

从国际石油公司半年报来看能源发展趋势

周期及资源品研究专题系列 1

分析日期 2022年8月16日

行业评级： 标配
证券分析师：张季恺

执业证书编号：S0630521110001

电话：021-20333634

邮箱：zjk@longone.com.cn

证券分析师：谢建斌

执业证书编号：S0630522020001

电话：021-20333661

邮箱：xjb@longone.com.cn

证券分析师：吴骏燕

执业证书编号：S0630517120001

电话：021-20333916

邮箱：wjyan@longone.com.cn

◎ 投资要点：

◆**油价抬升改善石油公司业绩。**2022年随着俄乌冲突的爆发，2021年底本就蠢蠢欲动的油气价格迅速抬升，进而抬升国际石油公司收入。七大石油公司（Eni、Shell、Total Energies、Chevron、Exxon Mobile、bp、Equinor）2022上半年营收总计9102.08亿美元，同比增长64.36%；实现净利润874.25亿元，同比增长115.91%。自由现金流、资本支出、经营现金流较去年同期同比分别增加了104.12%、19.69%和79.11%。平均已占用资本回报率(ROACE)从2021年迅速转正后，截至今年上半年为28.85%。

◆**资本开支整体纪律性边际松动。**俄乌冲突背景下，西方国家需要加强对能源安全的保障，今年上半年，7大石油公司资本开支有所增长，合计支出449.34亿美元，同比增速达到32.15%，为2019年以来首次转正，但预计全年依旧难以超过2019年的水平。由于2020-2021年上游开支维持纪律性，且投资到产能实现存在时间差，今年上半年油气产量同比减少。从资产负债率来，2021年7大石油公司增加负债总计666.08亿美元，今年上半年则是增加负债1172.56亿美元。

◆**巩固上游核心，向清洁能源外延。**目前7大国际石油公司仍处于高油价的舒适区，已然开始加强其在油气核心资源的巩固战略，资源开采更加积极，今年就会有项目实现达产。7大石油公司在新能源领域的并购动作更加积极，截至目前总计先后完成了对8家新能源/可再生能源相关企业的收购，通过并购方式拓展其在绿色能源领域部署。

◆**总结：**总体来看，国际石油公司受益于油气价格飞涨，营收及现金流显著改善。但同时也出于保障能源安全需要，资本开支纪律性出现边际松动，上游投资有所增加，同时需要兼顾可再生能源、碳中和战略需求。石油公司坚持逆周期投资，叠加分红改善和股票回购维持股价，表现负债率和负债绝对值增加。投资建议：建议关注国内具有上游油气资源的中国石油、中国海油；油服行业龙头中海油服、海油工程；LNG及煤炭相关标的广汇能源、新奥股份等；具备新能源关键材料产能的卫星化学、东方盛虹。

◆**风险提示：**油价大幅上涨，国内进口的成本不断攀升；国内需求低迷，影响到相应企业的利润。美联储加息节奏超预期，海外通胀高企，需求减少；或影响国内的产品出口。全球供应链体系不稳定，虽然区域间价差扩大，但套利空间的难度加大。

行业走势图



相关研究报告

正文目录

1. 经营业绩向好	3
1.1. 营收利润双双走高.....	3
1.2. 自由现金流明显改善.....	5
1.3. 收益率显著修复.....	6
2. 资本开支整体纪律性边际松动	6
2.1. 上游油气投资有所增加.....	6
2.2. 油气产量减少.....	7
2.3. 杠杆率有所提升.....	8
2.4. 回购股票维持投资者信心.....	9
3. 巩固上游核心，向清洁能源外延	10
3.1. 加强稳固上游油气资源.....	10
3.2. 发力绿色能源并购业务，拓展业务部署.....	11
4. 总结	12
5. 风险提示	12

图表目录

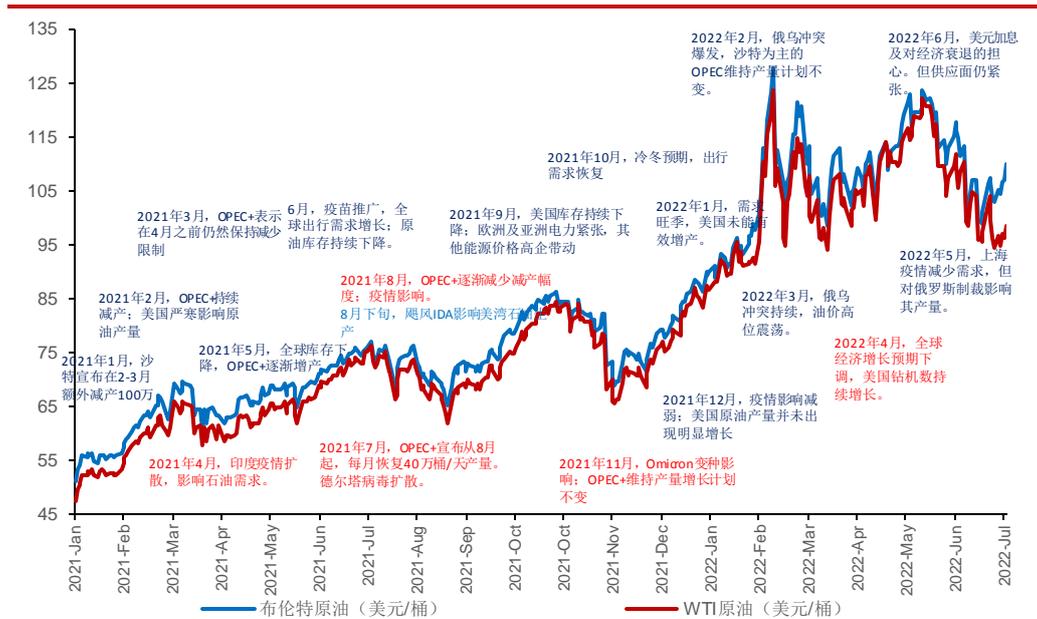
图 1 近两年油价变化（美元/桶）.....	3
图 2 国际石油公司上半年营收情况（亿美元，%）.....	4
图 3 国际石油公司上半年净利润情况（亿美元，%）.....	5
图 4 国际石油公司上半年现金流情况（亿美元，%）.....	5
图 5 国际石油公司上半年已平均占用资本回报率情况（亿美元，%）.....	6
图 6 7 大国际石油公司资本开支情况（亿美元，%）.....	7
图 7 国际石油公司上游资本开支情况（亿美元，%）.....	7
图 8 世界原油总产出与全球工作钻机数量（万桶/日）.....	8
图 9 国际石油公司资产负债率（%）.....	9
表 1 国际石油公司油气产量.....	8
表 2 国际石油公司股票回购计划.....	10
表 3 国际石油公司战略及新增项目.....	11
表 4 国际石油公司对外收购项目.....	12

1. 经营业绩向好

1.1. 营收利润双双走高

2022 年随着俄乌冲突的爆发，2021 年底本就蠢蠢欲动的油气价格迅速抬升，进而抬升国际石油公司收入。七大石油公司 (Eni、Shell、Total Energies、Chevron、Exxon Mobile、bp、Equinor) 2022 上半年营收总计 9102.08 亿美元，同比增长 64.36%。

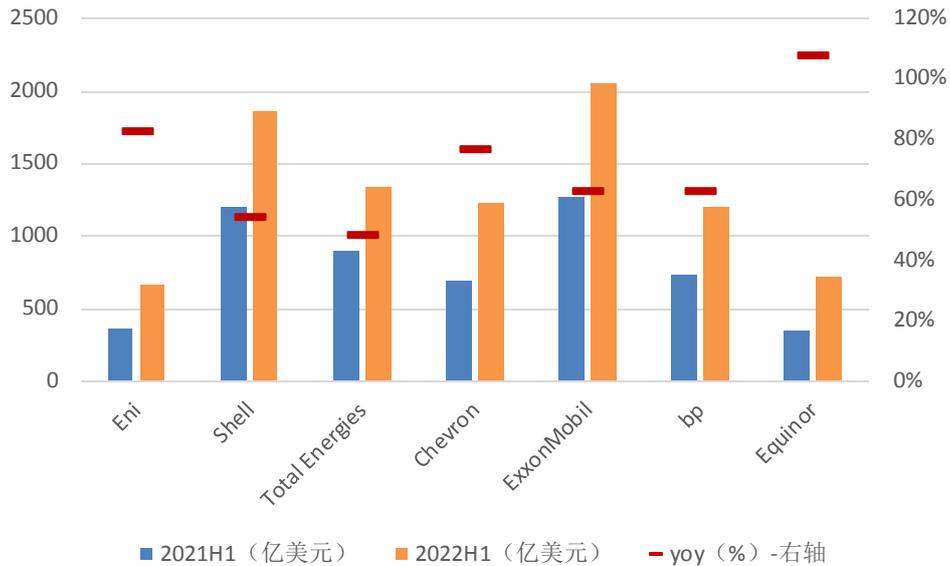
图 1 近两年油价变化 (美元/桶)



资料来源: EIA, 东海证券研究所

分公司来看, 由于公司体量存在差别, 营收的分布也在约 700 亿美元 - 2000 亿美元不等, 但营收增速都在 40% 以上, 最低的为 (Total Energies, 48.03%), 最高的为 (Equinor, 107.84%)。

图2 国际石油公司上半年营收情况（亿美元，%）

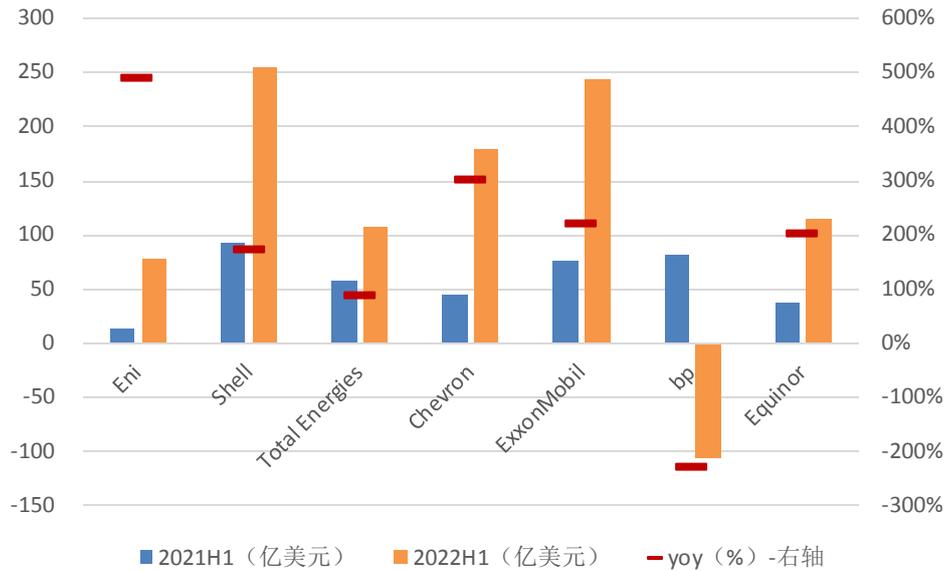


资料来源：iFind，东海证券研究所

净利润方面，2022 年上半年七大石油公司总计实现净利润 874.25 亿元，同比增长 115.91%。如果剔除 bp，则 2022 年实现净利润合计 979.59 亿元，同比增长 203.24%。

2022 年 2 月 27 日，bp 宣布将退出其在 Rosneft 的股权，bp 的两名被提名的 Rosneft 董事均从 Rosneft 董事会辞职。因此，bp 对俄罗斯石油公司的重大影响的重大判断进行了重新评估，并对 bp 在俄罗斯石油公司的股权投资的公允价值进行了新的重大估计。自该日起，bp 将其在 Rosneft 的权益作为“其他投资”中以公允价值计量的金融资产进行核算。由于俄罗斯实施了多项反制裁措施，包括限制外国投资者撤出俄罗斯资产。此外，bp 无法在莫斯科证券交易所出售其俄罗斯石油公司的股票。同时俄罗斯对向某些外国股东支付股息施加了限制，要求这些股息以卢布支付到一个受限制的银行账户，并要求资金转移至境外时需得到政府批准。由于多种不确定性因素影响，bp 将在 Rosneft 股权的公允价值记为 0。根据公司二季报，公司所有者权益较全年年底减少了 88.76 亿美元，现金流未受到实质影响。

图3 国际石油公司上半年净利润情况 (亿美元, %)

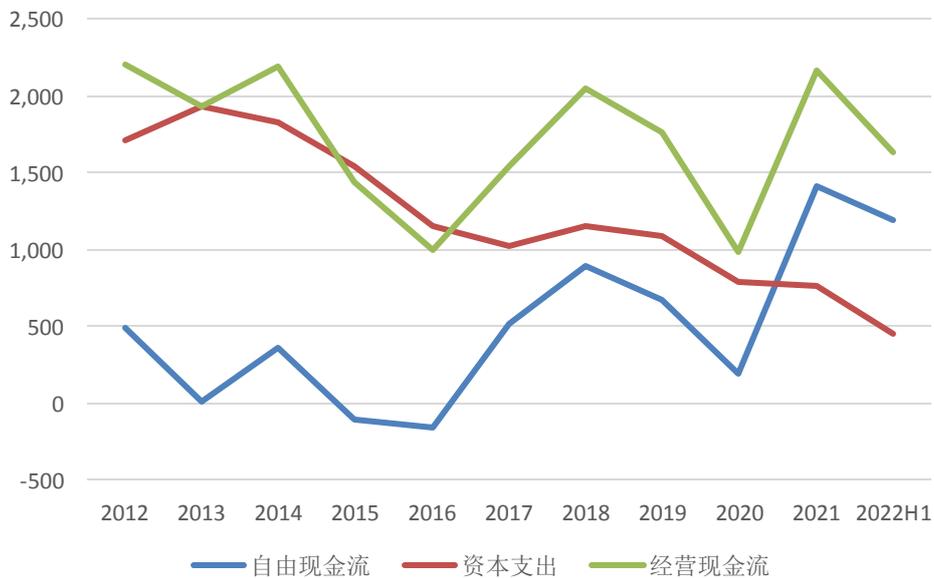


资料来源： 各公司半年报，东海证券研究所

1.2.自由现金流明显改善

2021年，国际石油公司的自由现金流达到了近十年高点，较2020年有明显改善。今年上半年较上年年底虽有下降，但依然为历史高点。自由现金流、资本支出、经营现金流较去年同期增加了104.12%、19.69%和79.11%。

图4 国际石油公司上半年现金流情况 (亿美元, %)

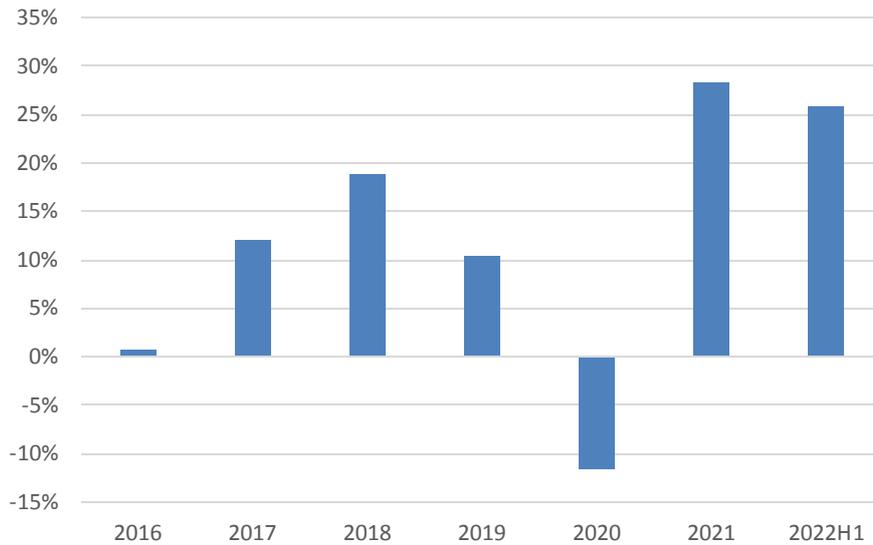


资料来源： Bloomberg，东海证券研究所

1.3.收益率显著修复

受益于油气价格快速上涨，国际石油公司税前利润大幅增长，平均已占用资本回报率（ROACE）在 2021 年迅速转正，2021 年其值为 28.30%，较 2020 年的 11.56% 提升了 39.86 个百分点，不过到今年上半年略有下降，为 28.85%。这主要是由于 bp 将所持 Rosneft 股权调整为公允价值为 0 的其他投资项目，导致 bp 今年上半年 ROACE 为 -4.73%，致使整体略有下降。

图 5 国际石油公司上半年已平均占用资本回报率情况（亿美元，%）



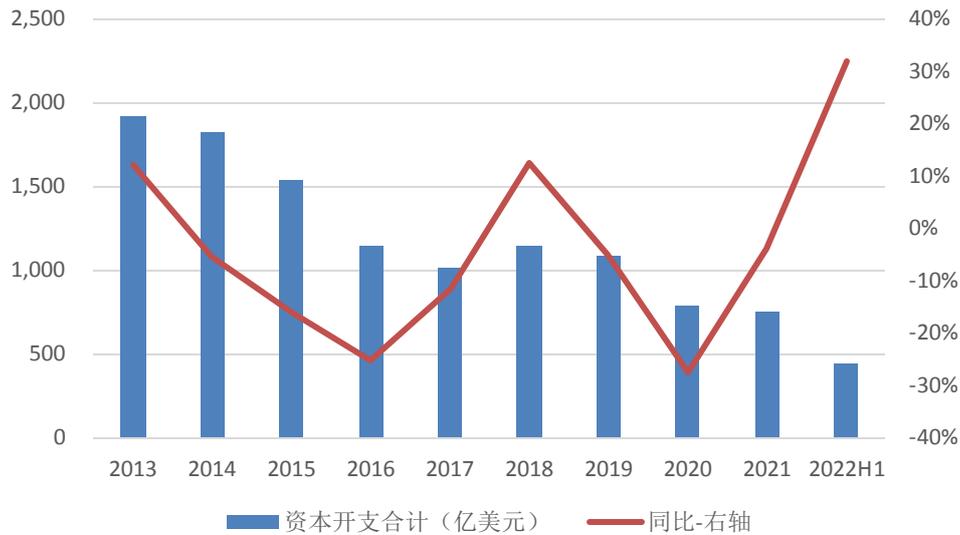
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2.资本开支整体纪律性边际松动

2.1.上游油气投资有所增加

从资本开支来看，2021 年油价迅速攀升，国际石油公司营收及利润迅速改善，自由现金流快速增长，但一般在高油价背景下，叠加对世界经济衰退的担忧，石油公司更趋向于将利润用于分红及偿还债务，故继续保持资本开支纪律性，2021 年开支较 2020 年甚至有所降低。然而在今年上半年，7 大石油公司资本开支有所增长，合计支出 449.34 亿美元，同比增速达到 32.15%，为 2019 年以来首次转正，但预计年末依旧难以超过 2019 年的水平。

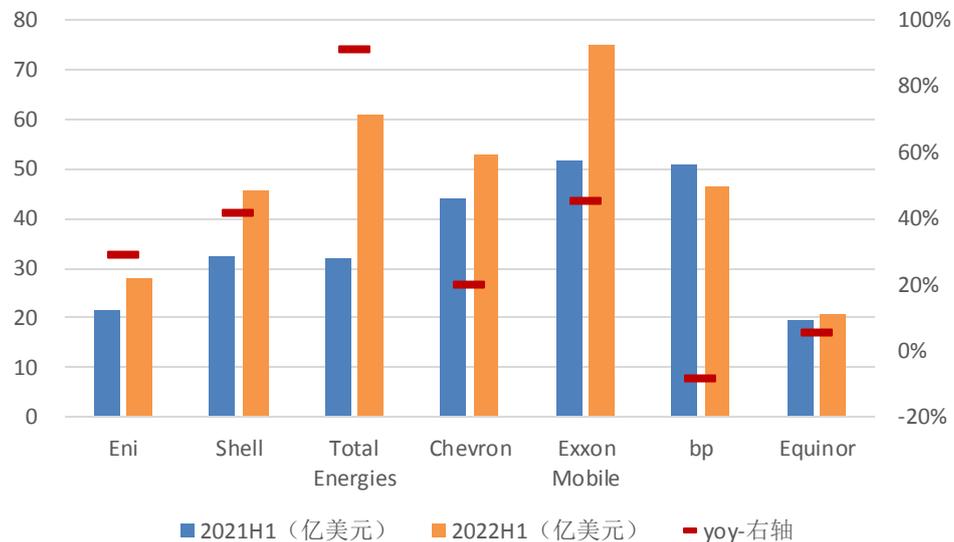
图 6 7 大国际石油公司资本开支情况 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

如果将上游资本开支单独列出来看, 国际石油公司的资本开支除 bp 同比下降 8.63% 以外, 其余公司今年上半年资本开支均正增长, 资本开支总量为 329.84 亿美元, 同比增长了 30.65%。主要原因是俄乌冲突背景下, 西方国家需要加强对能源安全的保障, 加强能源自给能力, 减少对俄罗斯油气的依赖。

图 7 国际石油公司上游资本开支情况 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

2.2.油气产量减少

从公司的所披露的油气产量来看, 今年上半年的油气生产依旧处于产量的下降区间, 其主要原因主要是 2021 年至今客观上依旧保持一定的纪律性, 加上上游投资与产能增长存在一定时间差。

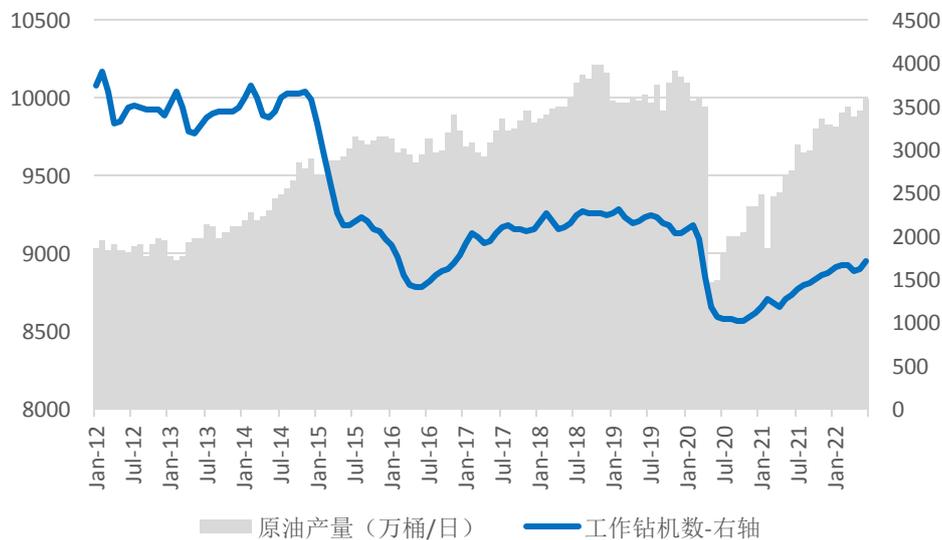
表 1 国际石油公司油气产量

	原油（万桶/日）		天然气（Bcf/日）	
	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1
Eni	79.70	76.00	4.53	4.54
Shell	172.60	136.40	9.16	8.09
Total Energies	148.60	150.50	7.21	7.00
Chevron	183.70	171.20	7.72	7.60
Exxon Mobile	222.90	228.20	8.73	8.53
bp	192.00	105.70	7.66	6.77
Equinor	105.20	97.30	5.67	6.07
合计	1104.70	965.30	50.69	48.59

资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

从世界原油总产量和工作钻机数的关系可以看出，2012-2013 年上游支出的高景气度直到 2013-2014 年才能体现到原油产量的增长，期间约有一年左右的滞后时间。而 2020 年以来工作钻机数与产量的正相关性，则是源于新冠大流行导致的全球已有产能的迅速停工后又逐步复工，与钻机的相关度不高，但二者恰好同步复工，体现出一定耦合性。故今年上半年的上游支出增加也不能立刻体现在油气产量的增加。

图 8 世界原油总产出与全球工作钻机数量（万桶/日）



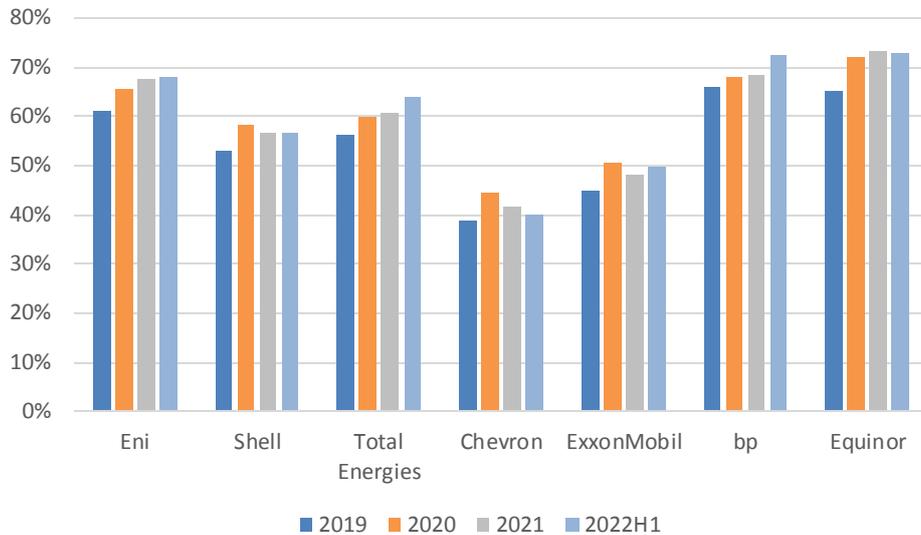
资料来源：EIA、Baker Hughes，东海证券研究所

2.3. 杠杆率有所提升

从资产负债率来，除了 Shell、Chervon、ExxonMobil 杠杆率在 2021 年有所降低，其余杠杆率都有多上升。今年上半年 bp、Equinor 的资产负债率双双提升至 70% 以上。从绝

对值来看，2021年7大石油公司增加负债总计666.08亿美元，今年上半年则是增加负债1172.56亿美元。

图9 国际石油公司资产负债率(%)



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2.4. 回购股票维持投资者信心

截至今年上半年，7大石油公司均更新了2022年的股票回购计划：

Chevron 受益于高油价和资本回报率提升，将在2022年将其股票回购指导范围上调至每年50亿至100亿美元，高于之前的每年30亿至50亿美元。

ExxonMobil 宣布到2023年将股票回购计划增加至300亿美元。

截至2022年8月16日，bp 2022年总计花费50.11亿美元进行股票回购。

Shell 于2022年上半年宣布的85亿美元股票回购计划于2022年7月5日完成。Q2财报上又提出在2022年第三季度完成60亿美元的股票回购计划。

Total Energies 考虑到强劲的现金流和表现较好的资产负债情况，董事会决定优先考虑逆周期投资机遇以加速公司转型。股东分红将提升5%并且将在第三季度继续执行20亿美元的回购计划。

2022年5月11日Eni股东大会决议，以11亿欧元为最低支出，根据布伦特原油价格情景，最高可增加25亿欧元，最多可增加3.57亿股股份(相当于除权后普通股的10%)的回购计划。埃尼将于7月和10月更新其2022年回购计划情景评估。在高于90美元/桶的情形下，公司将以自由现金流增量的30%进行进一步回购。回购计划旨在向股东进行额外分红，以补充股息分配。回购于2022年5月30日开始，最迟将于2023年4月结束。

根据2021年5月11日年度股东大会决议，Equinor 在市场上购买的最大股票数量为7500万股，股票的最低价格为50挪威克朗，最高价格为500挪威克朗。授权有效期至最早于2022年6月30日及2022年股东周年大会。2022年股票回购计划的第一部分为10亿美元，包括将从挪威国家赎回的股票，并将不迟于2022年3月25日结束。到2022年，年度股票回购计划从12亿美元增加到高达50亿美元的水平，其中包括从挪威国家赎回的股票。股份回购计划的目的是减少公司的已发行股本。

表 2 国际石油公司股票回购计划

公司	回购股票
Chevron	将股票回购指导提高到每年 50-100 亿美元。
ExxonMobil	从 2022 年第一季度开始，该公司启动了与先前宣布的在未来 12 至 24 个月内高达 100 亿美元的回购计划相关的股票回购。宣布到 2023 年将股票回购计划总额增加到 300 亿美元。
bp	截至 2022 年 8 月 16 日今年总计花费 50.11 亿美元进行股票回购。
Shell	2022 年上半年宣布的 85 亿美元股票回购计划于 2022 年 7 月 5 日完成。Q2 财报：2022 年第三季度完成 60 亿美元的股票回购计划。
Total Energies	第二季度回购了 20 亿美元的股票。授权公司 2022 上半年回购 30 亿美元，第三季度继续回购 20 亿美元。
Eni	2022 年回购计划，支出至少为 11 亿欧元，最多可增加根据布伦特价格情景，25 亿欧元，最多 3.57 亿股（相当于注销后普通股的 10%）
Equinor	2022 年股票回购分三批，分别为：10 亿美金、13.3 亿美元、18.33 亿美元。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3. 巩固上游核心，向清洁能源外延

从公司战略来看，7 大石油公司依旧大体上保持维持当前核心油气资产，并进一步拥抱清洁能源，增加天然气产能，同时拓展可再生能源业务。即在更低的碳排放基础上，尽可能提升投资回报。

3.1. 加强稳固上游油气资源

由于俄乌冲突造成了欧洲能源短缺，尽管 7 大国际石油公司仍处于高油价的舒适区，已然开始加强其在油气核心资源的巩固战略，资源开采进更加积极，今年就会有项目实现达产。

表 3 国际石油公司战略及新增项目

公司	上游战略	新增项目
Chevron	非常规油气+LNG+深水油气：巩固美国非常规油气、墨西哥湾和 LNG 资产核心地位	哈萨克斯坦扩建项目（产量提高到 100 万桶/天）2023、2024 完工；2022 年墨西哥湾“mad dog 2”
ExxonMobil	致密油+深水油气+LNG：美国二叠纪盆地+圭亚那+巴西+莫桑比克+巴布亚新几内亚	深水油气项目 Payara 计划在 2024 年开发首个油田，将在 2025 年开发 Yellowtail 油田。在巴西桑托斯盆地，Bacalhau 油田预计在 2024 年每天生产 22 万桶原油
bp	常规油气+深水油气+LNG+非常规油气：巩固核心资产，短期快速产出，中长期向“净零计划”降低油气产量 40% 目标靠近	Mad dog phase 2 于 2022 年下半年启动，2023 年 tangguh 扩建项目
Shell	深水油气+一体化天然气：以深水油气、LNG 大型开发项目为主，继续提升资产组合创效能力	/
Total Energies	常规油气+LNG：常规油气产量占比为 91%，重点包括俄罗斯和阿联酋陆上、深水（西非、巴西、挪威、美国墨西哥湾）、莫桑比克 LNG、乌干达	巴西的 Mero 1 在 2022 年中投产，尼日利亚的 Ikike 新油田。
Eni	常规油气+天然气：产量结构几乎 100% 为常规油气；天然气所占比例将快速提升，2030 年达到 60%，2050 年达到 85%	Baleine 油田将于 2023 年启动。FLNG 设施已到达莫桑比克海岸附近的 Rovuma 盆地，并将于 2022 年下半年与水下生产井连接，生产天然气。
Equinor	非常规油气+深水油气：提高海外资产比例，重点是美国非常规油气和墨西哥湾深水油气、巴西、加拿大、英国、安哥拉	Askeladd 第一阶段的首个天然气项目预计将在 2022 年下半年进行。翻新后的梅尔卡亚工厂预计将于 2022 年 5 月恢复运营。

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

3.2. 发力绿色能源并购业务，拓展业务部署

7 大石油公司在新能源领域的并购动作更加积极。

今年 6 月 Chevron 以 31.5 亿美元完成了对可再生燃料公司 REG 的全资收购，旨在将 REG 不断增长的可再生燃料生产能力与 Chevron 庞大的制造、分销和商业营销地位相结合。

ExxonMobil 于去年 12 月完成了新材料公司 Materia 的收购，以强化公司在风机叶片、可持续建筑和防腐涂料等材料的制造能力。同时 ExxonMobil 在今年 1 月完成了对 Biojet AS 49.9% 股权的收购。Biojet AS 计划开发多达五个设施来生产生物燃料，预计将于 2025 年在挪威 Follum 建造的制造工厂开始商业生产。此次收购使 ExxonMobil 能够根据五个设施的潜在产能，每年购买多达 300 万桶产品。此外，ExxonMobil 拥有多数股权的子公司 Imperial Oil Ltd. 正在推进在其斯特拉斯科纳炼油厂的新综合体生产可再生柴油的计划。ExxonMobil 还扩大了原本的采购计划，每年从 Global Clean Energy 购买多达 500 万桶可再生柴油。

Sprng Energy 由 Actis 于 2017 年成立，是一家位于印度浦那的可再生能源平台，开发和管理太阳能和风力发电场以及基础设施资产等可再生能源设施。今年 8 月 Shell 完成了对其的全资收购。通过该交易获得的太阳能和风能资产将使 Shell 目前在运营的可再生能源产能增加两倍，并有助于实现其 Powering Progress 战略。Powering Progress 的一个重要部分是发展综合电力业务，这将有助于壳牌实现其到 2050 年达成净零排放能源业务盈利的目标。

今年 8 月，Eni 从 Exmar 集团收购了拥有 Tango FLNG 浮动液化设施的 Export LNG Ltd 公司。该设施将由埃尼在刚果共和国使用，作为 Marine XII 区块天然气开发项目活动的一部分。Tango FLNG 建于 2017 年，处理能力约为 0.3 亿立方米/日，液化天然气生产能力

约为每年 60 万吨（约 10 亿立方米/年）。Tango FLNG 将于 2023 年下半年开始在刚果开展业务，此前已经完成了与 Marine XII 网络和基础设施连接所需的系泊和连接工程。Marine XII 的液化天然气生产预计将于 2023 年开始，全面投入运营后，其产量将超过 300 万吨/年（超过 45 亿立方米/年）。此外，Eni 于今年 1 月从 Solar Konzept International 收购了希腊公司 Solar Konzept Greece（“SKGR”）。SKGR 在希腊拥有光伏电站的开发平台，其投资组合包括处于不同开发阶段的输电项目，总计约 800 兆瓦。

此外，Total Energies、Equinor 也在今年先后完成对新能源企业的收购，以拓展其在可再生能源/清洁能源的部署。

表 4 国际石油公司对外收购项目

公司	收购项目
Chevron	Renewable Energy Group, Inc. (NASDAQ: REGI) (REG)
ExxonMobil	Materia, Inc.; Biojet AS (49.9%)
bp	完成对 BP Midstream Partners LP 的全资控股
Shell	其全资子公司 Shell Overseas Investment BV 已完成对 Solenergi Power Private Limited 以及 Actis Solenergi Limited (Actis) 旗下 Sprng Energy 公司集团的 100% 股权收购
Total Energies	收购美国第五大可再生能源公司 Clearway 50% 的股份；收购 SunPower 的商业和工业太阳能业务
Eni	Export LNG Ltd（拥有 Tango FLNG 浮式液化设施）；Solar Konzept Greek
Equinor	美国电池存储开发商 East Point Energy LLC

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

4. 总结

总体来看，国际石油公司受益于油气价格飞涨，营收及现金流显著改善。但同时也出于保障能源安全需要，资本开支纪律性出现边际松动，上游投资有所增加。为同时需要兼顾可再生能源、碳中和战略需求，石油公司需坚持逆周期投资，叠加分红改善和股票回购维持股价，表现为负债率和负债绝对值增加。

投资建议：建议关注国内具有上游油气资源的中国石油、中国海油；油服行业龙头中海油服、海油工程；LNG 及煤炭相关标的广汇能源、新奥股份等；具备新能源关键材料产能的卫星化学、东方盛虹。

5. 风险提示

- 1、油价大幅上涨，国内进口的成本不断攀升；国内需求低迷，影响到相应企业的利润。
- 2、美联储加息节奏超预期，海外通胀高企，需求减少；或影响国内的产品出口。
- 3、全球供应链体系不稳定，虽然区域间价差扩大，但套利空间的难度加大。

分析师简介:

张季恺：两年证券研究经验，南开大学理学学士，哥伦比亚大学理学硕士。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：（8621）20333619
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：（8610）59707105
传真：（8610）59707100
邮编：100089