

## 石油石化 行业周专题（12.18-12.24）

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 油气上游资本开支高增长周期或已开始

#### ► 1999-2010 年油价波动的三个阶段

##### 1999-2008

中国石油需求增长了 350 万桶/日，贡献了全球 37% 的增量。国际油价受需求拉动大幅上涨：油价自 1999 年至 2008 年由 12 美元/桶上涨至 140 美元/桶，涨幅高达 11 倍。

##### 2008-2009

金融危机导致原油需求大幅减少，能源价格大幅下跌：油价从接近 140 美元/桶下跌至 40 美元/桶，跌幅高达 71%。

##### 2009-2010

中国经济在金融危机后反弹，石油需求增长了 416 万桶/日，贡献了全球 50% 的增量：油价在 2010 年末突破 90 美元/桶。

#### ► 油气勘探开发资本开支的三个周期

##### 2010-2014

在亚洲和中东等新兴市场需求增长，叠加中东地缘政治扰动，油价中枢维持在 90 美元/桶以上。全球油气上游资本开支经历了高增长的 5 年，2014 年资本开支总额增长至 7000 亿美元。

##### 2015-2021

美国页岩油产量大幅上升，油价在页岩油供给的冲击下承压下跌。油价自 2014 年 6 月至 2016 年 1 月由 112 美元/桶下跌至 35 美元/桶。资本开支自 2015 年至 2019 年经历了低增长的 5 年，资本开支总额维持在 5000 亿美元以下。2020-2021 年新冠疫情影响下石油企业资本开支进一步走低，全球资本开支总额减少至 4000 亿美元以下。

##### 2022 至今

标普全球预计 2023 年上游资本开支总额或将同比增长 13% 至 5650 亿美元，我们认为资本开支高增长周期或已开始。

#### ► 影响资本开支的因素

石油企业或将谨慎大幅增加油气上游资本开支：美国页岩油企业资本支出增速低于经营现金流增速，石油企业优先归还债务降低资产负债比例；2015-2022 年石油企业清洁能源投资增速高达 68%，能源结构转型或限制油气上游资本开支大幅增长。

#### ► 投资建议

中长期看油价中枢或稳定在中高位，看好原油能源资产历史性投资机会。

**风险提示：**全球宏观经济下行风险；中东地缘政治事件；欧美对俄罗斯制裁升级。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：郭荆璞

执业证书编号：S0590523070003

邮箱：jgguo@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《石油石化：为什么聚酯瓶片出海比涤纶长丝更紧迫？》2023.12.17
- 2、《石油石化：俄乌冲突导致油运航距变长 VLCC 运力会减少吗？》2023.12.10

## 正文目录

1. 上一轮超级周期油价波动的三个阶段 .....	3
2. 2010 至今油气勘探开发资本开支的三个周期 .....	3
2.1 2010-2014 供需趋紧资本开支高增长 .....	3
2.2 2015-2021 页岩油产量高速增长资本开支收缩 .....	4
2.3 2022 至今资本开支增长节奏缓慢恢复 .....	4
3. 影响资本开支的因素 .....	5
3.1 优化资本结构 .....	5
3.2 能源结构转型 .....	5
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 1988 年以来布伦特和 WTI 油价 (美元/桶) .....	3
图表 2: 全球油气上游资本开支情况 (十亿美元) .....	4
图表 3: 美国 23 家页岩油公司现金流情况 (百万美元) 和油价 (美元/桶) ....	5
图表 4: 美国 23 家页岩油公司资产负债情况 (百万美元) .....	5
图表 5: 2019-2022 年油气公司清洁能源投资情况 (十亿美元) .....	6

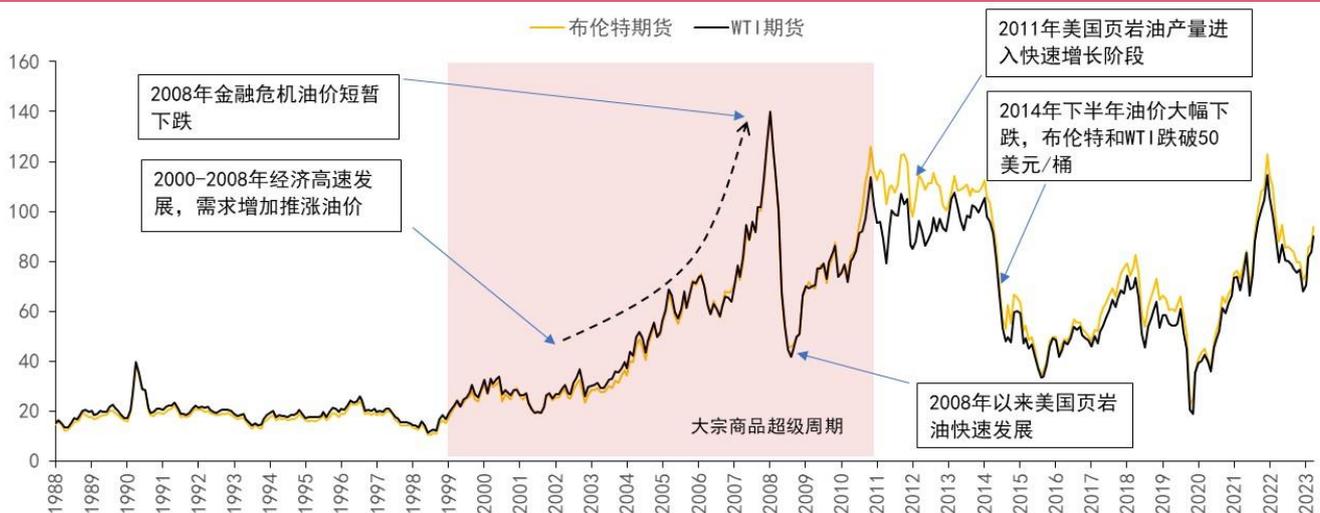
## 1. 上一轮超级周期油价波动的三个阶段

1999-2008 年上一轮大宗商品超级周期期间，油价自 12 美元/桶上涨至 140 美元/桶，涨幅高达 11 倍。国际油价受需求拉动大幅上涨：中国在此期间经历了加入世界贸易组织后经济高速发展阶段，石油需求在 10 年期间增长了 350 万桶/日，贡献了全球 37%的增量。

2008-2009 年由美国次贷危机演变的全球金融危机导致信贷收缩，企业收入下降进而引起裁员和失业率上升，原油和天然气等能源需求减少，能源价格大幅下跌：油价从接近 140 美元/桶下跌至 40 美元/桶，跌幅高达 71%。

2009-2010 年中国经济实现了快速反弹，GDP 增速自 2009 年 3 月至 2010 年 3 月由 6.4%回升至了 12.2%，石油需求在 1 年里增长了 416 万桶/日，贡献了全球 50%的增量，油价中枢在 2010 年末突破了 90 美元/桶关口。

图表1：1988 年以来布伦特和 WTI 油价（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

## 2. 2010 至今油气勘探开发资本开支的三个周期

### 2.1 2010-2014 供需趋紧资本开支高增长

2010 至 2014 年在高油价的驱动下油气上游资本开支经历了高增长的 5 年：中国和中东等新兴市场需求增长在 2011 年为油价回升提供支撑，而供给侧阿拉伯之春与利比亚内战进一步推动了油价上涨。自 2011 年 2 月至 3 月，利比亚石油出口减少了 150 万桶/日，同期布伦特现货价格上涨了 15 美元/桶。2010-2014 年布伦特和 WTI 油价中枢维持在 100/90 美元/桶以上，全球油气上游资本开支连续 5 年持续上升，至 2014 年增长至约 7000 亿美元。

## 2.2 2015-2021 页岩油产量高速增长资本开支收缩

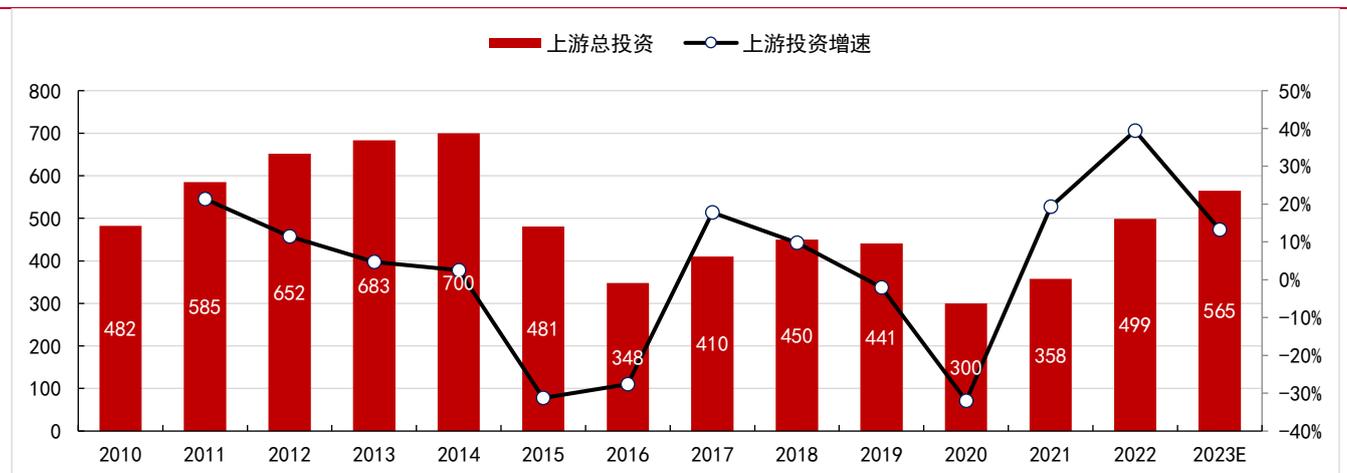
水力压裂法和水平钻井技术降低了美国页岩油开采成本，提高了采收率，美国页岩油产量自 2015 年至 2021 年大幅上升，在全球原油产量占比增长至 10%，国际油价在页岩油供给的冲击下承压下跌。油价自 2014 年 6 月至 2016 年 1 月由 112.36 美元/桶下跌至 34.74 美元/桶。尽管油价在欧佩克国家合作实施减产来缓解供应过剩的局面下有所回升，但距 2007-2008 年的高油价水平仍有约 60 美元/桶的差距。

上游资本开支自 2015 年起经历了低迷的 5 年，全年资本开支未超过 5000 亿美元。进入 2020 年石油市场面临石油供应短缺的局面主要来自于 2010 至 2014 年高资本开支转化的产能基本消耗殆尽，2015 至 2019 年低资本开支转化的产能无法匹配需求的增长。油价以及资本开支自然恢复的节奏在 2020 年被新冠疫情打乱：2020 年 2 季度是疫情高峰期，全球石油需求同比减少了 1620 万桶/日，降幅约 16%；全球石油库存每日累库约 900 万桶，其中 OECD 国家石油库存总量高出 5 年均值约 2 亿桶。油价大幅下跌令石油企业面临亏损和负责的困境，全球上游资本开支在 2020 年同比减少约 1400 亿美元。

## 2.3 2022 至今资本开支增长节奏缓慢恢复

全球原油消费在 2022 年基本完成修复，油价增长主要来自地缘政治溢价和欧佩克大规模减产，而 2015 年后资本开支低迷或将令油价长期维持在中高位。2022 年全球上游资本开支录得 4990 亿美元，标普预计 2023 年资本开支或将同比增长 13% 至 5650 亿美元。2022-2023 年上游资本开支或如我们预期，在继上一轮高增长后，本轮资本开支高增长周期或已开始。

图表2：全球油气上游资本开支情况（十亿美元）



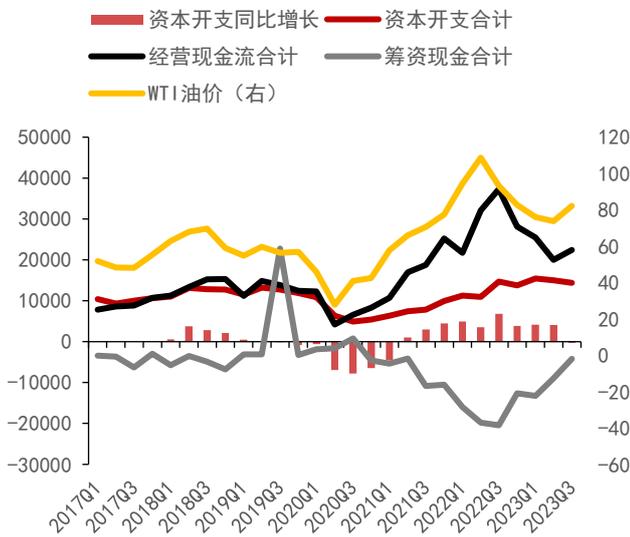
资料来源：IEF, S&P, 国联证券研究所

### 3. 影响资本开支的因素

#### 3.1 优化资本结构

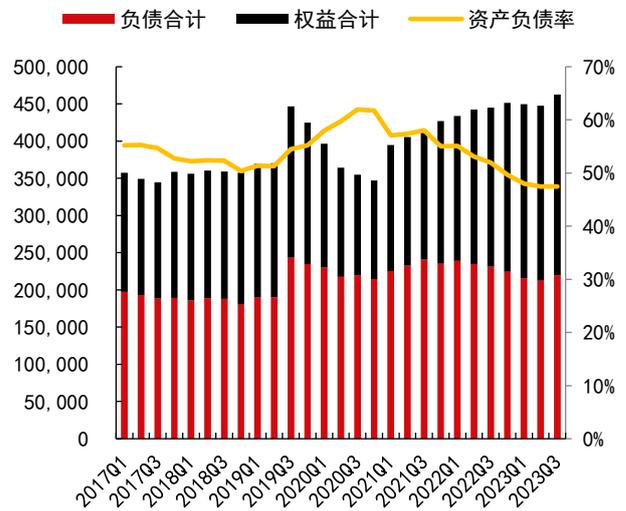
我们统计了美国上市的 23 家页岩油公司现金流情况，石油企业自 2021 年 2 季度起偿还债务压力变得显著：表现为筹资现金流大幅增加，资本开支恢复缓慢。2022 年 3 季度被统计页岩油公司的资本开支合计是 146.65 亿美元，恢复至 2019 年的水平。2020 年 3 季度和 4 季度被统计页岩油公司的资产负债比例超过 60%，面对高负债的情况，页岩油公司将自由现金流优先用于归还债务，降低资产负债比例。筹资现金流出自 2023 年 3 季度开始下降，资产负债率在 2022 年末下降至 50% 以下。

图表3: 美国 23 家页岩油公司现金流情况 (百万美元) 和油价 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表4: 美国 23 家页岩油公司资产负债情况 (百万美元)

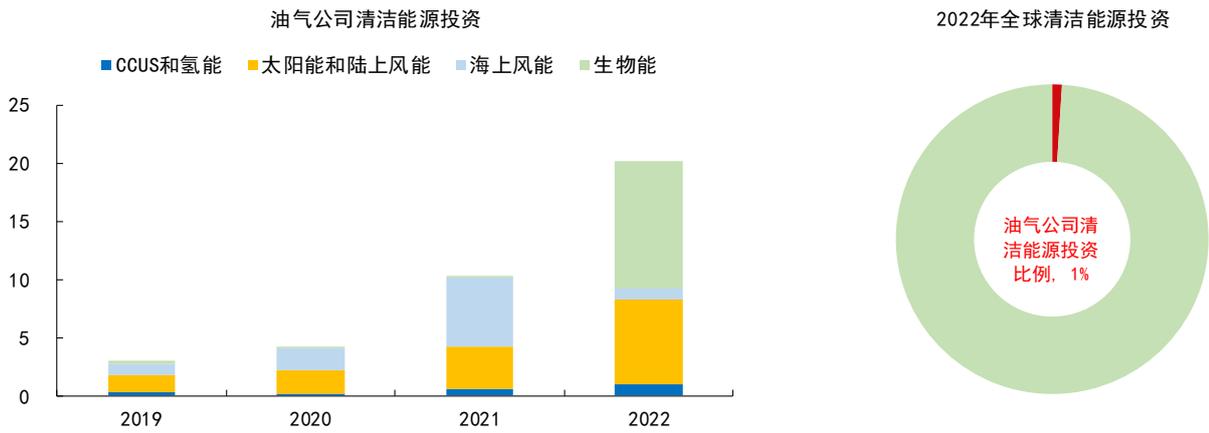


资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

#### 3.2 能源结构转型

尽管油气公司的清洁能源投资在资本开支总额占比仅有 1%，清洁能源投资自 2015-2022 年增速却高达 68%，其中生物燃料投资增长显著；而石油消费因新能源车渗透率不断提高和燃油车效率提升面临达峰。随着能源结构由化石能源向清洁能源转型，油气公司大幅增加上游资本开支或将态度谨慎。

图表5：2019-2022年油气公司清洁能源投资情况（十亿美元）



资料来源：IEA，国联证券研究所

#### 4. 风险提示

全球宏观经济下行风险；中东地缘政治事件；欧美对俄罗斯制裁升级。

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼

电话：0510-85187583