

石油化工

证券研究报告
2021年06月01日

石油绿色溢价——主流逻辑的再验证

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

当下石油市场的基本面: 全球原油库存已经回到正常水平。Q3 原油需求预期复苏。预计接下来一段时间,随着美国和欧洲疫苗注射推进和出行的修复,尤其是 6-8 月份美国出行旺季的到来,原油需求持续改善的确定性比较强。而 OPEC+ 比较节制的边际增产,将使其产量将低于“call-on OPEC+”水平。

石油的绿色溢价开始显现,这一逻辑之前我们报告中反复论述,近期在两个方面得到再验证——1) 2021Q1 报告显示,页岩油并没有跟随油价上涨而上调资本开支,二是保持了资本开支和产量指引的克制; 2) **国际石油巨头**方面,此前欧洲两家包括壳牌和 BP 转型比较激进,而一直比较保守的埃克森美孚最近也面临华尔街的巨大压力。

在页岩油供给弹性削弱的背景下,OPEC 话语权更为强势,也更容易通过对产量配额的精准调控把油价维持在相对高位。我们维持今年油价中枢 60-70 美金/桶的判断,6 月份美国欧洲疫苗推进拉动出行旺季需求下,油价阶段性突破 70 美金迈向 80 美金水平具有合理性。后续需继续观察伊核协议进展和页岩油的资本开支动态。

风险提示:需求端,疫苗有效性和副作用不明导致疫情受到抑制较慢的风险;供给端,OPEC 内部分化的风险,以及页岩油产量回升速度快于预期的风险;宏观方面,油价假如出现快速上涨,对流动性造成压力的风险。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业专题研究:天然气淡季暴涨的启示——波动创造价值》 2021-05-23
- 2 《石油化工-行业专题研究:透视大炼化:产品系列 2——EVA》 2021-05-05
- 3 《石油化工-行业点评:重点公司 2020Q1 业绩展望》 2021-03-25

1. 原油市场基本面：2021 供需趋紧是大概率事件

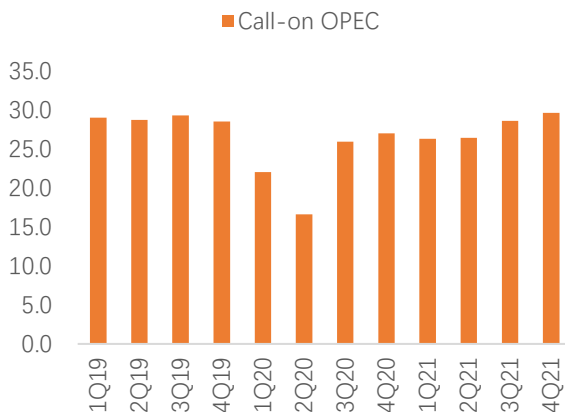
当前全球原油库存已经回到正常水平。从 2020 年 4 月 WTI 油价一度跌至负值，当时市场严重担忧全球库容暴库压力，到 2021 年 3 月，OECD 石油库存下降 2500 万桶至 29.5 亿桶，至 5 年中枢水平（见图 2）。

这主要是得益于 OPEC+ 一年以来的减产努力，这次减产的力度和持续性是史所未见的。2021 年 5 月，OPEC+ 减产联盟中，OPEC 国家的执行比例高达 124%，这主要得益于沙特自愿额外减产 100 万桶/天。联盟中的非 OPEC 国家减产执行比例也达到了 90%。

Q3 原油需求预期复苏。预计接下来一段时间，随着美国和欧洲疫苗注射推进和出行的修复，尤其是 6-8 月份美国出行旺季的到来，原油需求持续改善的确定性比较强。根据 IEA 预测，全球原油需求将从 2021Q1 的 93.1 百万桶/天上升到年底的 99.6 百万桶/天。“call-on OPEC”（全球需求预期-非 OPEC 供给预期）将在今年三季度回到疫情前水平（见图 1）。

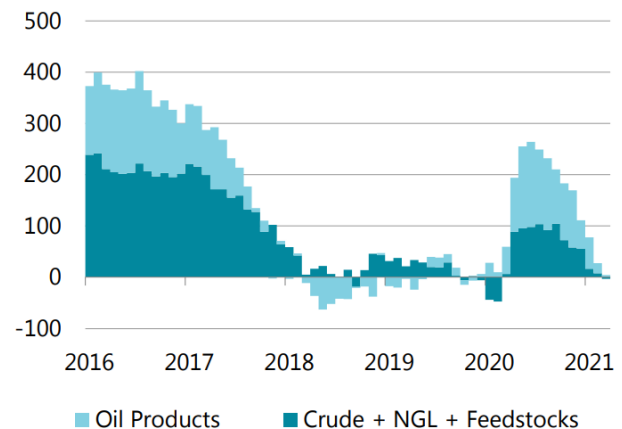
而 OPEC+ 比较节制的边际增产，将使其产量将低于“call-on OPEC+”水平。

图 1：Call-on OPEC 将逐渐回升到疫情前（单位：百万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

图 2：原油和成品油 OECD 库存已回到 5 年均值水平（单位：百万桶）



资料来源：IEA，天风证券研究所

2. 2021Q1 季报显示，页岩油公司面对油价上涨，资本开支保持克制

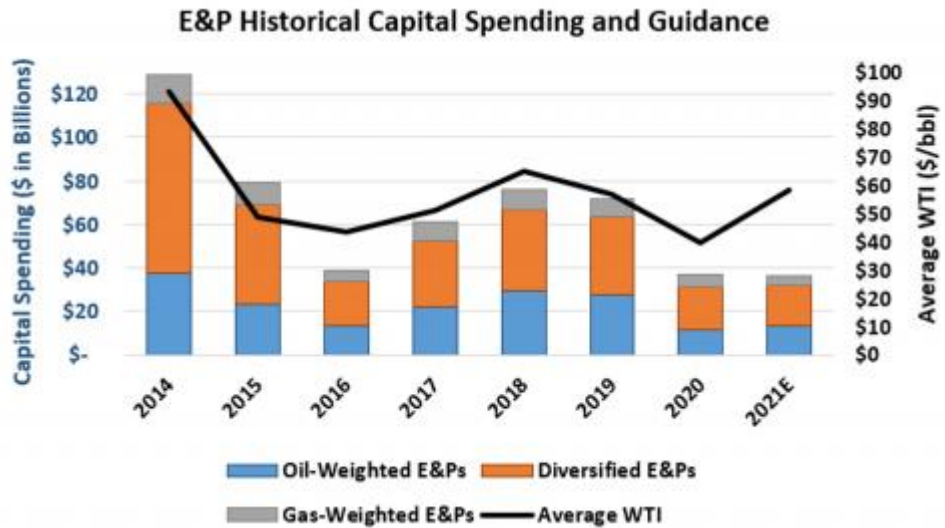
在历史上，当大宗商品价格下跌时，生产商减少资本的支出；然后当价格上涨时，他们会像增大资本的投入。在油价从 2014 年 100 美元到 2015 年末跌到 30 美元/桶之后，生产商们将他们 2016 年的资产支出减少了一半；当油价在 2016 年底恢复到 50 美元的时候，油气企业 2017 年资本开支增加了 59%。

但最近公布的 2021 年许多油气公司的预算表明，即使价格出现反弹，它们仍保持着保守的投资计划——强调夯实资产负债表，牺牲快速生产增长为代价回报股东。RBN 监测的 39 家勘探与生产企业的 2021 年资本支出计划显示，2020 年下半年投资预算的减少，表明油气企业正在从经济衰退中吸取教训。

回顾 2020Q4，页岩油公司对 2021 年资本开支做计划的时候，油价在 40-50 美金。到了 2021Q1 季报期间，油价已经上升到 65 美金/桶左右，但是页岩油公司并没有跟随油价大幅上调资本开支。比如，雪佛龙在 Permian 的产量预计下降 5%，埃克森美孚将其美国产量预期上调了 3.75%。

此外值得注意的一点，页岩油公司在 2020Q4 套保价格区间在 46 美金左右，远低于 2021Q1 的原油均价。接下来页岩油公司套保价格提高，是否会提升其增产热情，仍值得观察。

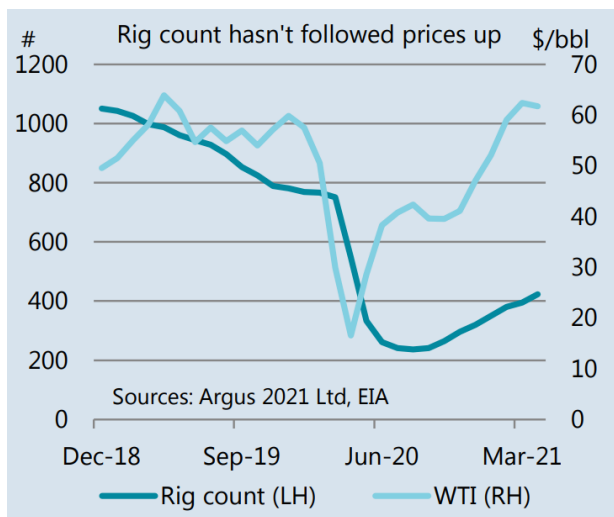
图 3：页岩公司历史资本开支以及 2021 年指引



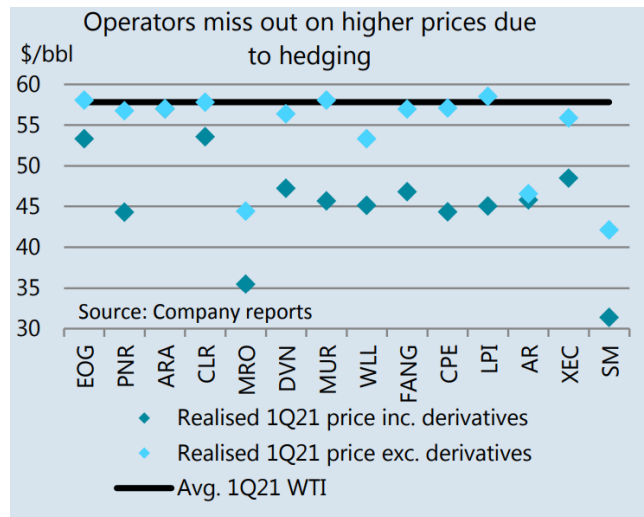
资料来源：RBN，天风证券研究所

图 4：美国页岩油钻机数量没有跟随油价快速上升（左轴：钻机数量、个；右轴：油价，美金/桶）

图 5：美国页岩油生产商套保价格在相对低位（美金/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. 国际石油公司面临窘境

我们在之前报告中列举了国际石油公司战略转型计划。1) 转型比较激进的 BP 公司计划在 2050 年实现碳中和。大力发展可再生能源发电、生物质能源，2019-2030 年分别翻 20 倍和 5 倍左右。而要求从 2019 年到 2030 年，自身石油天然气产量压减 42%，平均每年压减 5%。资本开支方面，2019 年到 2030 年，计划将低碳领域（包括可再生发电、CCS 等）的资本开支增加 7 倍，对低碳领域投资给出非常低的 IRR 要求 8-10%。

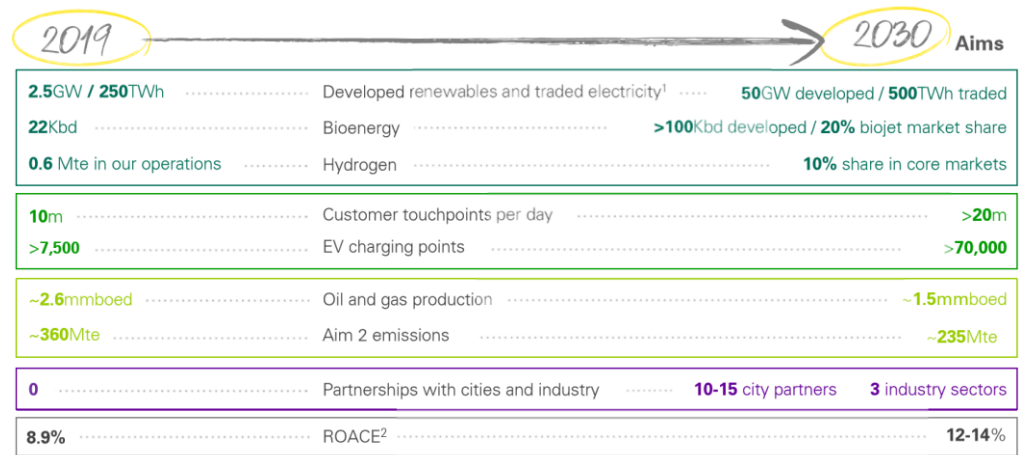
2) 壳牌公司(Shell)计划在上游板块的资本开支比例从 35%左右缩减到 2025 年之后 25-30%，而可再生能源资本开支比例提升。相应的，新增资本开支的 IRR 对上游板块和可再生能源的回报率要求也差别对待，上游板块的资本开支回报率要达到 20-25%，而对可再生能源投资回报率要求仅不低于 10%就可以。且壳牌公司明确提出，到 2050 年达到碳中和目标。甚至明确提出，2020-2030 年，公司每年原油产量压减 1-2%。

图 6：壳牌公司资本开支指引

		GROWTH PILLAR: THE FUTURE OF ENERGY		TRANSITION PILLAR: ENABLING OUR STRATEGY		UPSTREAM PILLAR: FUNDING OUR STRATEGY	
		RDS	Marketing	Renewables and Energy Solutions	Integrated Gas	Chemicals and Products	Upstream
Cash capex	Net debt >\$65 billion	\$19-22 billion	~\$3 billion	\$2-3 billion	~\$4 billion	\$4-5 billion	~\$8 billion
	Net debt <\$65 billion	\$23-27 billion	~25%		35-40%		35-40%
	Beyond 2025		~30%		35-40%		30-35%
Average project returns (IRR)			15-25%	Integrated Power IRR >10%	14-18%	10-15%	20-25%
Hurdle rate (IRR)			15%	Integrated Power IRR >10%	12%	12%	18%
Payback period			4-8 years		before 2040	~10 years	before 2035
Underlying opex	Net debt >\$65 billion	<\$35 billion p.a.					
Divestments	Net debt >\$65 billion	\$4 billion p.a. on average					
CFFO	Net debt >\$65 billion		~20%		~45%		~35%
	Beyond 2025		~25%		~45%		~30%

资料来源：公司网站，天风证券研究所

图 7：BP 公司碳中和计划



资料来源：公司网站，天风证券研究所

面对碳中和一直比较保守的埃克森美孚公司，最近也感受到面对华尔街的巨大压力。埃克森美孚的经营战略遭遇激进投资者的强硬挑战，在周三举行的股东大会上，以 1 号引擎（Engine No.1）为代表的投资者提出重组董事会的要求，并成功拿下至少两个席位。该机构表示“埃克森美孚拒绝接受化石燃料需求在未来几十年内可能会下降的观点，没有采取初步的应对步骤，可能导致长期业务风险。董事会需要的是在能源行业成功和有利可图的转型方面有经验的董事，他们能够帮助将应对气候变化风险的愿望转化为长期商业计划，而不是空谈。” Refinitiv 的数据显示，截至 3 月底，贝莱德、道富和先锋共持有埃克森美孚近 19% 的股份。大型基金公司同样面临各方压力，要求他们的投资组合公司在应对气候变化方面做得更多。

4. 石油绿色溢价逻辑再验证，油价中枢抬升具有必然性

在全球碳中和趋势下，石油的绿色溢价开始显现，这一逻辑之前我们报告中反复论述，近期在两个方面得到再验证——1) 2021Q1 报告显示，页岩油并没有跟随油价上涨而上调资本开支，二是保持了资本开支和产量指引的克制；2) 国际石油巨头方面，此前欧洲两家包括壳牌和 BP 转型比较激进，而一直比较保守的埃克森美孚最近也面临华尔街的巨大压力。

在页岩油供给弹性削弱的背景下，OPEC 话语权更为强势，也更容易通过对产量配额的精准调控把油价维持在相对高位。我们维持今年油价中枢 60-70 美金/桶的判断，6 月份美国欧洲疫苗推进拉动出行旺季需求下，油价阶段性突破 70 美金迈向 80 美金水平具有合理性。后续需继续观察伊核协议进展和页岩油的资本开支动态。

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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