

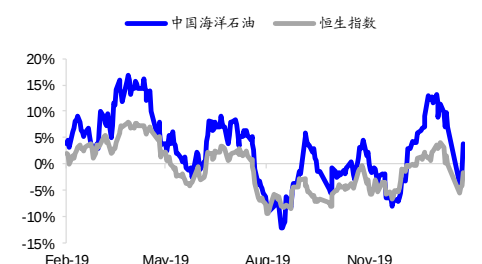
投资评级 优于大市 首次覆盖

国内海洋油气龙头，成本低、油价弹性大

股票数据

2 月 6 日收盘价 (港元)	12.60
52 周股价波动 (港元)	10.45-14.27
总股本 (百万股)	44647
总市值 (百万港元)	562558

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.8	11.5	0.6
相对涨幅 (%)	-1.5	6.6	1.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱军军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

联系人: 张璇

Tel: (021) 23219411

Email: zx12361@htsec.com

投资要点:

- **中海油是国内最大的海洋油气生产企业。**(1) 开采成本低, 2018 年盈亏平衡点对应油价 39.59 美元/桶, 低于中石油、中石化。(2) 油价弹性大: 每万股油气总产量 101.65 万桶, 领先国内主要油气企业。(3) 资产负债率低: 2019H1 资产负债率 40.2%, 低于国内外石油龙头平均 50.6% 的水平。(4) 经营性现金流相对充裕, 2017-2018 年平均股息率 5.4%, 高于国内外石油龙头平均 3.5% 的水平。
- **油气资产全球化布局。**2018 年公司并表油气储量 45.90 亿桶油当量 (原油占比 72%), 并表油气产量 124 万桶/天 (原油占比 82%), 储量寿命 10.1 年。其中, 海外油气储量、产量占比分别为 39%、32%; 国内以渤海湾、南海为主, 东海为辅, 海外分布在北美洲、亚洲 (除中国)、非洲、欧洲、南美洲、大洋洲。
- **资本支出稳步增长, 油气储产稳步提升。**2019 年公司预计实现油气产量 5.03 亿桶油当量。根据 2020 年战略展望, 公司计划 2020 年资本支出继续稳步增长至 850-950 亿元, 同比增长 6%-18%; 2020-2022 年三年产量目标分别为 5.2-5.3 亿桶油当量、5.55 亿桶油当量和 5.9 亿桶油当量, 三年复合增速 5.5%。
- **坚持成本管控, 油气开采成本持续下降。**2014-2018 年公司勘探开采成本连续五年下降。我们测算 2018 年中海油油气勘探开采盈亏平衡点对应油价 39.59 美元/桶, 成本领先中石油 (48.10 美元/桶)、中石化 (55.09 美元/桶)。
- **布局非常规油气资源和风电, 坚持绿色发展。**2019 年, 公司收购集团煤层气企业中联公司, 并参与江苏 300MW 海上风电项目, 在海洋油气主业基础上延伸产业链, 我们认为有助于提升公司竞争力。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.20、1.26、1.32 元, 2019 年 BPS 为 10.55 元, 按照 2019 年 EPS 及 10-12 倍的 PE, 给予合理价值区间 12.00-14.40 元 (按照 1 港元=0.90 元人民币折算, 对应合理价值区间为 13.33-16.00 港元/股), 对应 2019 年 PB 1.1-1.4 倍, 首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- **风险提示。**原油价格大幅波动; 公司油气增储上产进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	186390	226963	220541	227173	233629
(+/-) YoY (%)	27.2%	21.8%	-2.8%	3.0%	2.8%
净利润 (百万元)	24677	52688	53450	56448	58783
(+/-) YoY (%)	3774.0%	113.5%	1.4%	5.6%	4.1%
全面摊薄 EPS (元)	0.55	1.18	1.20	1.26	1.32
毛利率 (%)	23.6%	38.6%	37.1%	37.7%	38.1%
净资产收益率 (%)	6.5%	13.2%	12.0%	11.3%	10.6%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内最大的海洋油气开采企业	5
1.1 全球化布局，油气储产稳步增长	5
1.2 油价弹性大，现金流充裕、资产负债率低	6
2. 推进油气增储上产，坚持成本管控	7
2.1 资本开支稳步提升，积极推进增储上产	7
2.2 坚持成本管控，油气开采成本持续下降	9
2.3 油价弹性领先国内主要油气公司	10
3. 布局非常规油气资源和风电，坚持绿色发展	10
3.1 收购中联公司股权，拓展非常规气源	10
3.2 进军海上风电领域	11
4. 盈利预测与投资评级	12
5. 风险提示	13
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1	中海油集团主要业务板块.....	5
图 2	2009-2018 年中海油油气储量及增速	6
图 3	中海油油气储量全球分布（2018 年）	6
图 4	2009-2018 年中海油油气产量及增速	6
图 5	中海油油气产量全球分布（2018 年）	6
图 6	2009-2019H1 中海油营业收入及增速	6
图 7	2009-2019H1 中海油归母净利润与油价	6
图 8	2009-2019H1 中海油资产负债结构（亿元）	7
图 9	2009-2019H1 中海油资产负债率同业比较	7
图 10	2009-2019H1 中海油经营性现金流（亿元）	7
图 11	2009-2019H1 中海油股利与股息率	7
图 12	2000-2018 年我国原油产量及进口依存度	8
图 13	2000-2018 年我国天然气产量及进口依存度.....	8
图 14	国内原油产量分布（2018 年）	8
图 15	国内天然气产量分布（2018 年）	8
图 16	2012-2020E 中海油资本支出（亿元）	8
图 17	2013-2022E 中海油油气产量（百万桶油当量）	8
图 18	2019-2025 年中海油渤海稠油热采产量规划.....	9
图 19	中海油、中石油、中石化油气勘探开采盈亏平衡点对应油价（美元/桶）	10
图 20	2010-2019 年我国天然气消费量及增速	11
图 21	天然气一次能源消费结构（2018 年）	11
图 22	2012-2020E 国内煤层气产量及增速	11

表目录

表 1	2020 年计划投产新项目	9
表 2	国内油气上市公司弹性对比	10
表 3	可比公司估值表	12
表 4	中国海洋石油收入拆分	13

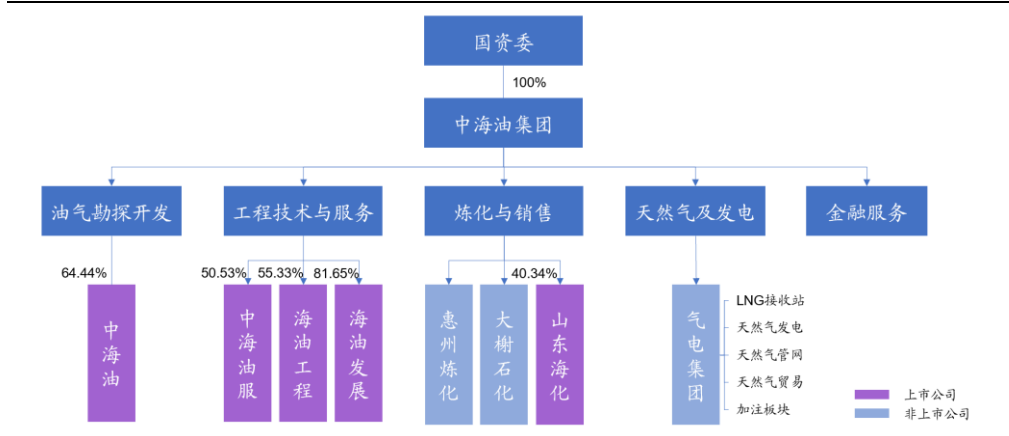
1. 国内最大的海洋油气开采企业

1.1 全球化布局，油气储产稳步增长

中国海洋石油有限公司（简称“中海油”）是国内最大的海上油气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一，公司主要业务为勘探、开发、生产及销售原油及天然气。公司于 1999 年 8 月在中国香港注册成立，2001 年 2 月陆续在纽交所和港交所挂牌上市。

隶属中海油集团，集团全产业链布局完善。中海油集团持有中海油 64.44% 股权。集团目前主要包括油气勘探开发、工程技术与服务、炼化与销售、天然气及发电、金融服务等五大业务板块，上游拥有油气资源，下游布局炼化、天然气及发电业务，同时配套工程技术服务，产业链一体化协调发展。

图1 中海油集团主要业务板块



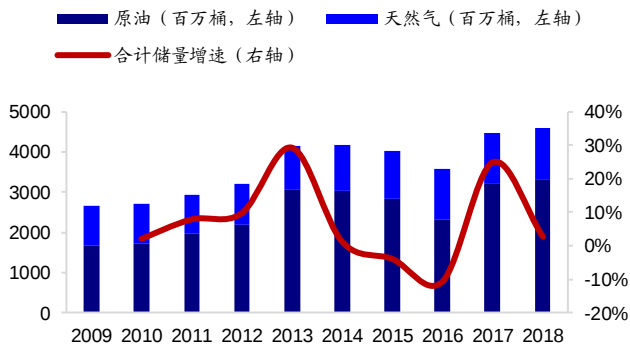
注：持股比例表示中海油集团直接或间接控制的股权比例。

资料来源：Wind,《中国海洋石油总公司 2016 年度第一期超短期融资券募集说明书》，中国海洋石油、中海油服、海油工程、山东海化 2018 年报，气电集团官网，海通证券研究所

油气储产稳步增长。2009-2018 年，公司储量、产量年均复合增速分别为 6.3%、8.0%。截至 2018 年，公司并表油气储量 45.90 亿桶油当量（原油占比 72%），并表油气产量 124 万桶/天（原油占比 82%），储量寿命 10.1 年。此外，2018 年公司以权益法核算的油气净证实储量、产量分别为 3.72 亿桶油当量、5.81 万桶/天。

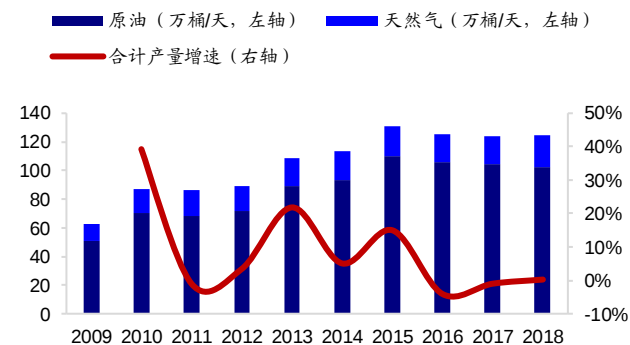
油气资产全球化布局。2018 年，公司海外油气储量、产量占比分别为 39%、32%。具体看，国内以渤海湾、南海为主，东海为辅，2018 年渤海湾、南海西部、南海东部、东海油气储量分别占比 27%、18%、13%、3%；海外主要分布在北美洲、亚洲（除中国）、非洲、欧洲、南美洲、大洋洲，2018 年储量占比分别为 26%、4%、3%、3%、2%、1%。

图2 2009-2018 年中海油油气储量及增速



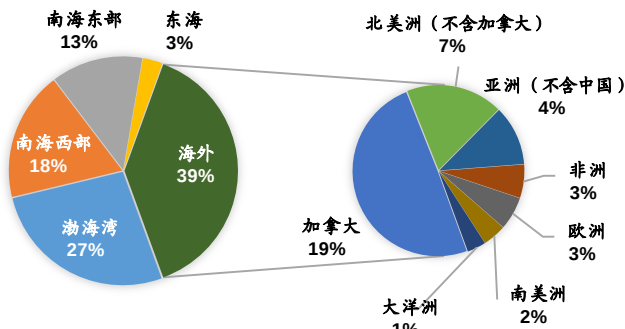
资料来源：中海油 2009-2018 年报，海通证券研究所

图4 2009-2018 年中海油油气产量及增速



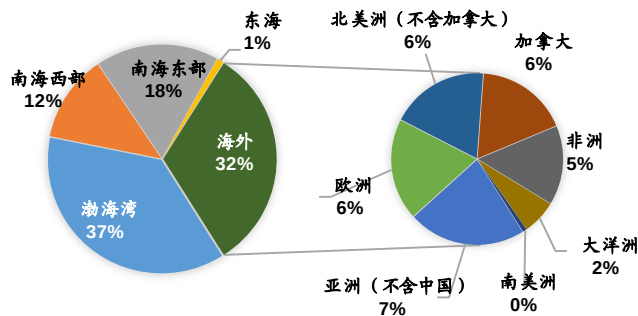
资料来源：中海油 2009-2018 年报，海通证券研究所

图3 中海油油气储量全球分布 (2018 年)



资料来源：中海油 2018 年报，海通证券研究所

图5 中海油油气产量全球分布 (2018 年)

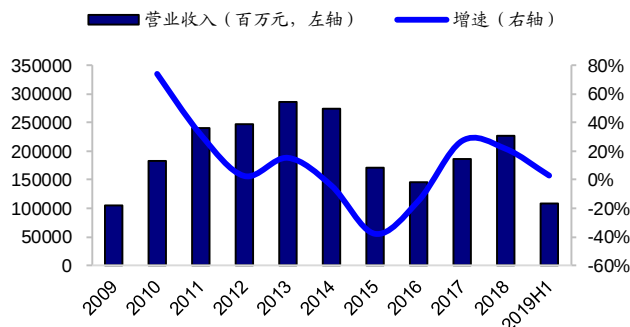


资料来源：中海油 2018 年报，海通证券研究所

1.2 油价弹性大，现金流充裕、资产负债率低

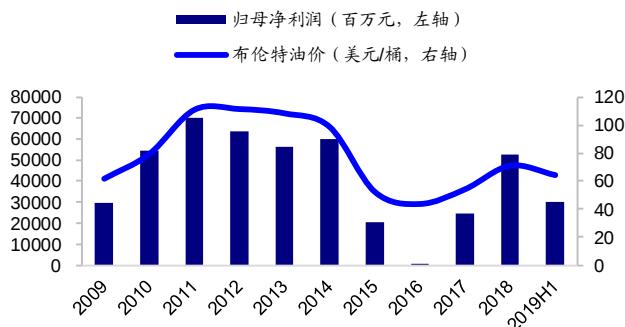
油价是影响公司盈利的重要因素。作为纯油气开采类公司，中海油盈利受油价影响较大，净利润波动与油价走势基本一致。在 2011-2014 年高油价时期，公司收入 2400 亿元以上，归母净利润规模基本维持在 550-700 亿元（2011 年最高达 702.55 亿元）；2016 年，布油均价跌至 44 美元/桶低位，公司实现收入 1465 亿元，归母净利润降至 6.37 亿元的历史低位。2017 年以来，油价企稳回升，公司盈利逐步改善。2019H1，公司实现营业收入 1088.80 亿元，同比+3.06%；归母净利润 302.53 亿元，同比+18.75%。

图6 2009-2019H1 中海油营业收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

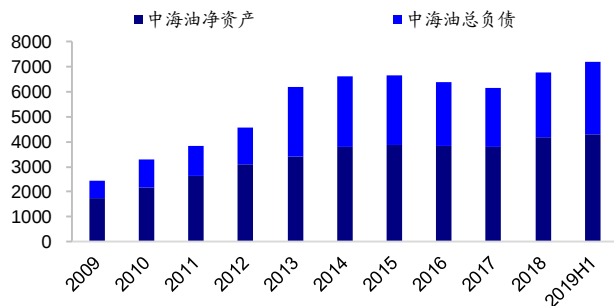
图7 2009-2019H1 中海油归母净利润与油价



资料来源：Wind，海通证券研究所

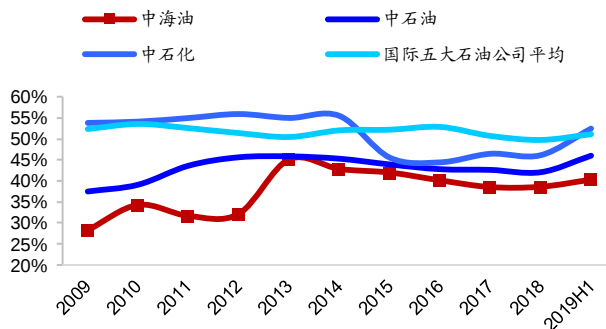
资产负债率低于国内外油气龙头。2019H1，中海油总资产 7205 亿元，净资产 4309 亿元，资产负债率 40.2%，低于国内中石油、中石化及国际五大石油龙头（埃克森美孚、雪佛龙、BP、壳牌、道达尔）平均 50.6% 的水平。

图8 2009-2019H1 中海油资产负债结构 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

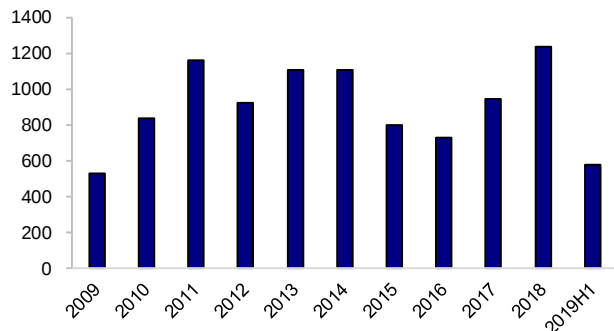
图9 2009-2019H1 中海油资产负债率同业比较



资料来源: Wind, 海通证券研究所

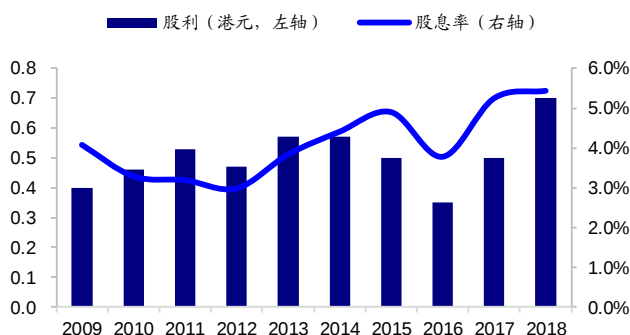
经营性现金流相对充裕，股息率高于国内外石油龙头平均水平。2010-2018 年公司经营性净现金流基本稳定在 800-1200 亿元区间。2017-2018 年随着油价回升，公司盈利能力和现金流改善，每股股利有所提升，平均股利支付率 64%，平均股息率 5.4%，高于国内中石油、中石化及国际五大石油龙头平均 3.5% 的水平。

图10 2009-2019H1 中海油经营性现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 2009-2019H1 中海油股利与股息率



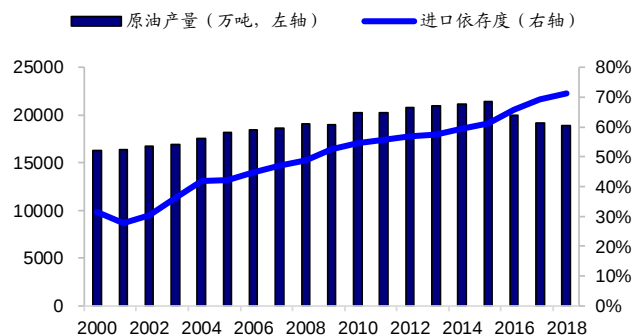
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 推进油气增储上产，坚持成本管控

2.1 资本开支稳步提升，积极推进增储上产

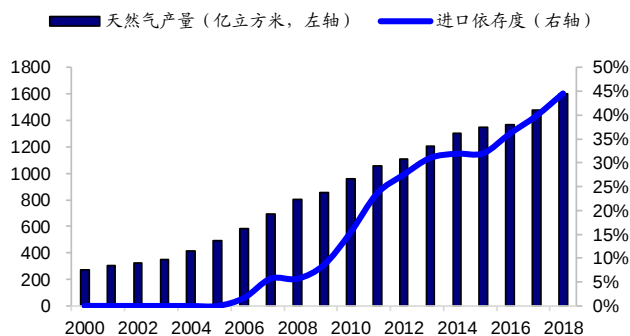
我国油气进口依存度逐年提升，保障能源安全成为重要任务。2000 年以来，我国油气进口依存度快速提升，到 2018 年原油、天然气进口依存度分别达到 71%、44%。原油产量由于上游资本支出减少，2016-2018 年连续三年出现下降，2018 年降至 1.9 亿吨以下。在此背景下，2018 年 8 月，三桶油分别召开管理层会议，研究部署提升国内油气勘探开发力度，确保原油产量稳中有升。

图12 2000-2018 年我国原油产量及进口依存度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

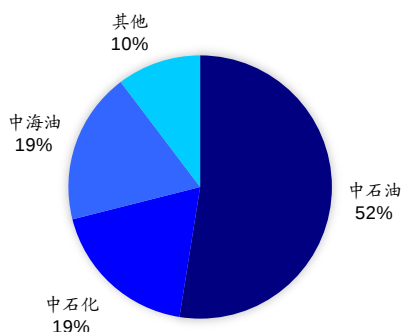
图13 2000-2018 年我国天然气产量及进口依存度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

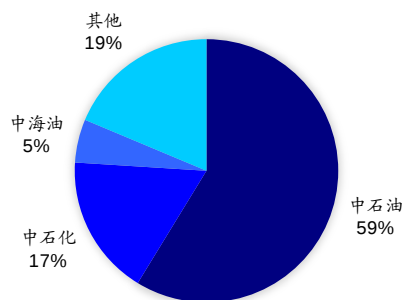
海洋油气资源是重要战略补充。目前我国石油开采主要来自陆上，2018 年中海油国内原油、天然气产量占全国比例分别仅 19%、5%。陆上油田很多已进入二次采油、三次采油阶段，开采成本高、增产难度大。而我国海洋油气探明程度还较低，据中国石化新闻网的数据，根据第三次石油资源评价结果，我国海洋石油资源量为 246 亿吨，占全国石油资源总量的 23%；海洋天然气资源量为 16 万亿立方米，占总量的 30%。我国海洋石油探明程度为 12%，海洋天然气探明程度为 11%，远低于世界平均水平，处于勘探开发早中期阶段，未来增产潜力大。

图14 国内原油产量分布（2018 年）



资料来源: Wind, 中石油、中石化、中海油 2018 年报, 海通证券研究所

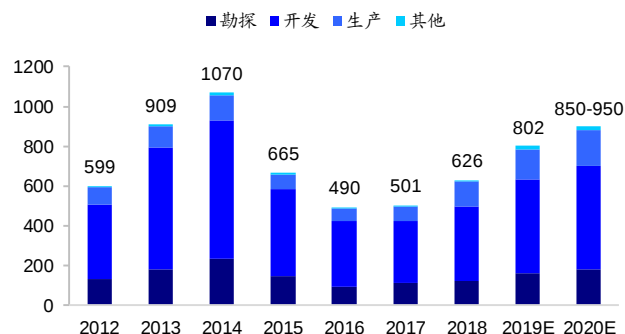
图15 国内天然气产量分布（2018 年）



资料来源: Wind, 中石油、中石化、中海油 2018 年报, 海通证券研究所

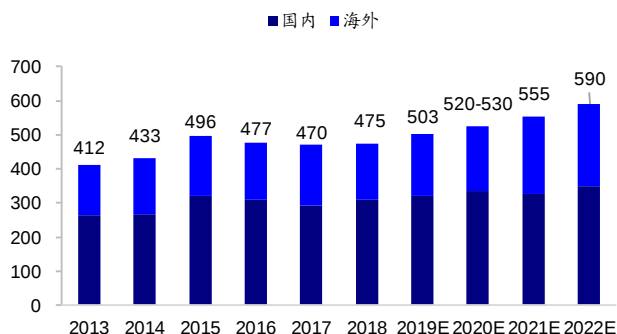
资本支出及产量计划稳步提升。2018-2019 年，中海油资本支出实现较快增长，公司预计 2019 年资本支出 802 亿元，同比增长 28%。资本支出增长带动公司油气产量稳步提升，2019 年公司预计实现油气产量 5.03 亿桶油当量（其中国内占比约 64%），同比+5.9%。根据公司 2020 年战略展望，公司计划 2020 年资本支出继续稳步增长至 850-950 亿元，同比增长 6%-18%；2020-2022 年三年产量目标分别为 5.2-5.3 亿桶油当量、5.55 亿桶油当量和 5.9 亿桶油当量，三年复合增速 5.5%。

图16 2012-2020E 中海油资本支出（亿元）



资料来源: 中海油 2014-2020 战略展望及业绩发布, 海通证券研究所

图17 2013-2022E 中海油油气产量（百万桶油当量）



资料来源: 中海油 2014-2020 战略展望及业绩发布, 海通证券研究所

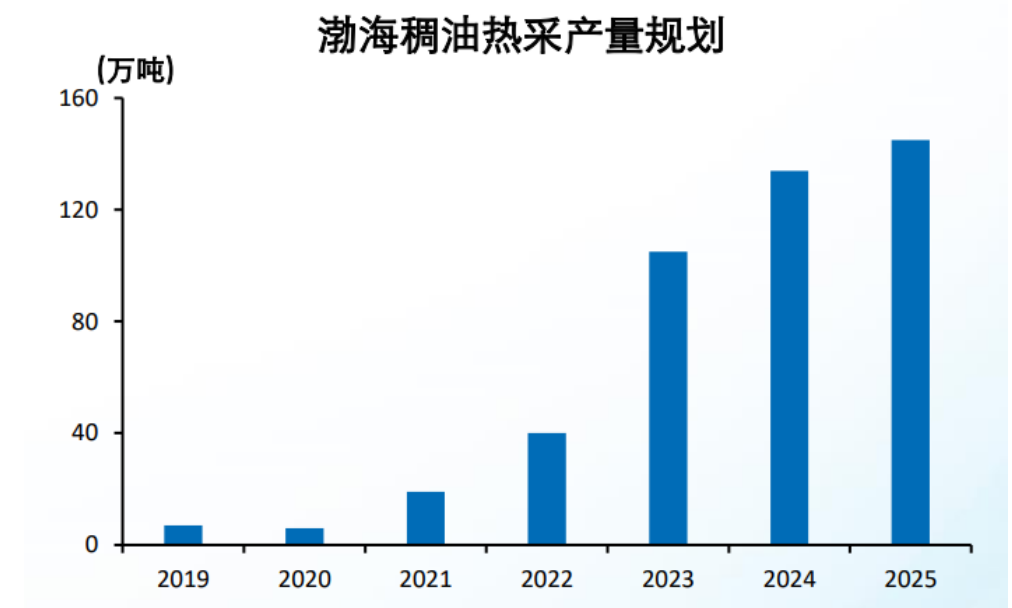
新项目稳步推进，支撑公司产量增长。根据公司 2020 年战略展望，2020 年公司计划新投产 10 个项目，主要包括南美圭亚那 Liza 油田一期（公司持权益 25%）、南海东部流花 16-2 油田/流花 20-2 油田联合开发项目、渤海旅大 16-3/21-2 联合开发项目等。此外，公司未来新项目还包括陵水 17-2 气田群开发项目（2019 年 12 月全面进入开发阶段，建成后每年为粤港琼地区稳定供气超过 30 亿立方米）、圭亚那 Liza 油田二期（预计 2022 年投产，高峰产量 22 万桶油当量/天）、圭亚那 Payara 项目（预计最早 2023 年投产，高峰产量 22 万桶油当量/天）等。

表 1 2020 年计划投产新项目

项目	位置	预计投产时间	高峰产量 (万桶油当量/天)	权益
Liza 油田一期	圭亚那	2019 年 12 月提前投产	12.00	25%
蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期	渤海	2020H1	1.27	51%
秦皇岛 33-1 南油田一期	渤海	2020H1	0.60	100%
渤中 19-6 凝析气田试验区	渤海	2020H2	1.20	100%
旅大 16-3/21-2 联合开发项目	渤海	2020H2	2.65	100%
南堡 35-2 油田 S1 井区	渤海	2020H2	0.18	100%
锦州 25-1 油田 6/11 井区	渤海	2020H2	1.65	100%
流花 29-1 气田开发项目	南海东部	2020H2	1.03	25%
流花 16-2 油田/流花 20-2 油田联合开发项目	南海东部	2020H2	7.28	100%
Buzzard 油田二期	英国	2020H2	3.70	43.21%

资料来源：中海油 2020 年战略展望，海通证券研究所

技术进步有望释放稠油储量。公司稠油探明储量约 6 亿吨，相比 2018 年公司净探明原油储量 32.98 亿桶（约 4.52 亿吨）而言，稠油储量规模大；但由于技术限制，公司目前仅动用 1 亿吨储量，热采年贡献产量不到 10 万吨。2019 年上半年，公司国内海上首个特稠油整体注热开发项目旅大 5-2 北油田采用过热蒸汽锅炉以提升热采效率，为大规模动用海上特稠油储量起到示范效应。我们预计随着公司稠油热采技术持续发展，公司稠油热采成本和开发门槛将进一步降低，未来公司稠油拥有较大增储上产潜力。根据公司 2020 年战略展望，公司预计 2025 年渤海稠油热采产量有望达到约 120-160 万吨。

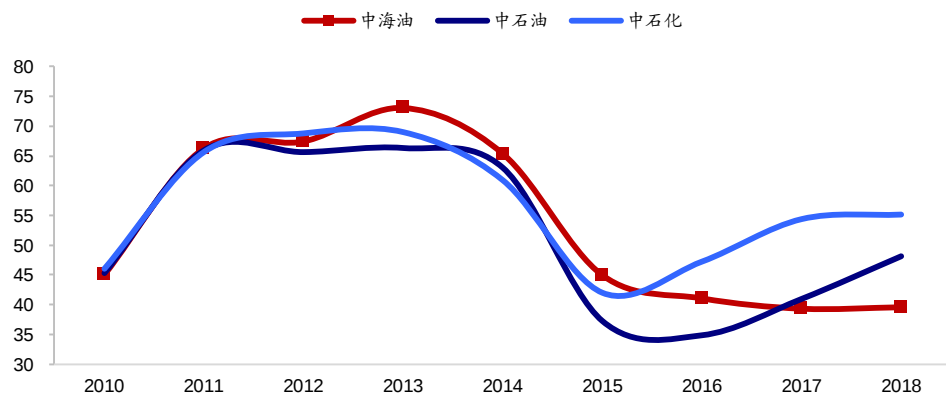
图18 2019-2025 年中海油渤海稠油热采产量规划


资料来源：中海油 2020 年战略展望，海通证券研究所

2.2 坚持成本管控，油气开采成本持续下降

2014 年初, 公司提出开展“质量效益年”活动, 通过科技创新和管理创新严格控制成本, 2014-2018 年公司勘探开采成本连续五年下降。若考虑税前所有成本 (包括生产成本、勘探费用、折旧折耗与摊销、营业税金、弃置费用等), 我们测算 2018 年中海油油气勘探开采盈亏平衡点对应油价不到 40 美元/桶 (39.59 美元/桶), 成本领先中石油 (48.10 美元/桶)、中石化 (55.09 美元/桶)。

图19 中海油、中石油、中石化油气勘探开采盈亏平衡点对应油价 (美元/桶)



资料来源: 中海油、中石油、中石化 2010-2018 年报, 海通证券研究所

2.3 油价弹性领先国内主要油气公司

与国内主要油气上市公司对比, 2018 年中海油油气总产量 4.54 亿桶, 规模仅次于中石油, 与中石化大体相当。根据海通证券研究所测算, 中海油每万股油气总产量 101.65 万桶、每万股原油产量 83.60 桶, 油价弹性领先国内主要油气公司, 即油价每上涨 1 美元, 中海油 EPS 增量最大。

表 2 国内油气上市公司弹性对比

指标	单位	中国海洋石油	中国石油	中国石化	新潮能源	洲际油气	新奥股份
总股本	亿股	446	1830	1211	68	23	12
油气总产量	百万桶	454	1492	451	15	7	4
原油产量	万吨	5113	12049	4055	177	95	20
天然气产量	亿立方米	132	1022	277	3	0	4
每万股油气总产量	桶	101.65	81.50	37.29	21.65	30.62	30.31
每万股原油产量	桶	83.60	48.64	23.83	19.03	30.62	11.61
每万股天然气产量	立方米	2961	5584	2286	446	0	3179

注: 油气产量数据为 2018 年数据。

资料来源: 上市公司 2018 年报, Wind, 海通证券研究所测算

3. 布局非常规油气资源和风电, 坚持绿色发展

绿色发展是中海油集团重要发展方向。根据新华网援引经济参考报信息, 2019 年 6 月 10 日, 中海油集团首次发布《绿色发展行动计划》, 从绿色油田建设、清洁能源供给和绿色低碳发展三个层面, 形成了绿色发展的整体框架和发展思路, 并明确了近期 2020 年、中期 2035 年、远期 2050 年三个阶段的绿色发展目标。《计划》提到, 坚持“增储上产、稳油增气”的发展原则, 加快非常规天然气开发, 积极获取煤层气和页岩气区块; 发展新能源新业务, 大力推进海上风电产业开发, 积极探索天然气水合物商业化开发, 持续关注氢能和海洋能等技术的发展动态和产业化进程。

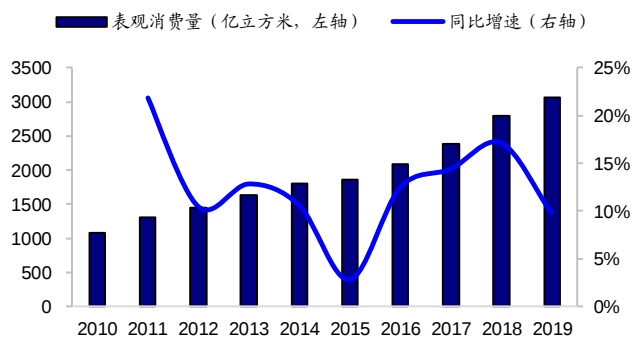
3.1 收购中联公司股权, 拓展非常规气源

收购集团旗下煤层气子公司。2019 年 10 月 11 日, 公司全资子公司中海石油中国

完成收购控股股东中海油持有的中联煤层气公司 100% 股权，对价约 53.35 亿元。中联公司成立于 1996 年，主要在国内进行煤层气的开采及销售，拥有国家煤层气对外合作专营权。截至 2018 年 11 月，中联煤共 32 个煤层气探矿权（探矿权 30 个，采矿权 2 个），总面积 1.82 万平方公里，占全国煤层气区块面积 35%，区块内非常规天然气资源总量达 2.84 万亿立方米，累计探明储量 3201 亿立方米，形成了晋西陕东、晋中、晋东南三个主要储量及作业区。根据新浪援引的山西省日报信息，2018 年中联煤公司在山西煤层气年产量 15 亿立方米。截至 2018 年底，公司总资产、净资产分别为 77.67 亿元、22.06 亿元，2018 年实现净利润 1754.44 万元。

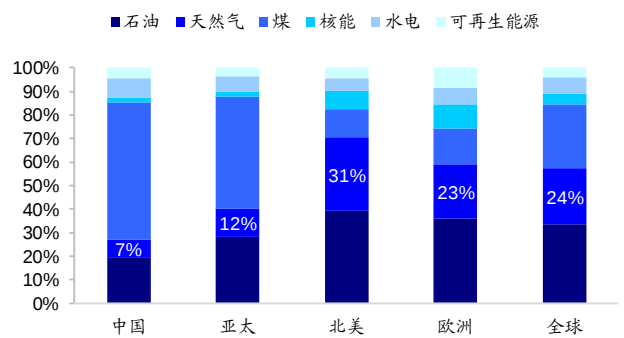
国内天然气消费有望维持较快增长。2010-2019 年，我国天然气消费量快速增长，表观消费量年均复合增速 12.4%。2019 年，我国天然气表观消费量 3071 亿立方米，同比+9.8%。根据天然气“十三五”规划，到 2020 年我国天然气占一次能源消费比例达到 8.3%-10%（2018 年这一比例为 7.4%，低于全球平均 24% 的水平），我们预计国内天然气消费仍有望维持较快增长。

图 20 2010-2019 年我国天然气消费量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

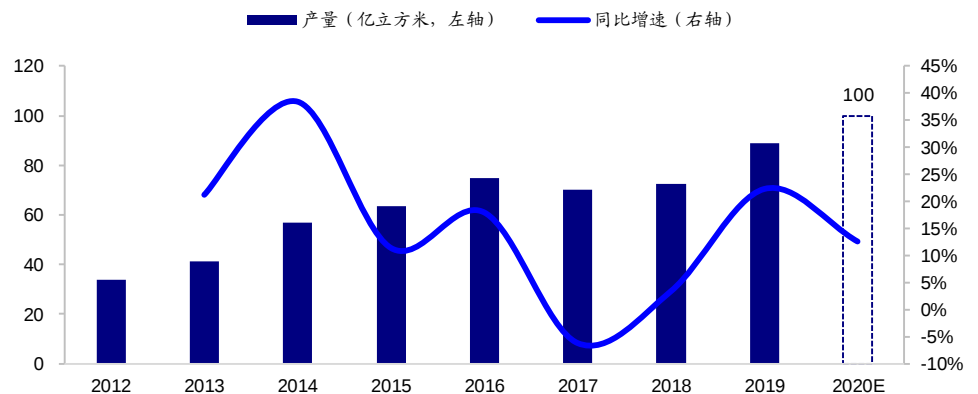
图 21 天然气一次能源消费结构（2018 年）



资料来源：BP 能源统计 2019，海通证券研究所

非常规气源提供有效补充。2018 年我国天然气对外依存度超过 40%，为保障国内供给，我们认为致密气、页岩气、煤层气等非常规天然气将提供有效补充。2012-2019 年我国煤层气产量快速增长，从 34 亿立方米增长至 89 亿立方米，年均复合增速 14.7%。根据天然气“十三五规划”，十三五期间将重点开展沁水、鄂尔多斯盆地煤层气勘查工作，努力在新疆等西北地区低阶煤层气获得新的突破，探索滇东黔西含气盆地群高应力区煤层气资源勘查，2020 年计划煤层气（地面抽采）产量 100 亿立方米。

图 22 2012-2020E 国内煤层气产量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 进军海上风电领域

借助海上作业优势，布局海上风电项目。2019 年 1 月，中海油进入江苏省海上风电项目。根据国资委援引的中海油集团信息，2019 年 7 月 2 日，中海油融风能源有限

公司在上海正式揭牌成立。目前公司第一个合作开发的海上风电项目（江苏竹根沙（H2#）300MW 海上风电场项目）正式开工，预计 2020 年实现全面并网发电。

江苏竹根沙（H2#）300MW 海上风电场项目由东台双创新能源开发有限公司（江苏双创新能源开发有限公司全资子公司）投资建设，中海油持股 38%。根据江苏省海洋与渔业局披露的项目环境影响报告书（报批稿），项目计划静态总投资 52.35 亿元，主要包括 50 台单机容量 4MW 的风力发电机组、17 台单机容量为 6MW 的风力发电机组、一座 220kV 海上升压站等，装机容量 302MW，设计年平均上网发电量 79710 万 kWh。我们按照上网电价 0.85 元/kWh 计算，预计项目年均实现收入 6.78 亿元。我们认为公司具有海上工程和资源优势，海上风电与现有主业具有一定协同，有助于延伸公司产业链布局，提升整体竞争力。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.20、1.26、1.32 元，2019 年 BPS 为 10.55 元。结合国内外石油龙头企业估值，我们按照 2019 年 EPS 及 10-12 倍 PE，给予合理价值区间 12.00-14.40 元（按照 1 港元=0.90 元人民币折算，对应合理价值区间为 13.33-16.00 港元/股），对应 2019 年 PB 1.1-1.4 倍，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
0857.HK	中国石油股份	5823	0.29	0.30	0.33	10.97	10.61	9.64	0.48
601857.SH	中国石油	9645	0.29	0.30	0.33	18.17	17.57	15.97	0.79
0386.HK	中国石油化工股份	4660	0.52	0.49	0.53	7.40	7.85	7.26	0.63
600028.SH	中国石化	5690	0.52	0.49	0.53	9.04	9.59	8.87	0.76
XOM.N	埃克森美孚	18532	34.15	23.51	23.16	12.83	18.63	18.91	1.40
均值			7.15	5.02	4.98	11.68	12.85	12.13	0.81

注：收盘价为 2020 年 2 月 6 日价格，EPS 为 wind 一致预期，总市值与 EPS 单位均用人民币表示。

资料来源：Wind，海通证券研究所

2019-2021 年主要盈利假设：

- （1）假设石油产量稳定增长（增速维持 0.2%），天然气产量维持较快增长（增速维持 7%）；
- （2）假设石油和天然气实现价格相对稳定，2019-2021 年实现油价分别为 61.89 美元/桶、61.50 美元/桶、61.50 美元/桶，天然气实现价格均为 3.50 美元/千立方英尺；
- （3）假设 2019-2021 年贸易收入增速分别为 20%/15%/10%，其他收入增速维持 5%。

表 4 中国海洋石油收入拆分

	2018	2019E	2020E	2021E
油气销售收入 (百万元)	185872	172021	171928	173149
石油液体产量 (桶/天)	1022590	1024635	1026684	1028738
石油产量增速	-1.9%	0.2%	0.2%	0.2%
天然气产量 (百万立方英尺/天)	1279	1368	1464	1567
天然气产量增速	10.8%	7.0%	7.0%	7.0%
实现油价 (美元/桶)	67.22	61.89	61.50	61.50
天然气实现价格 (美元/千立方英尺)	6.41	3.50	3.50	3.50
贸易收入 (百万元)	35830	42996	49445	54390
贸易收入增速	24%	20%	15%	10%
其他收入 (百万元)	5261	5524	5800	6090
其他收入增速	-6%	5%	5%	5%
收入合计 (百万元)	226963	220541	227173	233629

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

原油价格大幅波动; 公司油气增储上产进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	226963	220541	227173	233629
每股收益	1.18	1.20	1.26	1.32	营业成本	139438	138703	141454	144558
每股净资产	9.35	10.55	11.81	13.13	毛利率%	38.6%	37.1%	37.7%	38.1%
每股经营现金流	2.77	2.25	2.31	2.36	营业税金及附加	9127	9479	9601	9746
每股股利	0.40	0.41	0.43	0.45	营业税金率%	4.0%	4.3%	4.2%	4.2%
价值评估 (倍)					销售、一般及行政费用	7286	7583	7681	7796
P/E	9.60	9.46	8.96	8.60	销售、一般及行政费用%	3.2%	3.4%	3.4%	3.3%
P/B	1.21	1.07	0.96	0.86	管理费用				
P/S	2.23	2.29	2.23	2.16	管理费用率%				
EV/EBITDA					EBIT	80214	81456	85539	88875
股息率 (%)	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%	财务费用	5037	5099	4899	4899
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%
毛利率	38.6%	37.1%	37.7%	38.1%	资产减值损失	567	632	640	650
净利润率	23.2%	24.2%	24.8%	25.2%	投资收益	3685	5000	5000	5000
净资产收益率	13.2%	12.0%	11.3%	10.6%	营业利润	80239	74256	78039	81275
资产回报率	8.1%	7.6%	7.4%	7.1%	营业外收支	822	450	450	450
投资回报率					利润总额	75177	76357	80640	83975
盈利增长 (%)					EBITDA				
营业收入增长率	21.8%	-2.8%	3.0%	2.8%	所得税	22489	22907	24192	25193
EBIT 增长率	193.7%	1.5%	5.0%	3.9%	有效所得税率%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	113.5%	1.4%	5.6%	4.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	52688	53450	56448	58783
资产负债率	38.5%	36.0%	33.7%	31.6%					
流动比率	2.7	2.8	3.2	3.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	货币资金	14432	16000	17000	18000
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收款项	21686	22054	22717	23363
经营效率指标 (%)					存货	5852	5779	5658	5560
应收帐款周转天数	36.1	36.5	36.5	36.5	其它流动资产	148112	148412	148526	148895
存货周转天数	15.3	15.2	14.6	14.0	流动资产合计	190082	233245	276902	321818
总资产周转率	8.1%	7.6%	7.4%	7.1%	长期股权投资	28749	29749	30749	31749
固定资产周转率	13.1%	13.0%	13.6%	13.9%	固定资产	407337	411944	418580	427152
					在建工程				
					无形资产	1125	1075	1025	975
					非流动资产合计	488697	502254	517840	535362
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	678779	735499	794742	857180
净利润	52688	53450	56448	58783	短期借款	7042	18807	20002	21996
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款及票据	32686	33830	34501	35258
非现金支出	50640	47393	47365	47428	预收账款				
非经营收益	753	911	943	745	其它流动负债	14813	15438	15902	16354
营运资金变动	19802	-1201	-1601	-1601	流动负债合计	70242	83513	86307	89962
经营活动现金流	123883	100552	103154	105355	长期借款	132479	122479	122479	122479
资产	590	350	550	550	其它长期负债	58693	58693	58693	58693
投资	-50675	-54000	-56000	-58000	非流动负债合计	191172	181172	181172	181172
其他	-44776	-42000	-43000	-44000	负债总计	261414	264685	267479	271134
投资活动现金流	-94861	-95650	-98450	-101450	实收资本	43081	43081	43081	43081
债权募资	1300	-10000	0	0	普通股股东权益	417365	470815	527263	586045
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-28670	-5099	-4899	-4899	负债和所有者权益合计	678779	735499	794742	857180
融资活动现金流	-27370	-3334	-3704	-2905					
现金净流量	1860	1568	1000	1000					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2020 年 2 月 6 日

资料来源：公司年报 (2018 年)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,浙江龙盛,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新潮能源,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,恒逸石化,华鲁恒升

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李 凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com