

研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 联系人：汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

油气产量稳步增长，重点项目推进顺利

——中国海油（600938）一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国海油	12.3%	23.2%	34.3%
沪深300	-2.3%	-2.5%	3.9%

市场数据

市场数据	2023/05/09
当前价格(元)	19.73
52周价格区间(元)	14.01-20.59
总市值(百万)	938,492.25
流通市值(百万)	56,069.74
总股本(万股)	4,756,676.40
流通股本(万股)	284,185.19
日均成交额(百万)	1,654.13
近一月换手(%)	3.41

事件：

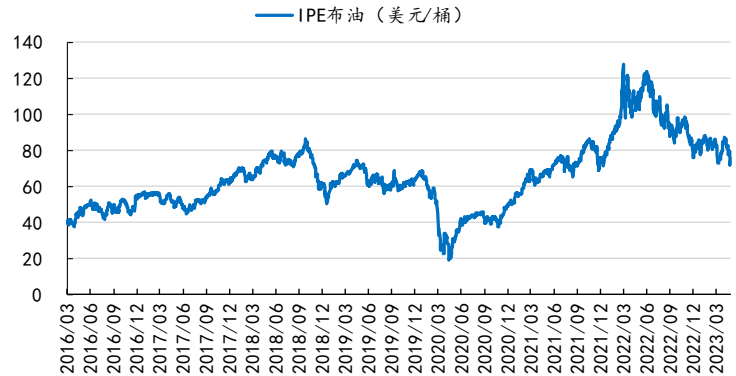
4月28日，公司发布2023年一季报：2023年第一季度，公司实现营业收入977.11亿元，同比+7.50%，环比-12.04%；实现归母净利润321.13亿元，同比-6.38%，环比-2.49%。销售毛利率49.21%，同比减少9.17个百分点，环比增加0.11个百分点；销售净利率32.86%，同比减少4.87个百分点，环比增加3.23个百分点。

投资要点：

■ 油价下行致Q1业绩同环比下滑，公司油气产量稳步增长

2023年一季度，公司实现归母净利润321.13亿元，同比-21.88亿元，环比-8.19亿元；其中实现毛利润480.84亿元，同比-49.83亿元，环比-64.64亿元。一季度毛利润同环比下滑，主要由于国际油价震荡走低，带动公司石油平均实现价格出现下滑。据Wind，2023年一季度布伦特原油均价达82.23美元/桶，同比-15.80%，环比-7.25%；而公司增储上产、提质增效取得积极成效，油气净产量实现稳步增长，2023Q1公司实现总净产量163.9百万桶油当量，同比上升8.6%。同时，2023Q1公司投资净收益8.74亿元，同比+8.35亿元，环比-4.23亿元，环比下滑或由于对联营合营企业投资收益减少所致；2023Q1公司公允价值变动净收益5.53亿元，同比+6.10亿元，环比+14.08亿元，或由于公司持有的交易性金融资产公允价值变动所致。期间费用方面，2023年一季度，公司销售/管理/财务费用率分别为0.89%/1.71%/-0.05%，同比+0.05%/+0.11%/-0.80pct，环比+0.11%/-0.96%/-0.82pct，期间费用控制良好。展望未来，在OPEC+产油国宣布自愿进行额外减产、美国战略石油储备来到历史低位，以及中国经济企稳回升背景下，原油价格有望中高位维持；而公司持续推进增储上产，新项目相继落地，油气产销量有望持续提升，进而有效推动业绩上行。

图 1: 布伦特原油价格情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 资本开支大幅提升, 新项目有序推进

公司积极推进重点项目建设, 强化钻完井质量管理和进度把控, 实现提产提效目标。同时, 推进在产油气田稳产增产, 持续优化调整井部署, 提升单井产量; 扎实开展油气藏精细研究, 降低自然递减率。2023年, 公司预计有超过 50 个项目在建, 包括中国的“深海一号”二期项目(陵水 25-1 气田开发项目)、渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目以及海外的圭亚那 Payara 项目、乌干达项目等; 全年计划有 9 个新项目投产, 主要包括中国的渤中 19-6 凝析气田 I 期开发、陆丰 12-3 油田开发以及海外的巴西 Mero2 和圭亚那 Payara 项目等。2023 年第一季度, 公司资本支出约人民币 247.36 亿元, 同比上升 46.1%, 其中工程建设与开发生产板块资本支出 158.04 亿元, 同比上升 78.1%; 勘探板块资本支出 49.19 亿元, 同比上升 26.9%。

■ 首个深远海浮式风电平台建造完工, 绿色低碳工作稳步推进

公司近年稳步推进绿色低碳发展, 新能源业务进展顺利, 规模化获取海南东方海上风电等项目。2023 年 3 月 26 日, 首个深远海浮式风电平台“海油观澜号”在广东珠海建造完工, 将安装于海南文昌海域。“观澜号”是中国第一个工作海域距离海岸线 100 公里以上、水深超过 100 米的浮式风电平台, 也是全球首个给海上油气田供电、海域环境最恶劣的半潜式深远海风电平台, 投产后, 风机年发电量可达 2200 万千瓦时, 通过动态海缆接入海上油田群电网, 每年可节约燃料近 1000 万立方米天然气, 减少二氧化碳排放 2.2 万吨。同时, 油气绿色生产也扎实推进, 2022 年中国海上首个碳封存示范工程在恩平油田群建成, 渤中-垦利油田群岸电二期项目也建成投用。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 1212.44、1302.79、1350.31 亿元, 对应 PE 为 7.7、7.2、7.0 倍, 首次覆盖, 考虑公司新项目有序推进, 成本控制能力不断提

升，给予“买入”评级。

- **风险提示** 国际原油和天然气价格波动风险、行业监管及税费政策风险、汇率风险、市场竞争加剧风险、油气储量的不确定性风险、海外经营风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	422230	394595	414324	426754
增长率（%）	72	-7	5	3
归母净利润（百万元）	141700	121244	130279	135031
增长率（%）	102	-14	7	4
摊薄每股收益（元）	2.98	2.55	2.74	2.84
ROE（%）	24	18	18	17
P/E	5.02	7.74	7.20	6.95
P/B	1.21	1.41	1.28	1.16
P/S	1.71	2.38	2.27	2.20
EV/EBITDA	2.86	3.44	3.42	3.15

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国海油盈利预测表

证券代码:	600938				股价:	19.73	投资评级:	买入		日期:	2023/05/09
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标						
ROE	24%	18%	18%	17%	EPS		3.03	2.55	2.74	2.84	
毛利率	53%	53%	52%	52%	BVPS		12.55	13.95	15.42	16.94	
期间费率	3%	3%	2%	2%	估值						
销售净利率	34%	31%	31%	32%	P/E		5.02	7.74	7.20	6.95	
成长能力					P/B		1.21	1.41	1.28	1.16	
收入增长率	72%	-7%	5%	3%	P/S		1.71	2.38	2.27	2.20	
利润增长率	102%	-14%	7%	4%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	0.45	0.40	0.39	0.39	营业收入	2022A	2023E	2024E	2025E		
应收账款周转率	11.55	17.44	9.45	19.83	营业收入	422230	394595	414324	426754		
存货周转率	67.68	57.73	50.97	71.10	营业成本	198223	185421	200335	206345		
偿债能力					营业税金及附加	18778	17757	19059	18350		
资产负债率	36%	32%	32%	26%	销售费用	3355	3117	3315	3392		
流动比	2.33	2.65	2.42	3.09	管理费用	6356	5919	6215	5975		
速动比	2.23	2.53	2.32	2.97	财务费用	3029	1009	485	-36		
					其他费用/(-收入)	1527	1578	1740	1681		
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	194925	167030	178602	185550		
现金及现金等价物	209596	242077	274148	278021	营业外净收支	-155	100	120	110		
应收款项	36546	23935	43865	22641	利润总额	194770	167130	178722	185660		
存货净额	6239	6835	8129	6002	所得税费用	53093	45902	48464	50649		
其他流动资产	12298	12669	16075	11279	净利润	141677	121228	130258	135011		
流动资产合计	264679	285516	342217	317944	少数股东损益	-23	-16	-21	-20		
固定资产	6652	9299	11245	12695	归属于母公司净利润	141700	121244	130279	135031		
在建工程	1436	1436	1183	1015	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	607337	618171	646016	681981	经营活动现金流	205574	225330	215592	211757		
长期股权投资	48927	65236	72859	83299	净利润	141700	121244	130279	135031		
资产总计	929031	979658	1073520	1096934	少数股东权益	-23	-16	-21	-20		
短期借款	4303	4303	4303	4303	折旧摊销	62852	82383	69041	79185		
应付款项	59789	46129	78199	41522	公允价值变动	705	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-6179	6042	8974	-10451		
其他流动负债	49299	57357	58891	56971	投资活动现金流	-98473	-125626	-111498	-133060		
流动负债合计	113391	107789	141394	102796	资本支出	-94661	-113263	-108018	-126888		
长期借款及应付债券	103145	93145	83145	73145	长期投资	-9664	-16309	-7623	-10440		
其他长期负债	114112	114112	114112	114112	其他	5852	3946	4143	4268		
长期负债合计	217257	207257	197257	187257	筹资活动现金流	-64962	-67223	-72023	-74823		
负债合计	330648	315046	338651	290053	债务融资	-14176	-10000	-10000	-10000		
股本	75180	75180	75180	75180	权益融资	32258	0	0	0		
股东权益	598383	664611	734870	806881	其它	-83044	-57223	-62023	-64823		
负债和股东权益总计	929031	979658	1073520	1096934	现金净增加额	44201	32481	32071	3873		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所

述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。