

2023年12月05日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001
zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

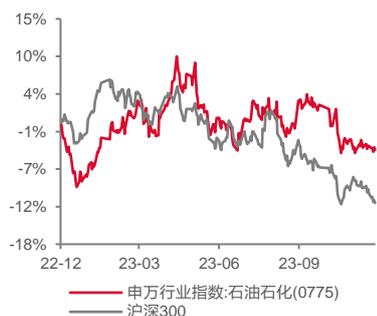
吴骏燕 S0630517120001
wjyan@longone.com.cn

联系人

张晶磊
zjlei@longone.com.cn

联系人

花雨欣
hyx@longone.com.cn



相关研究

- 石化航运专题系列：巴拿马运河详解——原油研究系列（十一）
- 天然气专题系列：冬季已至，欧洲天然气供需及价格展望——原油研究系列（十）
- 天然气专题系列：欧洲天然气供应风险仍存，看好国内资源供应标的一——原油研究系列（九）
- 油价中高位背景下，关注油服公司业绩表现及市场机遇——原油研究系列（八）
- 历史上几次石油危机复盘及启示——原油研究系列（七）
- 埃克森美孚收购先锋自然资源启示，及页岩油气市场影响展望——原油研究系列（六）
- 近期油价回调与影响，及供需基本面展望——原油研究系列（五）
- 从国际页岩油公司资本开支，展望未来原油供需——原油研究系列（四）

从近期Phillips 66股价上涨，来透视炼化企业估值与发展策略

——原油研究系列（十二）

投资要点：

- 公司股价自6月23日以来上涨了45.41%。Phillips 66公司股价在6月23日触及88.1美元的半年内低点后，公司股价走出箱体震荡行情并呈现单边增长的趋势。在9月13日触及124美元的高点后有所调整，但近期再次快速增长。截至12月1日触及131.26美元的历史高点后，收于129.70美元，自6月23日以来上涨了45.41%，2023年以来上涨了33.55%。
- Phillips 66最初是康菲石油的子公司，2012年，康菲石油宣布将其炼油、化工、油气运输和成品油零售业务分拆为Phillips 66。该公司的头部业务为炼油及零售，拥有13座炼厂，其中海外炼厂两座，原油净处理能力为196万桶/天，同时还拥有1.5万英里的管道系统。油气运输业务方面，公司拥有DCP Midstream的50%股权，是美国最大的天然气收集和加工公司之一，拥有72亿立方英尺/天的天然气加工能力。化工业务方面，公司持有Chevron Phillips Chemical Company LLC（CPChem）的50%股权。
- 营收方面，2022年公司实现营收1699.9亿美元，实现净利110.24亿美元，较2021年实现大幅增长，其中炼油、中游、化学品、零售贡献的税前溢利分别为78.16、47.34、8.56、24.02亿美元。2023年前三季度公司实现税前溢利77.08亿美元，同比减少36.26%。
- 对比行业内可比公司的股价变动，可以发现公司股价的驱动因素可以主要分为两个阶段：阶段一为受益于美国成品油出口量价双增，阶段二为近期催化异动。与同行业公司对比，ExxonMobil及Chevron同时拥有油气资产，故三季度在油价上行结束后，ExxonMobil、Chevron股价迅速下行，而不拥有油气资产的Marathon Petroleum、Valero Energy、Phillips 66则受益于裂解价差保持相对改善，跌幅较低。
- 11月29日，公司股东Elliott Investment Management LP致函董事会，催化公司股价。Elliott的诉求主要为精简公司业务增强分红：1.公司进行管理改革；2.缩小目前Phillips 66和Valero之间每桶炼油EBITDA 2~3美元的差距；3.通过出售公司持有的CPChem股份、欧洲便利店以及部分非经营性中游业务的股份，实现150~200亿美元的税后现金收益，以实现资本回报计划。
- 作为回应，Phillips 66重申了公司会坚持实现早在10月27日提出的目标：1.将分红目标提高至130~150亿美元；2.将出售30亿美元的非核心资产；3.未来将把50%以上的经营现金流对股东进行分红；4.到2024年底，公司将业务转型运行成本节省目标提高到14亿美元，其中包括将每桶炼油成本减低1美元；5.到2025年将中期调整后EBITDA目标提高至140亿美元。
- 投资建议：从Elliott与Marathon Petroleum合作来看，彼时Elliott的建议同样是精简业务专注炼化、优化成本，因赶上此次炼油周期的成本改善而形成路径依赖。我们认为考虑到预期未来炼油的利润边际面临下行，炼化一体化企业抗风险能力更强，建议关注国内油气行业龙头：中国石油、中国石化、荣盛石化、恒力石化等。
- 风险提示：油价上涨导致通胀加剧，引发主要经济体一系列抑制政策；地缘政治等因素影响全球油气供应格局；全球经济复苏进程被打断进入衰退，下游需求萎缩不及预期。

正文目录

1. 事件：Phillips 66 股价连续增长	4
2. Phillips 66 公司概况.....	4
3. 2023 年以来可比公司股价复盘	5
4. 短期催化：股东 Elliott 要求精简业务.....	7
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8

图表目录

图 1 公司产业链	5
图 2 公司按部门划分税前溢利（亿美元）	5
图 3 2023 年以来可比公司股价与 WTI 油价涨幅（%）	5
图 4 2023 年以来可比公司 ROE（%）	6
图 5 Valero Energy 炼厂产能利用情况（万桶/天，%）	6
图 6 Valero Energy 成品油产量及炼油利润（万桶/天，美元/桶）	6
图 7 Phillips 66 炼厂产能利用情况（万桶/天，%）	7
图 8 Phillips 66 成品油产量及炼油利润（万桶/天，美元/桶）	7
图 9 EIA 预期美国裂解价差（美元/加仑）	7
图 10 EIA 预期美国 LNG 出口（十亿立方英尺/天）	7
图 11 Phillips 66、Marathon Petroleum 和 Valero Energy 每桶运营成本（美元/桶）	8
图 12 可比公司调整后 EBITDA（亿美元）	8
表 1 公司炼厂一览	4

1.事件：Phillips 66 股价连续增长

自今年 6 月 23 日 Phillips 66 股价触及 88.1 美元的半年内低点后，公司股价走出箱体震荡行情并呈现单边增长的趋势。在 9 月 13 日触及 124 美元的高点后有所调整，但近期再次快速增长。截至 12 月 1 日触及 131.26 美元的历史高点后，收于 129.70 美元，自 6 月 23 日以来上涨了 45.41%，2023 年以来上涨了 33.55%。

2.Phillips 66 公司概况

Phillips 66 最初是康菲石油的子公司，由康菲石油成立于 1917 年，Phillips 66 品牌名则最初于 1927 年提出，用于命名其新开发的汽油产品。其来源一是 1927 年美国汽油价格为 66 美分/加仑，其二则是汽油的辛烷值为 66。2012 年，康菲石油宣布将其炼油、化工、油气运输和成品油零售业务分拆为 Phillips 66。

该公司的头部业务为炼油及零售，拥有 13 座炼厂，其中海外炼厂两座，原油净处理能力为 196 万桶/天，同时还拥有 1.5 万英里的管道系统。油气运输业务方面，公司拥有 DCP Midstream 的 50% 股权，是美国最大的天然气收集和加工公司之一，拥有 72 亿立方英尺/天的天然气加工能力。化工业务方面，公司持有 Chevron Phillips Chemical Company LLC (CPChem) 的 50% 股权。

表1 公司炼厂一览

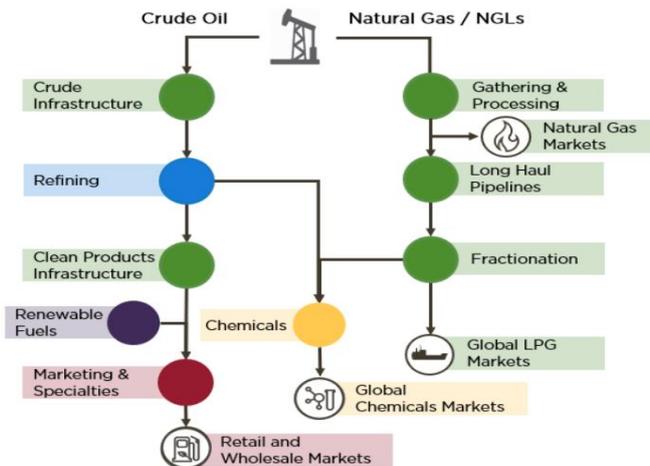
炼厂	场地	产能（万桶/天）			复杂系数	建成时间
		汽油	馏分油	原油吞吐量		
本土炼厂						
Billings Refinery	Billings, Montana	3.7	3	6.6	12.4	1949
Bayway Refinery	Linden, New Jersey	15.5	13	25.8	7.7	1909
Borger Refinery	Borger, Texas	5	3.5	7.5	11.6	1926
Ferndale Refinery	Ferndale, Washington	6.5	3.9	10.5	7.7	1954
Lake Charles Refinery	Westlake, Louisiana	10.5	11.5	26.4	11.1	1941
Los Angeles Refinery	Wilmington, California	8.5	6.5	13.9	14.3	1919
Ponca City Refinery	Ponca City, Oklahoma	12	10	21.7	8.8	1918
San Francisco Refinery	Santa Maria, Arroyo Grande, California	6	6.5	12	13.3	1955（2023 年起停运改造）
	Rodeo, Bay Area, San Francisco					1896
Sweeny Refinery	Old Ocean, Texas	15.8	12.5	26.5	13.4	1942
Wood River Refinery	Roxana, Illinois	8.8	7	17.3	11	1917
海外炼厂						
MiRO Refinery	Karlsruhe, Germany	2.5	2.7	5.8	7.7	1963
Humber Refinery	North Lincolnshire, United Kingdom	9.5	11.5	22.1	11.8	1968

资料来源：公司官网，东海证券研究所

营收方面，2022 年公司实现营收 1699.9 亿美元，实现净利 110.24 亿美元，较 2021 年实现大幅增长，其中炼油、中游、化学品、零售贡献的税前溢利分别为 78.16、47.34、8.56、24.02 亿美元。2023 年前三季度公司实现税前溢利 77.08 亿美元，同比减少 36.26%。

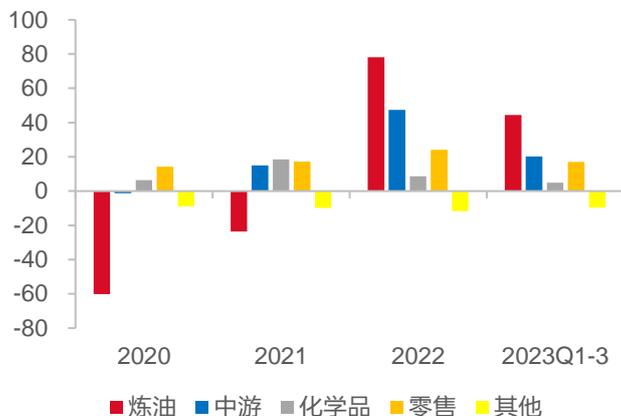
2022 年业绩改善主要是由于实际炼油利润的增加、与 DCP Midstream 和 Gray Oak Holdings 合并相关的 Midstream 部门中扣除税前收益总额的 30.13 亿美元、精炼部门减少减值损失，以及国际市场燃料利润的改善。同时以上项目部分抵消了所得税费用的增加、CPCChem 的股权受益的下降，以及公司在 NOVONIX 投资项目中未实现收益的减值。

图1 公司产业链



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司按部门划分税前溢利（亿美元）



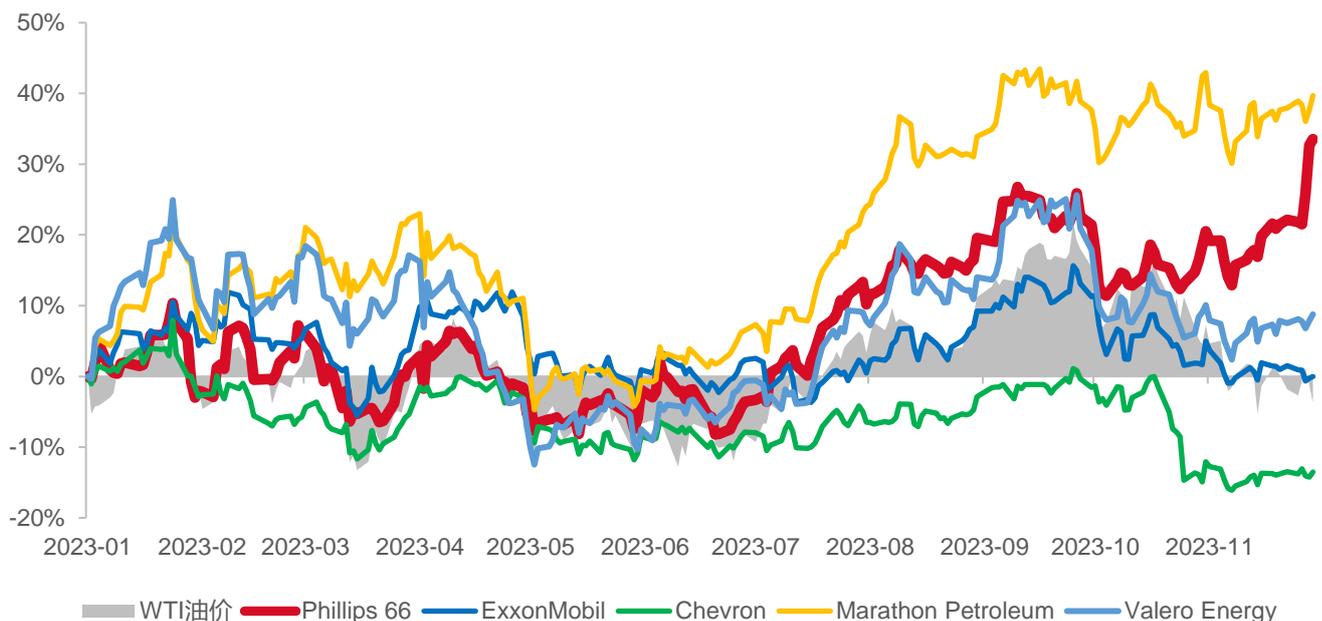
资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.2023 年以来可比公司股价复盘

对比行业内可比公司的股价变动，可以发现公司股价的驱动因素可以主要分为两个阶段：阶段一为受益于美国成品油出口量价双增，阶段二为近期催化异动。

公司主要盈利由炼化业务贡献，故选取美国前五大炼化企业进行对比：ExxonMobil、Chevron、Marathon Petroleum、Valero Energy、Phillips 66。其中有所不同的是，ExxonMobil 及 Chevron 同时拥有油气资产并开展油气开采销售业务，故三季度在油价上行结束后，ExxonMobil、Chevron 股价迅速下行，而不拥有油气资产的 Marathon Petroleum、Valero Energy、Phillips 66 则受益于炼油利率保持相对改善，跌幅较低。

图3 2023 年以来可比公司股价与 WTI 油价涨幅（%）

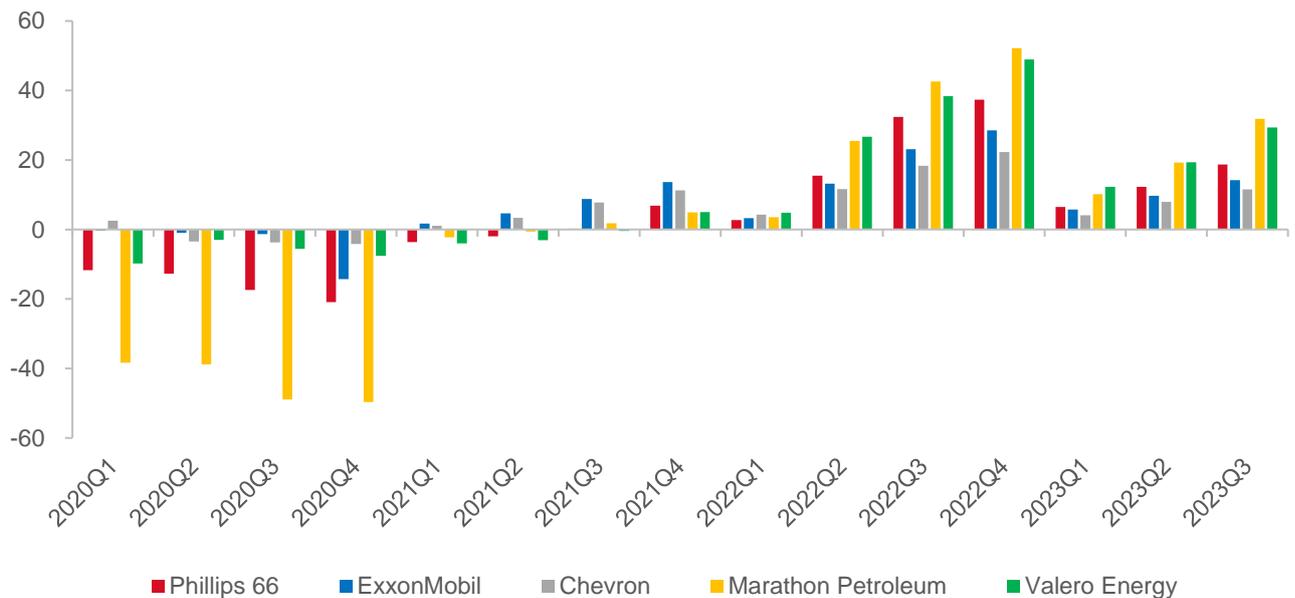


资料来源：Wind，东海证券研究所

从 ROE 的角度来看, Marathon Petroleum、Valero Energy、Phillips 66 在 2023 年 ROE 皆优于 ExxonMobil 和 Chevron。相对于 Valero Energy, 尽管 Phillips 66 的 ROE 更低, 但其股价表现更优。从产能和产能利用的角度看, Phillips 66 炼厂产能略低, 利用率更低, 炼油利润也低于 Valero。

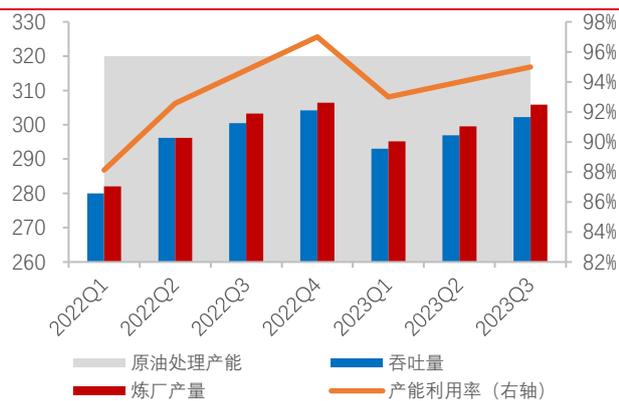
总体而言, 相较于 Valero Energy 几乎完全专注于炼油业务, Phillips 66 得益于中游业务 DCP 的存在, 面临的风险相较于 Valero Energy 更少。叠加 EIA 预期未来裂解价差下行、LNG 出口在 2024 年将继续快速增长至 3.77 亿立方米/天 (133 亿立方英尺/天), 市场对于 Phillips 66 的预期更强。

图4 2023 年以来可比公司 ROE (%)



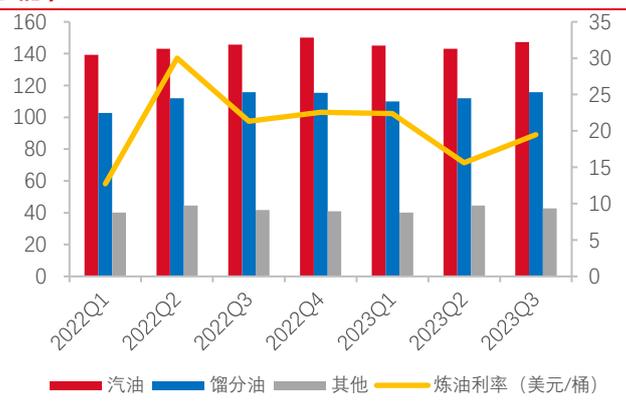
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 Valero Energy 炼厂产能利用情况 (万桶/天, %)



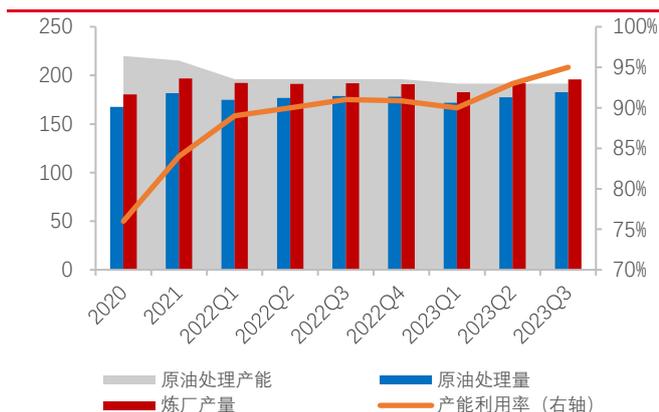
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图6 Valero Energy 成品油产量及炼油利润 (万桶/天, 美元/桶)



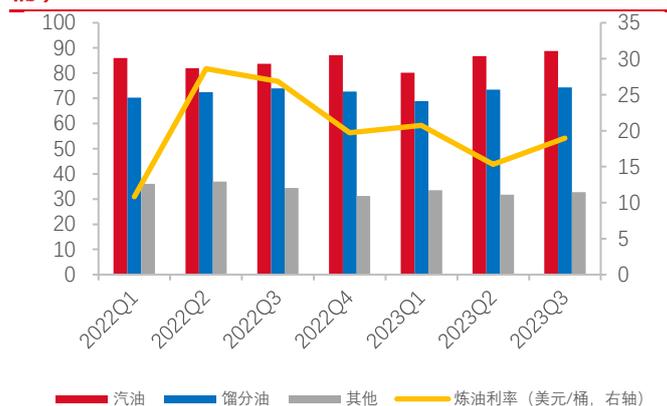
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图7 Phillips 66 炼厂产能利用情况 (万桶/天, %)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图8 Phillips 66 成品油产量及炼油利润 (万桶/天, 美元/桶)



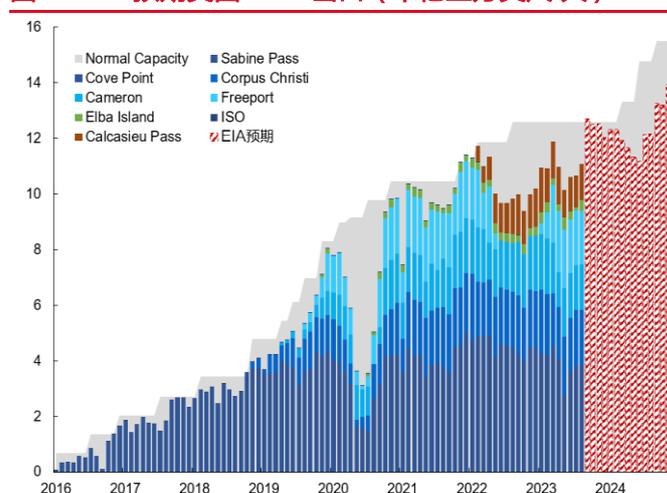
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图9 EIA 预期美国裂解价差 (美元/加仑)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图10 EIA 预期美国 LNG 出口 (十亿立方英尺/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

4.短期催化：股东 Elliott 要求精简业务

进入四季度,Phillips 66 公司股价进入箱体震荡,主要原因是三季度业绩表现不及预期,且预期四季度炼厂开工率将下降至 90%以下。11 月 29 日,公司股东 Elliott Investment Management LP 致函董事会,认为公司重心从炼油业务上发生了转移,导致公司炼油业务表现不佳。其中,公司每桶炼油运营费用在 2022 年高于 Marathon Petroleum 和 Valero Energy 约 2 美元/桶,而 Marathon Petroleum 近年的每桶运营支正不断追赶 Valero Energy,2022 年差额已缩减至 0.3 美元/桶。

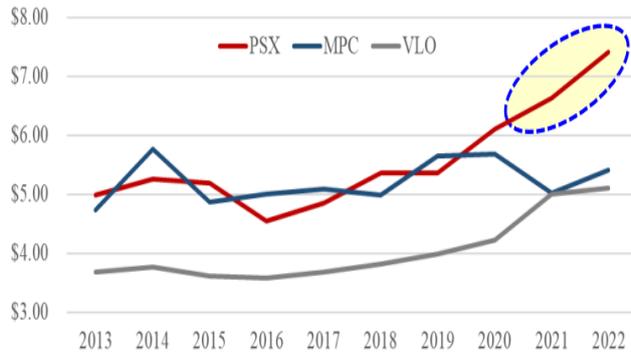
Elliott 要求公司进行管理改革;缩小目前 Phillips 66 和 Valero 之间每桶炼油 EBITDA 2~3 美元的差距;通过出售公司持有的 CPCChem 股份、欧洲便利店以及部分非经营性中游业务的股份,实现 150~200 亿美元的税后现金收益,以实现资本回报计划。作为回应,Phillips 66 重申了公司会坚持实现早在 10 月 27 日提出的目标:

1. 将分红目标提高至 130~150 亿美元;
2. 将出售 30 亿美元的非核心资产;
3. 未来将把 50%以上的经营现金流对股东进行分红;

4. 到 2024 年底，公司将业务转型运行成本节省目标提高到 14 亿美元，其中包括将每桶炼油成本减低 1 美元；
5. 到 2025 年将中期调整后 EBITDA 目标提高至 140 亿美元。

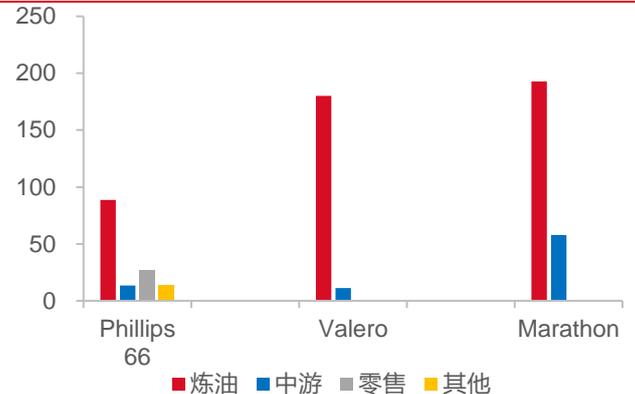
11 月 30 日，Phillips 66 股价强势上涨 5.46%，截至 12 月 1 日触及 131.26 美元的历史高点后，收于 129.70 美元。

图11 Phillips 66、Marathon Petroleum 和 Valero Energy 每桶运营成本（美元/桶）



资料来源：Elliott Investment Management LP，东海证券研究所

图12 可比公司调整后 EBITDA（亿美元）



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

5. 投资建议

从 Elliott 与 Marathon Petroleum 合作来看，彼时 Elliott 的建议同样是精简业务专注炼化、优化成本，因赶上此次炼油周期的成本改善而形成路径依赖。我们认为考虑到预期未来炼油的利润边际面临下行，炼化一体化企业抗风险能力更强，建议关注国内油气行业龙头：中国石油、中国石化、荣盛石化、恒力石化等。

6. 风险提示

- 油价上涨导致通胀加剧，引发主要经济体一系列抑制政策；
- 地缘政治等因素影响全球油气供应格局；
- 全球经济复苏进程被打断进入衰退，下游需求萎缩不及预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规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。本报告仅反映研究人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和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司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。

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。

四、资质声明：

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
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 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
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089