

## 中国海油（600938）

成本优势明显业绩可期，海上油气龙头央企  
迎来估值修复

买入（维持）

2023年04月12日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）       | 422,230 | 431,660 | 412,881 | 416,497 |
| 同比               | 72%     | 2%      | -4%     | 1%      |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 141,700 | 140,665 | 130,968 | 131,603 |
| 同比               | 102%    | -1%     | -7%     | 0.48%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 2.98    | 2.96    | 2.75    | 2.77    |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 5.98    | 6.03    | 6.47    | 6.44    |

关键词：#市盈率低于过去十年历史平均 #股息率高

## 投资要点

- **低成本优势明显，构成中海油核心投资逻辑：**低成本是石油公司的核心竞争力，也是提升盈利和对抗油价波动风险的关键，使得公司在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力。2022年，中国海油的完全桶油成本约30美元/桶，有显著的成本优势。
- **中海油维持高资本开支和产量增长：**2022年公司资本开支计划为1025亿元，2023年计划资本开支为1000-1100亿元。2022年油气净产量达602.25百万桶油当量，2023-2025年公司油气产量目标分别为650-660、690-700、730-740百万桶油当量，且海外产量占比逐渐提升。
- **海上资源储备丰富，助力中海油可持续增长：**2022年中国海洋石油增产量占全国石油增产量一半以上，储量替代率超100%，储量寿命维持在10年左右。中石油储量寿命持续下降，中石化储量寿命维持在6年左右。中海油可持续发展情况在三桶油中处于领先地位。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为1406.65、1309.68和1316.03亿元，按照2023年4月11日A股收盘价对应的PE分别为6.03、6.47和6.44倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长，估值相对2010-2021油价大周期时期处于底部，并明显低于行业水平，且享受高股息。加之国资委对央企的重新重视，我们维持对长期被低估的中国海油（600938.SH）/中国海洋石油（0883.HK）的“买入”评级。
- **风险提示：**1) 经济衰退风险；2) 油价波动风险；3) 新能源加大替代传统石油需求的的风险；4) 经济制裁风险。

## 股价走势



## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 17.82       |
| 一年最低/最高价    | 12.96/20.49 |
| 市净率(倍)      | 1.42        |
| 流通A股市值(百万元) | 31,188.30   |
| 总市值(百万元)    | 847,639.73  |

## 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 12.55     |
| 资产负债率(% ,LF) | 35.59     |
| 总股本(百万股)     | 47,566.76 |
| 流通A股(百万股)    | 1,750.19  |

## 相关研究

《中国海油(600938)：2022年年报点评：业绩高增长，增储上产成果显著》

2023-03-30

《中国海油(600938)：22年业绩腾飞，增储上产前景广阔》

2023-02-17

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 低成本优势抵御风险，海上资源储备丰富 ..... | 4  |
| 2. 盈利预测与重要假设 .....          | 7  |
| 2.1. 原油板块.....              | 7  |
| 2.2. 天然气板块.....             | 8  |
| 2.3. 油气成本.....              | 8  |
| 2.4. 石油特别收益金.....           | 8  |
| 3. 估值与投资评级 .....            | 8  |
| 4. 绝对估值法 .....              | 9  |
| 4.1. 盈利对油价敏感性分析.....        | 9  |
| 4.2. 归母净利润折现估值敏感性分析.....    | 9  |
| 4.3. 自由现金流折现估值敏感性分析.....    | 10 |
| 5. 相对估值法 .....              | 11 |
| 6. 股息率分析 .....              | 14 |
| 7. 风险因素 .....               | 15 |

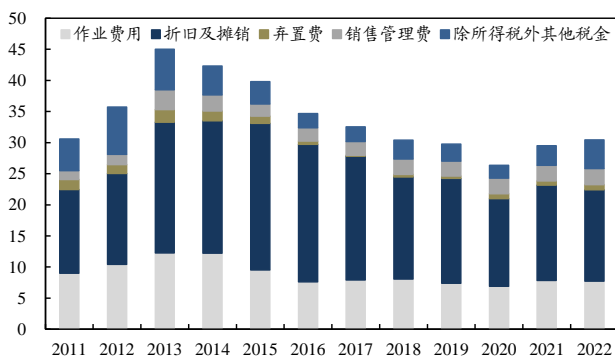
## 图表目录

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 1:  | 中海油桶油成本结构 (美元/桶)                    | 4  |
| 图 2:  | 中海油作业成本具备相对优势 (美元/桶)                | 4  |
| 图 3:  | 桶油作业费用与油价正相关 (美元/桶)                 | 5  |
| 图 4:  | 公司桶油折旧摊销与估算桶油折旧摊销 (美元/桶)            | 5  |
| 图 5:  | 中海油资本开支情况 (亿元)                      | 5  |
| 图 6:  | 中海油 2011-2025E 年产量目标 (百万桶油当量)       | 5  |
| 图 7:  | “三桶油”储量寿命 (年)                       | 6  |
| 图 8:  | “三桶油”储量替代率 (%)                      | 6  |
| 图 9:  | 2020-2023 年 4 月布伦特和 WTI 油价走势 (美元/桶) | 7  |
| 图 10: | 伊拉克、科威特、沙特和阿联酋财政平衡油价 (美元/桶)         | 7  |
| 图 11: | 阿塞拜疆、巴林、哈萨克斯坦和阿曼财政平衡油价 (美元/桶)       | 7  |
| 图 12: | 2023 年公司归母净利润对油价敏感性分析               | 9  |
| 图 13: | 高油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)             | 11 |
| 图 14: | 低油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)             | 11 |
| 图 15: | 高油价时期各公司年均 PB (倍, 美元/桶)             | 12 |
| 图 16: | 低油价时期各公司年均 PB (倍, 美元/桶)             | 12 |
| 图 17: | 中海油 PE 对油价敏感性                       | 12 |
| 图 18: | 中海油 PB 对油价敏感性                       | 12 |
| 图 19: | 2023 年公司 A 股股息率对油价敏感性分析             | 14 |
| 图 20: | 2023 年公司 H 股股息率对油价敏感性分析             | 14 |
| 表 1:  | 我国石油特别收益金征收规则                       | 8  |
| 表 2:  | 公司归母净利润折现市值敏感性分析 (亿元)               | 9  |
| 表 3:  | 公司归母净利润折现 PE 敏感性分析 (%)              | 10 |
| 表 4:  | 公司自由现金流折现市值敏感性分析 (亿元)               | 10 |
| 表 5:  | 公司自由现金流折现 PE 敏感性分析 (%)              | 11 |
| 表 6:  | 国内可比上市公司相对估值                        | 13 |
| 表 7:  | 国际可比上市公司相对估值                        | 13 |
| 表 8:  | 2023 年公司每股股利对油价敏感性分析                | 14 |

## 1. 低成本优势抵御风险，海上资源储备丰富

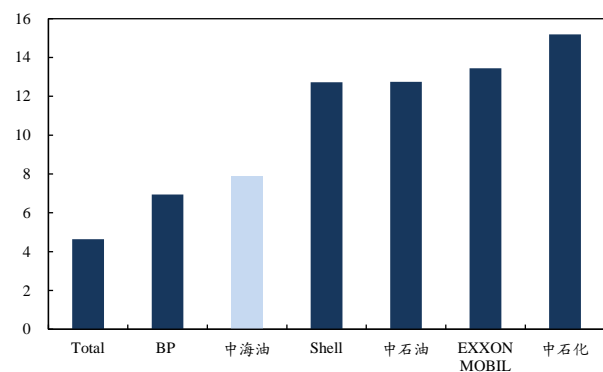
中海油投资价值核心在于低成本优势。公司在 2016-2021 年中低油价水平下，持续进行逆周期投资，扩大原油储量和产量规模，降本增效效果显著。2022 年，公司桶油成本为 30.43 美元/桶，同比上涨 0.94 美元/桶，同比增速 3.09%，主要是由于油价上升带来所得税外的其他税项增加。其中，桶油作业费用 7.74 美元/桶（同比-0.09 美元/桶）、桶油折旧折耗及摊销 14.67 美元/桶（同比-0.66 美元/桶）、桶油弃置费 0.85 美元/桶（同比+0.16 美元/桶）、销售管理费 2.57 美元/桶（同比+0.06 美元/桶）、其他税金 4.60 美元/桶（同比+1.47 美元/桶），仍保持相对高的成本优势。

图1：中海油桶油成本结构（美元/桶）



数据来源：中海油业绩展示资料，东吴证券研究所

图2：中海油作业成本具备相对优势（美元/桶）



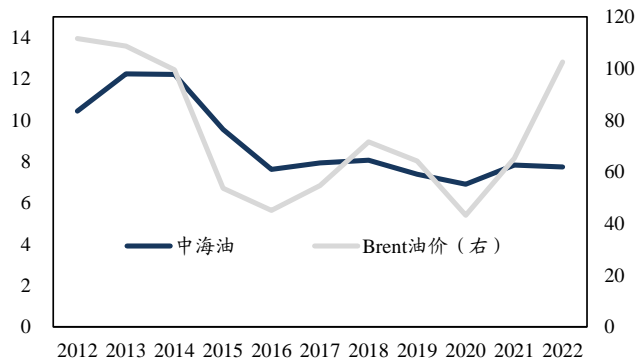
数据来源：各公司年报，东吴证券研究所注：取各公司 2015-2022 年作业成本均值比较。

低成本是石油公司的核心竞争力，也是提升盈利和对抗油价波动风险的关键，使得公司在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力。

石油公司中油气资产占比很高，一般按产量法进行折旧，则桶油折旧摊销和油气探明已开发经济可采储量存在负相关性，即在相同的投资下，油价越高，获得储量越大，则桶油折旧摊销成本越低。

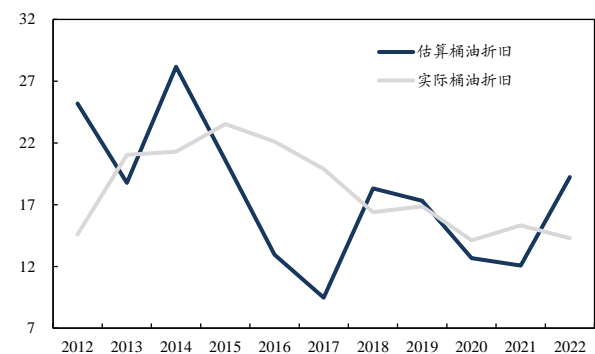
中海油实际桶油折旧呈下降趋势，不断扩大成本优势。

图3: 桶油作业费用与油价正相关 (美元/桶)



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司桶油折旧摊销与估算桶油折旧摊销 (美元/桶)

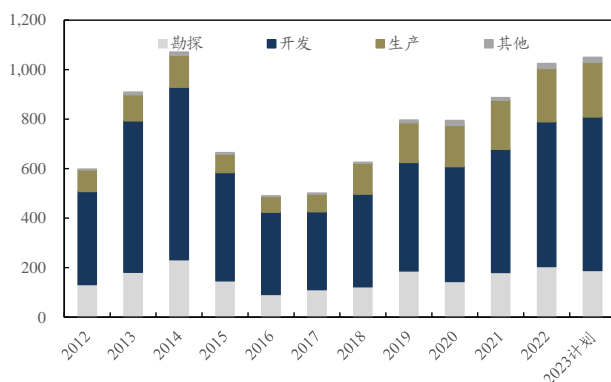


数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所

中海油维持高资本开支, 实现产量增长。2022年资本开支计划为1025亿元, 2023年公司计划资本开支为1000-1100亿元。

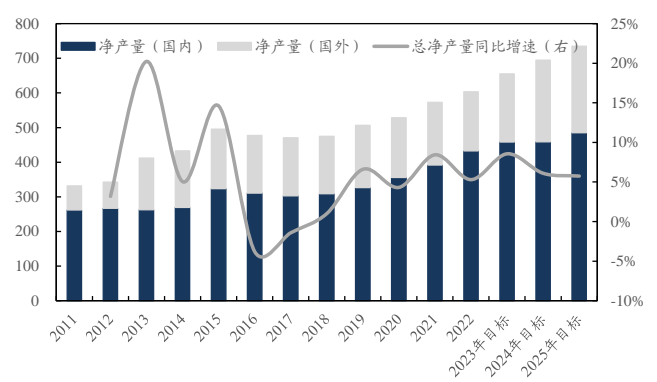
在国内增储上产政策和在中国海洋石油集团有限公司“七年行动计划”的推动下, 中海油将保持原油产量稳步增长。2022年公司油气净产量达602.25百万桶油当量, 2023-2025年公司油气产量目标分别为650-660、690-700、730-740百万桶油当量, 且海外产量占比逐渐提升。

图5: 中海油资本开支情况 (亿元)



数据来源: 中海油业绩展示资料, 东吴证券研究所

图6: 中海油 2011-2025E 年产量目标 (百万桶油当量)



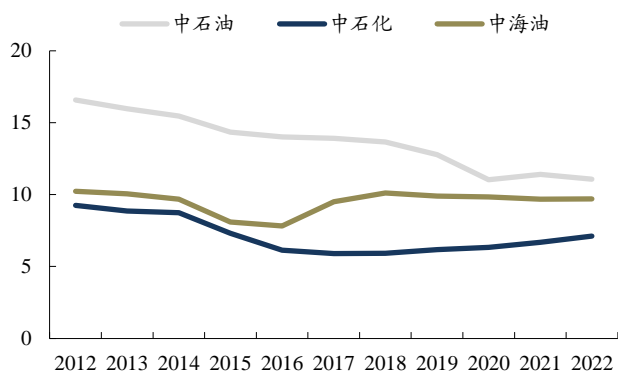
数据来源: 中海油业绩展示资料, 东吴证券研究所

2022年中国海洋石油产量达5862万吨，同比增长6.9%，增产量占全国石油增产量一半以上。

2017-2022年，中石油储量寿命持续下降，中石化储量寿命仅维持在6年左右，而中海油始终将自身储量寿命保持在10年左右。

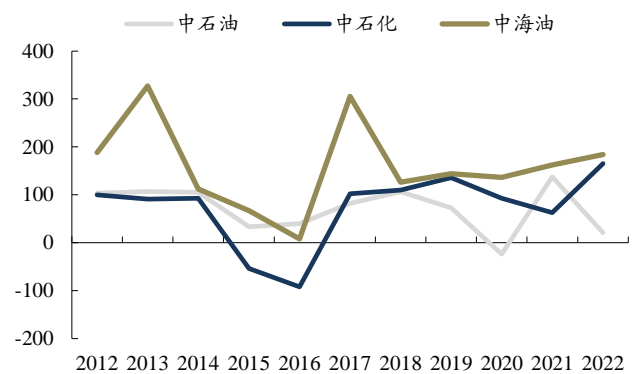
从储量替代率角度来看，2022年，中石油和中石化储量替代率分别为21%和165%，低于中海油的184%。未来可预见，我国陆上油气储量增长乏力，海上油气勘探加速，中海油的可持续发展能力将在“三桶油”中处于领先地位。

图7：“三桶油”储量寿命（年）



数据来源：中海油业绩展示资料，东吴证券研究所

图8：“三桶油”储量替代率（%）



数据来源：中海油业绩展示资料，东吴证券研究所

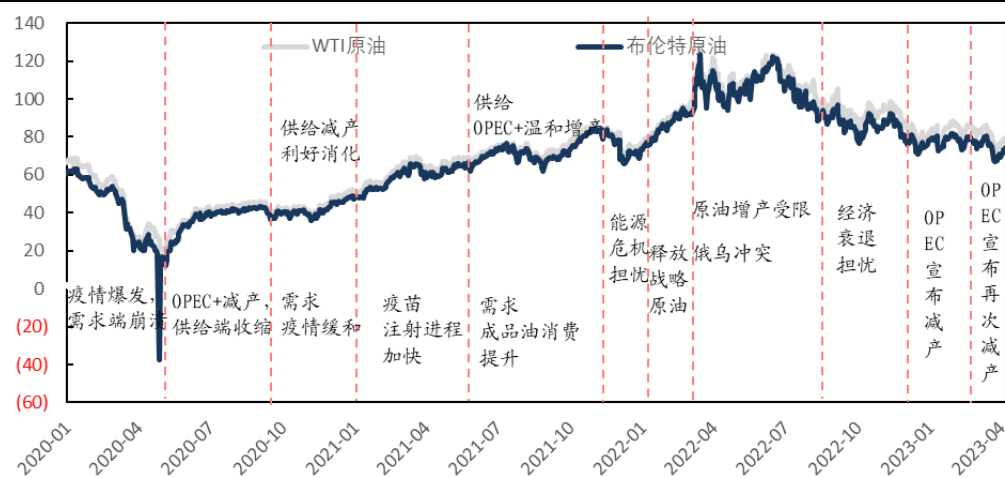
## 2. 盈利预测与重要假设

### 2.1. 原油板块

**价格：**我们认为，考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，而 OPEC 等主要产油国频繁减产，全球将持续多年面临原油紧缺问题，中长期来看油价将长期维持高位。

**销量：**在增储上产和国际油价支撑下，公司原油产量将持续增长，按照公司 2022 年实际产量增速和 2023 年战略展望计划，我们预计 2023-2025 年原油产量增速分别为 5%、5%和 2%。

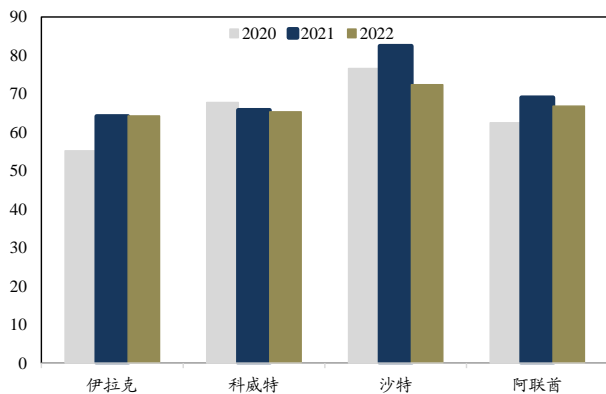
图9：2020-2023 年 4 月布伦特和 WTI 油价走势（美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

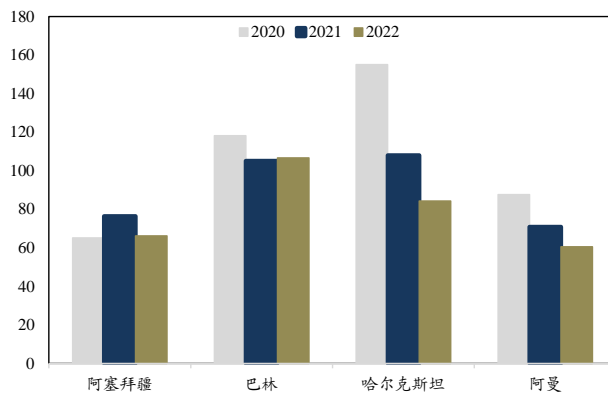
根据国际货币基金组织 IMF 的测算，2020-2022 年 OPEC+联盟各产油国财政平衡油价在 70-90 美元/桶，我们认为，当油价暴跌时，OPEC+减产联盟会采取联合减产措施挺价，中长期来看，油价中枢很难持续处于 70 美元/桶以下。

图10：伊拉克、科威特、沙特和阿联酋财政平衡油价（美元/桶）



数据来源：IMF，东吴证券研究所

图11：阿塞拜疆、巴林、哈萨克斯坦和阿曼财政平衡油价（美元/桶）



数据来源：IMF，东吴证券研究所

## 2.2. 天然气板块

**价格：**2022 年欧洲能源危机推高天然气价格，2023 年由于天然气产量增加、气温回升、高气价抑制需求等因素，天然气价格涨价难度较大。

**销量：**未来公司计划加大天然气产量占比，根据公司 2023 年战略展望以及 2023 年实际产量增速，我们预计 2023-2025 年天然气产量增速分别为 6.6%、6%和 5%。

## 2.3. 油气成本

公司桶油成本主要包括作业费用、折旧摊销、含弃置费、销售及管理费和除所得税以外的其他税金 5 个部分，分别根据不同成本特征及历史数据进行预测。考虑到油价上涨，作业费用和除所得税以外的其他税金小幅上涨，假设 2023-2025 年桶油成本为 29.83、29.34 和 29.37 美元/桶。

## 2.4. 石油特别收益金

以我们预估的公司原油平均实现价格为基础，根据我国制定的石油特别收益金征收规则，对公司 2023-2025 年要缴纳的石油收益金进行预测。

表1: 我国石油特别收益金征收规则

| 原油价格（美元/桶） | 征收比率 | 速算扣除数（美元/桶） |
|------------|------|-------------|
| 65-70（含）   | 20%  | 0           |
| 70-75（含）   | 25%  | 0.25        |
| 75-80（含）   | 30%  | 0.75        |
| 80-85（含）   | 35%  | 1.5         |
| 85以上       | 40%  | 2.5         |

数据来源：中国财政部，东吴证券研究所

## 3. 估值与投资评级

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1406.65、1309.68 和 1316.03 亿元，同比增速分别为-0.73%、-6.89%、0.48%，EPS 分别为 2.96、2.75 和 2.77 元/股，按照 2023 年 4 月 11 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 6.03、6.47 和 6.44 倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长，估值相对 2010-2021 油价大周期时期处于底部，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。

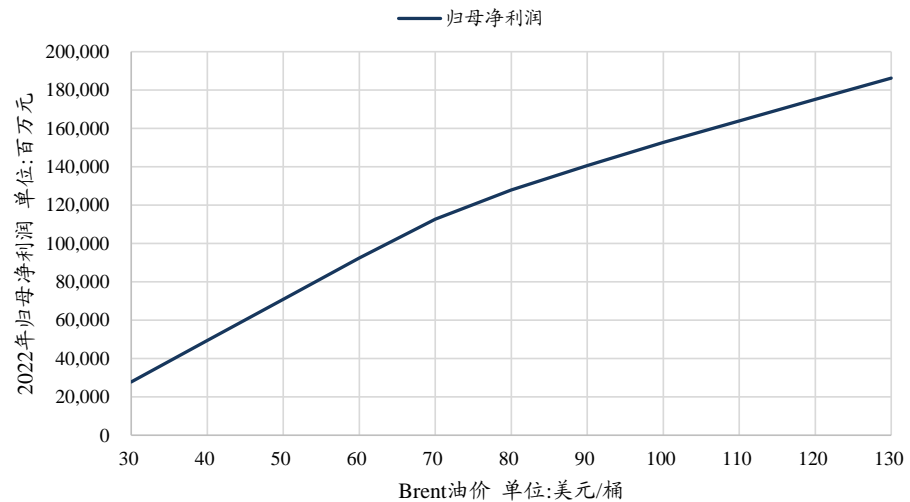


## 4. 绝对估值法

### 4.1. 盈利对油价敏感性分析

根据我们测算，按照油价 90 美元/桶的假设，公司 2023 年归母净利润为 1400 亿左右。随着油价增加，公司上游板块盈利能力更强，公司归母净利润不断提升。但油价过高时，由于国家征收石油特别收益金，公司盈利增速会放缓。

图12：2023 年公司归母净利润对油价敏感性分析



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 4.2. 归母净利润折现估值敏感性分析

2023-2026 年布油均价为 90 美金/桶，2023 年公司平均归母净利润为 1400 亿元，2023-2026 年公司业绩存在由产量增长引起的 5%、5%、2%的增速；2027-2060 年假设布油均价为 50 美金/桶，公司平均归母净利润为 700 亿元。在 5-10%的折现率假设下，预计公司 2023 年的市值在 9317-14621 亿元之间。

表2：公司归母净利润折现市值敏感性分析（亿元）

| 假设情景   | 折现率   |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | 5%    | 6%    | 7%    | 8%    | 10%   |
| 2023-2026年按照70美金，1100亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照50美金，700亿业绩  | 13486 | 12030 | 10835 | 9842  | 8305  |
| 2023-2026年按照80美金，1300亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照50美金，700亿业绩  | 14242 | 12769 | 11557 | 10548 | 8979  |
| 2023-2026年按照90美金，1400亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照50美金，700亿业绩  | 14621 | 13139 | 11918 | 10901 | 9317  |
| 2023-2026年按照100美金，1500亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照50美金，700亿业绩 | 14999 | 13508 | 12279 | 11254 | 9654  |
| 2023-2026年按照70美金，1100亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照60美金，900亿业绩  | 16150 | 14307 | 12796 | 11546 | 9617  |
| 2023-2026年按照80美金，1300亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照60美金，900亿业绩  | 16907 | 15045 | 13518 | 12251 | 10292 |
| 2023-2026年按照90美金，1400亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照60美金，900亿业绩  | 17285 | 15415 | 13879 | 12604 | 10629 |
| 2023-2026年按照100美金，1500亿业绩，5%、5%、2%增速；2027-2060年按照60美金，900亿业绩 | 17663 | 15784 | 14240 | 12957 | 10966 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3: 公司归母净利润折现 PE 敏感性分析 (%)

| 假设情景   | 折现率  |      |      |     |     |
|--|------|------|------|-----|-----|
|  | 5%   | 6%   | 7%   | 8%  | 10% |
| 2023-2026年按照70美金, 1100亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照50美金, 700亿业绩  | 9.6  | 8.6  | 7.7  | 7.0 | 5.9 |
| 2023-2026年按照80美金, 1300亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照50美金, 700亿业绩  | 10.1 | 9.1  | 8.2  | 7.5 | 6.4 |
| 2023-2026年按照90美金, 1400亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照50美金, 700亿业绩  | 10.4 | 9.3  | 8.5  | 7.7 | 6.6 |
| 2023-2026年按照100美金, 1500亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照50美金, 700亿业绩 | 10.7 | 9.6  | 8.7  | 8.0 | 6.9 |
| 2023-2026年按照70美金, 1100亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照60美金, 900亿业绩  | 11.5 | 10.2 | 9.1  | 8.2 | 6.8 |
| 2023-2026年按照80美金, 1300亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照60美金, 900亿业绩  | 12.0 | 10.7 | 9.6  | 8.7 | 7.3 |
| 2023-2026年按照90美金, 1400亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照60美金, 900亿业绩  | 12.3 | 11.0 | 9.9  | 9.0 | 7.6 |
| 2023-2026年按照100美金, 1500亿业绩, 5%、5%、2%增速; 2027-2060年按照60美金, 900亿业绩 | 12.6 | 11.2 | 10.1 | 9.2 | 7.8 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 4.3. 自由现金流折现估值敏感性分析

我们将公司未来自由现金流 (FCFF) 全部折现, 对公司进行估值。根据上面盈利敏感性分析, 我们假设:

1、根据公司未来产量目标和资本开支计划, 我们假设公司 2023-2026 年维持 5%、5%、2%产量增速的资本开支为 900-1000 亿元。

2、根据 2015-2018 年公司历史原油产量变化和资本开支情况, 我们假设公司保持 5.7 亿桶油气年产量不变的资本开支为 600 亿元; 公司保持 7.5 亿桶油气年产量不变的资本开支为 700 亿元; 公司油气产量逐年下降 2%所对应的资本开支为 500 亿元。

若 2023-2026 年保持 5%、5%、2%的产量增速, 公司资本开支保持在 900-1000 亿; 2027-2060 年后产量不变, 公司资本开支维持在 700 亿, 在 5-10%的折现率假设下, 预计公司 2023 年的市值在 9678-16387 亿元之间。

表4: 公司自由现金流折现市值敏感性分析 (亿元)

| 假设情景及自由现金流估值  | 折现率   |       |       |       |      |
|---|-------|-------|-------|-------|------|
|   | 5%    | 6%    | 7%    | 8%    | 10%  |
| 1、保持现有产量不变; 资本开支保持在600亿   | 15249 | 13587 | 12223 | 11092 | 9341 |
| 2、2023-2026年保持5%、5%、2%的产量增速, 公司资本开支保持在900-1000亿; 2027-2060年后产量不变, 公司资本开支维持在700亿。    | 16387 | 14491 | 12939 | 11655 | 9678 |
| 3、2023-2026年保持5%、5%、2%的产量增速, 公司资本开支保持在900-1000亿; 2027-2060年产量逐年下降2%, 公司资本开支维持在500亿。 | 13539 | 12308 | 11262 | 10366 | 8920 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

若 2023-2026 年保持 5%、5%、2% 的产量增速，公司资本开支保持在 900-1000 亿；2027-2060 年后产量不变，公司资本开支维持在 700 亿，在 5-10% 折现率的假设下，公司 PE 在 6.9-11.6 倍之间。2023 年 4 月 11 日，中海油 A 股、H 股 PE(TTM) 分别为 6.0、3.7，低于根据未来现金流折现后预计的 2023 年公司 PE 水平，公司估值仍有上升空间。

表5: 公司自由现金流折现 PE 敏感性分析 (%)

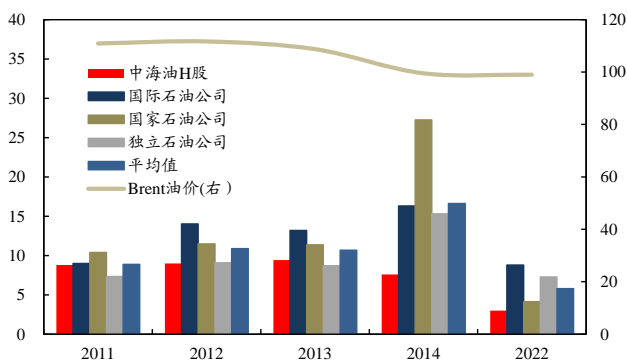
| 假设情景及自由现金流估值   | 折现率  |      |     |     |     |
|--|------|------|-----|-----|-----|
|  | 5%   | 6%   | 7%  | 8%  | 10% |
| 1、保持现有产量不变；资本开支保持在600亿   | 10.8 | 9.7  | 8.7 | 7.9 | 6.6 |
| 2、2023-2026年保持5%、5%、2%的产量增速，公司资本开支保持在900-1000亿；2027-2060年后产量不变，公司资本开支维持在700亿。    | 11.6 | 10.3 | 9.2 | 8.3 | 6.9 |
| 3、2023-2026年保持5%、5%、2%的产量增速，公司资本开支保持在900-1000亿；2027-2060年产量逐年下降2%，公司资本开支维持在500亿。 | 9.6  | 8.7  | 8.0 | 7.4 | 6.3 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

## 5. 相对估值法

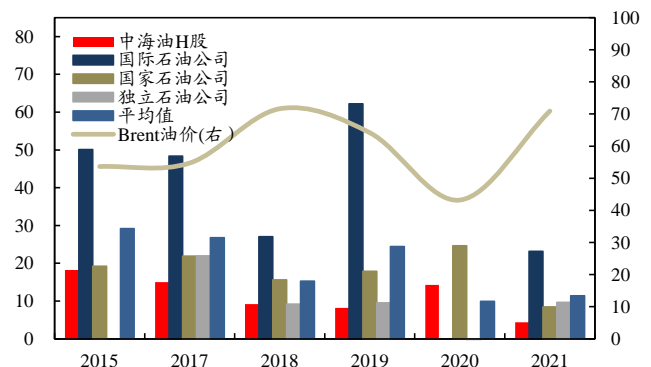
从 PE 来看，中海油由于是纯粹油气上游公司，与上下游一体化布局的国际石油公司相比 PE 估值较低，与美国独立石油公司 PE 估值接近。在 2011-2014、2022 年高油价时期公司 H 股 PE 均值为 8 倍，在 2015-2021 年低油价时期，中海油 H 股由于低成本具有更强的盈利能力和抗风险能力 PE 均值提升至 12 倍，但与其他油气公司低油价时期估值大幅增加相比，中海油 H 股具有估值优势。2022 年原油价格持续上升，高景气下中海油实现归母净利润 1417 亿元，同比上涨 102%，A 股 PE 约 5 倍，H 股 PE 水平下降至 3 倍，远低于前高油价时代均值水平，估值优势明显。

图13: 高油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 低油价时期各公司年均 PE (倍, 美元/桶)

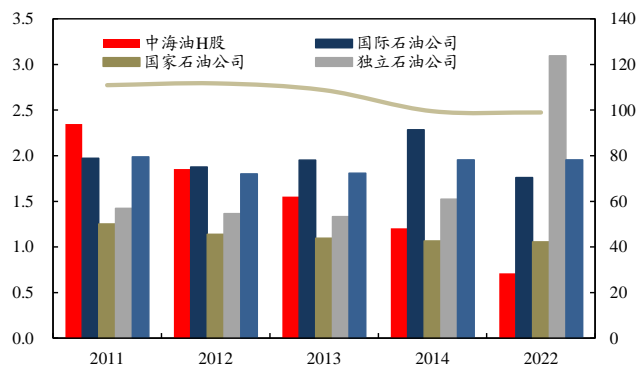


数据来源：Wind，东吴证券研究所。

注：2020 年国际石油公司和独立石油公司 PE 为负数，图中未显示

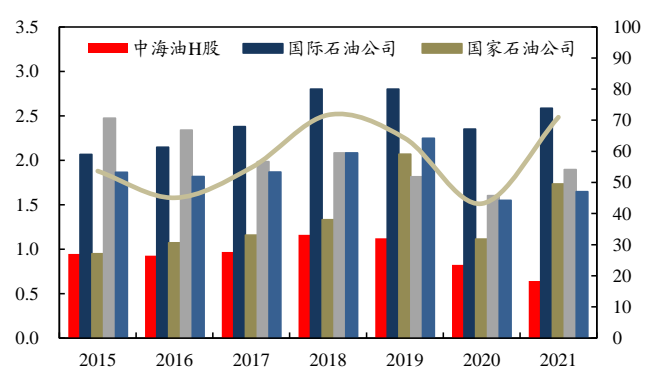
从PB来看,在2011-2014年、2022年高油价时期公司H股PB均值1.5倍,在2015-2021年低油价时期,中海油由于持续逆周期投资,资产规模快速扩大,PB均值反而降至1倍,其他石油公司均大幅增加。此外,2021年中海油被美国政府列入涉军企业名单,投资者结构失衡导致2021年估值进一步下跌,H股PE跌至4倍,PB跌至0.6倍,明显低于历史估值范围。2022年中海油A股PB约1.4倍,H股PB约0.8倍,显著低于其他油气公司估值,存在优质投资前景。

图15: 高油价时期各公司年均PB(倍,美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

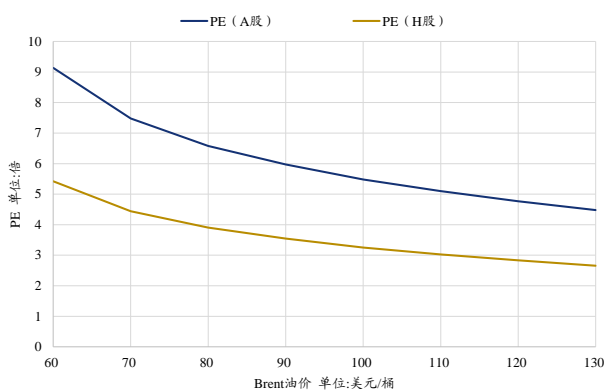
图16: 低油价时期各公司年均PB(倍,美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

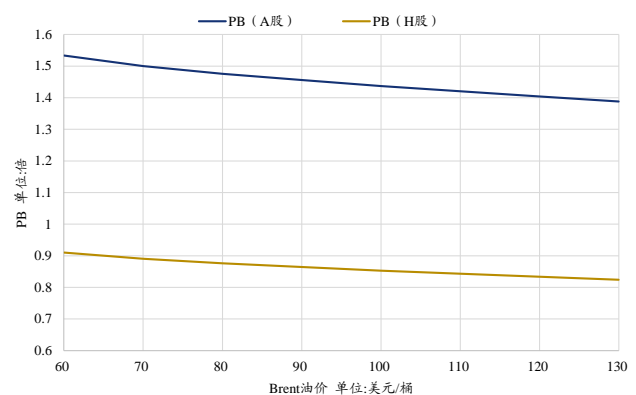
根据我们测算,当油价位于60-100美元/桶时,中海油A股PE在4-9倍之间,H股PE在2-6倍之间;中海油A股PB在1.4-1.5倍左右,H股PB在0.8-0.9倍左右。纵向看,中海油H股2011-2021年PE区间为9-12倍,PB区间为1-1.8倍,中海油H股估值仍有上行空间。

图17: 中海油PE对油价敏感性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
 注: 股价为2023年4月11日收盘价

图18: 中海油PB对油价敏感性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
 注: 股价为2023年4月11日收盘价

**展望未来：我们采用相对估值法对公司进行估值，可比公司主要为国内外大型石油天然气公司。**

中海油估值偏低，存在修复上行空间。根据我们对中石油、中石化、中海油 A 股和 H 股的测算，我们认为，按照 2023 年 4 月 11 日收盘价，对应中海油 A 股 2023-2025 年 PE 分别为 6.03、6.47 和 6.44 倍，PB 分别为 1.24、1.13 和 1.01 倍；对应中海油 H 股 2023-2025 年 PE 分别为 3.64、3.90 和 3.88 倍，PB 分别为 0.75、0.67 和 0.61 倍。

对于 H 股，横向看，2023-2025 年，中海油 H 股 PE 估值在 3-4 倍之间，但另外两桶油 H 股 PE 估值均在 5-10 倍之间，中海油 H 股被低估。纵向看，中海油 H 股 2011-2021 年 PE 区间为 9-12 倍，PB 区间为 1-1.8 倍，中海油 H 股估值仍有上行空间。

进一步根据国际石油巨头以及其他国家石油公司的彭博一致预期，以 2023 年 4 月 11 日收盘价计算，中海油 A 股 2023-2025 年 PE 和 PB 均大幅低于国际石油公司，中海油的 A 股估值存在修复上行空间。

表6：国内可比上市公司相对估值

| 代码        | 公司名称      | 货币  | 股价    | EPS (元/股) |       |       |       | PE    |       |       |       | PB    |       |       |       |
|-----------|-----------|-----|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |           |     |       | 2022A     | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 0857.HK   | 中国石油股份*   | HKD | 4.88  | 0.82      | 0.76  | 0.77  | 0.81  | 3.91  | 5.64  | 5.52  | 5.28  | 0.43  | 0.54  | 0.51  | 0.49  |
| 601857.SH | 中国石油*     | CNY | 6.56  | 0.82      | 0.76  | 0.77  | 0.81  | 6.06  | 8.64  | 8.47  | 8.11  | 0.66  | 0.83  | 0.79  | 0.75  |
| 0386.HK   | 中国石油化工股份* | HKD | 4.82  | 0.55      | 0.62  | 0.67  | 0.68  | 6.10  | 6.78  | 6.33  | 6.25  | 0.51  | 0.61  | 0.59  | 0.58  |
| 600028.SH | 中国石化*     | CNY | 6.00  | 0.55      | 0.62  | 0.67  | 0.68  | 7.96  | 9.61  | 9.00  | 8.88  | 0.67  | 0.87  | 0.84  | 0.82  |
| 0883.HK   | 中国海洋石油*   | HKD | 12.26 | 3.03      | 2.96  | 2.75  | 2.77  | 2.99  | 3.64  | 3.90  | 3.88  | 0.71  | 0.75  | 0.67  | 0.61  |
| 600938.SH | 中国海油*     | CNY | 17.82 | 3.03      | 2.96  | 2.75  | 2.77  | 5.02  | 6.03  | 6.47  | 6.44  | 1.21  | 1.24  | 1.12  | 1.01  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标\*为东吴证券研究所自行预测。股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价，港元汇率为 2023 年 4 月 11 日的 0.88

表7：国际可比上市公司相对估值

| 代码              | 公司名称        | 货币  | 股价     | EPS (元/股) |       |       |       | PE    |       |       |       | PB    |       |       |       |
|-----------------|-------------|-----|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                 |             |     |        | 2022A     | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>美股可比公司</b>   |             |     |        |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| BP.N            | 英国石油 (BP)   | USD | 39.70  | 2.57      | 6.48  | 5.99  | 5.44  | 15.46 | 6.13  | 6.62  | 7.30  | 1.53  | 1.58  | 1.39  | 1.22  |
| SHEL.N          | 壳牌石油        | USD | 60.80  | 12.56     | 9.35  | 9.66  | 8.59  | 4.84  | 6.50  | 6.29  | 7.08  | 1.12  | 1.02  | 0.92  | 0.84  |
| TTE.N           | 道达尔         | USD | 63.30  | 7.87      | 11.10 | 9.55  | 8.50  | 8.04  | 5.70  | 6.63  | 7.45  | 1.50  | 1.21  | 1.08  | 0.98  |
| XOM.N           | 埃克森美孚       | USD | 114.54 | 14.01     | 10.29 | 9.73  | 8.94  | 8.17  | 11.13 | 11.77 | 12.81 | 2.40  | 2.30  | 2.08  | 1.85  |
| CVX.N           | 雪佛龙         | USD | 168.29 | 17.42     | 14.97 | 14.41 | 14.33 | 9.66  | 11.24 | 11.68 | 11.74 | 2.19  | 1.94  | 1.84  | 1.83  |
| <b>美股独立油气公司</b> |             |     |        |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| OXY.N           | 西方石油        | USD | 64.09  | 11.70     | 6.58  | 6.01  | 5.35  | 5.48  | 9.74  | 10.66 | 11.98 | 2.91  | 2.11  | 1.86  | 1.75  |
| COP.N           | 康菲石油        | USD | 105.95 | 12.25     | 10.76 | 10.45 | 9.33  | 8.65  | 9.85  | 10.14 | 11.36 | 2.97  | 2.53  | 2.34  | 2.48  |
| DVN.N           | 代文石油        | USD | 53.39  | 7.35      | 7.03  | 7.06  | 6.52  | 7.26  | 7.59  | 7.56  | 8.19  | 3.52  | 2.70  | 2.30  | 1.97  |
| PXD.N           | 先锋石油        | USD | 220.22 | 27.39     | 22.59 | 22.82 | 22.57 | 8.04  | 9.75  | 9.65  | 9.76  | 2.58  | 2.23  | 2.00  | 2.03  |
| EOG.N           | EOG         | USD | 120.37 | 20.87     | 12.87 | 12.80 | 12.36 | 5.77  | 9.35  | 9.41  | 9.74  | 3.14  | 2.43  | 2.12  | 1.91  |
| FANG.O          | Diamondback | USD | 143.19 | 25.24     | 21.28 | 21.95 | 21.03 | 5.67  | 6.73  | 6.52  | 6.81  | 1.65  | 1.52  | 1.33  | 1.17  |
| <b>其他NOCs</b>   |             |     |        |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 2222.TD         | 沙特阿美        | SAR | 32.60  | 1.82      | 2.85  | 2.60  | -     | 17.94 | 11.45 | 12.53 | -     | 6.38  | 4.84  | 4.11  | 3.71  |
| E.N             | 埃尼石油        | USD | 29.76  | 8.43      | 5.78  | 4.86  | 4.12  | 3.53  | 5.15  | 6.13  | 7.22  | 0.91  | 0.81  | 0.75  | 0.73  |
| <b>海外公司平均值</b>  |             |     |        |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                 |             |     |        | 7.55      | 8.24  | 8.59  | 9.28  | 2.20  | 1.87  | 1.67  | 1.56  |       |       |       |       |

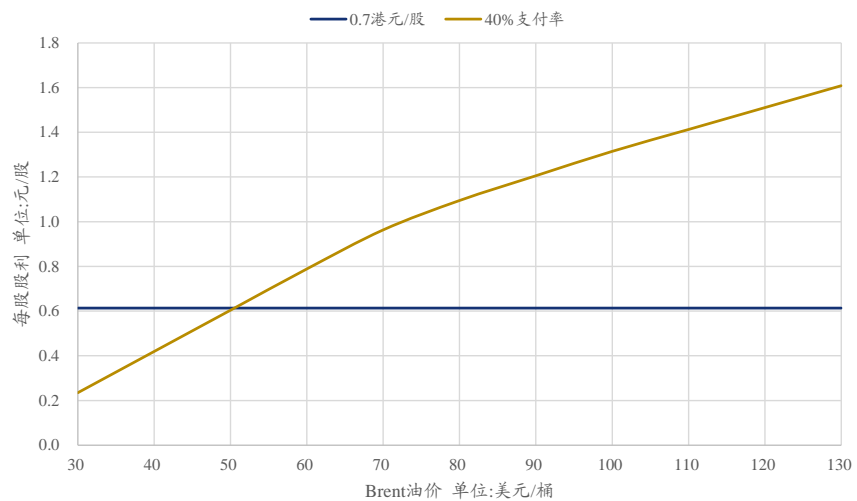
数据来源：Wind，彭博，东吴证券研究所

注：标\*为东吴证券研究所自行预测，A 股引用 Wind 一致预期，其他引用彭博一致预期，股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

## 6. 股息率分析

根据敏感性分析,在油价位于 60-100 美元/桶之间,按照 2023 年 4 月 11 日收盘价,中海油 A 股股息率在 4-8%, H 股股息率在 6-11%, 收益率水平处于国内领先地位。

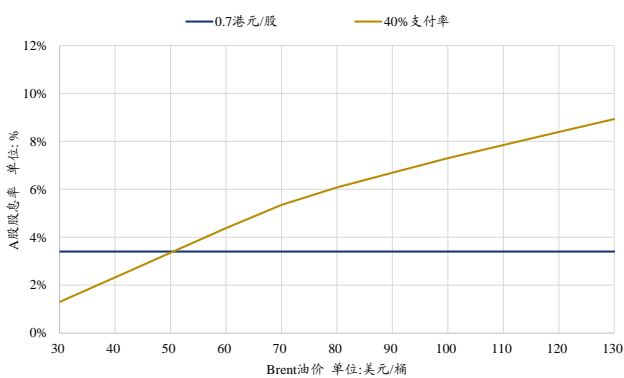
表8: 2023 年公司每股股利对油价敏感性分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

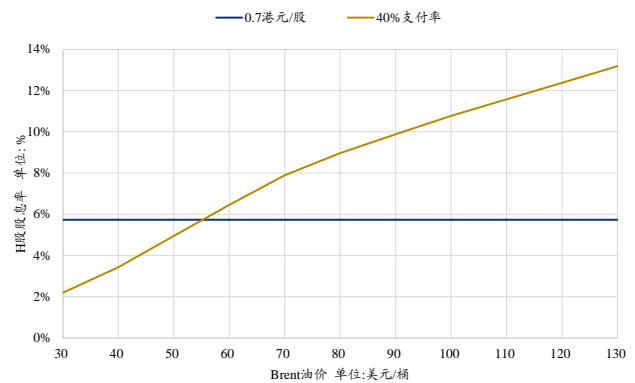
图19: 2023 年公司 A 股股息率对油价敏感性分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

图20: 2023 年公司 H 股股息率对油价敏感性分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

## 7. 风险因素

**经济衰退风险：**宏观经济增速严重下滑，导致原油需求端严重不振。

**油价波动风险：**伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素，OPEC+调整原油供给规模，美国调整页岩油开采政策等因素加剧油价波动。

**新能源加大替代传统石油需求的**风险。

**经济制裁风险：**美国将公司列入涉军企业名单，制裁中海油的举措可能会影响中海油在全球能源市场的地位和竞争力。

## 公司深度研究

## 中国海油三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |                |                  |                  |                  | 利润表(百万元)        |                |                |                |                |
|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2022A          | 2023E            | 2024E            | 2025E            |                 | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>流动资产</b>      | <b>264,679</b> | <b>295,937</b>   | <b>272,728</b>   | <b>303,775</b>   | <b>营业总收入</b>    | <b>422,230</b> | <b>431,660</b> | <b>412,881</b> | <b>416,497</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 209,596        | 236,699          | 221,586          | 242,655          | 营业成本(含金融类)      | 198,223        | 215,973        | 209,813        | 213,308        |
| 经营性应收款项          | 41,107         | 42,235           | 38,599           | 42,784           | 税金及附加           | 18,778         | 18,714         | 17,827         | 17,018         |
| 存货               | 6,239          | 8,159            | 5,828            | 8,392            | 销售费用            | 3,355          | 3,453          | 3,303          | 3,332          |
| 合同资产             | 0              | 0                | 0                | 0                | 管理费用            | 6,356          | 6,043          | 5,780          | 5,831          |
| 其他流动资产           | 7,737          | 8,844            | 6,715            | 9,944            | 研发费用            | 1,527          | 1,910          | 1,826          | 1,749          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>664,352</b> | <b>734,433</b>   | <b>802,356</b>   | <b>865,122</b>   | 财务费用            | 3,029          | 2,978          | 2,226          | 2,219          |
| 长期股权投资           | 48,927         | 58,927           | 68,927           | 78,927           | 加:其他收益          | 672            | 777            | 826            | 750            |
| 固定资产及使用权资产       | 15,111         | 17,176           | 19,087           | 20,844           | 投资净收益           | 4,674          | 4,317          | 4,129          | 4,165          |
| 在建工程             | 1,436          | 1,452            | 1,464            | 1,473            | 公允价值变动          | -705           | 0              | 0              | 0              |
| 无形资产             | 3,798          | 4,798            | 5,298            | 5,798            | 减值损失            | -666           | 0              | 0              | 0              |
| 商誉               | 14,809         | 16,309           | 16,309           | 16,309           | 资产处置收益          | -12            | 22             | 21             | 21             |
| 长期待摊费用           | 516            | 516              | 516              | 516              | <b>营业利润</b>     | <b>194,925</b> | <b>187,703</b> | <b>177,080</b> | <b>177,976</b> |
| 其他非流动资产          | 579,755        | 635,255          | 690,755          | 741,255          | 营业外净收支          | -155           | -150           | -96            | -134           |
| <b>资产总计</b>      | <b>929,031</b> | <b>1,030,370</b> | <b>1,075,085</b> | <b>1,168,897</b> | <b>利润总额</b>     | <b>194,770</b> | <b>187,553</b> | <b>176,984</b> | <b>177,842</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>113,391</b> | <b>140,531</b>   | <b>116,865</b>   | <b>141,915</b>   | 减:所得税           | 53,093         | 46,888         | 46,016         | 46,239         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 24,690         | 24,690           | 24,690           | 24,690           | <b>净利润</b>      | <b>141,677</b> | <b>140,665</b> | <b>130,968</b> | <b>131,603</b> |
| 经营性应付款项          | 59,789         | 78,194           | 55,853           | 80,427           | 减:少数股东损益        | -23            | 0              | 0              | 0              |
| 合同负债             | 1,691          | 2,808            | 2,728            | 2,773            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>141,700</b> | <b>140,665</b> | <b>130,968</b> | <b>131,603</b> |
| 其他流动负债           | 27,221         | 34,840           | 33,594           | 34,025           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 2.98           | 2.96           | 2.75           | 2.77           |
| 非流动负债            | 217,257        | 207,057          | 196,857          | 186,657          | EBIT            | 194,674        | 186,343        | 175,157        | 176,008        |
| 长期借款             | 11,287         | 11,287           | 11,287           | 11,287           | EBITDA          | 257,526        | 232,262        | 231,234        | 237,243        |
| 应付债券             | 91,858         | 81,858           | 71,858           | 61,858           | 毛利率(%)          | 53.05          | 49.97          | 49.18          | 48.79          |
| 租赁负债             | 6,561          | 6,361            | 6,161            | 5,961            | 归母净利率(%)        | 33.56          | 32.59          | 31.72          | 31.60          |
| 其他非流动负债          | 107,551        | 107,551          | 107,551          | 107,551          | 收入增长率(%)        | 71.56          | 2.23           | -4.35          | 0.88           |
| <b>负债合计</b>      | <b>330,648</b> | <b>347,588</b>   | <b>313,722</b>   | <b>328,572</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 101.51         | -0.73          | -6.89          | 0.48           |
| 归属母公司股东权益        | 597,182        | 681,581          | 760,162          | 839,124          |                 |                |                |                |                |
| 少数股东权益           | 1,201          | 1,201            | 1,201            | 1,201            |                 |                |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>598,383</b> | <b>682,782</b>   | <b>761,363</b>   | <b>840,325</b>   |                 |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>929,031</b> | <b>1,030,370</b> | <b>1,075,085</b> | <b>1,168,897</b> |                 |                |                |                |                |

| 现金流量表(百万元) |         |          |          |          | 重要财务与估值指标      |        |        |        |        |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2022A   | 2023E    | 2024E    | 2025E    |                | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 经营活动现金流    | 205,574 | 210,787  | 172,317  | 208,245  | 每股净资产(元)       | 12.55  | 14.33  | 15.98  | 17.64  |
| 投资活动现金流    | -98,473 | -126,812 | -129,947 | -129,948 | 最新发行在外股份(百万股)  | 47,567 | 47,567 | 47,567 | 47,567 |
| 筹资活动现金流    | -64,962 | -71,872  | -67,484  | -67,227  | ROIC(%)        | 20.98  | 18.15  | 15.41  | 14.32  |
| 现金净增加额     | 44,201  | 12,103   | -25,113  | 11,070   | ROE-摊薄(%)      | 23.73  | 20.64  | 17.23  | 15.68  |
| 折旧和摊销      | 62,852  | 45,919   | 56,077   | 61,234   | 资产负债率(%)       | 35.59  | 33.73  | 29.18  | 28.11  |
| 资本开支       | -94,661 | -105,628 | -113,575 | -113,613 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 5.98   | 6.03   | 6.47   | 6.44   |
| 营运资本变动     | -6,179  | 22,985   | -15,571  | 15,073   | P/B(现价)        | 1.42   | 1.24   | 1.12   | 1.01   |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

