

中国海油 (600938.SH)

公司勘探、开发取得新进展，积极回购重视股东利益

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 油气开采 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 杨林
薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码: S0980520120002
执证编码: S0980520120001

事项:

根据中国海油官网报道, 2024年9月4日, 公司宣布乌石 17-2 油田群开发项目投产; 2024年9月10日, 公司宣布超深水天然气勘探再获重大突破。

国信化工观点:

1) **乌石 17-2 油田群开发项目投产, 2026 年产量有望达到 9900 桶油当量/日:** 乌石 17-2 油田群开发项目位于北部湾海域, 平均水深约 28 米, 主要生产设施包括新建 1 座井口平台和 1 座油气处理终端。计划投产开发井 43 口, 其中采油井 28 口, 注水井 14 口, 评价井兼水源井 1 口。预计 2026 年将实现日产约 9900 桶油当量的高峰产量, 油品性质为轻质原油。公司拥有该项目 80% 的权益, 并担任作业者。

2) **荔湾 4-1 构造超深水海域钻获高产天然气井, 标志着超深水碳酸盐岩领域勘探首次取得重大突破:** 公司在珠江口盆地荔湾 4-1 构造超深水海域钻获一口天然气井, 测试日产天然气无阻流量 43 万立方米, 标志着中国超深水碳酸盐岩领域勘探首次取得重大突破。该井位于珠江口盆地面积最大的富烃凹陷——白云凹陷, 距深圳东南约 300 公里、水深近 1640 米、垂深近 3000 米、完钻井深近 4400 米, 在水平段钻遇气层约 650 米, 揭示了中国超深水抱球虫灰岩领域广阔的勘探前景。该发现距离荔湾 3-1 已有开发设施较近, 未来设施设备可共享共用, 对于经济高效释放珠江口盆地深水天然气产能具有重要意义。

3) **油价受到宏观经济与地缘冲突反复拉锯, OPEC+ 延长自愿减产时间, 油价有望触底企稳:** 8 月份以来, 国际油价呈现宽幅震荡下跌趋势。我们认为供给端 OPEC+ 将 220 万桶/日自愿减产目标再延长 2 个月至 2024 年 11 月底, 同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产; 美国战略石油储备进入补充阶段, 且页岩油资本开支不足, 增产有限。随着降息周期开启, 石油需求有望温和复苏。

4) **公司未来天然气占比提升, 业绩稳定性大幅增强:** 2024 年 8 月, 公司宣布陵水 36-1 气田天然气探明地质储量超 1000 亿立方米, 为全球首个超深水超浅层大型气田。至此, 公司在南海北部莺歌海、琼东南、珠江口三个盆地累计探明天然气地质储量超过 1 万亿立方米, 提前实现“南海万亿方大气区”建设。根据公司发展规划, 公司将于 2028 年左右建成陆上鄂东—沁水万亿大气区, 2030 年左右建成渤海万亿大气区。2024 年上半年, 公司天然气产量为 4610 亿立方英尺, 同比增长 10.8% (油气净产量同比增长 9.3%), 主要由于番禺 34-1 及陆上天然气产量贡献, 油气当量占比为 21.8%。未来随着三个万亿大气区的建成投产, 公司天然气占比有望持续提升, 业绩稳定性大幅增强。

5) **公司高度重视股东回报, 2024 年中期分红率为 40%, 积极回购维护合理市值水平:** 2024 年 7 月, 公司发布《关于 2024 年度“提质增效重回报”行动方案的公告》, 将进一步推动公司高质量发展和投资价值提升, 增强投资者回报。公司拟向全体股东派发中期股息每股 0.74 港元 (含税), 合人民币每股 0.676 元 (含税), 分红率约 40%, 与往年中期分红率基本持平。公司于 9 月 4 日-11 日累计斥资 3.95 亿港元通过集中竞价交易回购 2044.4 万股 H 股股份, 占总股本 0.043%, 每股回购价格区间为 18.46-20.40 港元。

6) **投资建议:** 我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测, 对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元, 对应 A 股 PE 分别为 8.2/7.9/7.5x, 对应 H 股 PE 分别为 5.6/5.3/5.0x, 维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 乌石 17-2 油田群开发项目投产，2026 年产量有望达到 9900 桶油当量/日

乌石 17-2 油田群开发项目位于北部湾海域，平均水深约 28 米，主要生产设施包括新建 1 座井口平台和 1 座油气处理终端。计划投产开发井 43 口，其中采油井 28 口，注水井 14 口，评价井兼水源井 1 口。预计 2026 年将实现日产约 9900 桶油当量的高峰产量，油品性质为轻质原油。公司拥有该项目 80% 的权益，并担任作业者。

◆ 荔湾 4-1 构造超深水海域钻获高产天然气井，标志着超深水碳酸盐岩领域勘探首次取得重大突破

公司在珠江口盆地荔湾 4-1 构造超深水海域钻获一口天然气井，测试日产天然气无阻流量 43 万立方米，标志着中国超深水碳酸盐岩领域勘探首次取得重大突破。该井位于珠江口盆地面积最大的富烃凹陷——白云凹陷，距深圳东南约 300 公里、水深近 1640 米。该井垂深近 3000 米，完钻井深近 4400 米，在水平段钻遇气层约 650 米。该井揭示了中国超深水抱球虫灰岩领域广阔的勘探前景，有力推动了白云凹陷天然气勘探进程。该发现距离荔湾 3-1 已有开发设施较近，未来设施设备可共享共用，对于经济高效释放珠江口盆地深水天然气产能具有重要意义。

◆ 油价受到宏观经济与地缘冲突反复拉锯，OPEC+ 延长自愿减产时间，油价有望触底企稳

8 月份以来，国际油价呈现宽幅震荡下跌趋势。我们认为供给端 OPEC+ 将 220 万桶/日自愿减产目标再延长 2 个月至 2024 年 11 月底，同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产；美国战略石油储备进入补充阶段，且页岩油资本开支不足，增产有限。随着降息周期开启，石油需求有望温和复苏。

◆ 公司未来天然气占比提升，业绩稳定性大幅增强

2024 年 8 月，公司宣布陵水 36-1 气田天然气探明地质储量超 1000 亿立方米，为全球首个超深水超浅层大型气田。至此，公司在南海北部莺歌海、琼东南、珠江口三个盆地累计探明天然气地质储量超过 1 万亿立方米，提前实现“南海万亿方大气区”建设。根据公司发展规划，公司将于 2028 年左右建成陆上鄂东—沁水万亿大气区，2030 年左右建成渤海万亿大气区。2024 年上半年，公司天然气产量为 4610 亿立方英尺，同比增长 10.8%（油气净产量同比增长 9.3%），主要由于番禺 34-1 及陆上天然气产量贡献，油气当量占比为 21.8%。未来随着三个万亿大气区的建成投产，公司天然气占比有望持续提升，业绩稳定性大幅增强。

图1：中国海油油气产量及增速（百万桶油当量）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：中国海油天然气产量占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **公司高度重视股东回报，2024 年中期分红率为 40%，积极回购维护合理市值水平**

2024 年 7 月，公司发布《关于 2024 年度“提质增效重回报”行动方案的公告》，公司将进一步推动公司高质量发展和投资价值提升，增强投资者回报。公司拟向全体股东派发中期股息每股 0.74 港元（含税），合人民币每股 0.676 元（含税），分红率约 40%，分红率与往年中期分红率基本持平。公司于 9 月 4 日-9 月 11 日累计斥资 3.95 亿港元通过集中竞价交易回购 2044.4 万股 H 股股份，占总股本 0.043%，每股回购价格区间为 18.46-20.40 港元。

◆ **投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级**

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1498/1564/1633 亿元的预测，对应 EPS 分别为 3.15/3.29/3.43 元，对应 A 股 PE 分别为 8.2/7.9/7.5x，对应 H 股 PE 分别为 5.6/5.3/5.0x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600938.SH	中国海油	优于大市	25.30	2.60	3.15	3.29	8.1	8.2	7.9	1.8
601857.SH	中国石油	优于大市	7.75	0.88	0.95	1.02	8.0	8.3	7.8	1.0
0883.HK	中国海洋石油	无评级	17.98	2.60	3.09	3.27	4.5	5.6	5.3	1.2
0857.HK	中国石油股份	无评级	5.61	0.88	0.95	1.00	5.3	5.7	5.4	0.7

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 9 月 11 日，中国石油数据来自国信证券经济研究所预测，其余各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ **风险提示**

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

相关研究报告：

- 《中国海油（600938.SH）-油气净产量再创新高，上半年归母净利润同比增长 25.1%》——2024-08-29
- 《中国海油（600938.SH）-渤海、南海获得勘探新突破，公司积极回购重视股东回报》——2024-07-30
- 《中国海油（600938.SH）-恩平 21-4 油田、乌石 23-5 油田群开发项目投产》——2024-07-03
- 《中国海油（600938.SH）-圭亚那 Stabroek 区块第七个开发项目有望落地》——2024-06-27
- 《中国海油（600938.SH）-中国海油在南海西部勘探发现首个超深水超浅层气田》——2024-06-07

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	121387	150562	184080	249473	330443	营业收入	422230	416609	454615	482283	497484
应收款项	36546	36386	43006	43163	45011	营业成本	198223	208794	212400	229110	233103
存货净额	6239	6451	9216	8156	8314	营业税金及附加	18778	24331	20458	21703	22387
其他流动资产	12298	12572	15912	15160	16021	销售费用	3355	3501	3864	4099	4229
流动资产合计	264679	250275	341213	407952	494789	管理费用	6356	7012	6967	7382	7610
固定资产	6652	8611	54808	101622	137538	研发费用	1527	1605	1818	1929	1990
无形资产及其他	3798	3692	4544	5397	6249	财务费用	3029	846	2331	2667	2686
投资性房地产	604975	691768	691768	691768	691768	投资收益	4674	4715	3935	4441	4364
长期股权投资	48927	51252	54214	58439	61609	资产减值及公允价值变动	(1382)	(3223)	(2302)	(2302)	(2609)
资产总计	929031	1005598	1146548	1265178	1391953	其他收入	(856)	(726)	(1818)	(1929)	(1990)
短期借款及交易性金融负债	24690	24111	30000	33000	36300	营业利润	194925	172891	208410	217531	227234
应付款项	59789	61382	82941	76040	76886	营业外净收支	(155)	83	56	63	63
其他流动负债	28912	38446	35774	39051	39671	利润总额	194770	172974	208466	217594	227297
流动负债合计	113391	123939	148715	148091	152857	所得税费用	53093	48884	58370	60926	63643
长期借款及应付债券	103145	88208	110208	130208	150208	少数股东损益	(23)	247	298	311	325
其他长期负债	114112	125575	137241	150405	162503	归属于母公司净利润	141700	123843	149798	156357	163329
长期负债合计	217257	213783	247449	280613	312711	现金流量表 (百万元)					
负债合计	330648	337722	396164	428704	465567	净利润	141700	123843	149798	156357	163329
少数股东权益	1201	1290	1409	1502	1583	资产减值准备	(7286)	2846	14329	11491	14698
股东权益	597182	666586	748975	834971	924802	折旧摊销	61400	66433	64819	67040	74425
负债和股东权益总计	929031	1005598	1146548	1265178	1391953	公允价值变动损失	1382	3223	2302	2302	2609
关键财务与估值指标						财务费用	3029	846	2331	2667	2686
每股收益	1.88	2.60	3.15	3.29	3.43	营运资本变动	(60068)	(61683)	32158	22685	25395
每股红利	1.10	1.33	1.42	1.48	1.55	其它	7276	(2725)	(14210)	(11398)	(14617)
每股净资产	7.94	14.01	15.75	17.55	19.44	经营活动现金流	144404	131937	249196	248478	265839
ROIC	25.99%	19.31%	22%	22%	22%	资本开支	0	(67115)	(128500)	(128500)	(128500)
ROE	23.73%	18.58%	20%	19%	18%	其它投资现金流	(5769)	43905	(44696)	(3000)	(3000)
毛利率	53%	50%	53%	52%	53%	投资活动现金流	(13155)	(25535)	(176158)	(135725)	(134671)
EBIT Margin	46%	41%	46%	45%	46%	权益性融资	2062	111	0	0	0
EBITDA Margin	60%	57%	60%	59%	61%	负债净变化	(3)	9	10000	8000	8000
收入增长	72%	-1%	9%	6%	3%	支付股利、利息	(82421)	(63346)	(67409)	(70361)	(73498)
净利润增长率	102%	-13%	21%	4%	4%	其它融资现金流	73195	49336	5889	3000	3300
资产负债率	36%	34%	35%	34%	34%	融资活动现金流	(89592)	(77227)	(39520)	(47361)	(50198)
股息率	6.7%	5.2%	5.5%	5.7%	6.0%	现金净变动	41657	29175	33518	65393	80971
P/E	13.7	9.9	8.2	7.9	7.5	货币资金的期初余额	79730	121387	150562	184080	249473
P/B	3.3	1.8	1.6	1.5	1.3	货币资金的期末余额	121387	150562	184080	249473	330443
EV/EBITDA	8.9	6.6	5.9	5.8	5.6	企业自由现金流	0	60571	119035	118228	135598
						权益自由现金流	0	109917	133245	127307	144965

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032