

旧世界的宿命与反抗（天风宏观+ESG）

证券研究报告

2022年4月9日

作者

全球能源供需矛盾突出、价格上涨，表面上存在中国能耗双控、美国页岩油资本开支纪律、俄罗斯油气设施中断等个性因素，背后的共性因素是新能源建设加速推进，而传统能源在 ESG 和疫情供给侧改革的影响下，长期资本开支不足。

新旧能源的矛盾，促使各国在旧世界的安全稳定和新世界的清洁低碳之间寻找再平衡。历史将在反复中波浪式前进，最终建立在旧世界体系上的旧秩序瓦解，新世界主宰秩序。

风险提示：ESG 政策支持不及预期；ESG 概念发展不及预期；ESG 投资者认知度低于预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师**联系人**

相关报告

- 1 《宏观报告：现行 ESG 评价在中国有效吗？（天风宏观+ESG）》 2022-02-13
- 2 《宏观报告：A 股 ESG 评价体系的比较、现状与问题（天风宏观+ESG）》 2022-02-26
- 3 《快速发展的 A 股 ESG 投资：现状与特点（天风宏观+ESG）》 2022-03-12
- 4 《海外主流 ESG 投资策略的比较与启示（天风宏观+ESG）》 2022-03-12

新世界从旧世界中孕育，依赖旧世界的营养来源和安全保障。但新世界又吸引走旧世界的资本开支，加速替代旧世界。这构成了一对矛盾。从去年下半年开始，新旧世界的矛盾到了突出爆发的时间。涨价是旧世界对新世界的反抗。

全球能源供需矛盾突出、价格上涨，表面上存在中国能耗双控、美国页岩油资本开支纪律、俄罗斯油气设施中断等个性因素，**背后的共性因素是新能源建设加速推进，而传统能源在 ESG 和疫情供给侧改革的影响下，长期资本开支不足。**

新旧世界的矛盾不止体现为旧能源价格上涨，也体现为新旧秩序之争，旧秩序的效率下降，加剧内部分配矛盾和外部政治矛盾。以欧盟代表的新能源革命和以俄罗斯代表的传统能源既得利益，成为外部矛盾爆发的断裂面。

站在欧盟的角度，新能源革命是对俄罗斯传统能源利益的瓦解。站在俄罗斯的角度，疫情后坚挺的油气价格是反抗欧洲能源革命的底气，并希望借欧盟对俄的油气依赖，一举解决自己在乌克兰问题上的诉求。新冠疫情像一面镜子，照出了各国内部的经济结构问题和社会治理问题。俄乌战争戳破了旧秩序的窗户纸，把冷战后国际秩序、货币体系和能源供应体系的问题统统暴露出来。

即使新世界是万众瞩目的焦点，但其对旧世界的替代是细微积累的量变最终引发相变的过程，进程总有反复，没有旧世界作为支撑，新世界容易营养不良。新世界要加速发展，也需要确保旧世界的秩序稳定，不能过快退出。

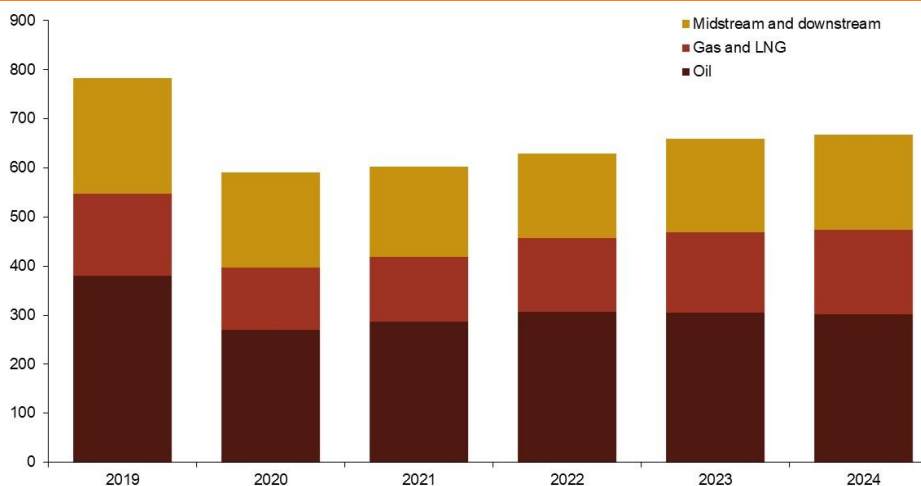
新旧世界的矛盾爆发，促使各国在旧世界的安全稳定和新中国世界的清洁低碳之间寻找再平衡。中国今年两会政府工作报告将能耗考核从每年一次变成五年一次，将钢铁行业碳达峰时间较之前意见稿延后了 5 年，并增加了俄油（10 年供应 1 亿吨）和俄气（增加供应天然气 100 亿立方米/年）的长期供应保障。欧盟将满足特定条件的核电和天然气归为可持续投资的过渡性绿色能源，法国时隔 20 年重启新核反应堆建设，德国将煤炭使用延长到 2030 年后并规定了天然气的最低储量水平。

根据 Rystad Energy 预测，今年全球石油投资将增长 7%至 3070 亿美元，页岩油气生产商投资将增长 18%至 1020 亿美元；今年全球天然气上游投资增长 14%至 1490 亿美元，2022-2024 年年均投资增速 9.3%。

OPEC 产能下滑的趋势从 2020 年四季度以来有所转向，产能出现了平缓抬升。非 OPEC 产油国的一些新项目正在建设。非洲能源商会预测 2022-2025 年非洲能源资本支出将逐年增加 16.4%。

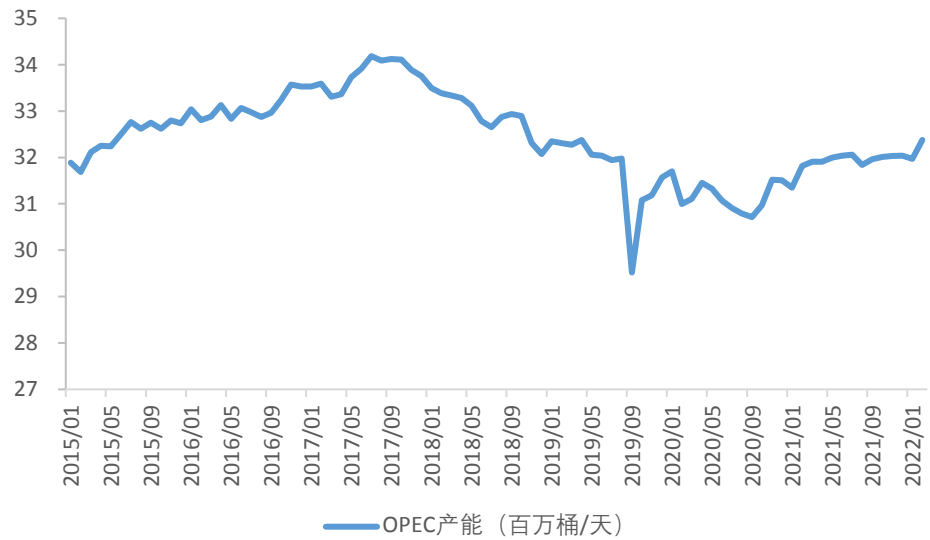
Exxon、Chevron、Shell、PetroChina、Equinor、BP 等大型石油公司均调高了 2022 年资本开支指引（公司没有披露指引数据的用卖方一致预期代替），增长幅度在 5.2%-28.6%之间。我们统计的 13 家石油公司 2022 年总资本开支指引较 2021 年增长了 12.2%，其中只有 Sinopec（中国石化）出现下滑。

图 1：全球石油天然气资本开支预测（十亿美元）



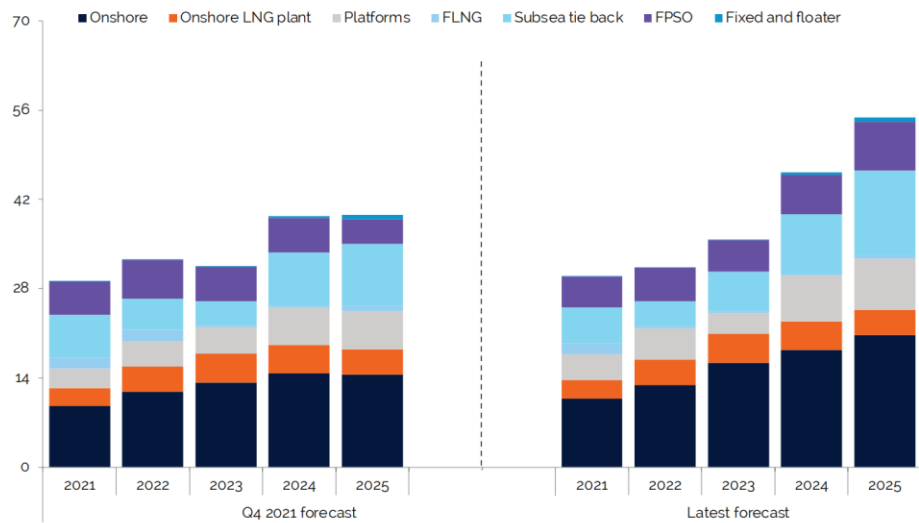
资料来源：Rystad Energy，天风证券研究所

图 2：OPEC 产能平缓抬升



资料来源：EIA，天风证券研究所

图 3：2022-2025 年非洲能源资本支出将逐年增加 16.4% (十亿美元)



资料来源：非洲能源商会，天风证券研究所

图 4：重要石油公司的资本开支指引 (亿美元)

公司名称	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E (指引)	2021E (一致预期)	2022E (指引)	2022E (一致预期)	变动趋势
Exxon Mobil Corp	161.63	154.02	195.74	243.61	172.82	175.00	128.03	225.00	182.61	
Chevron Corp	181.09	134.04	137.92	141.16	89.22	125.00	82.15	160.00	116.93	
Royal Dutch Shell PLC	221.16	208.45	230.11	229.71	165.85	200.00	-	-	234.41	
PetroChina Co Ltd	285.25	351.11	404.42	473.12	360.35	-	375.74	-	395.41	
Equinor ASA	121.91	107.55	113.67	102.04	84.76	80.00	83.60	95.00	97.42	
BP PLC	167.01	165.62	167.07	154.18	123.06	130.00	120.42	145.00	140.85	
Petroleo Brasileiro SA	142.34	136.64	119.94	86.36	58.70	-	90.84	-	116.83	
Sinopec	109.70	105.11	155.85	204.96	190.98	-	262.85	-	234.42	
Eni SpA	100.36	95.91	103.68	90.29	50.32	70.07	65.72	85.68	79.63	
Suncor Energy Inc	49.72	50.50	41.73	41.89	29.30	32.99	34.52	36.98	38.53	
Cenovus Energy Inc	7.81	12.87	10.63	8.92	6.41	20.16	19.08	22.07	22.67	
Imperial Oil Ltd	8.10	7.66	11.51	12.33	6.48	10.96	8.36	11.03	11.24	
Repsol SA	22.17	25.98	31.43	36.13	21.53	33.52	31.17	41.52	41.16	

资料来源：彭博，天风证券研究所

新世界的快速发展，吸引走了旧世界的长期资本开支，新旧世界的矛盾爆发，反而限制了新世界的发展。旧世界的反抗，缓解了短期的供需矛盾，确保了新世界的安全，反而加速了旧世界的消亡。

新世界的激进限制了新世界的发展，旧世界的反抗加速了旧世界的消亡。世界就是阴阳相生，物极必反的矛盾体，历史在反复中波浪式前进，最终建立在旧世界体系上的旧秩序瓦解，新世界主宰秩序。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com