

中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

稀缺央企资产再显本色!

业绩简评

中国海油于2023年4月27日发布公司2023年一季度报告,公司2023Q1实现营业收入977.11亿元,同比增加7.50%;实现净利润321.13亿元,同比减少6.38%,公司业绩仍延续2022年迅猛势头,在油价同比下跌23.9%的情况下高成长稀缺央企资产的优势得到显著体现。

经营分析

油价中枢中高位震荡,存量资产业绩确定性强:公司2023Q1原油平均实现价格为74.17元/桶,同比减少23.9%,2023年年初至今布伦特原油平均价格约为82.48元/桶,预计2023年全年油价维持中高位震荡,存量产能业绩持续稳健。当前国际原油供给端偏紧,OPEC+宣布再次自愿减产165万桶/日,美国原油产量增量有限,且美国在2023Q2进行最后一次2600万桶的释储后将进行持续补库。与此同时,原油伴随欧美出行强度持续稳健,亚太地区出行强度不断恢复,原油需求或将持续回暖,未来油价或将维持中高位,公司存量资产业绩确定性较强。

大体量优质增量资产打开未来成长空间:2023Q1公司资本开支达247.36亿元,同比增加46.10%,公司油气增储上产维持强势。2023年公司预计将有九个新项目投产,主要包括中国海域的渤中19-6凝析气田I期开发项目和陆丰12-3油田开发项目以及海外的巴西Mero2项目和圭那亚Payara项目等,2023Q1公司油气产量达1.64亿桶油当量,同比增加8.54%,公司长期业绩值得期待。

盈利预测与评级

我们看好油价中枢稳健下的未来公司业绩稳定性,持续维持2023-2025年的盈利预测,2023-2025盈利预测为1248亿元/1346亿元/1402亿元,对应2023-2025年EPS为2.62元/2.83元/2.95元,对应PE为7.0X/6.5X/6.2X,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期;(2) 原油供需受到异常扰动;(3) 能源政策及制裁对企业经营的影响;(4) 汇率风险。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

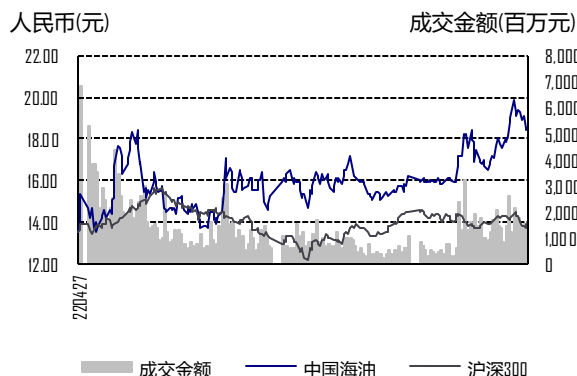
市价(人民币):18.38元

相关报告:

1.《中国海油公司点评:证实储量创新高,稀缺央企亮底色!》,2023.3.30

2.《量价齐升,现金充沛!-中国海油三季报点评》,2022.10.28

3.《现金牛,稳!-中国海油业绩预增公告点评》,2022.10.17



公司基本情况(人民币)

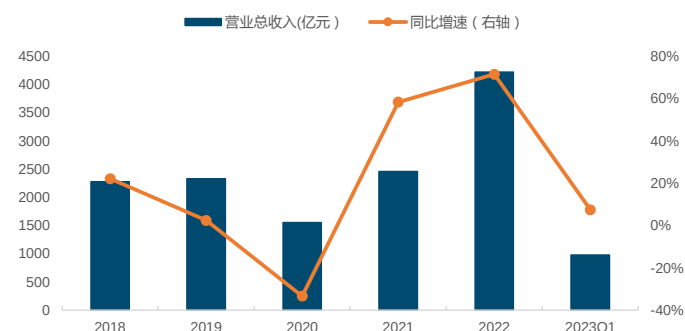
项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	246,111	422,230	346,484	364,264	380,062
营业收入增长率	58.40%	71.56%	-17.94%	5.13%	4.34%
归母净利润(百万元)	70,320	141,700	124,824	134,648	140,176
归母净利润增长率	181.77%	101.51%	-11.91%	7.87%	4.11%
摊薄每股收益(元)	1.575	2.979	2.624	2.831	2.947
每股经营性现金流净额	3.31	4.32	2.52	2.93	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	23.73%	18.75%	18.20%	17.16%
P/E	N/A	5.10	7.00	6.49	6.24
P/B	N/A	1.21	1.31	1.18	1.07

来源:公司年报、国金证券研究所

1、原油供给偏紧+全球需求复苏，公司未来业绩确定性强

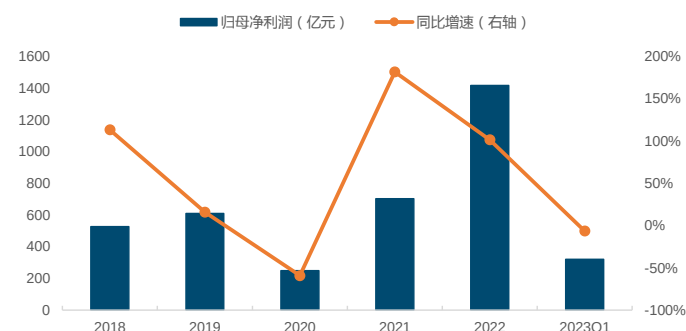
中国海油于 2023 年 4 月 27 日发布公司 2023 年一季度报告，公司 2023Q1 实现营业收入 977.11 亿元，同比增加 7.50%；实现净利润 321.13 亿元，同比减少 6.38%，公司业绩仍延续 2022 年迅猛势头。

图表1：2023Q1 公司营业收入同比增加7.50%



来源：公司公告，国金证券研究所

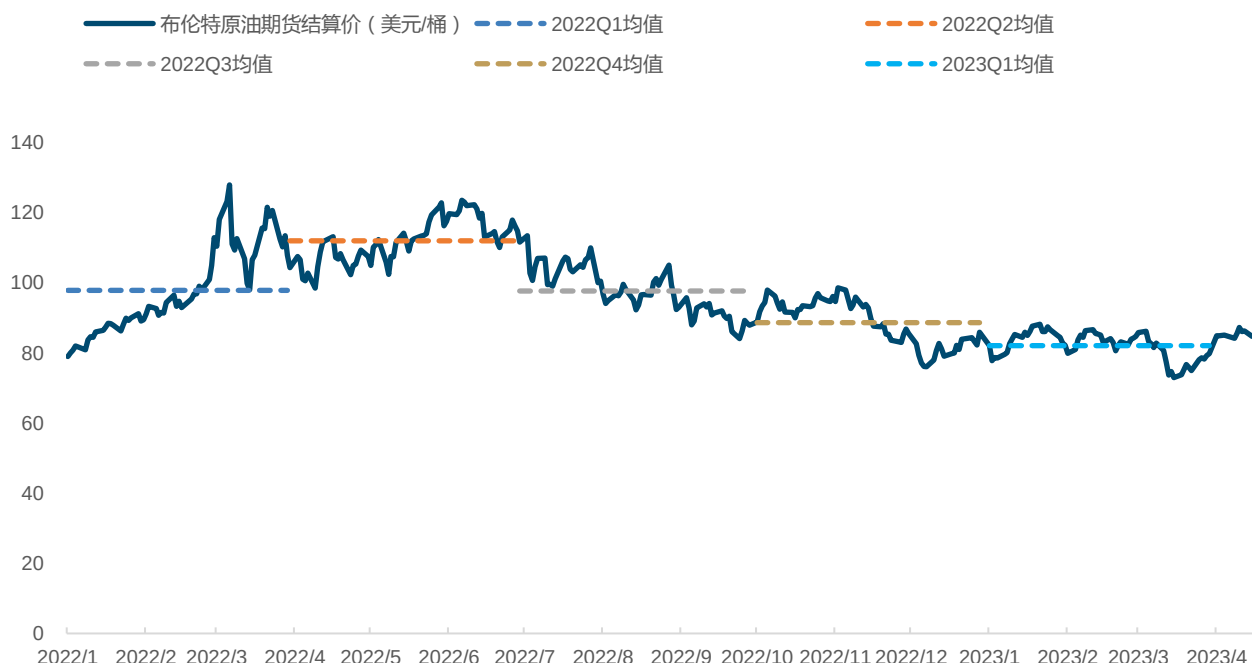
图表2：2023Q1 公司归母净利润同比减少6.38%



来源：公司公告，国金证券研究所

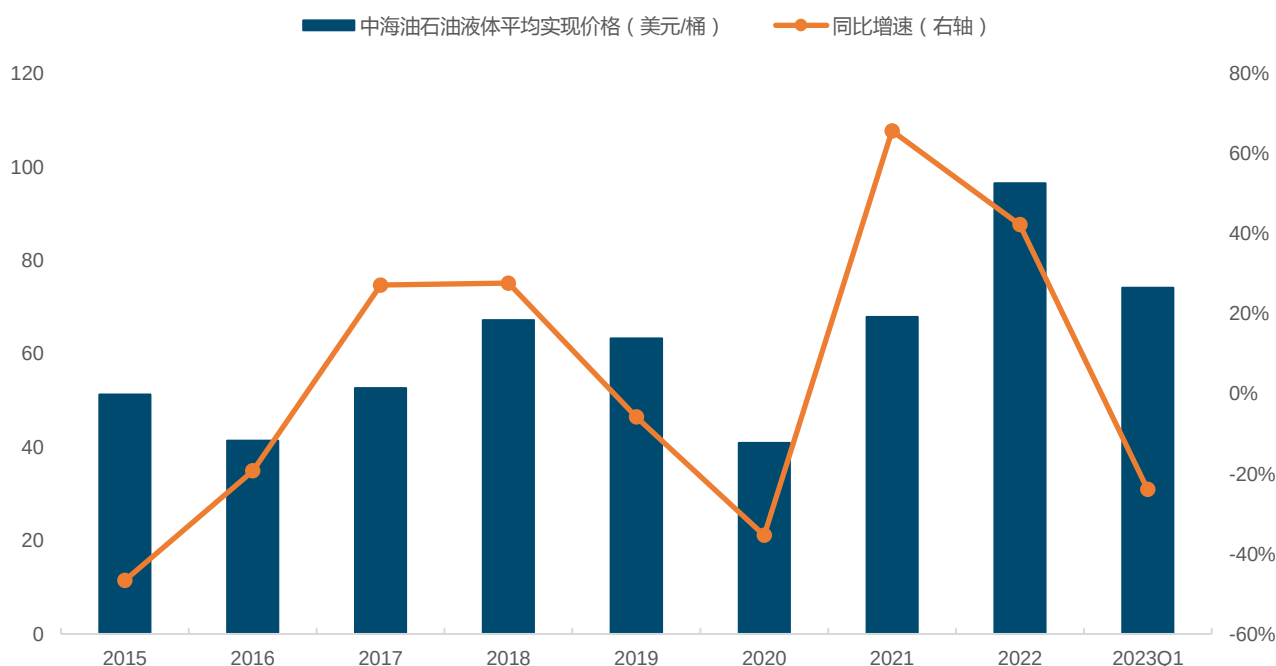
2023Q1 布伦特原油价格中枢保持中高位震荡，存量资产业绩确定性强。公司 2023Q1 原油平均实现价格为 74.17 元/桶，同比减少 23.9%，2023 年年初至今布伦特原油平均价格约为 82.48 元/桶，预计 2023 年全年油价维持中高位震荡，存量产能业绩持续稳健。当前国际原油供给端偏紧，OPEC+宣布自愿减产 165 万桶/日，美国原油产量增量有限，且美国在 2023Q2 进行最后一次 2600 万桶的释储后将进行持续补库。与此同时，伴随欧美出行强度持续稳健，亚太地区出行强度不断恢复，原油需求或将持续回暖，未来油价或将维持中高位，公司未来业绩确定性较强。

图表3：2022-2023Q1 布伦特原油期货结算价



来源：Wind，国金证券研究所

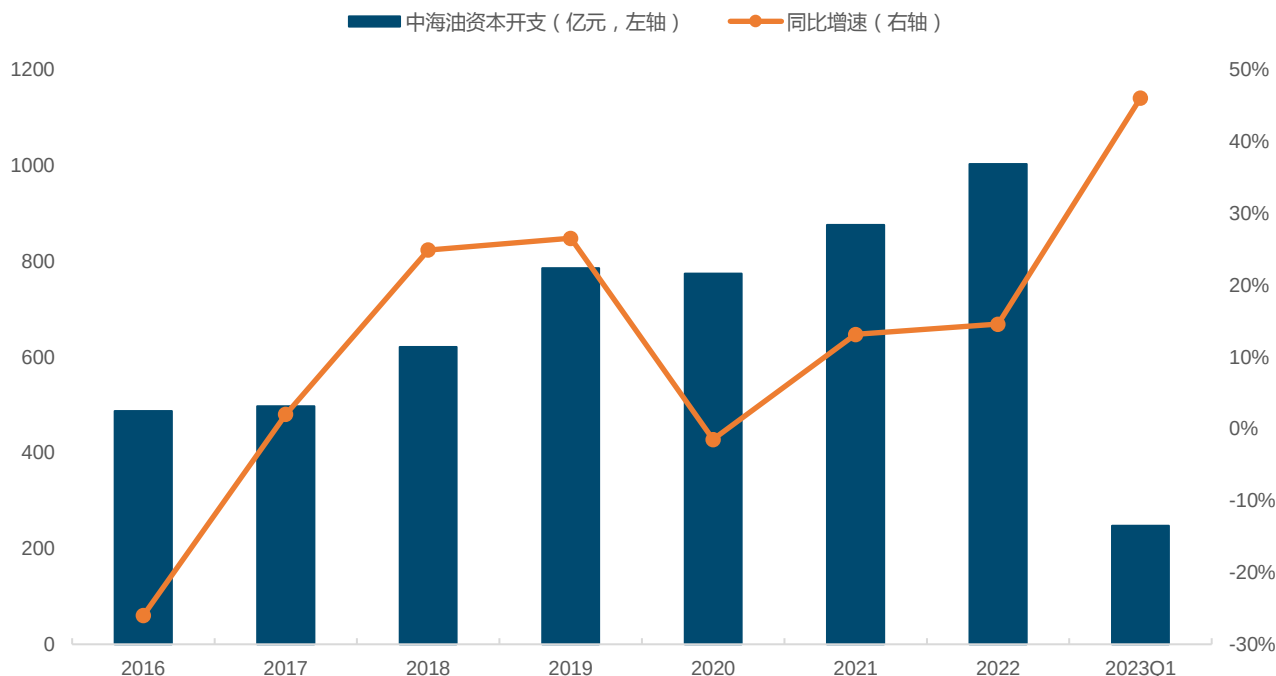
图表4：公司原油平均实现价格保持较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

受益于上游资产投资高回报，公司持续扩张资本开支。2023Q1 公司资本开支达 247.36 亿元，同比增加 46.10%，公司未来油气勘探开发有所保障。

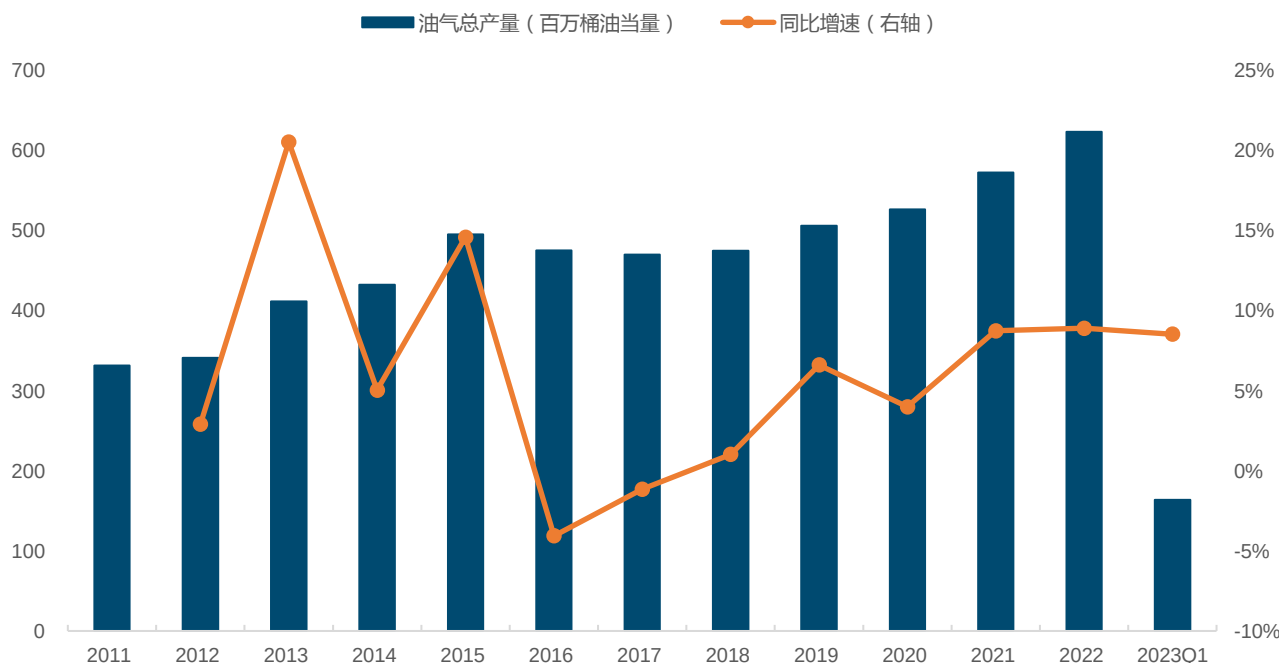
图表5：公司维持较高水平的资本开支



来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年公司预计将有九个新项目投产，主要包括中国海域的渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目和陆丰 12-3 油田开发项目以及海外的巴西 Mero2 项目和圭那亚 Payara 项目等，2023Q1 公司油气产量达 1.64 亿桶油当量，同比增加 8.54%，公司未来业绩或将实现量价齐升。

图表6：2023Q1 年公司油气总产量同比增加 8.54%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：2023 年新项目投资支持未来产量增长

项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域		
渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	37,000	100%
渤中 28-2 南油田二次调整项目	7,600	100%
涠洲 5-7 油田开发项目	2,100	100%
恩平 18-6 油田开发项目	9,300	100%
陆丰 12-3 油田开发项目	29,500	60.80%
中国陆上		
神府区块木瓜区致密气勘探开发一体化项目	1,980	100%
海外		
巴西 Mero2 项目	180,000	10%
巴西 Buzios5 项目	204,400	7.34%
圭亚那 Payara 项目	220,000	25%

来源：公司公告，国金证券研究所

2、风险提示

- 1 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2 原油供需受到异常扰动：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，同时原油价格维持高位后存在油企修改生产计划的可能性，IEA 和美国存在进一步加大释储规模的可能性带来全球原油短期边际供应增加，美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 3 能源政策及制裁对企业经营的影响：公司有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如

果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021年1月，美国商务部将公司列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。

4 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	155,373	246,111	422,230	346,484	364,264	380,062	货币资金	65,831	79,730	121,387	149,303	200,241	254,711
增长率		58.4%	71.6%	-17.9%	5.1%	4.3%	应收款项	25,613	33,105	42,934	51,788	54,445	56,806
主营业务成本	-97,381	-121,585	-198,223	-147,460	-150,630	-158,304	存货	5,644	5,703	6,239	6,868	7,016	7,373
%销售收入	62.7%	49.4%	46.9%	42.6%	41.4%	41.7%	其他流动资产	66,302	89,444	94,119	114,425	134,505	154,697
毛利	57,991	124,526	224,007	199,024	213,634	221,758	流动资产	163,391	207,982	264,679	322,384	396,206	473,587
%销售收入	37.3%	50.6%	53.1%	57.4%	58.6%	58.3%	%总资产	22.7%	26.4%	28.5%	32.2%	36.6%	40.4%
营业税金及附加	-7,200	-11,172	-18,778	-15,592	-16,392	-17,103	长期投资	47,814	48,698	62,003	68,619	74,619	80,619
%销售收入	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	固定资产	446,380	465,451	532,719	539,801	543,941	549,147
销售费用	-3,048	-2,694	-3,355	-3,465	-3,643	-3,801	%总资产	61.9%	59.2%	57.3%	54.0%	50.2%	46.8%
%销售收入	2.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	17,365	16,972	19,123	19,363	19,584	19,787
管理费用	-4,834	-5,218	-6,356	-6,930	-7,285	-7,601	非流动资产	557,886	578,587	664,352	677,697	687,656	698,683
%销售收入	3.1%	2.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	77.3%	73.6%	71.5%	67.8%	63.4%	59.6%
研发费用	-1,321	-1,506	-1,527	-1,732	-1,821	-1,900	资产总计	721,276	786,569	929,031	1,000,081	1,083,862	1,172,270
%销售收入	0.9%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	12,513	16,537	24,690	35,318	43,305	52,065
息税前利润 (EBIT)	41,588	103,936	193,991	171,306	184,493	191,353	应付款项	48,345	56,853	68,219	58,055	59,325	62,341
%销售收入	26.8%	42.2%	45.9%	49.4%	50.6%	50.3%	其他流动负债	10,898	20,561	20,482	27,485	29,476	30,711
财务费用	-4,272	-3,936	-3,029	-3,134	-2,772	-2,007	流动负债	71,755	93,951	113,391	120,858	132,106	145,118
%销售收入	2.7%	1.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.5%	长期贷款	11,059	11,290	11,287	11,267	11,247	11,227
资产减值损失	-5,199	-7,957	-666	0	0	0	其他长期负债	204,532	199,352	205,970	200,928	199,426	197,745
公允价值变动收益	-1,192	779	-705	0	0	0	负债	287,346	304,593	330,648	333,054	342,779	354,090
投资收益	3,538	2,417	4,674	4,000	4,000	4,000	普通股股东权益	433,710	480,912	597,182	665,826	739,883	816,979
%税前利润	10.1%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	其中：股本	43,081	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180
营业利润	34,766	95,804	194,925	172,171	185,721	193,346	未分配利润	334,487	384,362	448,985	517,638	591,695	668,791
营业利润率	22.4%	38.9%	46.2%	49.7%	51.0%	50.9%	少数股东权益	221	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
营业外收支	141	17	-155	0	0	0	负债股东权益合计	721,276	786,569	929,031	1,000,081	1,083,862	1,172,270
税前利润	34,907	95,821	194,770	172,171	185,721	193,346	比率分析						
利润率	22.5%	38.9%	46.1%	49.7%	51.0%	50.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-9,951	-25,514	-53,093	-47,347	-51,073	-53,170	每股指标						
所得税率	28.5%	26.6%	27.3%	27.5%	27.5%	27.5%	每股收益	0.559	1.575	2.979	2.624	2.831	2.947
净利润	24,956	70,307	141,677	124,824	134,648	140,176	每股净资产	9.714	10.771	12.555	13.998	15.555	17.175
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0	每股经营现金净流	1.844	3.312	4.322	2.524	2.932	3.153
归属于母公司的净利润	24,957	70,320	141,700	124,824	134,648	140,176	每股股利	0.400	1.230	1.270	0.747	0.806	0.839
净利率	16.1%	28.6%	33.6%	36.0%	37.0%	36.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.75%	14.62%	23.73%	18.75%	18.20%	17.16%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	3.46%	8.94%	15.25%	12.48%	12.42%	11.96%
净利润	24,956	70,307	141,677	124,824	134,648	140,176	投入资本收益率	5.16%	12.33%	19.16%	15.28%	15.03%	14.29%
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0	增长率						
非现金支出	57,505	65,193	63,518	69,028	78,390	88,820	主营业务收入增长率	-33.37%	58.40%	71.56%	-17.94%	5.13%	4.34%
非经营收益	2,626	6,766	6,547	2,342	2,182	2,427	EBIT 增长率	-51.80%	149.92%	86.64%	-11.69%	7.70%	3.72%
营运资金变动	-2,748	5,626	-6,172	-6,441	5,177	5,606	净利润增长率	-59.12%	181.77%	101.51%	-11.91%	7.87%	4.11%
经营活动现金净流	82,338	147,892	205,570	189,754	220,397	237,029	总资产增长率	-4.81%	9.05%	18.11%	7.65%	8.38%	8.16%
资本开支	-75,416	-82,398	-94,661	-76,118	-82,349	-93,847	资产管理能力						
投资	19,105	-17,233	-9,664	-26,616	-26,000	-26,000	应收账款周转天数	50.6	33.3	27.2	45.0	45.0	45.0
其他	5,462	3,396	5,852	4,000	4,000	4,000	存货周转天数	22.4	17.0	11.0	17.0	17.0	17.0
投资活动现金净流	-50,849	-96,235	-98,473	-98,734	-104,349	-115,847	应付账款周转天数	152.5	135.4	100.2	120.0	120.0	120.0
股权募资	183	856	32,258	0	0	0	固定资产周转天数	1,045.1	688.0	459.3	566.6	542.6	524.5
债权募资	-7,031	-6,883	-14,176	735	2,967	3,742	偿债能力						
其他	-31,851	-27,305	-82,421	-62,046	-66,773	-69,506	净负债/股东权益	2.31%	-6.79%	-13.67%	-18.30%	-25.65%	-31.88%
筹资活动现金净流	-38,699	-33,332	-64,339	-61,311	-63,806	-65,765	EBIT 利息保障倍数	9.7	26.4	64.0	54.7	66.6	95.3
现金净流量	-9,660	17,412	44,820	29,709	52,241	55,417	资产负债率	39.84%	38.72%	35.59%	33.30%	31.63%	30.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-14	买入	15.26	21.20~21.20
2	2022-07-15	买入	16.19	21.20~21.20
3	2022-08-26	买入	17.68	N/A
4	2022-10-17	买入	16.29	N/A
5	2022-10-28	买入	15.37	N/A
6	2023-03-30	买入	16.85	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402