>41657</b>	<b>29175</b>	<b>33518</b>	<b>65393</b>	<b>80971</b>
P/E	13.9	10.1	8.3	8.0	7.7	货币资金的期初余额	79730	121387	150562	184080	249473
P/B	3.3	1.9	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	121387	150562	184080	249473	330443
EV/EBITDA	9.0	6.7	6.0	5.9	5.7	企业自由现金流	0	60571	119035	118228	135598
						权益自由现金流	0	109917	133245	127307	144965

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