

Q1 净利同比略降，增储上产显成效

华泰研究

季报点评

2023年4月28日 | 中国内地/中国香港

石油(天然气)开采

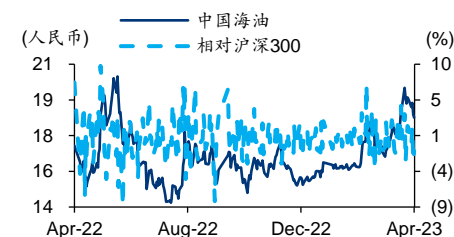
	883 HK	600938 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 20.79	人民币: 26.36

研究员	庄汀洲	
SAC No. S0570519040002	zhuangtingzhou@htsc.com	
SFC No. BQZ933	+(86) 10 5679 3939	
联系人	张雄	
SAC No. S0570121100029	zhangxiang@htsc.com	
	+(86) 10 6321 1166	

基本数据

(港币/人民币)	883 HK	600938 CH
目标价	20.79	26.36
收盘价(截至4月27日)	12.42	18.38
市值(百万)	590,779	874,277
6个月平均日成交额(百万)	959.51	868.11
52周价格范围	9.22-13.06	14.21-20.40
BVPS	12.55	13.15

股价走势图



资料来源: Wind

2023年Q1归母净利321亿元/同比-6.4%，维持A/H股“买入”评级

中国海油于4月27日发布一季报，公司Q1实现营收977亿元，yoy+7.5%，实现归母净利321亿元（扣非后315亿元），yoy-6.4%（扣非后-7.5%），qoq-2.4%（扣非后-4.6%），单季度盈利显韧性。我们预计公司23-25年归母净利1282/1524/1687亿元，基于可比公司估值水平（23年Wind、Bloomberg一致预期A股9.8xPE，H股6.8xPE），给予公司23年A/H分别为9.8/6.8xPE，对应目标价A/H分别为26.36元/20.79港元（基于港币汇率0.88），维持A/H股“买入”评级。

Q1油气净产量实现稳步增长，增储上产、提质增效成效显著

Q1油气净产量164百万桶油当量，yoy+8.6%，石油液体/天然气产量128百万桶/208十亿立方英尺，yoy+7.4%/+12.8%；分区域，中国净产量115.3百万桶油当量，yoy+5.5%，系新项目投产贡献；海外净产量48.6百万桶油当量，yoy+16.6%，系圭亚那和巴西产量增加。Q1布伦特原油期货价格yoy-16%，公司实现油价yoy-24%至74.2美元/桶，而桶油成本持续下降，yoy-7.7%至28.2美元/桶，增储上产及降本助力单季度盈利显韧性；Q1平均实现气价8.3美元/千立方英尺，同比基本持平。公司Q1油气销售收入742亿元，yoy-9.9%；公司综合毛利率49.2%，yoy-9.2pct/qoq+0.1pct。

增储上产持续，资本开支高增长带动产量

公司Q1获得2个新发现，并成功评价6个含油气构造。Q1完成资本开支247亿元，同比+46%，其中勘探/开发/生产分别为49/158/39亿元，同比+27%/+78%/-4%。Q1增储上产、提质增效取得积极成效，资本开支高增长带动产量，且成本竞争优势进一步巩固。据公司22年年报，23年计划资本开支1000-1100亿元，同比持续增长，23-25年规划净产量目标达6.5-6.6/6.9-7.0/7.3-7.4亿桶油当量，未来有望持续成长。

需求复苏及供给协同支撑油价，公司将充分受益

据百川盈孚，4月26日Brent/WTI原油期货价格77.69/74.30美元/桶，较年初-10%/-7%，但自3月OPEC+协议减产超160万桶/日后，油价中枢有所回升。23年以来的油价下跌主要受欧美银行风险事件及需求走弱等影响，中期而言，美联储加息预期走弱支撑未来需求前景。当前全球炼厂开工率仍处于较高水平，中国经济复苏亦将带动原油需求增长。供给端OPEC与俄罗斯协同减产持续，且美国SPR补库或逐步展开，总体而言我们预计原油价格深度下跌风险较小，美联储加息结束后有望重拾升势，我们维持23-25年Brent均价82/95/100美元/桶的预测，较高油价背景下公司有望充分受益。

风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	246,112	422,230	391,314	452,925	493,797
+/-%	58.40	71.56	(7.32)	15.74	9.02
归属母公司净利润(人民币百万)	70,320	141,700	128,191	152,387	168,664
+/-%	181.77	101.51	(9.53)	18.88	10.68
EPS(人民币，最新摊薄)	1.48	2.98	2.69	3.20	3.55
ROE(%)	15.38	26.29	20.08	21.79	22.69
PE(倍)	12.43	6.17	6.82	5.74	5.18
PB(倍)	1.82	1.46	1.29	1.22	1.14
EV EBITDA(倍)	2.60	1.38	1.44	1.15	1.15

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (A股)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		4月27日	4月27日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国石油	601857 CH	7.50	13138	0.71	0.71	0.73	10.5	10.6	10.3
中国石化	600028 CH	6.59	7385	0.60	0.65	0.68	10.9	10.1	9.7
中国神华	601088 CH	28.72	5493	3.66	3.72	3.77	7.9	7.7	7.6
平均							9.8	9.5	9.2

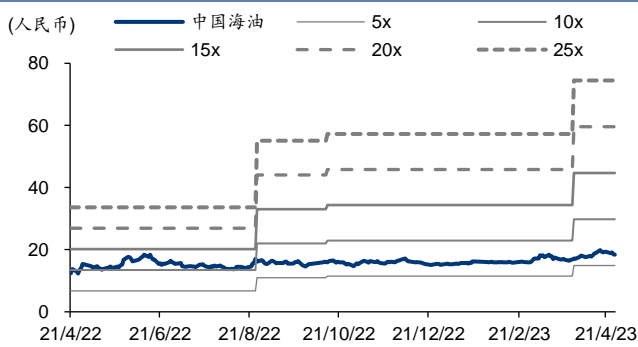
注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表2: 可比公司估值表 (H股)

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)		EPS (港元)			P/E (x)		
		4月27日	4月27日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国石油股份	0857 HK	5.34	9773	0.77	0.74	-	6.9	7.2	-
中国石油化工股份	0386 HK	5.11	6127	0.67	0.67	0.68	7.6	7.6	7.5
中国神华	1088 HK	25.40	5047	4.26	4.34	4.49	6.0	5.8	5.7
平均							6.8	6.9	6.6

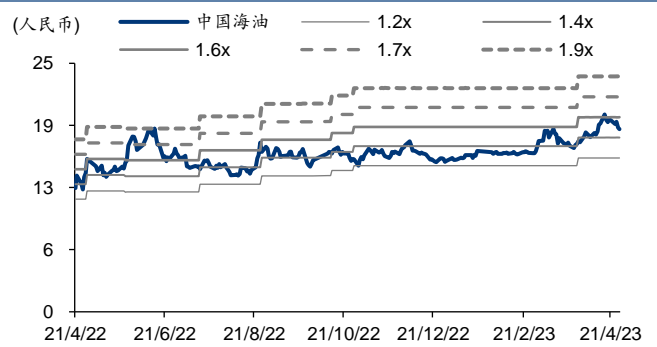
注: 可比公司盈利均采用 Bloomberg 一致预期
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表3: 中国海油 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中国海油 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	207,981	264,679	277,425	315,702	296,730
现金	79,730	121,387	141,847	170,454	143,993
应收账款	26,444	36,546	28,673	36,031	34,512
其他应收账款	6,057	4,942	5,251	6,547	6,316
预付账款	2,867	3,115	2,905	3,134	3,450
存货	5,703	6,239	8,529	5,295	8,559
其他流动资产	87,180	92,450	90,219	94,241	99,899
非流动资产	578,587	664,352	714,604	763,211	815,112
长期投资	41,541	48,927	50,327	51,727	53,127
固定投资	5,036	6,652	7,477	8,433	9,207
无形资产	3,232	3,798	3,555	3,080	2,370
其他非流动资产	528,779	604,975	653,245	699,972	750,408
资产总计	786,568	929,031	992,029	1,078,913	1,111,842
流动负债	93,951	113,391	80,094	118,575	97,172
短期借款	4,303	4,303	5,000	5,000	5,000
应付账款	48,990	59,789	41,516	72,283	49,367
其他流动负债	40,658	49,299	33,578	41,292	42,804
非流动负债	210,642	217,257	231,221	240,006	245,963
长期借款	11,290	11,287	25,251	34,036	39,993
其他非流动负债	199,352	205,970	205,970	205,970	205,970
负债合计	304,593	330,648	311,315	358,581	343,135
少数股东权益	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
股本	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180
资本公积	2,854	2,854	38,608	38,608	38,608
留存公积	454,361	518,985	575,826	652,107	739,907
归属母公司股东权益	480,912	597,182	679,513	719,131	767,506
负债和股东权益	786,568	929,031	992,029	1,078,913	1,111,842

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	147,894	205,574	175,720	252,258	218,051
净利润	70,307	141,677	128,191	152,387	168,664
折旧摊销	57,236	62,852	62,903	68,837	74,565
财务费用	3,937	3,029	941.16	1,897	3,626
投资损失	(2,417)	(4,674)	(1,900)	(1,900)	(1,900)
营运资金变动	5,626	(6,172)	(15,415)	30,037	(27,904)
其他经营现金	13,206	8,862	1,000	1,000	1,000
投资活动现金	(96,235)	(98,473)	(109,046)	(121,544)	(130,566)
资本支出	(82,437)	(94,754)	(2,349)	(2,699)	(2,699)
长期投资	(17,234)	(9,664)	(1,400)	(1,400)	(1,400)
其他投资现金	3,435	5,945	(105,297)	(117,445)	(126,467)
筹资活动现金	(33,332)	(64,962)	(10,460)	(102,107)	(113,946)
短期借款	4,303	0.16	697.00	0.00	0.00
长期借款	231.89	(3.44)	13,964	8,786	5,957
普通股增加	0.00	32,099	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(25.90)	(0.41)	35,754	0.00	0.00
其他筹资现金	(37,841)	(97,057)	(60,875)	(110,892)	(119,903)
现金净增加额	17,413	44,201	56,214	28,607	(26,461)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	246,112	422,230	391,314	452,925	493,797
营业成本	121,585	198,223	184,604	207,370	221,677
营业税金及附加	11,172	18,778	18,000	20,382	21,727
营业费用	2,694	3,355	3,522	3,623	3,950
管理费用	5,218	6,356	7,044	7,700	8,148
财务费用	3,937	3,029	941.16	1,897	3,626
资产减值损失	(7,963)	(677.00)	(782.63)	(1,359)	(1,481)
公允价值变动收益	778.69	(705.00)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
投资净收益	2,417	4,674	1,900	1,900	1,900
营业利润	95,804	194,925	175,564	210,160	232,609
营业外收入	205.30	161.00	250.00	300.00	300.00
营业外支出	188.74	316.00	210.00	270.00	270.00
利润总额	95,820	194,770	175,604	210,190	232,639
所得税	25,514	53,093	47,413	57,802	63,976
净利润	70,307	141,677	128,191	152,387	168,664
少数股东损益	(12.98)	(23.00)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	70,320	141,700	128,191	152,387	168,664
EBITDA	154,914	257,771	235,535	275,488	304,411
EPS (人民币, 基本)	1.57	3.03	2.69	3.20	3.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	58.40	71.56	(7.32)	15.74	9.02
营业利润	175.57	103.46	(9.93)	19.71	10.68
归属母公司净利润	181.77	101.51	(9.53)	18.88	10.68
获利能力 (%)					
毛利率	50.60	53.05	52.82	54.22	55.11
净利率	28.57	33.55	32.76	33.65	34.16
ROE	15.38	26.29	20.08	21.79	22.69
ROIC	(131.11)	(236.07)	(285.72)	(203.16)	(363.10)
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.72	35.59	31.38	33.24	30.86
净负债比率 (%)	12.31	2.79	(0.47)	(2.67)	2.24
流动比率	2.21	2.33	3.46	2.66	3.05
速动比率	2.08	2.23	3.29	2.57	2.90
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.49	0.41	0.44	0.45
应收账款周转率	10.98	13.41	12.00	14.00	14.00
应付账款周转率	2.70	3.64	3.64	3.64	3.64
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	2.98	2.69	3.20	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	3.11	4.32	3.69	5.30	4.58
每股净资产(最新摊薄)	10.11	12.55	14.29	15.12	16.14
估值比率					
PE (倍)	12.43	6.17	6.82	5.74	5.18
PB (倍)	1.82	1.46	1.29	1.22	1.14
EV EBITDA (倍)	2.60	1.38	1.44	1.15	1.15

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司