

石油化工

制裁仅影响流动性，重视中海油长期发展空间

证券研究报告

2021 年 01 月 03 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

刘子栋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519090001

liuzidong@tfzq.com

事项:

美国国防部 2020 年 12 月 3 日将中国四家公司列入“与军方有联系的公司名单”，其中包括公司的控股股东中国海洋石油集团。2020 年 12 月 12 日，美国总统颁布行政命令，禁止任何美国人士对上述公司公开交易证券。自路透社对该事件进行报导之后，中海油股价跌幅较大。我们对此观点如下：

点评:

1. 公司基本面坚实

未来公司桶油主要成本有望维持在 30 美金/桶低位。以 2019 年主要石油公司的桶均利润衡量，公司成本控制、盈利能力处于一流水平，更是显著好于国内另外两大石油公司。

2. 油价 2021 年预计中枢上移

石油市场在需求预期回升主导下，2021 年大方向回升，中枢 50-60 美金/桶的可能性比较大。

3. 可靠的自由现金流和分红能力

假设长期油价中枢在 50-60 美金/桶，估算公司自由现金流在 180-380 亿元之间，按照 2019 年 75% 分红比例，分红水平未来有望维持在 200 亿/年左右，对应分红收益率 7.7%。

观点：我们认为，美国对中海油母公司（中国海洋石油集团）的行政命令，影响短期流动性，但是对公司基本面大概率无影响。中海油集团已经通过二级市场增持公司 0.57% 股份，也彰显对公司信心。考虑到 2021 年油价大概率中枢上移，以及公司良好的成本控制，预计自由现金流能支撑良好的分红能力。分红收益率对股价有较强支撑，在短期流动性冲击过去之后，价值有望重估。

风险提示：制裁从证券领域发展到实体领域的风险；2021 年油价低于预期的风险。

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:天然气大幅攀升至 1 万元，“气荒”因何再现?》 2020-12-22
- 《石油化工-行业投资策略:2021 年投资策略:重视行业格局变化，继续推荐民营大炼化》 2020-12-16
- 《石油化工-行业专题研究:大炼化的 α 和 β 》 2020-11-22

事件：

美国国防部 2020 年 12 月 3 日将中国四家公司列入“与军方有联系的公司名单”，其中包括公司的控股股东中国海洋石油集团。2020 年 12 月 12 日，美国总统颁布行政命令，禁止任何美国人士对上述公司公开交易证券。

自路透社对该事件进行报导之后，中海油股价跌幅较大。我们对此观点如下：

1. 公司基本面坚实

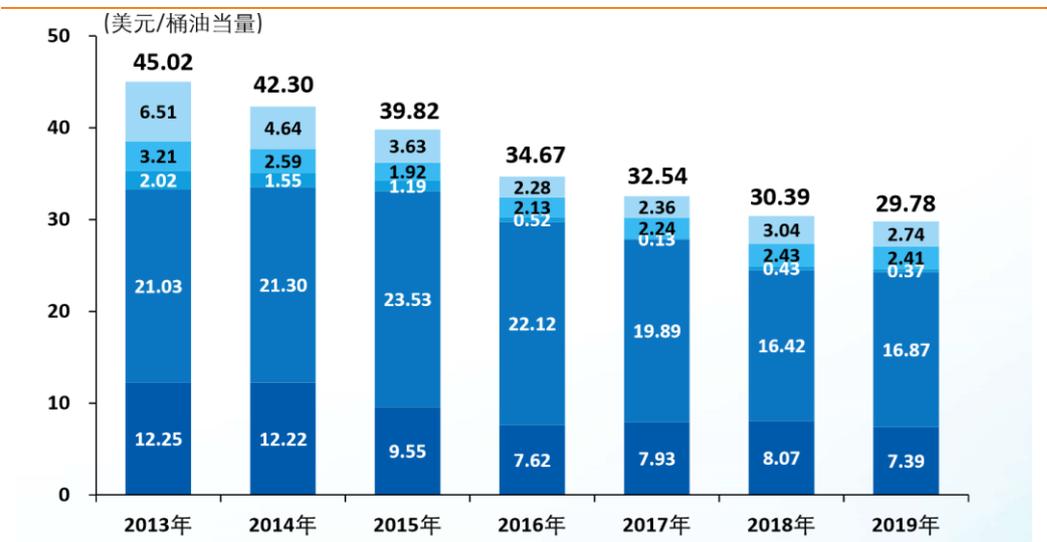
中国海洋石油是一家纯上游公司，主要业务是石油与天然气的勘探开发。在中国的渤海、东海、南海西部和南海东部，公司业务模式以自营为主；在海外，公司在印尼、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那、俄罗斯等国的油气田拥有权益。

2019 年，公司油气总产量 506.5 百万桶油当量，其中原油/天然气=81%/19%。中国油气产量 326.4 百万桶油当量，海外 180 百万桶油当量（上述均为权益产量）。

公司过去几年成本控制呈现卓越，从 2013 年桶油主要成本 45 美金/桶，到 2019 年下降到 30 美金/桶。到 2020 上半年，受低油价影响带来可变成本继续下降，以及上半年勘探开支减少，桶油主要成本进一步下降至 26 美金/桶。考虑到随着油价回升可变成本和勘探费用的回升，我们认为未来公司桶油主要成本有望维持在 30 美金/桶低位。

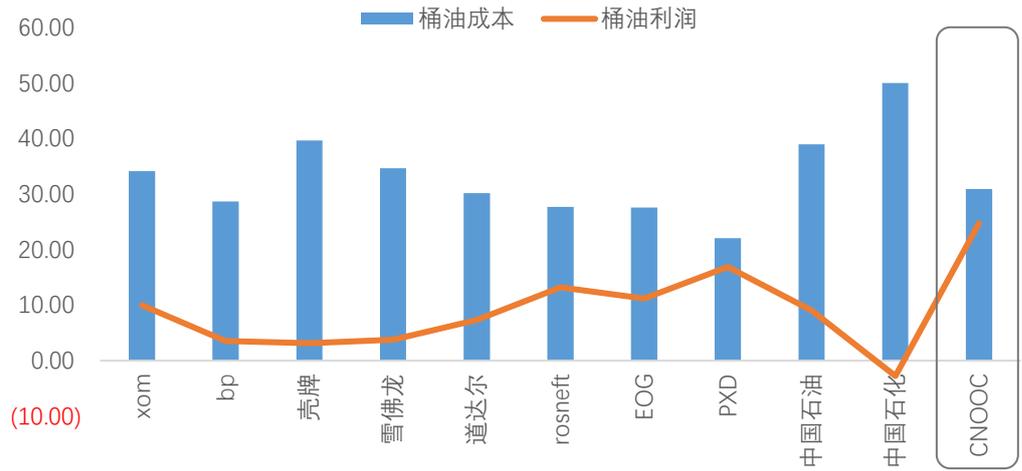
将公司成本与国际主要石油公司上游生产成本比较。考虑到石油公司披露的成本口径均为油气平均，且天然气生产成本和实现价格都低于原油，所以具有一定的不可比性。我们以 2019 年主要石油公司的桶均利润（net operating income/产量 boe）衡量，公司成本控制、盈利能力处于一流水平，更是显著好于国内另外两大石油公司。

图 1：公司桶油主要成本持续下降



资料来源：CNOOC 2019 presentation，天风证券研究所

图 2：主要石油公司完全成本和单位利润（油气综合平均，单位：美元/桶油当量）



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

表 1: 公司海外资产情况

区域	资产	权益比例
尼日利亚	东固液化天然气项目	13.9%
伊拉克	米桑油田	技术服务合同 63.75%参与权
澳大利亚	西北大陆架液化天然气项目	5.3%
尼日利亚	OML130/138/139/OPL223	45%/20%/18%/20%
乌干达	EA1、EA2、EA3A	33.3%
美国	Eagle Ford 和 Rockies 两个页岩油项目	27%/12%
加拿大	Long Lake 及其他三个油砂项目	100%
加拿大	Syncrude/Hangingstone/MEG 能源	7.23%/25%/9.59%
特立尼达和多巴哥	2C/3A 区块	12.5%/17.12%
墨西哥	Cinturon Plegado Perdido1 区块/4 区块	100%/70%
巴西	Libra 深水项目/Buzios Surplus 项目	10%/5%
圭亚那	Starbroek 项目	25%
阿根廷	BC 公司	50% (共同作业者)
英国	Buzzards/Golden Eagle	43.2%/36.5%
俄罗斯	Arctic LNG 2	10%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

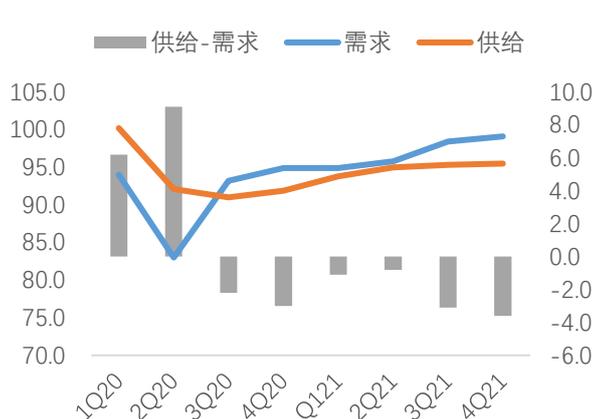
2. 油价 2021 年预计中枢上移

对 2021 年石油供需的主流预期: 1) 需求端, 尽管疫苗面临产能不足等问题, 但对明年需求拉动仍值得期待, 到 2021 年底需求有望回升到 99 百万桶/天接近前高水平。2) 供给端美国页岩油 2021 年产量有望维持在 2020 年下半年的低位。3) OPEC 从大幅减产转变为精准调控, 2021 年 1 月份开始环比增产 50 万桶/天, 此后每月开会调整产量。4) 库存方面, 目前全球原油库存处于历史超高水平, 按照主流预期到 2021 年底回归正常水平。

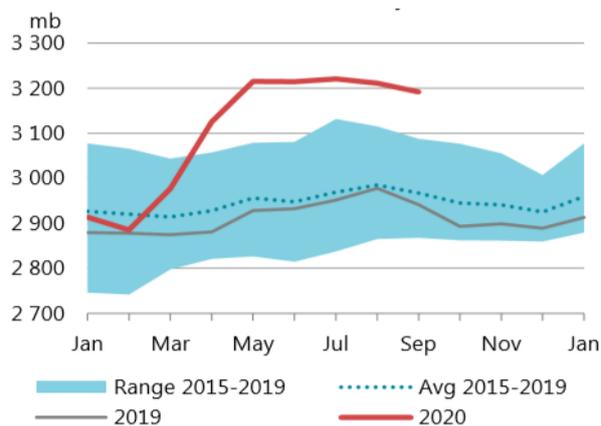
总的来讲, 石油市场在需求预期回升主导下, 2021 年大方向回升, 中枢 50-60 美金/桶的可能性比较大。

图 3: 原油全球供需平衡主流预期 (百万桶/天)

图 4: 原油 OECD 库存 (百万桶)



资料来源：IEA，天风证券研究所



资料来源：IEA，天风证券研究所

3. 可靠的自由现金流和分红能力

2019 年，公司经营现金流 1235 亿元，扣除资本开支和并购投资支出，自由现金流达到 385 亿，年度分红 312 亿元。2020 上半年，受油价大幅下跌影响公司经营现金流 342 亿元，中期分红 82 亿。

假设长期油价中枢在 50-60 美金/桶，估算公司自由现金流在 180-380 亿元之间，按照 2019 年 75% 分红比例，分红水平未来有望维持在 200 亿/年左右，对应分红收益率 7.7%。

结论：我们认为，美国对中海油母公司（中国海洋石油集团）的行政命令，影响短期流动性，但是对公司基本面大概率无影响。中海油集团已经通过二级市场增持公司 0.57% 股份，也彰显信心。考虑到 2021 年油价大概率中枢上移，以及公司良好的成本控制，预计自由现金流能支撑良好的分红能力。分红收益率对股价有较强支撑，在短期流动性冲击过去之后，价值有望重估。

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