

油气开采

证券研究报告

2023年04月01日

“石油人民币”时代，有哪些投资主线？

石油美元环流，一直是国际金融和贸易领域的一股重要资金力量。

石油人民币近期崭露头角。在中国地缘关系变化的大背景下，石油采购或逐渐渗透人民币结算，近期有几笔交易被报道。石油人民币体量到底有多大很难估计，如果按照2022年中国石油贸易总量的10%估算，约2400亿人民币/年。

沿着石油人民币的使用方向，我们提出石化行业三大投资主线：

- 1) 投资炼厂：推荐荣盛石化，建议关注华锦股份；
- 2) 服务采购：推荐中海油服、海油工程，建议关注中油工程、博迈科等；
- 3) 展望未来，主权基金需要人民币资产，对相比国际同行严重低估的三桶油，可能是重估机会。推荐中国石化、中国海油，建议关注中国石油。

风险提示：石油人民币的推进，形成政治负反馈的风险；中东资金投资中国，实际落地标的与预期不一致的风险；油价大幅下跌，导致产油国人民币储备缩水的风险。

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

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《石油石化-行业专题研究:能源央企估值修复逻辑》 2023-03-07
- 2 《石油石化-行业专题研究:天然气专题:美国天然气大跌,2023 怎么看?》 2023-02-13
- 3 《石油石化-行业专题研究:能源专题:危机顶点或已过,烯烃成本再比较》 2023-02-12

内容目录

1. 石油美元时代，及其在能源危机时期的影响	3
2. 石油人民币真的来了吗？体量估计有多大？	3
3. 沙特的投资：沙特阿美和 PIF	4
4. 俄罗斯的可能性	5
5. 投资观点	6
6. 风险因素	6

图表目录

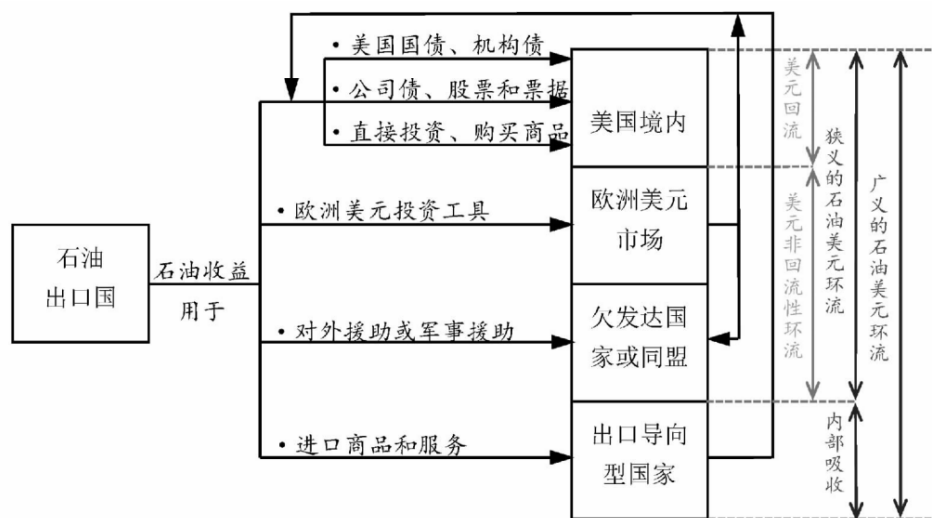
图 1：石油美元的回流和环流	3
图 2：外汇储备（分地区结构）	3
图 3：外汇储备（分种类结构）	3
图 4：中国进口原油来源结构（亿美元）	4
图 5：沙特阿美和荣盛石化战略投资签约	4
图 6：沙特阿美与华锦新炼厂项目奠基	4
图 7：沙特阿美资本开支增长计划（十亿美元）	5
图 8：沙特主权基金 PIF 资产管理规模（单位：沙特里亚尔）	5
图 9：沙特主权基金 PIF 在海外的几笔重要投资	5

1. 石油美元时代，及其在能源危机时期的影响

石油美元体系，指在布雷顿森林体系解体后，以美元作为计价单位和交易媒介的全球石油贸易体系。美国通过对石油现货市场和金融衍生品市场两方面的影响来构建现行石油美元体系。在现货市场方面，美国以沙特为切入点，掌握了中东石油市场的计价权。在金融衍生品市场方面，美国凭借国内深度发达的期权、期货等金融衍生品市场为石油现货市场提供价格发现功能，从而逐渐主导了全球石油现货市场的定价权。

石油出口国将石油收益用于三个方面：1)经常项下从出口导向型国家进口商品和服务；2)经常项下对欠发达国家、国际组织或政治同盟转移；3)在资本和金融项下投资于欧洲美元市场或美国境内。

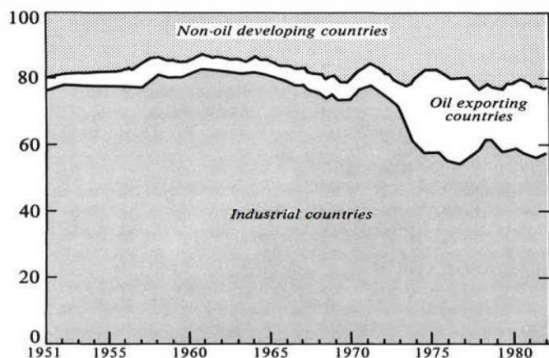
图 1：石油美元的回流和环流



资料来源：《石油美元的环流、回流与美国国债市场开放》孟一坤，天风证券研究所

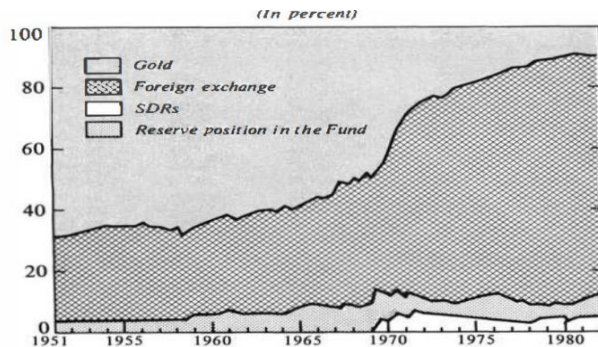
1973 年第一次石油危机后，石油出口国外汇储备的全球占比激增，从 1973 年的 7.84% 一跃至 1974 年的 21.19%，挤出了发展中国家和工业化国家的份额。同时，美元的全球外汇储备占比再次回到 70% 以上，这是美元国际化程度的极大体现。换言之，石油美元通过在石油输出国的“大集结”后，浩浩荡荡地回流了美国在岸市场。

图 2：外汇储备（分地区结构）



资料来源：IMF, International Financial Statistics Supplement on International Reserves, 天风证券研究所

图 3：外汇储备（分种类结构）



资料来源：IMF, International Financial Statistics Supplement on International Reserves, 天风证券研究所

2. 石油人民币真的来了吗？体量估计有多大？

在地缘关系变化的大背景下，中国和沙特、俄罗斯、伊朗等产油国地缘关系日益紧密。石油采购或逐渐渗透人民币结算，有望带来大量的“石油人民币”。

中国一年进口原油金额 3655 亿美金，相当于 2.46 万亿人民币（2022 年）。其中沙特和俄

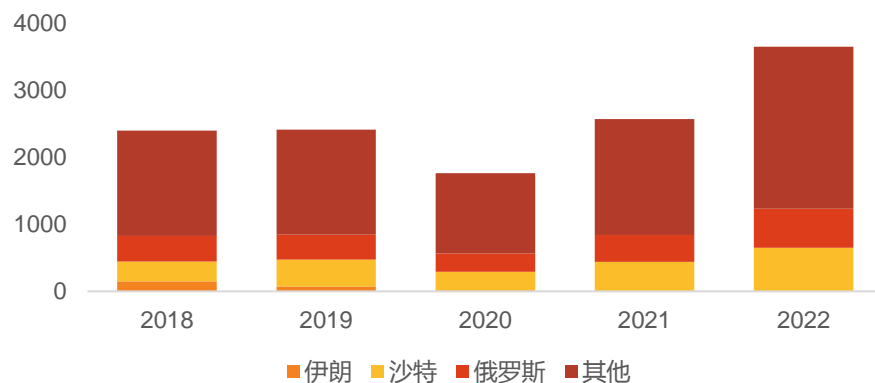
罗斯占比最高，分别 18%和 16%。2018 年伊朗原本份额 6%左右，我们认为因受制裁影响，份额有所下降。

目前有多少石油贸易是人民币支付的？数据非常不透明。目前被动用 SWIFT 制裁的国家包括俄罗斯、伊朗在内，都不得不考虑用美元以外的支付方式。考虑近期地缘变化，未来的石油贸易使用人民币结算趋势预计将更加普遍。

近期有几笔人民币结算的能源贸易被报道：1) 3 月 28 日电，我国首单以人民币结算的进口液化天然气 (LNG) 采购交易达成，LNG 资源来自海合会国家阿联酋，以人民币结算的进口 LNG 成交量约 6.5 万吨。2) 巴西已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易。

如果按照 2022 年中国石油贸易总量的 10%估算，约 2460 亿人民币/年。未来产油国不得不考虑人民币怎么花的问题。

图 4：中国进口原油来源结构（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 沙特的投资：沙特阿美和 PIF

沙特阿美方面，石油人民币会有两方面的直接用途：

1) 对中国进行直接投资，体现在炼厂投资，最近荣盛股权收购、兵器集团华锦项目落地。

3 月 27 日，沙特阿美公布已签署最终协议，以人民币 246 亿元人民币收购荣盛 10% 的权益，这笔交易将大大扩大其在中国的下游业务。我们认为双方未来有可能在贸易、炼油、化学品生产和技术许可方面进行合作。

此前，沙特阿美于 3 月 26 日宣布，合资企业华锦阿美石化公司 (HAPCO) 计划于 2023 年第二季度在中国东北地区开始建设一个大型综合炼油和石化综合体。双方股权比例为 51% 和 30%。

图 5：沙特阿美和荣盛石化战略投资签约



资料来源：Aramco，天风证券研究所

图 6：沙特阿美与华锦新炼厂项目奠基

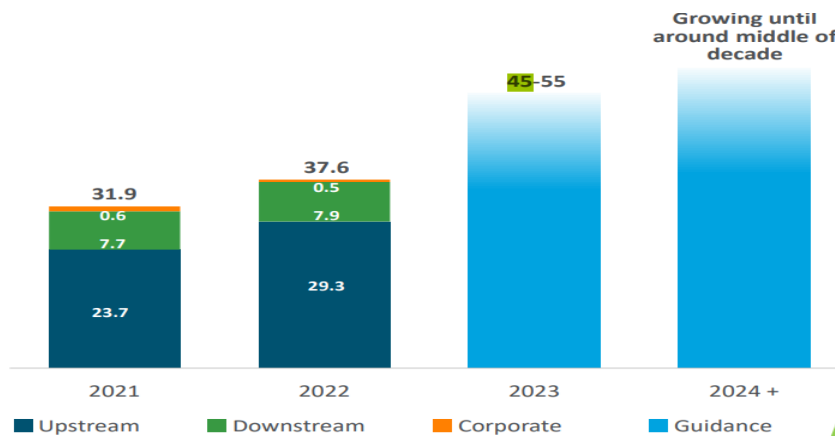


资料来源：Aramco，天风证券研究所

2) 采购中国企业的油田服务，比如海油工程、中海油服、中油工程都有沙特的业务。

根据沙特阿美年报，2022 年其资本开支达到 376 亿美金，同比+18%。2023 年计划资本开支将达到 450-550 亿美金，同比+20~46%。远期到 2025 年之前也将维持增长。预示着中国油服企业未来 3 年在沙特都有较多的业务机会。

图 7：沙特阿美资本开支增长计划（十亿美元）

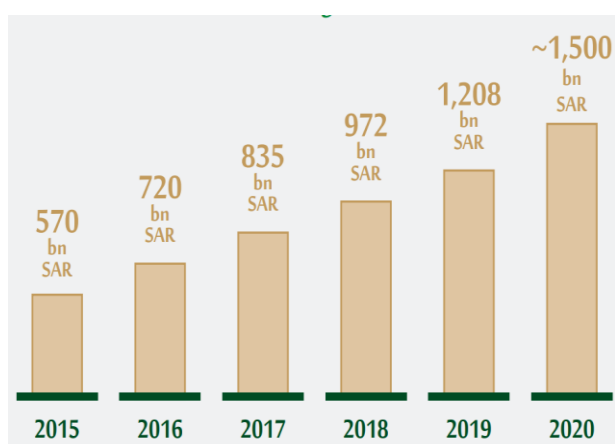


资料来源：沙特阿美公告，天风证券研究所

主权基金方面，PIF（沙特公共投资基金），成立于 1971 年，管理规模达到 6200 亿美金。其投资回报率在 2014-2016 以及 2018-2020 期间，分别为 3%和 8%。其未来国际投资方向设定为“符合沙特愿景 2030 方向，使 PIF 的资产实现增值且多元化，驱动经济和战略合作，扩大沙特在国际经济中的影响力”。

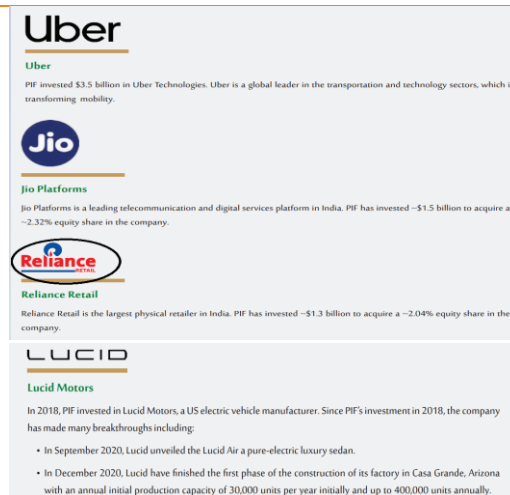
从目前 PIF 的几笔重要海外投资来看，包括 Uber（35 亿美金）、Jio（一家印度的电信运营商，投资 15 亿美金收购 2.32%股权）、Reliance（一家印度炼厂，投资 13 亿美金收购 2.04%股权）、Lucid Motors（一家美国电动车公司）。

图 8：沙特主权基金 PIF 资产管理规模（单位：沙特里亚尔）



资料来源：PIF，天风证券研究所

图 9：沙特主权基金 PIF 在海外的几笔重要投资



资料来源：PIF，天风证券研究所

4. 俄罗斯的可能性

考虑到俄乌战争之后，俄罗斯受到 SWIFT 制裁的影响，可能不得不考虑其他货币。俄罗斯《生意人报》日前援引莫斯科交易所最新数据报道，今年 2 月，人民币首次超过美元，成为该交易所月度交易量最大货币。

俄罗斯联邦金融委员会 2022 年 12 月份决定，NWF（国家财富基金）的持有结构调整，欧元、日元、英镑从组合中剔除。新的持有结构为 60%持有人民币，40%持有黄金。而之前，

NWF 组合里有 40%欧元、30%人民币、5%的日元和 20%黄金。更早的时候，其组合里主要是美元和欧元。

但是考虑到俄罗斯受战争影响财政困难，我们认为其石油人民币近期用于大量资产的可能性要打折。

5. 投资观点

沿着石油人民币的使用方向，我们提出石化行业三大投资主线：

- 1) 投资炼厂：推荐荣盛石化，建议关注华锦股份；
- 2) 服务采购：推荐中海油服、海油工程，建议关注中油工程、博迈科等；
- 3) 展望未来，主权基金需要人民币资产，对相比国际同行严重低估的三桶油，可能是重估机会。推荐中国石化、中国海油，建议关注中国石油。

6. 风险因素

- 1) 石油人民币的推进，形成政治负反馈的风险；
- 2) 中东资金投资中国，实际落地标的与预期不一致的风险；
- 3) 油价大幅下跌，导致产油国人民币储备缩水的风险。

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