

石油化工

证券研究报告
2019年08月03日

专题：揭开沙特阿美神秘面纱

投资评级
行业评级 中性(维持评级)
上次评级 中性

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 联系人
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

沙特阿美继发行 120 亿美金债券后，首度在官网披露了年报。包括了 17、18 年完整的财务数据，但 18 年经营数据尚未披露，只能参照此前 2017 年的“fact & figures”。尽管数据并不完善，我们仍可从中一窥这家油气行业神秘巨头的真容。

1. 沙特阿美：与沙特国家密不可分的关系

沙特阿美是沙特阿拉伯石油公司及其子公司的总称。在 2018 年 1 月 1 日，根据部长议会决议，改组为股份公司，总股本为 2000 亿股。

根据油气法案 (Hydrocarbons Law)，沙特阿美对于国内油气开发拥有排他权力，但同时必须遵守国家的产量上限，并维持产能的要求。

2. 上游业务：生产成本不到 10 美金/桶，税收成本占比较高

沙特阿美拥有非常高的储量寿命。为了弥补全球最大油田 Ghawar 的衰减，公司开始转向相对高成本的海上油田。

沙特阿美油气（包括原油、凝析油、天然气）综合平均完全成本在 15~19 美金/桶（除利息和所得税之外的所有成本）。其中资源税占到一半以上，DDA+ 现金操作成本不到 7 美金/桶。

3. 下游业务：成本盈利结构与美国同行类似

沙特阿美总炼油能力 2.5 亿吨/年，与中国石化接近（2017 年数据），但化工产能仍显不足。公司非常重视炼化项目的扩张，主要方式是收购一些合资项目的剩余股权，以及现有项目的扩能。

沙特阿美的炼油板块成本、盈利结构与美国同行相近。裂解价差估算在 10 美金/桶左右，DDA 成本在 1.5~2 美金/桶之间，EBIT 接近 4 美金/桶（2017 年数据）。

风险提示： 税收条件剧烈变化的风险；炼化海外扩张失败的风险；2018 年经营数据不足可能带来估算误差。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《石油化工-行业点评:义马气化厂爆炸:利多醋酸,利空甲醇》2019-07-21
- 《石油化工-行业专题研究:全球开启新一轮 LNG 投资浪潮》2019-07-21
- 《石油化工-行业投资策略:2019 年中期策略:逆流而上、淘沙见金》2019-07-08

内容目录

1. 沙特阿美：与沙特国家密不可分的关系.....	3
2. 上游业务：极低的成本，特殊的成本结构.....	3
3. 下游业务：成本盈利结构与美国同行类似.....	4

图表目录

图 1：原油+凝析油产量（左轴，百万桶/天）和储量寿命（右轴，年）.....	3
图 2：天然气产量（左轴，百万立方英尺/天）和储量寿命（右轴，年）.....	3
图 3：原油、天然气、NGL 产量结构.....	3
图 4：主要油田生产能力(百万桶/天，左轴) 及储量寿命（年，右轴）.....	3
图 5：上游板块成本、盈利结构（美金/桶）.....	4
图 6：Oman 油价（左轴，美金/桶）及沙特亚洲官价升贴水（右轴）.....	4
图 7：沙特阿美下游板块成本、盈利结构与国际同行比较.....	5
表 1：沙特阿美炼厂加工能力（万吨/年）.....	4
表 2：沙特阿美化工品产能（万吨/年）.....	5

1. 沙特阿美：与沙特国家密不可分的关系

沙特阿美是沙特阿拉伯石油公司及其子公司的总称。总部位于沙特阿拉伯王国达兰省。公司成立于1988年11月，前身历史可追溯到1933年。在2018年1月1日，根据部长议会决议，改组为股份公司，总股本为2000亿股。

公司业务包括：上游业务（原油和天然气勘探、生产运输、销售），下游业务（生产、运输、销售石油制品）

沙特阿美公司与沙特王国的关系：根据油气法案（Hydrocarbons Law），沙特所有的碳氢化合物资源都属于沙特王国所有，且沙特王国有权决定公司的碳氢化合物生产量上限，以及公司必须维持的最大生产能力。另一方面，根据2017年12月的“许可协议”，公司对于获批区块油气资源的勘探、钻井、评价、开发、采油，拥有排他权力，年限是40+20+40年。公司在油气销售方面也拥有排他权力。在石油炼制、及制品销售方面拥有非排他权力。

2. 上游业务：极低的成本，特殊的成本结构

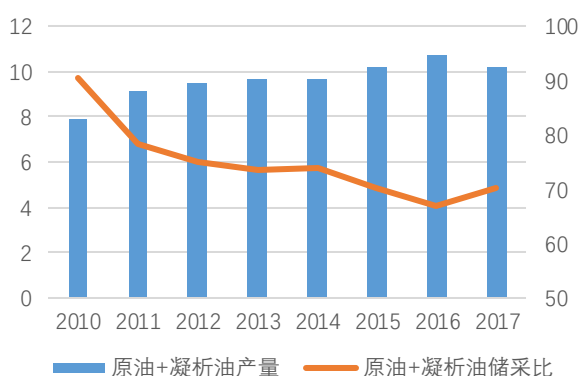
公司最近公布的2018年财报，不包含经营数据，我们根据其披露的2017年经营数据摘录如下：

沙特阿美原油产量与沙特王国整体原油产量非常接近，前者较后者高出20万桶/天左右。差异来源尚不明确，猜测与沙特和科威特争议地区产量有关。

公司的石油、天然气可采年限在70年左右（2017年），比2010年明显下降，但仍然非常高。

公司拥有全球最大的油田 Ghawar，最大生产能力380万桶/天，比10年前产能有所下降，Ghawar的储量寿命也是几大油田里最低的。为了弥补 Ghawar 的衰减，公司开始转向相对高成本的 Marjan、Zuluf、Berri 几个海上油田。

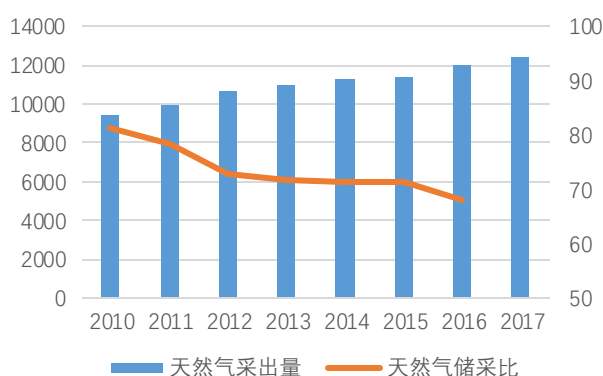
图 1：原油+凝析油产量（左轴，百万桶/天）和储量寿命（右轴，年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

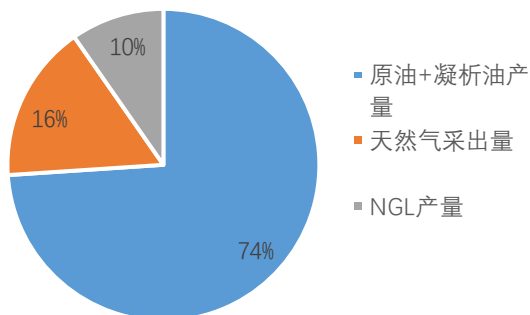
图 3：原油、天然气、NGL产量结构

图 2：天然气产量（左轴，百万立方英尺/天）和储量寿命（右轴，年）

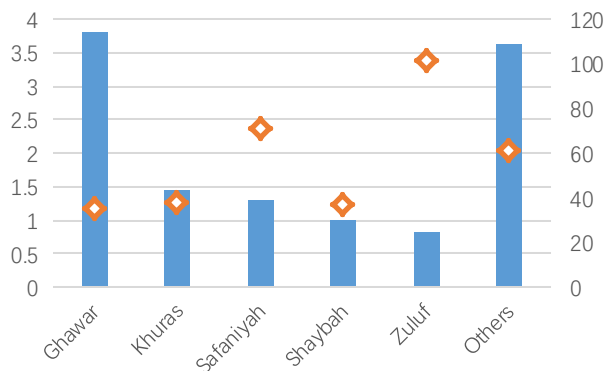


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：主要油田生产能力(百万桶/天，左轴)及储量寿命(年，右轴)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



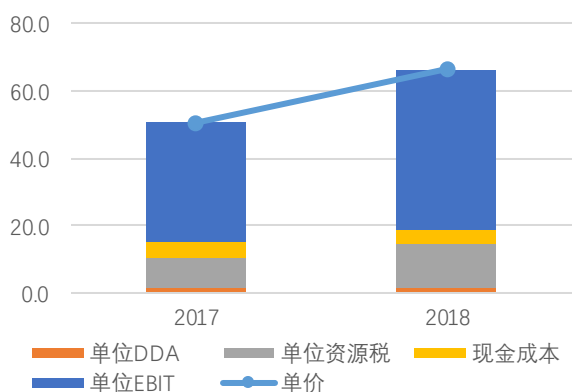
资料来源：IEA，天风证券研究部

注：储量寿命=储量/最大生产能力，实际储量寿命应该比该数据略高

沙特阿美原油（包括凝析油）成本在 17~21 美金/桶，包括利息和所得税之外的所有成本。其中：

- 1) 单位折旧摊销成本仅不足 2 美金/桶，反应沙特的资源品质真的好。
- 2) 资源税（royalties）占到总成本一半以上，从 2017 年的 9 美金/桶增加到 2018 年的近 13 美金/桶。根据公司公告，资源税依据是沙特销售官价累计税制，70 美金/桶以下是 20%，70~100 美金/桶是 40%，超过 100 美金/桶是 50%。
- 3) 其他现金成本不到 5 美金/桶。

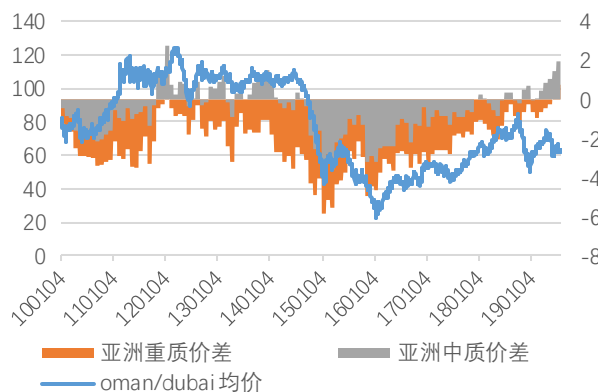
图 5：上游板块成本、盈利结构（美金/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：公司未公布 2018 年原油产量，本文根据沙特王国产量调整估算

图 6：Oman 油价（左轴，美金/桶）及沙特亚洲官价升贴水（右轴）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3. 下游业务：成本盈利结构与美国同行类似

沙特阿美总炼油能力 25315 万吨/年（2017 年数据），与中国石化接近；权益能力 16263 万吨/年。

沙特阿美化工产能仍显不足，乙烯产能约 410 万吨，合成树脂产能 435 万吨，仅为中国石化 1/3 左右。

沙特阿美重视下游板块布局。其全资及合资的炼化企业主要分部在美国（Motiva 权益从 50% 提高到 100%）、韩国（S-OIL 权益 63.4%）、荷兰（阿朗新科股权从 50% 提高到 100%）、中国（参股中石化福建炼化 25%）、日本（Showa Shell 14.9% 权益）。

从沙特阿美成品油产量，及其在国内销售量对比来看，沙特的成品油国内供需基本平衡。

表 1：沙特阿美炼厂加工能力（万吨/年）

	总产能	股权比例	权益产能
Ras Uanura	2868	100%	2868
Riyadh	657	100%	657
Yanbu	1278	100%	1278
Petro Rabigh	2086	37.50%	782
SAMREF-Yanbu	2086	50%	1043
YASREF-Yanbu	2086	62.50%	1304
SASREF-Jubail	1590	50%	795
SATORP-Jubail	2086	62.50%	1304
沙特国内	14736		10030
Motiva-USA	3311	100%	3311
S-OIL SK	3488	63.40%	2212
Showa Shell-Japan	2320	14.90%	346
PREP-China	1460	25%	365
海外	10580		6233
全球	25315		16263

资料来源：公司公告，天风证券研究所

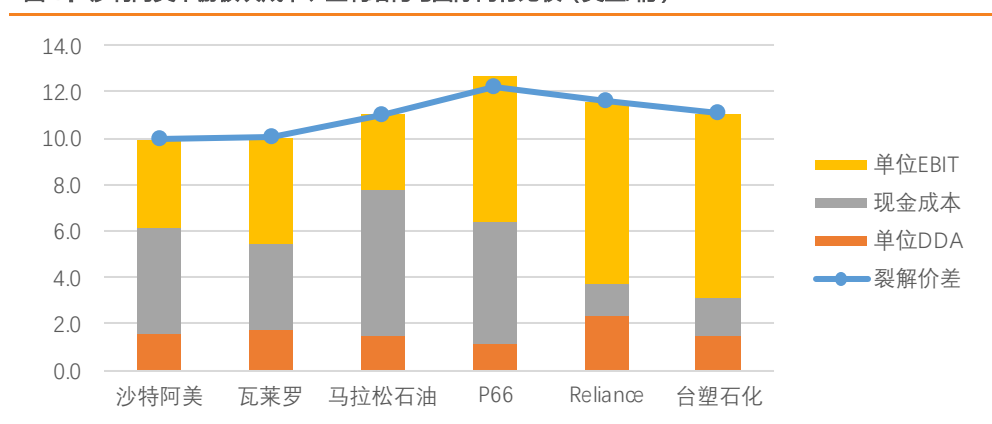
表 2：沙特阿美化工品产能（万吨/年）

	沙特国内	国外	总计	权益产能
乙烯	299.8	110.1	409.9	178.8
丙烯	176.6	152.1	328.7	156.1
PX	204	391	595	271.3
苯	117.6	115	232.6	109.1
聚烯烃	280	155.3	435.3	174.1
合成橡胶及弹性体	29.5	174.4	203.9	104.3
中间体	743.5	167.5	911	464.6
总计	1851	1265.4	3116.4	1458.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

沙特阿美的炼油板块成本、盈利结构与美国同行差异不大。裂解价差估算在 10 美金/桶左右，DDA 成本在 1.5~2 美金/桶之间，EBIT 接近 4 美金/桶。

图 7：沙特阿美下游板块成本、盈利结构与国际同行比较（美金/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：沙特阿美未公布 2018 年产能产量数据，采用 2017 年数据。加工量按照“加工能力*几个主要炼厂平均开工率”估算

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com