

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国海油 (600938.SH)

中国海洋石油 (0883.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《中国海洋石油 (0883.HK) 首次覆盖报告: 高油价+低估值+高股息, 中海油迎历史机遇》2022.01.25

《回 A 首发获批, 中海油享估值修复+业绩弹性》2022.02.25

《回 A 发行加快落地, 高油价+低估值+高股息持续兑现》2022.04.01

《中国海油 (600938.SH): 高油价+低估值+高股息持续兑现, 中海油迎来历史机遇》2022.04.21

《中国海油 (600938.SH): 中海油怎么给估值?》2022.04.22

《22Q1 利润超预期+21 年特别派息, 高油价+低估值+高股息持续兑现》2022.04.29

《高油价+低成本+扩产量, 助力估值修复》2022.07.14

《2022Q3 业绩预增, 坚定看好海上油气龙头》2022.10.17

《油气产量创同期新高, 成本优势支撑盈利》2022.10.27

《高分红优质龙头, 估值修复空间凸显》2023.03.29

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

优质海上油气央企, 价值与成长兼具

2023 年 4 月 28 日

事件: 2023 年 4 月 27 日晚, 中国海油发布 2023 年第一季度报告。2023 年一季度, 公司实现营业收入 977.11 亿元, 同比增长 7.50%, 环比下降 12.04%; 实现归母净利润 321.13 亿元, 同比下降 6.38%, 环比下降 2.49%; 实现扣非后归母净利润 314.60 亿元, 同比下降 7.45%, 环比下降 4.57%; 实现基本每股收益 0.68 元。

点评:

- **公司产量持续增长, 但受国际油价波动影响, 2023Q1 业绩同比及环比有所下降。** 2023Q1, 公司油气净产量达 163.9 百万桶油当量, 同比+8.54%, 其中, 石油液体产量 128.4 百万桶, 同比+7.36%, 天然气产量 2075 亿立方英尺, 同比+12.77%; 海外油气产量 48.6 百万桶, 同比+16.55%, 主要得益于圭亚那和巴西的产量增加, 国内油气产量 115.3 百万桶, 同比+5.49%, 主要得益于新投产油田带来的产量增加。油气价格方面, 2023Q1, 布伦特原油均价 82.10 美元/桶, 同比-16.14%, 环比-7.37%。公司实现油价 74.17 美元/桶, 同比-23.90%, 环比-22.58%; 实现气价 8.33 美元/千立方英尺, 同比-0.24%, 环比+2.21%。受布伦特油价波动和公司石油实现价格折价程度较深等因素影响, 2023Q1 公司利润出现同比及环比小幅下降。
- **资本支出同比大幅增加, 桶油成本同比明显下降。** 2023Q1, 公司实现资本支出 247.36 亿元, 同比+46.10%, 其中, 勘探支出 49.19 亿元, 开发支出 158.04 亿元, 生产支出 38.63 亿元, 为未来增储上产提供有力保障。2023Q1, 公司桶油成本为 28.22 美元/桶 (同比-2.37 美元/桶), 同比-7.75%, 主要是由于油价下降带来所得税外的其他税项减少, 其他税项主要包括资源税、合作区块增值税、城市维护建设税及教育费附加等项目; 折旧、折耗及摊销下降是主要由于产量结构变化以及汇率变动的综合影响; 作业费用下降主要得益于海外超预期产量的摊薄作用。其中, 桶油作业费用 6.99 美元 (同比-0.53 美元)、桶油折旧折耗及摊销 14.22 美元 (同比-0.72 美元)、桶油弃置费 1.06 美元 (同比-0.05 美元)、销售管理费 2.29 美元 (同比-0.12 美元)、其他税金 3.66 美元 (同比-0.95 美元)。
- **新项目落地投产, 全力做好增储上产。** 2023 年, 公司计划资本开支 1000-1100 亿元, 最大同比增长 7.32%, 其中, 勘探、开发、生产开支分别为 180-198、590-649、210-231 亿元, 为国内增储上产提供有效支撑。2023-2025 年, 公司目标油气产量分别为 650-660、690-700、730-740 百万桶油当量, 净产量增速约为 6%。公司预计 2023 年将有 9 个新项目投产, 主要包括中国的渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目、陆丰 12-3 油田开发项目以及海外的巴西 Mero2 项目、圭亚那 Payara 项目等, 权益高峰产量合计可达到 16.2 万桶油当量/天, 支持公司未来产量目标的实现。我们认为, 在国内增储上产政策和海洋石油集团有限公司落实“七年行动计划”的推动下, 中海油将继续保持油气产量稳步增长, 公司盈利也具备一定的成长空间。

- **高股息+低估值，具备优质投资价值。**在中海油 2023 年战略展望中，公司表示既要保持高资本开支实现油气产量 6%增速，同时也要保证 2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%，绝对值不低于 0.70 港元/股（含税）。2022 年，公司已派发中期股息 0.7 港元/股（含税），建议末期股息 0.75 港元/股（含税），全年普通股股息 1.45 港元/股（含税），按 2023 年 4 月 27 日收盘价和港元兑人民币汇率计算，公司 A 股股息率为 6.96%，H 股股息率为 11.67%，2022 年合计分红将为 604.7 亿元，股利支付率达到 42.67%，在同业中处于领先地位。另一方面，相比其他石油公司，公司在穿越油价大周期中展现出了更强的盈利性、较弱的波动性和更优秀的资产质量。在 2010-2020 年油价大周期中，中海油 H 股 PE 基本处于 9-13 倍，低于国内外可比同行平均水平，我们认为公司 2022-2024 年 A 股估值处于 6-7 倍，H 股估值将处于 3-4 倍，也远低于自身历史估值。公司 H 股 PB 仅不到 1 倍，A 股 PB 在 1.5 倍左右，叠加央企改革政策推进，公司存在大幅估值修复空间。
- **2023 年油价中枢有望继续维持高位。**展望 2023 年，2022 年 11 月至 2023 年 12 月 OPEC+执行基于 2022 年 8 月产量目标下调 200 万桶/天的大规模减产计划，叠加 2023 年 5 月后沙特等多国自愿减产合计达 165 万桶/天，OPEC+持续收紧供应，或是油价维持中高位的重要支撑力量。到 2022 年底美国释放战略储备库存接近尾声且作用有限，2023 年美国或将进入补库周期，72 美元/桶的补库价格或可托底油价，考虑优质页岩油库存井已严重消耗，美国页岩油公司受投资者约束（分红、回购、还债）、供应链短缺、通胀成本高、政府清洁能源政策等一系列因素影响，资本开支增幅有限，增产意愿不强，我们预计 2023 年美国原油产量增速放缓。另外，巴西、圭亚那等南美原油产区产量逐步增长，但增幅有限，难改供给紧张大趋势。因此，我们预计 2023 年原油供给弹性不足，中国疫后经济复苏拉动全球原油需求增长，油价中枢有望维持高位。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 1307.30、1341.75 和 1439.41 亿元，同比增速分别为-7.7%、2.6%、7.3%，EPS 分别为 2.75、2.82 和 3.03 元/股，按照 2023 年 4 月 27 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 6.69、6.52 和 6.07 倍，H 股收盘价对应的 PE 分别为 3.98、3.88、3.62 倍。公司受益于原油价格相对高位和产量增长，2023-2025 年有望继续保持良好业绩，估值相对 2010-2020 油价大周期时期处于绝对底部，并明显低于行业水平，且享受高股息，我们维持对公司 A 股和 H 股的“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复、经济波动和油价下行风险；公司增储上产速度不及预期风险；经济制裁和地缘政治风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	246,111	422,230	415,293	442,971	493,881
增长率 YoY%	58.4%	71.6%	-1.6%	6.7%	11.5%
归属母公司净利润 (百万元)	70,320	141,700	130,730	134,175	143,941
增长率 YoY%	181.8%	101.5%	-7.7%	2.6%	7.3%
每股净资产(元)	50.6%	53.1%	50.3%	48.2%	45.9%
净资产收益率 ROE%	14.6%	23.7%	19.3%	17.7%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.98	2.75	2.82	3.03
P/E (A 股)	12.43	6.17	6.69	6.52	6.07
P/E (H 股)	4.79	2.95	3.98	3.88	3.62
P/B (A 股)	1.82	1.46	1.29	1.16	1.04
P/B (H 股)	0.66	0.70	0.77	0.69	0.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价, 注: 2023 年 4 月 27 日港元兑人民币汇率为 0.8817

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	207,982	264,679	291,230	337,784	367,278
货币资金	79,730	121,387	146,398	178,046	213,047
应收票据	604	0	0	0	0
应收账款	26,444	36,546	32,670	39,929	31,410
预付账款	2,867	3,115	3,096	3,445	3,472
存货	5,703	6,239	6,376	7,660	6,437
其他	92,634	97,392	102,690	108,705	112,912
非流动资产	578,587	664,352	702,494	740,493	778,350
长期股权投资	41,540	48,927	58,927	68,927	78,927
固定资产	5,036	6,652	8,251	9,666	10,906
无形资产	3,232	3,798	4,098	4,398	4,698
其他	528,779	604,975	631,218	657,502	683,819
资产总计	786,569	929,031	993,724	1,078,277	1,145,628
流动负债	93,951	113,391	109,646	123,694	114,681
短期借款	4,303	4,303	4,303	4,303	4,303
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	48,990	59,789	54,895	66,324	55,352
其他	40,658	49,299	50,449	53,067	55,026
非流动负债	210,642	217,257	207,257	197,257	187,257
长期借款	11,290	11,287	11,287	11,287	11,287
其他	199,352	205,970	195,970	185,970	175,970
负债合计	304,593	330,648	316,903	320,951	301,938
少数股东权益	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
归属母公司股东权益	480,912	597,182	675,620	756,125	842,489
负债和股东权益	786,569	929,031	993,724	1,078,277	1,145,628

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	415,293	442,971	493,881
同比 (%)	58.4%	71.6%	-1.6%	6.7%	11.5%
归属母公司净利润	70,320	141,700	130,730	134,175	143,941
同比	181.8%	101.5%	-7.7%	2.6%	7.3%
毛利率 (%)	50.6%	53.1%	50.3%	48.2%	45.9%
ROE%	14.6%	23.7%	19.3%	17.7%	17.1%
EPS (摊薄)(元)	1.48	2.98	2.75	2.82	3.03
P/E	12.43	6.17	6.69	6.52	6.07
P/B	1.82	1.46	1.29	1.16	1.04
EV/EBITDA	0.34	2.86	3.23	3.03	2.74

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,111	422,230	415,293	442,971	493,881
营业成本	121,585	198,223	206,431	229,678	267,095
营业税金及附加	11,172	18,778	16,479	16,759	18,061
销售费用	2,694	3,355	3,322	3,544	3,556
管理费用	5,218	6,356	5,814	6,202	6,420
研发费用	1,506	1,527	1,454	1,746	2,037
财务费用	3,936	3,029	2,983	1,983	850
减值损失	-7,963	-677	-4,500	-4,500	-4,500
投资净收益	2,417	4,674	4,153	4,430	4,939
其他	1,350	-34	768	908	1,012
营业利润	95,804	194,925	179,232	183,897	197,313
营业外收	17	-155	-150	-96	-134
利润总额	95,821	194,770	179,082	183,801	197,179
所得税	25,514	53,093	48,352	49,626	53,238
净利润	70,307	141,677	130,730	134,175	143,941
少数股东损益	-13	-23	0	0	0
归属母公司净利润	70,320	141,700	130,730	134,175	143,941
EBITDA	161,792	257,526	263,649	267,180	279,092
EPS (当年)(元)	1.57	3.03	2.75	2.82	3.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	147,893	205,574	217,440	224,623	230,909
净利润	70,307	141,677	130,730	134,175	143,941
折旧摊销	57,236	62,852	81,108	81,251	81,393
财务费用	3,936	3,029	5,411	4,911	4,411
投资损失	-134	-2,417	-4,674	-4,153	-4,430
营运资金	5,621	-6,179	-285	4,142	1,495
其它	13,210	8,869	4,629	4,574	4,609
投资活动现金流	-96,235	-98,473	-124,726	-124,394	-123,920
资本支出	-82,398	-94,661	-113,229	-113,174	-113,209
长期投资	-17,233	-9,664	-15,500	-15,500	-15,500
其他	3,396	5,852	4,003	4,280	4,789
筹资活动	-33,332	-64,962	-67,703	-68,581	-71,987
吸收投资	856	32,258	0	0	0
借款	8,108	850	0	0	0
支付利息或股息	-27,305	-82,421	-57,703	-58,581	-61,987
现金流净增加额	17,413	44,201	25,011	31,648	35,002

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。