

With obvious cost advantages, leading SOE in offshore oil and gas industry awaits valuation repairment

Buy (Maintain)

30 May 2023

 Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	422,230	431,660	412,881	416,497
Growth (YoY %)	72%	2%	-4%	1%
Net profit (RMB mn)	141,700	140,665	130,968	131,603
Growth (YoY %)	102%	-1%	-7%	0.48%
EPS (RMB)	2.98	2.96	2.75	2.77
P/E (x)	5.98	6.03	6.47	6.44

Key words: # P/E lower than historical average of last 10 years # High dividend yield

Investment Thesis

- **Obvious cost advantage constitutes the main investment logic of CNOOC:** low cost is the core competitiveness of oil companies and the key to improving profits and resisting oil price fluctuations, enabling the company to maintain the ability to earn profits under low and medium oil prices. In 2022, CNOOC's full barrel cost was approximately USD30/barrel, implying a significant cost advantage.
- **CNOOC maintains high capital expenditure and output growth:** the company's capital expenditure for 2022 was RMB102.5bn, and the plan for 2023 is RMB100-110bn. In 2022, CNOOC's net oil and gas output was 60.225 million barrels of oil equivalent, and the company's oil and gas output targets for 2023-2025 are 6.5-6.6, 6.9-7.0, and 7.3-7.4 million barrels of oil equivalent respectively, and the proportion of overseas production gradually increases.
- **Rich offshore resources help CNOOC to maintain sustainable growth:** in 2022, CNOOC's additional production accounted for more than half of the country's total oil production increase. The reserve replacement rate exceeds 100%, and its reserve life is maintained at ~10 years. The reserve life of PetroChina continued to decline, and the reserve life of Sinopec was maintained at ~6 years. CNOOC's sustainable development situation is leading the three major oil companies.
- **Earnings Forecast & Rating:** We forecast CNOOC's 2023-2025 net profit to be RMB140.665/130.968/131.603bn, indicating P/E of 6.03x/6.47x/6.44x. Considering CNOOC's benefit from the high level of crude oil price and production increase, its valuation is at the bottom when compared with the large cycle of oil price from 2010 to 2021, and obviously lower than peers. In addition, with the re-emphasis of the SASAC on SOEs, we maintain our "Buy" rating on CNOOC (600938.SH) / CNOOC (0883.HK).
- **Risks:** 1) Economic recession; 2) Oil price fluctuation; 3) Faster substitution of traditional oil with renewables; 4) Economic sanctions.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	17.82
52-week Range (RMB)	12.96/20.49
P/B (X)	1.42
Float Cap (RMB mn)	31,188.30
Market Cap (RMB mn)	847,639.73

Basic Data

BVPS (RMB, LF)	12.55
Liabilities/assets (% , LF)	35.59
Total Issued Shares (mn)	47,566.76
Shares outstanding (mn)	1,750.19

Related reports

《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

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Shuxian Chen (陈淑娴)* and *Jingjing Guo (郭晶晶)*.

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 5 月 30 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

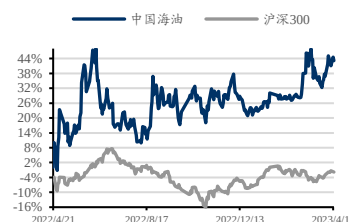
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	422,230	431,660	412,881	416,497
同比	72%	2%	-4%	1%
归属母公司净利润 (百万元)	141,700	140,665	130,968	131,603
同比	102%	-1%	-7%	0.48%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.98	2.96	2.75	2.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.98	6.03	6.47	6.44

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢陈淑娟和郭晶晶的指导。

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。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。

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。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。

2. 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。

3. 绝对估值法

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。

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。

4. 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。

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。

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。

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。

5. 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。

6. 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。

中国海油三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	264,679	295,937	272,728	303,775	营业总收入	422,230	431,660	412,881	416,497
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
非流动资产	664,352	734,433	802,356	865,122	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	营业利润	194,925	187,703	177,080	177,976
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
资产总计	929,031	1,030,370	1,075,085	1,168,897	利润总额	194,770	187,553	176,984	177,842
流动负债	113,391	140,531	116,865	141,915	减:所得税	53,093	46,888	46,016	46,239
短期借款及一年内到期的非	24,690	24,690	24,690	24,690	净利润	141,677	140,665	130,968	131,603
流动负债					减:少数股东损益	-23	0	0	0
经营性应付款项	59,789	78,194	55,853	80,427	归属母公司净利润	141,700	140,665	130,968	131,603
合同负债	1,691	2,808	2,728	2,773	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.98	2.96	2.75	2.77
其他流动负债	27,221	34,840	33,594	34,025	EBIT	194,674	186,343	175,157	176,008
非流动负债	217,257	207,057	196,857	186,657	EBITDA	257,526	232,262	231,234	237,243
长期借款	11,287	11,287	11,287	11,287	毛利率(%)	53.05	49.97	49.18	48.79
应付债券	91,858	81,858	71,858	61,858	归母净利率(%)	33.56	32.59	31.72	31.60
租赁负债	6,561	6,361	6,161	5,961	收入增长率(%)	71.56	2.23	-4.35	0.88
其他非流动负债	107,551	107,551	107,551	107,551	归母净利润增长率(%)	101.51	-0.73	-6.89	0.48
负债合计	330,648	347,588	313,722	328,572					
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					
所有者权益合计	598,383	682,782	761,363	840,325					
负债和股东权益	929,031	1,030,370	1,075,085	1,168,897					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	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(香港), 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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

