

# 全球油田资本开支见顶，中国油田有望跑赢全球！

## ——行业专题报告

✍️ : 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520100001  
☎️ : 联系人: 刘蒙  
✉️ : 联系方式: 021-80108037 liumeng@stocke.com.cn

### 行业评级

石油开采 看好

### 报告导读

中国能源安全 + 全球传统能源资本开支见顶 = 买中国油田!

### 投资要点

#### □ 国际石油公司与美国非常规油气资本开支持续低位。

国际石油公司与美国页岩油资本开支维持低位，页岩油依靠透支库存井增产，模式不可持续。高盈利油价下，资本开支不景气的原因在于：(1) 碳减排 (2) 政策影响 (3) 股东影响，共同带来供给侧中长期压力。

#### □ 中国油田与相应油服具有全球对比优势，有望持续跑赢行业全球龙头。

中国低成本油田相比于海外，具有一系列对比优势。

- (1) 中国原油需求有保障
- (2) 资本开支稳定投入
- (3) 中国原油无配额限制，无产量限制
- (4) 政策上鼓励多种体制进入，增储上产，保证国家能源安全

### 投资建议

关注国际石油公司的资本开支计划的持续衰减。我们认为原油超级周期来临有望在下一轮原油周期中出现，原因在于现有 OPEC+ 的剩余产能与美国页岩油 7 个月左右的库存井周期保障，而原油需求存在韧性。

我们建议重点关注中国境内油田标的中国海洋石油 (H)，中曼石油。

### 相关报告

报告撰写人: 邱冠华

联系人: 刘蒙

### 风险提示

(1) 新资源发掘开采导致当前资源供给格局改变 (2) 全球经济下行超预期导致原油需求快速下滑 (3) 新原油协议签订导致国际供给格局改变 (4) 美国与伊朗及委内瑞拉提前缓和导致供给格局预期改变 (5) 美国内部政策变动导致原油供给不及预期或超预期 (6) 战争、自然灾害等不可控因素导致原油供给格局变更。

## 正文目录

<b>1. 预期中的原油超级周期？</b>	<b>4</b>
1.1. IOC 资本开支 2019 年悄然见顶	4
1.2. 美国页岩油中期面临供给侧衰减	6
1.2.1. 美国目前正在透支库存井来实现产量稳定	6
1.2.2. 美国油气政策边际驱严	9
1.2.3. 股东诉求与碳中和影响资本开支	9
1.3. 欧佩克的油价诉求与份额诉求	11
<b>2. 中国油田资产具有显著对比优势</b>	<b>13</b>
2.1. 中国油田需求无虞	13
2.2. 政策以能源安全为纲，鼓励油气增储上产	15
2.3. 油气改革实践	15
<b>3. 中国油田标的</b>	<b>17</b>
3.1. 优先关注的价值重估标的	17
3.2. 风险偏好-以分成油形式或者参股形式进入中国油田	17
3.3. 海外油田企业	18
<b>4. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 全球主要地区的活跃钻机数量 (截至 2021 年 5 月)	4
图 2: 主要油气公司的公开油气 CAPEX 数据	5
图 3: 页岩油 5 大产区的 12 个月的衰减量普遍超过 50%	6
图 4: Permian Basin 库存井周期 4-6 个月，减产可延长	7
图 5: 页岩油 5 大产区 DUC 持续下滑	7
图 6: Permian 钻井/完井/库存井数量	8
图 7: Eagle Ford 钻井/完井/库存井数量	8
图 8: Bakken 钻井/完井/库存井数量	8
图 9: Anadarko 钻井/完井/库存井数量	8
图 10: Niobrara 钻井/完井/库存井数量	8
图 12: 美孚预期的原油 CAPEX 仍然需要大量投入	10
图 13: 壳牌资本开支策略	10
图 14: 壳牌碳中和原定路径	10
图 15: 沙特/俄罗斯/美国的三国博弈(单位: 千桶/天)	12
图 16: 中国石油需求与对外依存度情景展望	13
图 17: 中国石油需求与对外依存度情景展望	13
图 18: 中国原油的消费结构	14

图 19: 中国石化资本开支结构 .....	14
图 20: 中国石油资本开支结构 .....	14
图 21: 中国海洋石油资本开支情况.....	14
表 1: 美国德克萨斯州近期油气法案修订 .....	9
表 2: 财政盈亏平衡油价 .....	11
表 3: 各国运营成本油价 .....	12

## 1. 预期中的原油超级周期？

原油是外生与供给侧定价商品。全球原油在 2014 年之前主要是欧佩克与俄罗斯两方博弈。伴随 2014 年美国页岩油放量，美国逐步成为全球第一大原油生产国，成为原油供给侧博弈的新变量。

回顾 OPEC 和俄罗斯的石油政策，一般根据自身诉求去调整产量。

(1) 原油市场份额诉求 (2) 油价诉求

由于两诉求无法同时满足，因此以沙特为首的欧佩克与俄罗斯往往使用其中一项目标作为阶段性首要诉求。疫情对原油需求的影响，直到今日仍然没有完全消除，份额诉求无法实现；因此稳定的中高油价是现阶段原油出口国的共同主题。

一句话说油价：

短期油价看疫情修复，中期看 IOC 资本开支不足，风险点在加息与伊朗产能超预期恢复。

(注：IOC 指国际石油公司)

超级周期是否会到来？

我们借用近期沙特石油部长表态：“本人工作是避免原油超级周期，但超级周期可能发生在缺乏投资的情况下。”

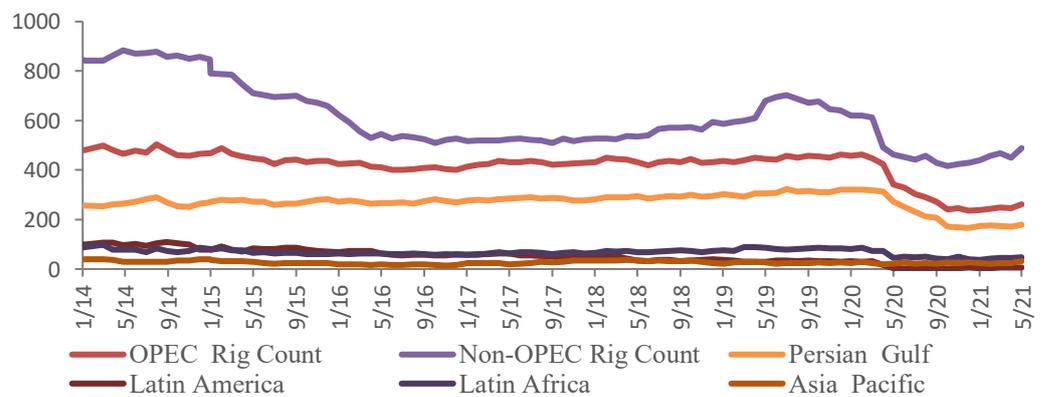
我们理解为：现在剩余产能可以保证超级周期不会到来，但是出于全球油田资本开支（主要是国际石油公司）与原油需求错配的缘故，原油超级周期终将来临。

### 1.1. IOC 资本开支 2019 年悄然见顶

虽然油价复苏，多数国际石油公司增加油田资本开支动力不足，目前主要以维护性资本开支为主。

勘探资本开支可以分为两部分，第一类是维护性资本开支，第二类体现在钻井数上。我们参考贝克休斯的全球活跃钻机数量，可以发现本轮油价虽然已经达到近三年高点，然而全球活跃钻井数量还不及 2016 年油价暴跌时期。钻井数量不足，一定程度上预示着未来一个库存井周期后的产出下滑。（虽然技术进步可带动单井产出增长进行对冲）

图 1：全球主要地区的活跃钻机数量（截至 2021 年 5 月）



资料来源：贝克休斯，浙商证券研究所

根据国际能源署统计，全球传统能源公司的新能源投资比例从总投资的 1% 上升至 4%（其中部分龙头公司的新能源投资占比超过 10%，如壳牌）。多数国际传统能源公司已经开始布局能源转型。在中高油价下，绝大多数油田都已经实现盈利，然而资本开支仍然维持低位。即便原油利润丰厚，传统能源资本开支也已经变得不具有吸引力。

**图 2：主要油气公司的公开油气 CAPEX 数据**

序号	公司	2021 年 CAPEX	对比 2020 年增幅	对比 2019 年增幅	2020 年 CAPEX	2019 年 CAPEX
<b>国家石油公司 NOC</b>						
1	沙特阿美	25	-9.1%	-24%	27.5	32.8
2	俄罗斯石油公司	13	20.4%	-2%	10.8	13.2
3	巴西国家石油公司	10	25.0%	-64%	8	27.4
4	中海油	14.5	11.5%	32%	13	11
5	中石化	25.7	28.5%	21%	20	21.3
<b>国际石油公司 IOC</b>						
1	美孚	17.5	-16.7%	-44%	21	31.2
2	雪福龙 (+NBL)	14	7.7%	-33%	13	21
3	BP	13	-7.1%	-33%	14	19.4
4	壳牌	20.5	13.9%	-15%	18	24
5	Equinor	9.75	25.0%	-3%	7.8	10
6	道达尔	12	-7.7%	-31%	13	17.4
7	ENI	4.44	-14.7%	-54%	5.21	9.64
<b>美国油气开发公司</b>						
1	AR	0.64	-20.0%	-54%	0.8	1.4
2	APA	1.1	10.0%	-54%	1	2.4
3	CDEV	0.28	-6.7%	-69%	0.3	0.9
4	COG	0.54	-10.0%	-33%	0.6	0.8
5	XEC	0.7	16.7%	-46%	0.6	1.3
6	CNX	0.45	-10.0%	-63%	0.5	1.2
7	康菲 (+CXO 康休)	5.5	17.0%	-13%	4.7	6.3
8	DVN (+WPX)	1.4	16.7%	-48%	1.2	2.7
9	FANG	1.5	-21.1%	-48%	1.9	2.9
10	EQT	1.1	0.0%	-39%	1.1	1.8
11	EOG	3.9	11.4%	-37%	3.5	6.2
12	Hess	1.9	5.6%	-30%	1.8	2.7
13	MRO	1	-16.7%	-63%	1.2	2.7
14	MUR	0.7	0.0%	-50%	0.7	1.4
15	Oxy	2.9	16.0%	-54%	2.5	6.3
16	PXD (+PE 欧芹)	2.65	89.3%	-17%	1.4	3.2
17	RRC	0.43	7.5%	-39%	0.4	0.7
18	SWN	0.9	0.0%	-18%	0.9	1.1
19	CHK	0.7	-22.2%	-68%	0.9	2.2
20	SU	4.1	7.9%	-24%	3.8	5.4
21	CVE+HUSKY	2.5	150.0%	108%	1	1.2
22	CPG	0.64	-8.6%	-51%	0.7	1.3

资料来源：WIND，公司公告数据整理，浙商证券研究所

我们统计了部分国家石油公司（NOC）与国际石油公司（IOC）的 2019-2021 年三年资本开支。绝大多数企业 2021 年资本开支远低于 2019 年资本开支，部分企业 2021 年资本开支相比 2020 年资本开支也有下滑。

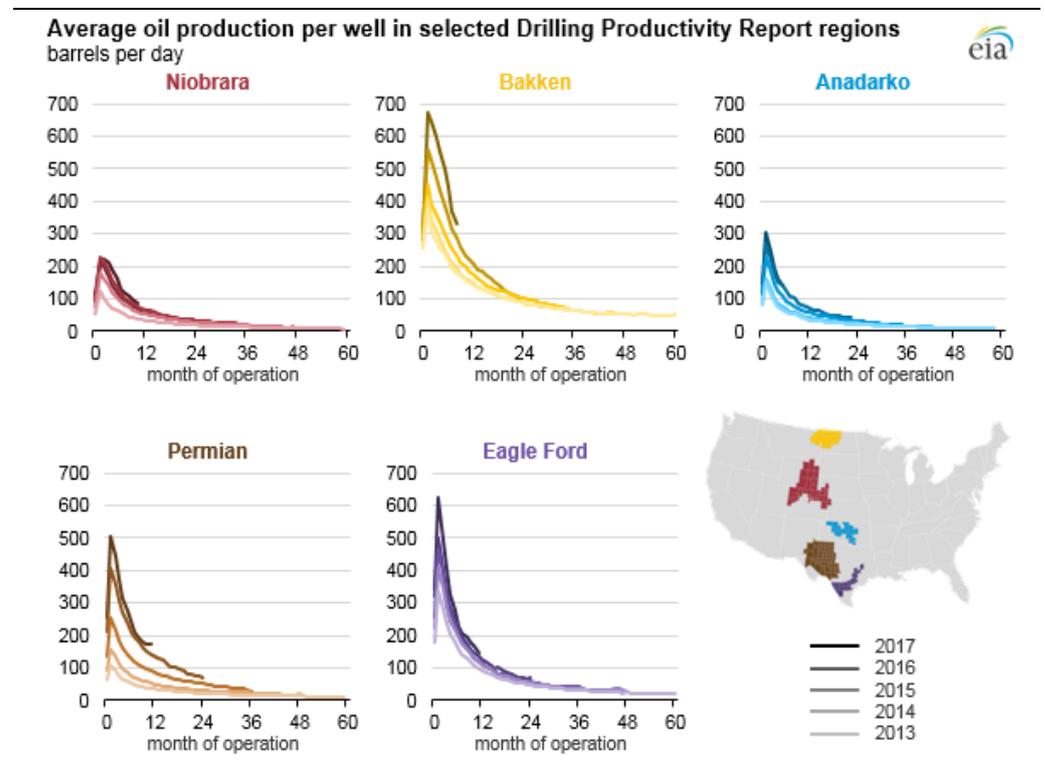
## 1.2. 美国页岩油中期面临供给侧衰减

美国是全球主要的页岩油气生产国。我们认为未来美国的页岩油产量将会面临较大挑战，主要原因在于美国油气政策与股东诉求带动的资本开支打压。

### 1.2.1. 美国目前正在透支库存井来实现产量稳定

页岩油气的主要特点在于极高的衰减率与持续滚动的资本开支。下图中我们能够看到美国五大页岩油产区的单井油气产量衰减情况，12 个月衰减率可以达 70% 以上。由于单井产量衰减显著，因此需要进行持续资本开支去进行钻井形成 DUC，然后完井才能够维持现有产量。一旦停止或减少新的资本开支钻井后，消化完库存井，油气产量会出现滑坡式下滑。

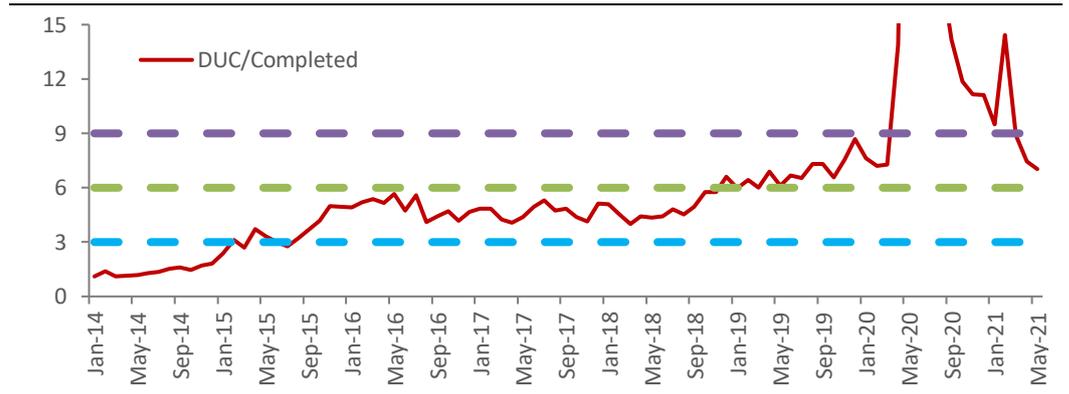
图 3：页岩油 5 大产区的 12 个月的衰减量普遍超过 50%



资料来源：EIA，浙商证券研究所

从页岩油气运营商角度，单井产量的高衰减带来的是持续的资本开支。页岩油企业每一年的盈利都需要考虑第二年的资本开支，如果开支不足，虽然不会直接体现在产量上，但是经历一轮库存井周期，就会迎来滞后的大幅度产量衰减。

图 4: Permian Basin 库存井周期 4-6 个月, 减产可延长



资料来源: EIA, 浙商证券研究所

以 Permian Basin 为例, 我们可以把 DUC/当期完井数看为库存井周期。我们定义:

库存井周期 = 库存井数量除以当月完井数量 (DUC / completed)

原油月产量 = 完井数量 \* 单井月均产量 + 存量井产量

页岩油的资本开支的传导路径:

资本开支 —— 钻井数 —— DUC (已钻未完井或库存井) —— 完井数 —— 开采

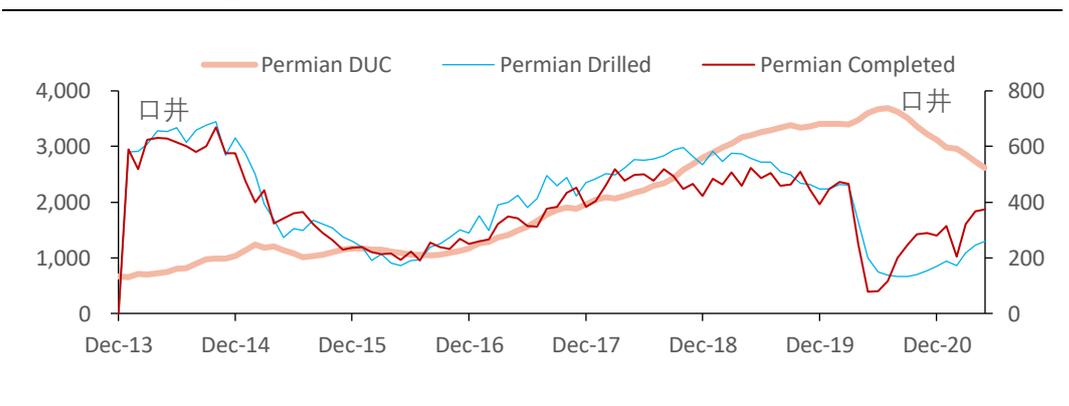
如果没有足够的资本开支, 而产量维持, 其表现为:

钻井数下滑, DUC 减少, 完井数稳定, 开采原油总量能够基本维持。

根据图 4, 目前库存井在无新增钻井且维持当前产量的情况下, 可以维持 7 个月左右。

从 DUC 峰值出现的 2020 年 6 月至今, 12 个月。低资本开支使得 Permian Basin 的 DUC 下滑 1000 口, 如果按此速度计算, 如果不进行资本开支提升, 在两年半后, Permian Basin 的库存井就将清零。而没有 DUC 蓄水池的缓冲, 页岩油之后低开支所面临的就是原油产量的快速衰减。

图 5: 页岩油 5 大产区 DUC 持续下滑

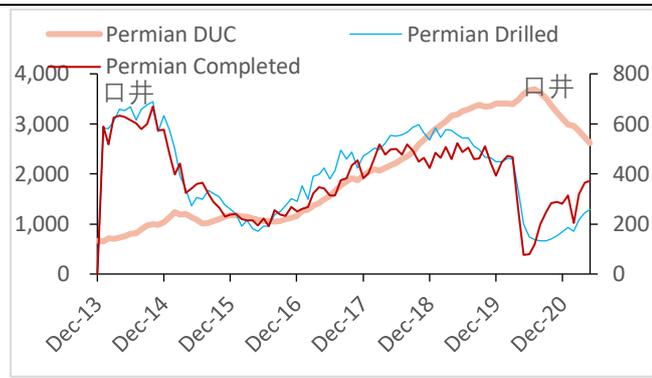


资料来源: EIA, DPR, 浙商证券研究所

图 5 中, 对比 2016 年原油暴跌与 2020 年原油暴跌, 2016 年率先抬升的是钻井数量, 而 2020 年率先抬升的是完井数量。钻井数体现资本开支预期, 这说明 2016 年虽然油价暴跌, 但是页岩油企业仍然加大资本开支; 而 2020 年, 页岩油企业没有提升资本开支, 而仅仅是透支 DUC 库存井来维持产量。

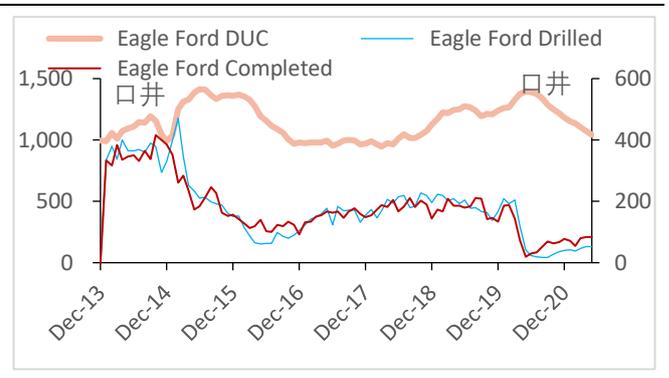
图 6-图 10 是美国 5 大产油区的钻井以及 DUC 数据。在五大产油区中，Permian Basin 桶油成本最低，在 2020 年下半年率先启动。而 Bakken 与 Eagle Ford 的成本相对较高，本来应当是 2021 年油价修复后增产核心。然而从钻井数据来看，主要活跃的完井区域仍然集中于 Permian Basin，其他四大产油区的完井提升较快，而钻井数仍然维持低位，没有显著的资本开支改善。

图 6: Permian 钻井/完井/库存井数量



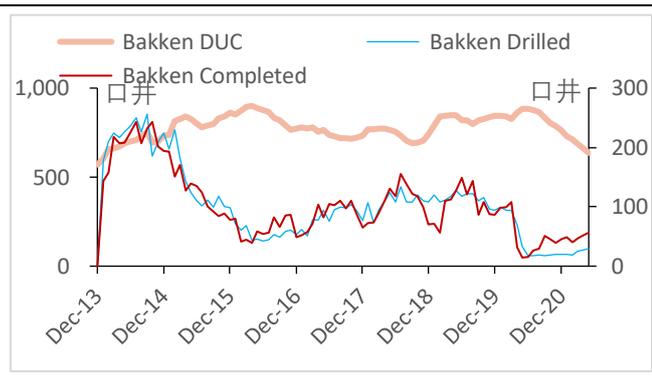
资料来源: EIA, 浙商证券研究所

图 7: Eagle Ford 钻井/完井/库存井数量



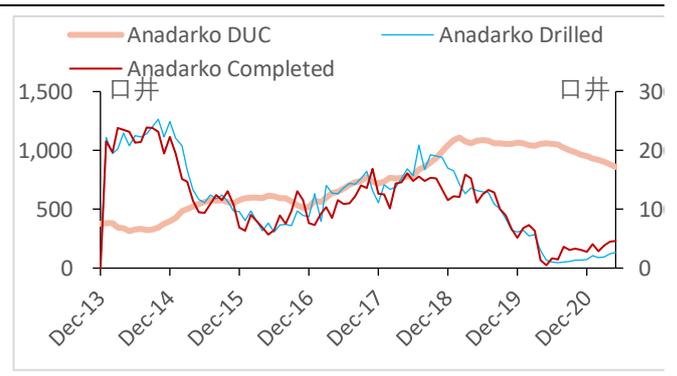
资料来源: EIA, 浙商证券研究所

图 8: Bakken 钻井/完井/库存井数量



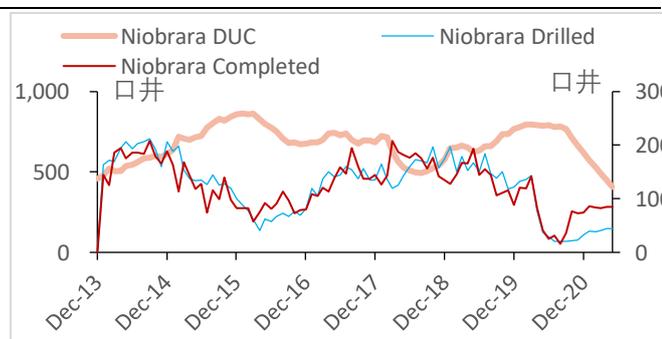
资料来源: EIA, 浙商证券研究所

图 9: Anadarko 钻井/完井/库存井数量



资料来源: EIA, 浙商证券研究所

图 10: Niobrara 钻井/完井/库存井数量



资料来源: EIA, 浙商证券研究所

以上的数据体现的是最终的资本开支结果，而下面我们会分析为什么在油价盈利较高的时候，美国页岩油企业为何不提升资本开支

(1) 拜登不友好的油气政策

(2) 股东的碳减排诉求

### 1.2.2. 美国油气政策边际驱严

近期，美国出台了一系列的油气开发限制政策，对油气开发产生了一定负面影响。

(1) 终止对美国加拿大 Keystone VL 油气管道建设

(2) 暂停阿拉斯加油气开采

(3) 暂停在联邦土地上出租新的石油和天然气油田（为期 90 天，后续法案仍需国会通过才能执行）

哪怕是对于油气容忍度最高的德克萨斯州，也在近日出台了部分不利法案，收紧了对于探边井的间距以及油水处理方面的要求。一方面是出于提升环保要求，另一方面也是增加了新增非常规油气投资的难度。

**表 1：美国德克萨斯州近期油气法案修订**

法律名称	最新法案更新时间	标题
HB 2201	06/15/2021 E Effective on 9/1/21	Relating to the location of pits used in the production of oil and gas 油气生产相关井的间距要求。
HB 3516	06/08/2021 E Effective on 9/1/21	Relating to the regulation of the recycling of fluid oil and gas waste. 废弃油水的回收利用要求
SB 1258	06/07/2021 E Effective on 9/1/21	Relating to the duty of a lessee or other agent in control of certain state land to drill an offset well, pay compensatory royalty, or otherwise protect the land from drainage of oil or gas by a horizontal drain hole well located on certain land. 租用者在联邦土地上打探边井，支付资源补偿金，以及防止水平井用于废弃油水排放的相关要求
HB 3794	06/04/2021 E Effective on 9/1/21	Relating to the exemption from sales and use taxes for items sold by a nonprofit organization at a county fair. 与非盈利组织免除销售相关税收的要求
SB 833	05/30/2021 E Effective on 9/1/21	Relating to a sales tax refund for sales tax overpayments by certain oil or gas severance taxpayers. 与特定纳税人的油气开采暂停带来的税收返还相关规定

资料来源：得克萨斯州官方网站, 浙商证券研究所

拜登的联邦土地新增停止油气开采政策如果国会通过并予以实施，对墨西哥湾以及中小油气公司将会带来深远影响。中小油气公司的持续经营面临困难，而墨西哥湾新的勘探增储与钻井平台的部署也会面临较大问题。

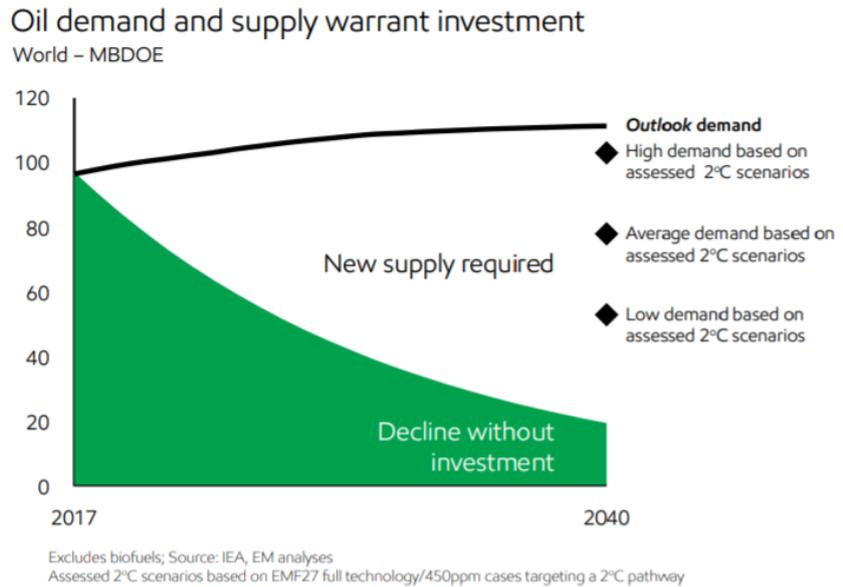
### 1.2.3. 股东诉求与碳中和影响资本开支

多数全球传统巨头在股东会上受到了政策，环保人士以及投资者的多方面压力，在未来的上游油气的资本开支端面临着巨大压力。

坚持传统能源路线的石油巨头埃克森美孚在股东会上遭遇挑战。在 5 月 26 日举行的股东大会上，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 3 个席位。

美孚在 2025 计划中提出，美孚将在 2025 年削减其 15%-20% 的上游业务的二氧化碳排放。这个承诺实际上和同行业承诺相对较低。根据美孚判断，如果现在没有上游资本开支，到 2040 年实际原油产量仅为 20%-30%，供应缺口巨大。

图 12: 美孚预期的原油 CAPEX 仍然需要大量投入

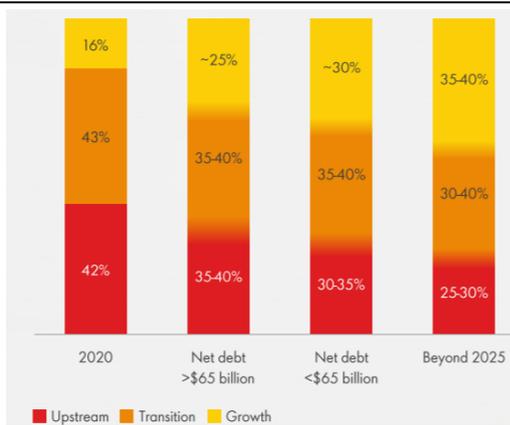


资料来源: IEA, 美孚, 浙商证券研究所

我们认为, 全球主要产油国中, 发展中国家面临的资本开支压减压力相对不大, 多数 NOC 可以维持相对稳定的资本开支。而主要的资本开支问题来自于欧美国家的国际石油公司, 股东与政府都会推动公司的碳减排与减少上游勘探开发资本开支的提议。

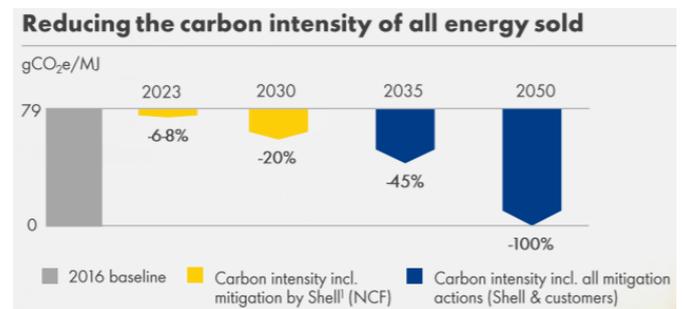
据报道, 荷兰海牙地区法院针对壳牌提出诉讼裁决。法院认为壳牌对气候变化负有部分责任并裁定到 2030 年壳牌必须将其碳排放量在 2019 年基础上降低 45%。壳牌之前已经决定将逐渐减少石油产量, 并将把能源产品的碳浓度在 2030 年降低 20%, 2050 年降低 100%。法院的介入, 可能使得壳牌更快的降低原油产量。壳牌已经表示将会上诉。而壳牌近期也已经表示, 有意向出售其位于美国境内最大的位于 Permian Basin 的油田, 预计估值在 100 亿美元, 我们也可将其视为其削减排放的一种方式。

图 13: 壳牌资本开支策略



资料来源: 壳牌官方网站, 浙商证券研究所

图 14: 壳牌碳中和原定路径



资料来源: 壳牌官方网站, 浙商证券研究所

另外, 约 61% 的雪佛龙投资者无视公司董事会反对, 在股东大会上投票支持环保组织提出的减少碳排放提议。公司在年度股东大会表示, 要有纪律的进行资本开支, 将资本开支投放在最优的区块中去, 并进行 CCS, 氢能合作以及光伏投资。

由于来自投资者压力, 道达尔在 5 月 28 日的股东大会上提议将公司名更改为 Total Energies。道达尔预计到 2030 年削减自身 CO<sub>2</sub> 排放 30%, 并在 2050 年之前实现碳中和。

我们在国际石油公司的年度报告中最常见的关键词就是如何降低桶油成本，提高油田资本开支回收率，以及降低碳排放的方法与路径。我们认为种种表态都体现了降低资本开支，将资本开支用到低成本油田中，并减少碳排放的意图。

### 1.3. 欧佩克的油价诉求与份额诉求

欧佩克油价与份额诉求在美国页岩油气革命来临后的几轮博弈中，体现的非常深刻。为了国家的财政平衡，多数产油国需要一定的份额或者油价来实现。

根据 IMF 数据，中亚的原油输出国的财政平衡如下表。其中不难看出，2021 年 IMF 预测当油价超越 70 美元之后，多数中亚地区的原油输出国可以实现财政平衡。而财政平衡也是原油输出国所希望达到最低平衡点。

**表 2：财政盈亏平衡油价**

(Unit-U.S. dollars per barrel)	Average				Projections	
	2000–2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Fiscal Breakeven Oil Price</b>						
阿尔及利亚	...	101.4	106.3	90.4	169.6	138.3
阿塞拜疆	52.1	56.5	44.7	65.0	82.5	66.4
巴林	72.2	94.3	80.6	100.4	88.2	85.8
伊朗	82.1	75.9	197.8	304.3	242.8	259.2
伊拉克	...	45.4	52.3	63.7	71.3	66.1
哈萨克斯坦	...	37.9	68.4	112.8	97.2	73.1
科威特	...	53.6	55.0	68.1	69.3	64.5
利比亚	81.9	95.6	94.2	417.5	48.8	46.7
阿曼	...	96.7	85.1	95.8	72.3	61.8
卡塔尔	44.5	49.2	50.0	46.2	43.1	40.4
沙特	...	88.6	81.9	77.9	76.2	65.7
土库曼斯坦	...	60.9	54.4	45.4	58.7	56.3
阿联酋	48.7	64.2	61.7	68.2	64.6	60.4

资料来源：IMF，浙商证券研究所

回顾页岩油放量的 2014 年至今，OPEC 的主要诉求存在几轮切换。从最初的打压页岩油争取份额（2016 年杀到 20 美元油价），到 OPEC 各国财政平衡难以支撑，从而被迫减产让出市场份额，寻求中高油价目标。

OPEC 各国实际上原油运营成本很低，然而财政成本才是其真正成本，这是我们在 2016 年 OPEC+ 打压页岩油失败被迫减产的事件中所得到的经验。

原油的供需平衡从页岩油气革命爆发以来，一直以来就是不可靠的。需求相对稳定，供给侧的博弈才是一直以来油价判断的主要思路。

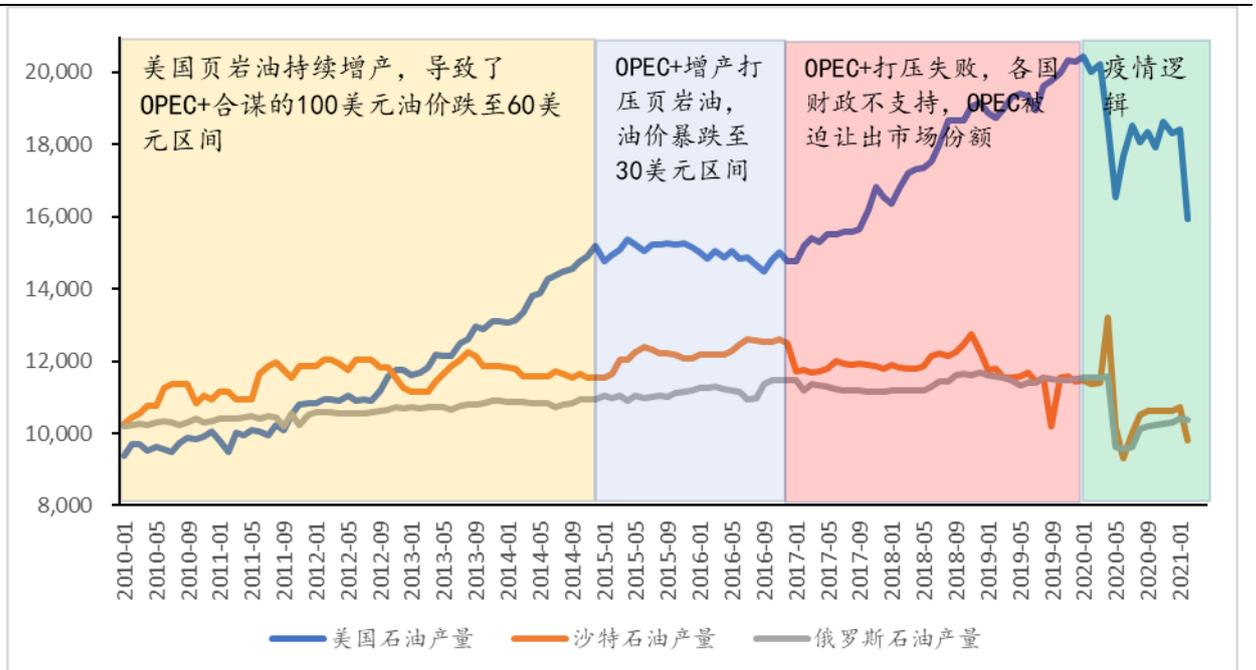
从这个角度来看，当 OPEC 的市场份额被页岩油压榨份额，还是到未来 OPEC 市场份额提升但是总体原油需求受到碳减排和新能源的冲击从而需求有所下滑，实际 OPEC 在份额上的诉求都很难达成。而唯一的可行选择，一直以来就是稳定的中高油价，这能够在较长时期内维持 OPEC 国家的财政平衡。

表 3：各国运营成本油价

国家	2017 年	2016 年
英国	52.37	52.50
巴西	48.67	48.80
加拿大	41.04	41.10
美国	36.35	36.30
挪威	36.34	36.10
安哥拉	35.59	35.40
哥伦比亚	35.33	35.30
尼日利亚	31.63	31.50
中国	29.90	29.90
墨西哥	29.15	29.00
哈萨克斯坦	27.90	27.80
利比亚	23.96	23.80
委内瑞拉	23.70	23.50
阿尔及利亚	20.24	20.40
俄罗斯	17.28	17.30
伊朗	12.84	12.60
阿联酋	12.58	12.30
伊拉克	10.85	10.70
沙特阿拉伯	10.10	9.90
科威特	8.61	8.50

资料来源：Rystad Energy，浙商证券研究所

图 15：沙特/俄罗斯/美国的三国博弈(单位：千桶/天)



资料来源：WIND，浙商证券研究所

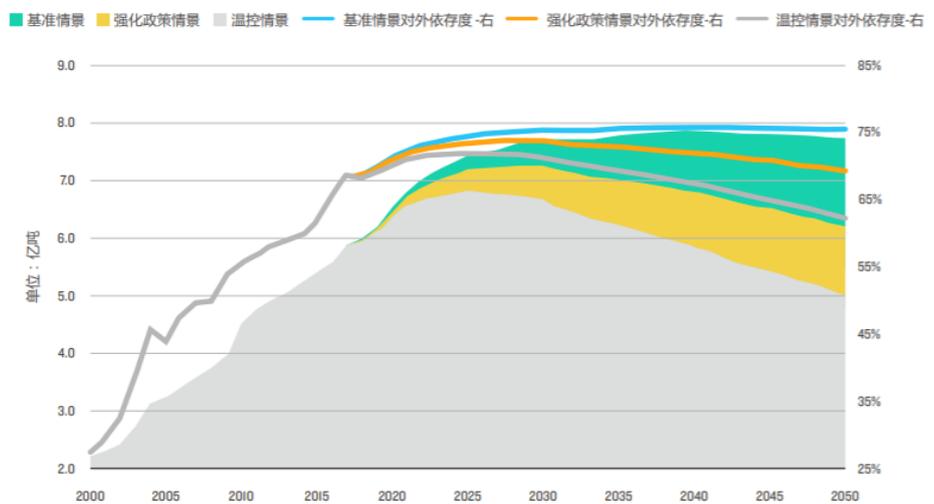
## 2. 中国油田资产具有显著对比优势

### 2.1. 中国油田需求无虞

中国原油高度的对外进口依存度，使得中国哪怕成品油需求被消灭，实际上中国的化工品所需原油仍然足以支撑国内低成本油田的生产。

根据中石化经研院的测算，基准情景下，2040 年石油消费峰值时，中国石油对外依存度达到 76%，2050 年下降到 75%；强化政策情景下，2025 年中国石油消费峰值时，对外依存度达到 73%，2050 年下降到 69%；温控情景下，2025 年中国石油对外依存度达到 72%，2050 年下降到 60%。需要指出的是，对外依存度都是根据三种情景的峰值年计算的，与此同时，国内的石油产量假定在 2 亿吨的水平上。

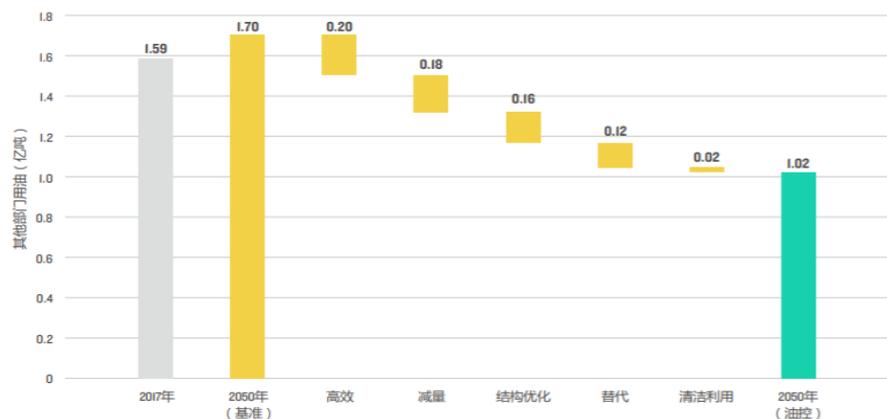
图 16：中国石油需求与对外依存度情景展望



资料来源：《中国石油消费情景研究（2015-2050）》，中国石油化工集团公司经济技术研究院，中国石油消费总量控制和政策研究项目，浙商证券研究所

而中国的成品油在碳中和的过程中，通过多种方式削减之后，仍然具有超过 1 亿吨的燃料需求。

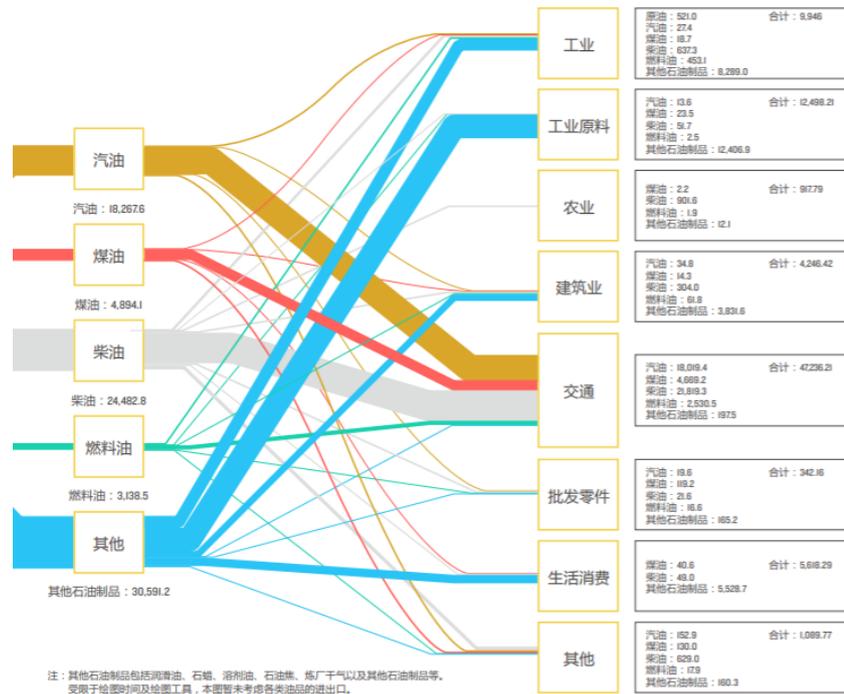
图 17：中国石油需求与对外依存度情景展望



资料来源：《中国石油消费情景研究（2015-2050）》，中国石油化工集团公司经济技术研究院，中国石油消费总量控制和政策研究项目，浙商证券研究所

中国原油消费结构中，我们关注到主要的燃油部分实际上仅仅占到需求 60%左右。

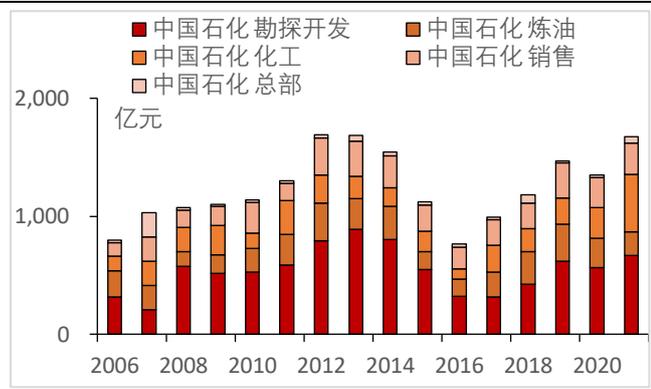
图 18：中国原油的消费结构



资料来源：WIND，浙商证券研究所

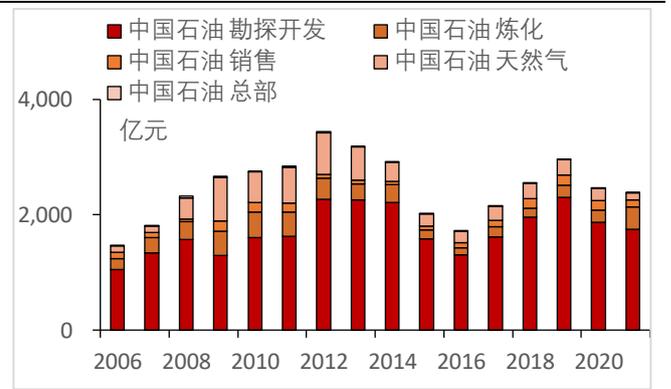
资本开支是多重影响的结果。三桶油出于国家能源安全考虑，增加了资本开支，油田增储上产；在需求无虞的基础上，这些做法就不难理解。持续增长的资本开支也是我们认为中国的低成本油田资产可能具有长期逻辑的结果。

图 19：中国石化资本开支结构



资料来源：中国石化, WIND, 浙商证券研究所

图 20：中国石油资本开支结构



资料来源：中国石油, WIND, 浙商证券研究所

图 21：中国海洋石油资本开支情况



资料来源：中海油, WIND, 浙商证券研究所

## 2.2. 政策以能源安全为纲，鼓励油气增储上产

我国政策积极推进多种体制进入油气开发行业，积极鼓励增储上产，保障国家能源安全。2013年11月12日，党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，成为近年来推进我国深化改革的纲领性文件。

2014年6月，习近平总书记提出要推动能源生产和消费革命，推进能源体制革命，构建有效竞争的市场结构和市场体系，也就是“四个革命、一个合作”能源安全新战略。

2017年5月21日，中共中央国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》。《意见》指出，完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采。

2019年3月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》。“石油天然气(含煤层气)对外合作项目总体开发方案审批”这一行政许可事项取消，改为备案。十三届全国人大二次会议批准2019年国民经济和社会发展计划。计划提到，2019年“**放开油气勘查开采准入限制，积极吸引社会资本加大油气勘查开采力度**”。

2020年1月9日，自然资源部在《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》(以下简称《意见》)新闻发布会上表示，将全面放开油气勘查开采，允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域。此举意味着我国油气勘查开采领域由国有石油公司专营的市场格局被打破，国内油气行业将全面放开。这是我国石油行业管理体制市场化改革的重大举措。

本次出台的《意见》全文总共十三条，包含了矿业权出让、油气勘探开采及矿产资源储量评审备案等重要内容。其中《意见》**第五条规定，净资产不低于3亿元的内外资公司均有资格取得油气矿业权，大大降低了企业的参与门槛**。过去获得油气勘查区块探矿权，投标人必须是净资产10亿元以上的内资公司。以后将全面推进矿业权竞争性出让政策，油气勘查区块出让不再以申请方式获得，除明确协议出让外，对其他矿业权以招标、拍卖、挂牌方式公开竞争出让，从而为各类社会资本的进入营造公平环境。

虽然碳中和政策发布，实际上我国鼓励油气增储上产的整体政策仍然没有改变。

## 2.3. 油气改革实践

按照中央关于油气勘查开采体制改革的要求和部署，自然资源部及有关省区在油气矿业权出让制度改革方面主要进行了以下实践探索：

### (1) 以竞争出让方式共计出让16个油气探矿权

2012年，原国土资源部通过邀标的方式，邀请中石油、中石化、中海油、延长石油参与投标南黄海盆地南部盐城东和海安东2个油气勘查区块探矿权。本次竞争性出让为常规油气探矿权的首次竞争性出让，最终中标方为中石化与中石油。

2013年，原国土资源部通过竞争出让的方式，对外出让位于银额、塔里木和南黄海三个盆地的17个常规油气区块。最终中石油获得1个区块，中石化获得4个区块，中海油获得6个区块，延长石油获得3个区块。另有2个区块因无公司竞争、1个区块因公司提交的勘查实施方案不能满足法定最低勘查投入而撤销出让。

### (2) 组织两轮新疆油气区块竞争性出让

2015年，原国土资源部通过公开招标出让新疆6个油气勘查区块，以新疆为试点的油气上游改革拉开序幕。

六个招标区块分别为：

- (1)新疆布尔津盆地布尔津地区油气勘查；
- (2)新疆塔城盆地裕民地区油气勘查；
- (3)新疆伊犁盆地巩留地区油气勘查；
- (4)新疆塔里木盆地柯坪北地区油气勘查；**
- (5)新疆塔里木盆地喀什疏勒地区油气勘查；
- (6)新疆敦煌盆地罗布泊东南地区油气勘查。

北京能源中标其中3个区块，承诺投资60亿元。其他区块全部没有成交。北京能源在2019年宣布中标的**塔里木盆地柯坪北地区的探井出现重大油气突破**。2019年9月15日在中寒武吾松格尔组碳酸盐岩试气，打通了天然气从地层经井筒到地面的“道路”，放喷排液火焰达14米。经初步测试，此井天然气自然日产6万立方米以上，预计进行储层酸化改造后日产可达10万立方米以上，预估是一个储量较大的整装油气田。

2017年，新疆启动第二轮油气勘查区块出让工作，首次以挂牌方式出让塔里木盆地柯坪西等5个石油天然气勘查区块探矿权。

此次出让探矿权的5个勘查区块分别是

- (1) 塔里木盆地柯坪西区块，勘查区面积为1808.095平方公里——未成交
- (2) 塔里木盆地柯坪南区块勘查区面积2646.142平方公里——申能获得
- (3) 塔里木盆地且末东区块2122.521平方公里——未成交
- (4) 塔里木盆地温宿西区块1504.292平方公里——新疆能源获得
- (5) 塔里木盆地温宿区块1095.937平方公里——中曼石油获得

7家企业经过竞价，最终由申能股份有限公司以14.9067亿元竞得柯坪南区块；新疆能源（集团）石油天然气有限责任公司以3.8084亿元竞得温宿西区块；**温宿区块由中曼石油天然气集团股份有限公司以8.6687亿元竞得**；柯坪西区块和且末东区块因没有竞买人参与竞买，挂牌没有成交。

中曼石油在2019年宣布温-7区块潜山温7井在新近系吉迪克组试油日产油7吨，温8井吉迪克组试油日产油16吨，温7-1井在新层系潜山风化壳试油日产油1.8吨，日产气3.5万立方米。**这也意味着民营油气公司首次在国家鼓励下进入国内油气开发领域，并以控股股东形式获取探矿权并具有油气储备储量。**

（注：在不考虑陕北油田案的民营油田前提下。1994年4月13日中国石油天然气总公司和陕西省人民政府签订了《关于开发陕北地方石油资源的协议》（简称“4.13协议”）：从长庆局依法登记的工业区带勘探范围内划出约500平方公里，从延长油矿依法登记的区域内划出约580平方公里，交由所在地市县组织开发。当时大量民营油田在此区块中诞生，总投资约50亿元人民币，打出上千口油井。此事件后在2003年春天被叫停，油田收归国有。以百度百科的说法，成为当时全国最大民告官的保护私有财产第一案）

### 3. 中国油田标的

我国油田类上市企业可以分为三类，第一类中国油田企业，第二类参股或者分成油形式参与中国油田开发企业，第三类是海外油田装入国内上市企业。

#### 3.1. 优先关注的价值重估标的

中国境内的油田在 2018 年之前实际上只有四桶油，中石油，中海油，中石化与延长石油。在 2018 年后，国家放开民营与外资探矿权准入之后，中曼石油作为唯一民营的第五桶油，进入了中国油田的行列。

收益往往是伴随着最大的风险。油田在勘探开发过程中，最大的风险点是勘探。因此油田在勘探是否出油的过程中，勘探过程带来的升值水平是最高的。勘探之前，这块土地仅具有探矿权价值，出油与确定储量之后，就会按照油田的资源量进行价值重估。

我们不希望单纯油价波动带来的弹性标的，而是更加希望去寻找勘探风险拿掉的价值重估机会。这种机会需要从探矿权阶段介入，有这种机会的目前只有四桶油+中曼石油。

由于四桶油中，中石化与中石油的石油产出用于自身下游石化加工都是不足的。换句话说，中石化与中石油都是原油的进口企业，其中中石化的净进口量相对更大。因此需要平衡看待油价对于石化以及油田业务的影响。

而对于延长石油，国内油田并未在上市公司的体系之内，延长石油国际（H）的主要上游资产为加拿大的 Novus Energy Inc，因此实际上应当作为海外油田标的进行考虑。

与中曼石油和中海油（H），我们认为价值重估就能够穿越周期，而油价上涨无非是进一步放大收益而已。

中曼石油根据公司官网宣传片介绍，2021-2023 年原油年开采量 15/30/40 万吨，桶油成本预计在 30 美元/桶，预期新疆温宿区块远期具备 1 亿吨地质储量，能够形成 100 万吨/年的原油产量，具备形成国内中型油田的资源水平。我们预期公司原有钻井业务可以支撑当前市值，油田构成新增长点。

中海油是中国海上油田的唯一标的，市值 3200 亿人民币。2020 年桶油完全成本 26 美元，目前生产原油 114 万桶每天（约 6000 万吨/年），油气当量 144 万桶油气当量。

#### 3.2. 风险偏好-以分成油形式或者参股形式进入中国油田

以分成油形式参与油田开发，我们认为也可以部分享受到价值重估收益；然而这其中所承担的勘探风险是放大的。

分成油形式（PSC）举个例子，比如某区块是中石油拿到探矿权权益，然后请 A 公司来进行勘探，勘探出油大家皆大欢喜，价值重估；如果不出油，A 公司亏损勘探费用与一系列勘探相关成本，而中石油仅仅亏损的是一个探矿权。而对于三桶油而言，中国国内相应区域的探矿权是唾手而得的，而对于勘探公司来看，计提影响相对较大。

PSC 模式我比较喜欢比喻为一种成熟的石油界的风投（VC）模式。创业者空手创业，VC 注入资本。创业者成功皆大欢喜；创业失败，创业者无非重头再来，而 VC 这个项目基本上就清算了。我们投资者投资这类公司实际上就是石油界的 VC。

参与国内 PSC 模式的海外石油公司很多，包括壳牌，道达尔，雪福龙，挪威石油公司，康菲，SK，HUSKY 等等；国内企业如潜能恒信。

### 3.3. 海外油田企业

海外油田企业主要是通过购买海外采矿权权益，并注入上市公司的一种形式。这种形式的企业主要获取收益的方式实际上就是油价波动带来的收益。储量是比较明确的，或者有一部分尚待明确，如果当前油价高于评估油价，买方获益；油价低于评估油价，卖方受益。这种交易的类型是我们不太倾向选择的模式，因为这种模式挣到的钱实际上是伴随油价波动，具有显著的不确定性的。

## 4. 风险提示

- (1) 新资源发掘开采导致当前资源供给格局改变;
- (2) 全球经济下行超预期导致原油需求快速下滑;
- (3) 新原油协议签订导致国际供给格局改变;
- (4) 美国与伊朗及委内瑞拉提前缓和导致供给格局预期改变;
- (5) 美国内部政策变动导致原油供给不及预期或超预期;
- (6) 战争、自然灾害等不可控因素导致原油供给格局变更;

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 -10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>