

# 产量高增叠加降本带动 Q1 业绩超预期，油气开采龙头 $\alpha$ 属性凸显

中国海油 (600938.SH)

## 核心观点

公司 23Q1 实现归母净利润 321 亿元，同比-6.9%，业绩超预期。考虑到 Q1 实现油价 74.2 美元/桶，同比-23.9%，业绩韧性主要来自两方面：(1) 产量增速略超预期，公司 23 年产量目标为 650-660 百万桶油当量，同比增幅 4.2%-5.8%，实际 Q1 单季实现净产量 163.9 百万桶，同比+8.6%，主要得益于海外净产量同比+16.6%。(2) 成本管控能力优秀，桶油成本降幅超预期。公司 23Q1 桶油成本 28.22 美元/桶，同比下降 2.37 美元/桶(降幅达 7.75%)。其中作业费用下降 0.53 美元/桶(-7.05%)至 6.99 美元/桶，折旧、折耗及摊销由于产量结构变化和汇率影响下降 0.72 美元/桶至 14.22 美元/桶，除所得税以外的其他税金因为油价下降回落 0.95 美元/桶至 3.66 美元/桶。公司作为国内油气开采最具成本优势的  $\alpha$  龙头属性再度强化。

此外公司 22 年分红率达到 42.6%，实现不低于 40% 承诺。最新 A 股股息率达 7.1%，港股股息率高达 11.7%。优秀的经营能力、高股息率叠加中国特色估值体系建设对央企带动作用，公司价值修复空间显著。

## 事件

### 公司发布 2023 年一季度报告，业绩超预期

公司 2023Q1 实现营业收入 977.1 亿元，同比增加 7.5%；实现归母净利润 321.1 亿元，同比减少 6.4%，环比减少 2.5%；实现扣非后归母净利润 314.6 亿元，同比减少 7.5%，环比减少 4.6%。

## 简评

产量增速超预期叠加成本降幅超预期造就优异业绩，公司作为油气开发领域龙头的  $\alpha$  属性地位进一步凸显

23Q1 公司实现油价 74.2 美元/桶，同比-23.9%，业绩韧性主要来自产量增速超预期和成本降幅超预期这两个方面。公司 23 年产量目标为 650-660 百万桶油当量，同比增幅 4.2%-5.8%，实际 2023Q1 公司净产量达 163.9 百万桶油当量，同比上升 8.6%。其中，得益于新投产油气田带来的产量增长，23Q1 中国净产量达 115.3 百万桶油当量，同比上升 5.5%；得益于圭亚那和巴西产量增加，海外净产量达 48.6 百万桶油当量，同比上升 16.6%。公司石油和天然气产量为 128.4 百万桶和 207.5 十亿立方英尺，同比增长 7.4%和 12.8%。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 04 月 28 日

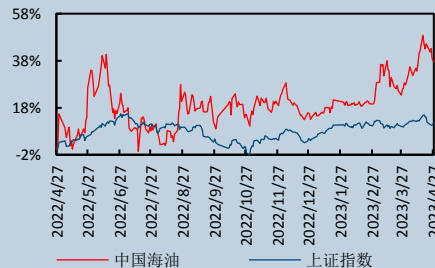
当前股价：18.38 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.06/9.44	13.53/12.88	34.95/21.11
12 月最高/最低价 (元)		20.40/14.21
总股本 (万股)		4,756,676.40
流通 A 股 (万股)		284,185.19
总市值 (亿元)		5,433.03
流通市值 (亿元)		522.33
近 3 月日均成交量 (万)		6196.42
主要股东		
中国海洋石油(BVI)公司		60.49%

## 股价表现



## 相关研究报告

2023-04-01	【中信建投化工及能源开采】中国海油(600938):油气产量增速超预期，能源央企估值修复空间显著
2022-10-19	【中信建投化工及能源开采】中国海油(600938):业绩高增长，油气开发龙头具备低估值优势
2022-08-26	【中信建投化工及能源开采】中国海油(600938):业绩超预期，油气开发龙头 $\alpha$ 属性突出且估值低位

同时，公司严格管控成本，桶油成本降幅超预期。公司 23Q1 综合桶油成本 28.22 美元/桶，同比下降 2.37 美元/桶（降幅达 7.75%）。其中作业费用下降 0.53 美元/桶（-7.05%）至 6.99 美元/桶，折旧、折耗及摊销由于产量结构变化和汇率影响下降 0.72 美元/桶至 14.22 美元/桶，除所得税以外的其他税金因为油价下降回落 0.95 美元/桶至 3.66 美元/桶。公司作为国内油气开采最具成本优势的  $\alpha$  属性再度强化。

### 原油供应端弹性不足，增强油价维持高位的韧性

历史资本开支不足叠加俄乌冲突导致的供应增量弹性偏低是 2022 年上半年原油市场的基础逻辑，22 年 6 月后由于美联储连续加息及欧洲为应对能源危机不得不压减需求，市场转向交易美元走强和全球经济衰退。展望 23 年，美联储加息已进入尾声，而中国市场需求恢复有望部分对冲欧美需求走弱预期，油价在前期回调至 70-80 美元/桶附近后仍维持相对高位。考虑到本轮油价景气下的供应端增量弹性较弱：OPEC+ 自 2022 年 11 月起减产并持续到 2023 年 12 月，2023 年 4 月再度宣布超预期减产，以及美国页岩油增产速度缓慢并存在补充战略库存的需求，我们认为本轮原油景气持续韧性有望超预期。

### 公司继续扩大资本支出和加大勘探力度，保障油气产量持续增长

2022 年公司资本支出 1025 亿，同比增长 15.6%。2023 年一季度公司资本支出 247.4 亿，同比大增 46.1%。23Q1 公司共获得 2 个新发现，并成功评价 6 个含油气构造。2023 年公司新项目推进顺利，5 个新项目开始安装，包括渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目、涠洲 5-7 油田开发项目、陆丰 12-3 油田开发项目、巴西 Buzios5 项目和圭亚那 Payara 项目；4 个项目处于建造阶段，包括渤中 28-2 南油田二次调整项目、恩平 18-6 油田开发项目、神府区块木瓜区致密气勘探开发一体化项目和巴西 Mero2 项目。公司项目注重绿色低碳，首座深远海浮式风电平台“海油观澜号”开始海上安装；恩平 15-1 海上 CCS 示范工程为首口海上二氧化碳回注井开始钻井作业；海上油气田大规模应用绿电预计全年消纳绿电 5 亿度，可减碳约 40 万吨。展望 2023 年，公司计划资本支出 1000-1100 亿元人民币，产量目标为 650-660 百万桶油当量。未来公司将继续推进勘探开发工作，按照计划 2023 年将有 9 个新项目投产，为产量稳步增长提供有力支撑。

**盈利预测与估值：**考虑到公司销量增速和降本幅度超预期，上调公司 2023-2025 年归母净利至 1248 亿元、1325 亿元、1419 亿元。公司估值低位叠加中国特色估值体系建设带动作用，维持“买入”评级。

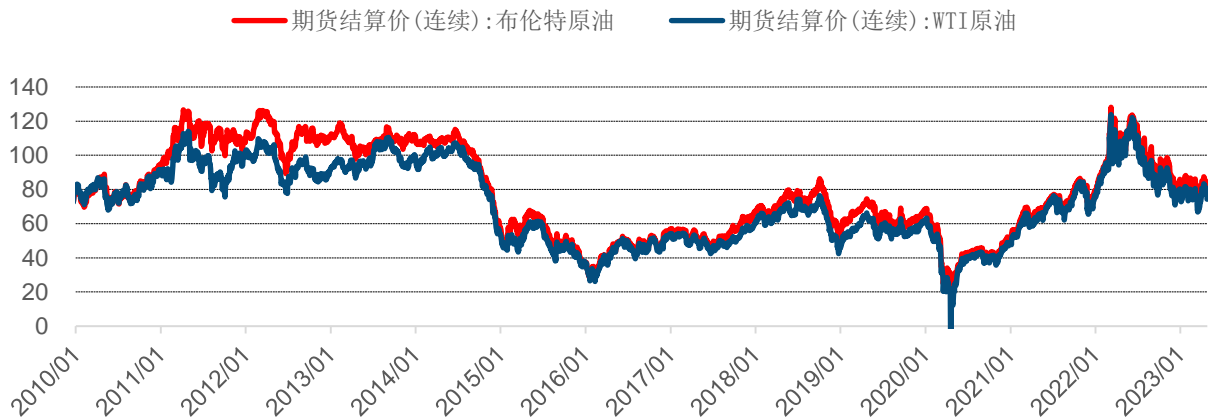
**风险提示：**全球经济出现衰退（公司主要产品原油的价格与全球经济高度相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；原油供应端超预期增加（本轮油价景气持续韧性偏强建立在 OPEC 维持减产和美国页岩油增幅缓慢的基础上，若这两者出现变化可能导致全球原油市场格局发生变化，从而导致油价出现大跌）；公司产量增速不及预期（油气开发存在一定不确定性，如果实际产量低于公司目标则会影响公司利润水平）。

**图表1： 盈利预测和财务比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	246112	422230	398882	416695	439325
增长率(%)	58.4	71.6	-5.5	4.5	5.4
净利润(百万元)	70320	141700	124805	132479	141918
增长率(%)	181.8	101.5	-11.9	6.1	7.1
毛利率(%)	50.6	53.1	49.5	49.9	50.3
净利率(%)	28.6	33.6	31.3	31.8	32.3
ROE(%)	14.6	23.7	18.2	16.6	15.5

EPS(摊薄/元)	1.63	2.98	2.62	2.79	2.98
P/E(倍)	11.3	6.2	7.0	6.6	6.2
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源: Wind, 中信建投

**图表2: 国际油价走势**


资料来源: Wind, 中信建投

**图表3: 公司主要经营指标**

	2023Q1	2022Q1	变动%
营业收入(百万元)	97,711	90,898	7.5%
油气销售收入(百万元)	74,196	82,380	-9.9%
——石油液体	63,283	73,277	-13.6%
——天然气	10,913	9,103	19.9%
归属于母公司股东的净利润(百万元)	32,113	34,301	-6.4%
每股基本盈利(元)	0.68	0.77	-11.7%
资本支出(百万元)	24,736	16,931	46.1%
平均实现价格			
——石油液体(美元/桶)	74.17	97.47	-23.9%
——天然气(美元/千立方英尺)	8.33	8.35	-0.2%

资料来源: 公司公告, 中信建投

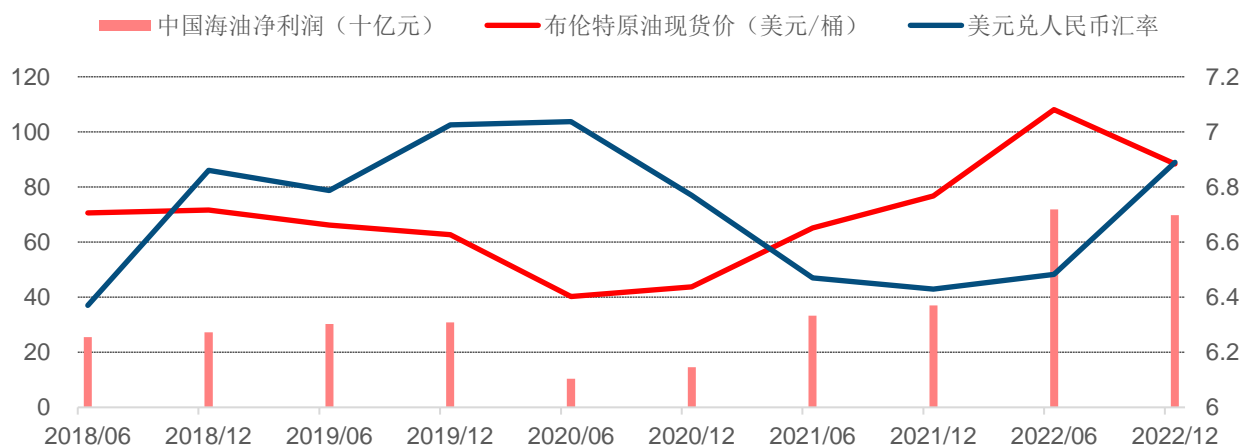
**图表4: 公司产量摘要**

	2023Q1			2022Q1		
	石油液体 (百万桶)	天然气 (十亿立方英尺)	油气合计 (百万桶油当量)	石油液体 (百万桶)	天然气 (十亿立方英尺)	油气合计 (百万桶油当量)
中国						

请参阅最后一页的重要声明

	2023Q1				2022Q1	
渤海	50.1	16.9	52.9	47.6	15.6	50.2
南海西部	10.1	61.4	20.7	10.4	58.7	20.5
南海东部	28.0	37.9	34.3	26.5	38.9	33.0
东海	0.6	13.2	2.8	0.7	7.2	1.9
陆上	-	27.1	4.5	-	21.7	3.6
合计	88.8	156.6	115.3	85.2	142.2	109.3
<b>海外</b>						
亚洲（不含中国）	3.9	16.2	6.8	4.0	10.8	5.9
大洋洲	0.3	9.2	2.1	0.2	6.1	1.4
非洲	4.5	1.7	4.8	7.6	1.6	7.9
北美洲（不含加拿大）	5.0	9.8	6.7	5.5	10.2	7.2
加拿大	7.5	-	7.5	5.7	-	5.7
南美洲	15.3	13.8	17.6	7.2	12.6	9.4
欧洲	3.1	0.3	3.2	4.2	0.5	4.3
合计	39.6	51.0	48.6	34.4	41.8	41.7
<b>总计</b>	<b>128.4</b>	<b>207.5</b>	<b>163.9</b>	<b>119.6</b>	<b>184.0</b>	<b>151.0</b>

资料来源：公司公告，中信建投

**图表5： 公司半年度净利润与布伦特原油均价、人民币汇率的变化趋势**


资料来源：公司公告，Wind，中信建投

## 分析师介绍

邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

林伟昊

linweihao@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号  
南塔 2103 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

## 中信建投 (国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csc.hk