

2024年9月30日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001
zjk@longone.com.cn

证券分析师

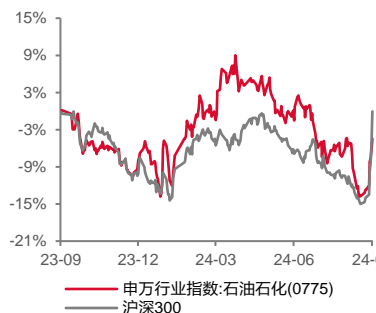
谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001
wjyan@longone.com.cn

联系人

花雨欣
hyx@longone.com.cn



相关研究

- 需求走弱原油价格持续承压，建议关注下游补库存机会——原油及聚酯产业链月报（2024年9月）
- 桐昆股份（601233）：盈利维稳，长丝景气度有望修复——公司简评报告
- 荣盛石化（002493）：2024H1业绩同比增长，坚持技术创新和平台深化——公司简评报告

油气资源储备对油气上市公司市值影响的研究

——原油研究系列（二十）

投资要点：

- **弱化周期属性，如何看待油气类上市公司市值。**油气公司的业绩受油价影响较大，而油价具有较强的波动性。油气类上市公司的市值影响因素除传统的PB-ROE、PE、分红等估值外，也与油气的资源储量相关；随着能源转型，大型油气公司也实行多元化，同时产业链向下游炼化、零售等环节延伸；我们通过回归模型来对比国内外石油公司资源储量与市值的影响关系。
- **油气储备水平及原油产量是油气公司市值的主要影响因素。**由于主要油气公司数量有限，多因素模型的使用可能过度拟合。对于一体化油气公司，模型的拟合度较为良好，但一些关键系数并未单独表现出明显的统计显著性，总体而言原油的产量和储量占绝对性因素。对于偏上游的油气公司，模型拟合度偏弱，总体而言油气的储量和产量、以及净资产负债率对于模型的贡献较大。然而，只要系数共同显著，回归方程仍然可以具备一定的参考价值。回归模型的目的是估计市场价值，而不一定关心每个控制变量的直接显著性。
- **全球油气上游交易趋于活跃。**2023年全球油气上游并购交易数量为201笔，较上年同比-7.37%；交易金额达2335亿美元，较上年同比+163%，创历史新高，其中美国并购交易金额最高，占比超50%。此外，2023年31起油气上游并购交易超过10亿美元、4起超过100亿美元。国际石油公司之间的大额并购、超级并购数量已经接近2012年至2014年间创造的历史峰值水平。2024年Q1已公开披露的收并购交易达550亿美元，远高于2023年同期约145亿美元的交易支出，接近过去5年季度平均水平的1.7倍，油气上游并购活跃度有望持续。
- **短期内油价在65美元/桶仍有支撑，预计全年布伦特油价在60-90美元/桶之间波动。**9月布伦特原油一度跌破70美元/桶附近持续震荡，月底收于76.93美元/桶。OPEC+国家增强减产履约，补偿协议逐步落实，并延长220万桶额外减产至11月底。但沙特于9月26日宣布放弃100美元/桶目标价格并准备增产。综合来看，我们下调油价短期支撑至65美元/桶；我们认为原油长期受需求面影响大，但美国钻机数持续下降将影响长期原油供给，随着美联储在今年剩余时间进一步降息，原油一定回调风险增加；预计今年全年布伦特油价在60-90美元/桶波动。
- **投资建议。**横向对比，我国上市石化企业资源储量和产能具备国际竞争力，中国石油及中国海油的油气探明储备和炼化产能均为国际靠前水平；开采成本近年来也有所改善，基本与国际水平持平，未来有望进一步改善；但两家公司ROE长期偏低导致企业估值受损，低于七大国际石油公司的平均水平，且PB估值处于较低水平；两家分红比例良好，与国际水平基本持平，但是分红总额较低。建议关注：（1）资源储备水平良好；（2）炼油产能领先；（3）开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油。
- **风险提示：**宏观经济波动和油价下行风险；地缘政治不稳定风险；海外业务发展不及预期；在建产能投放不及预期。

正文目录

1. 油气公司市值与油气资产及其他因素关系探究	4
1.1. 方法论.....	4
1.2. 拟合回归结果.....	5
1.3. 结论与小结.....	7
2. 全球油气行业处于结构性重塑新阶段.....	7
3. 原油价格有望继续维持中高位震荡	9
4. 对标国际，我国主要油气公司估值偏低	11
4.1. 国内主要油气公司 ROE 相对稳定	12
4.2. 国内主要油气公司 PB 相对偏低	13
4.3. 对标油气储备，中国石油估值较低.....	14
4.4. 对标分红，国内公司分红比例良好.....	16
5. 投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1 主要国际油公司上游资本开支及预测（十亿美元）	7
图 2 主要国际油公司勘探开支（左轴）及占比（右轴）	7
图 3 全球分地区油气上游并购情况（亿美元，美元/桶）	8
图 4 埃克森美孚 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）	9
图 5 雪佛龙 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）	9
图 6 中国石油、中国海油与世界一流油气公司 PB-PE 及 ROE 对标	12
图 7 中国石油与 ROE 与世界七大石油公司均值对比（%）	13
图 8 资产负债率与世界七大石油公司均值对比（%）	13
图 9 中国石油、中国海油 PB 与世界七大石油公司均值对比	14
图 10 中国石油油气储备与世界七大石油公司对比（百万桶油当量）	14
图 11 公司市值/油气储备与世界七大石油公司对比（美元/桶油当量）	15
图 12 中国石油完全当量桶油成本与世界七大石油公司对比（美元/桶油当量）	15
图 13 中国石油与世界七大石油公司分红比例（%）	16
图 14 公司归母净利对比（亿美元）	16
图 15 公司现金分红总额对比（亿美元）	16
表 1 选取样本公司及参数	4
表 2 变量对照表	5
表 3 一体化分组拟合结果	5
表 4 偏上游分组拟合结果	6
表 5 选取样本公司及参数 2	6
表 6 偏上游分组拟合结果 2	6
表 7 2023 年以来油气行业主要并购案	8
表 8 权威机构最新预测及观点	10
表 9 原油价格影响因素及预测	10

1.油气公司市值与油气资产及其他因素关系探究

油气公司的业绩受油价影响较大，而油价具有较强的波动性。油气类上市公司的市值影响因素除传统的 PB-ROE、PE、分红等估值外，也与油气的资源储量相关；随着能源转型，大型油气公司也实行多元化，同时产业链向下游炼化、零售等环节延伸；本文将通过回归模型来对比国内外石油公司资源储量与市值的影响关系。

1.1.方法论

消除油气价格影响：油气公司的市值与油气价格显然是正相关的，但本文我们旨在探索公司资产及财务指标等因素对公司市值的影响关系，故选取 2023 年的数据进行横向对比，以此消除油气价格对市值的影响。

分类讨论：进行控制变量的探究，首先可以从几个方面进行分类：独立——政府控股、上游属性——上下游一体化、国际化——专注本土等。那么出于对于侧重上游资产分析的角度，我们主要选择上游属性——上下游一体化进行分类讨论。

样本选取：一体化油气公司方面我们选取了 9 个较为典型的上市公司：Eni、Shell、TotalEnergies、Chevron、ExxonMobil、BP、中国石油、Saudi Aramco、Equinor；偏重上游属性方面，则选取了 11 个上市公司：Apache、Woodside、Ovintiv (Encana)、ConocoPhillips、Marathon oil、EOG Resources、Devon Energy、Occidental Petroleum、EQT Corporation、Petrobras、中国海油。

相关参数选择：我们主要考量公司的权益油气储备数量、原油储备储量、油气产量、杠杆率、分红等几个方面对于市值的影响，具体选取的参数为原油储量（亿桶）、天然气储量（Tcf）、储量（亿桶油当量）、产量（万桶油当量/天）、产油气比（万桶/Bcf）、储采比（年）、净资产负债率、股息率、市值（截至 2023/12/31）。

表1 选取样本公司及参数

	原油储量 (亿桶)	天然气储量 (Tcf)	储量 (亿桶油当量)	产量 (万桶油当量/天)	产油气比 (万桶/Bcf)	储采比 (年)	净资产负债率 (%)	股息率 (%)	市值 (亿美元)
一体化									
Eni	31	17315	64	157	17	11.2	0.2	5.84	573
Shell	47	29729	98	274	19	9.8	1.2	3.93	2161
TotalEnergies	55	27517	106	242	31	12.0	1.4	4.78	1625
Chevron	60	30381	112	317	24	9.7	0.6	4.13	2816
ExxonMobil	112	34464	169	378	32	12.3	0.8	3.72	3962
BP	37	17471	68	231	16	8.0	2.8	4.82	1013
中国石油	62	72794	184	482	19	10.4	0.8	6.23	1814
Saudi Aramco	2174	207	2512	1277	100	53.9	0.5	5.14	21378
Equinor	26.4	14471.0	52.4	127.9	114.6	11.2	2.0	8.53	1004.7
偏上游									
Apache	5.5	1.5	8.1	39.6	32.2	5.6	4.3	2.79	110.1
Woodside	9.5	16.0	37.6	51.0	7.7	20.2	0.6	2.84	402.0
Ovintiv (Encana)	10.4	6.9	21.9	56.6	17.8	10.6	0.9	2.73	119.9
ConocoPhillips	44.7	13.3	67.6	182.6	39.3	10.1	0.9	4.04	1378.2
Marathon oil	9.7	2.1	13.2	40.5	38.4	8.9	0.7	2.12	563.3

EOG Resources	30.1	8.9	45.0	98.5	40.9	12.5	0.6	4.18	705.3
Devon Energy	12.9	3.2	18.2	65.8	45.7	7.6	1.0	4.86	290.2
Occidental Petroleum	29.2	6.4	39.8	122.2	51.3	8.9	1.4	1.27	525.7
EQT Corporation	3.0	25.8	46.0	92.1	1.0	13.7	0.7	1.59	159.0
Petrobras	92.1	10.0	109.2	274.8	72.1	10.9	1.8	10.81	568.6
中国海油	48.4	9.2	67.8	185.8	64.1	10.0	0.5	5.44	1400.0

资料来源：Bloomberg、Wind、各公司公告，东海证券研究所，市值截至 2023/12/31

1.2.拟合回归结果

我们用以下变量来代表各项参数：

表2 变量对照表

R_o	R_g	R_{boe}	P	P_o/P_g	R/P	D/E	DYR	Cap
原油储量	天然气储量	储量	产量	产油气比	储采比	净资产负债率	股息率	市值

资料来源：东海证券研究所

我们假设两个线性关系，分别为：

$$Cap = a + b \cdot R_{boe} + c \cdot P_o/P_g + d \cdot R/P + e \cdot D/E + f \cdot DYP$$

及

$$Cap = a + b \cdot R_o + c \cdot R_g + d \cdot P_o/P_g + e \cdot R/P + f \cdot D/E + g \cdot DYP$$

由于储采比由储量除以产量得到，故不再将产量代入拟合。其中 a~f 为常数。

经过拟合，我们得到两个结果：

表3 一体化分组拟合结果

Cap = a + b · R _{boe} + c · P _o /P _g + d · R/P + e · D/E + f · DYP						
R ²	a	b	c	d	e	f
0.999	6776(4.88)	11(4.99)	36(4.58)	-237(-1.78)	-507(-2.46)	-803(-6.04)
P 值	0.02	0.02	0.02	0.17	0.09	0.01
Cap = a + b · R _o + c · R _g + d · P _o /P _g + e · R/P + f · D/E + g · DYP						
R ²	a	b	c	d	e	f
0.999	5859(3.61)	12(4.00)	0.02(2.81)	36(4.85)	-173(-1.14)	-409(-1.77)
P 值	0.07	0.06	0.11	0.04	0.37	0.22

资料来源：东海证券研究所

注：括号内为 t 值

及

表4 偏上游分组拟合结果

Cap=a+b·R _{boe} +c·P _o /P _g +d·R/P+e·D/E+f·DYP							
R ²	a	b	c	d	e	f	
0.603	246(0.26)	9(1.19)	13(1.12)	-3(-0.04)	-118(-0.79)	-104(-1.14)	
P 值	0.80	0.29	0.31	0.97	0.47	0.30	
Cap=a+b·R _o +c·R _g +d·P _o /P _g +e·R/P+f·D/E+g·DYP							
R ²	a	b	c	d	e	f	g
0.588	268(0.19)	10(0.51)	12(0.29)	13(0.54)	0.27(0.00)	-123(-0.69)	-104(-0.90)
P 值	0.86	0.64	0.78	0.62	1.00	0.53	0.42

资料来源：东海证券研究所

注：括号内为 t 值

从拟合结果来看，一体化分组的多参数拟合结果较好，市场对于储量（尤其是原油储量）和原油产量较为偏好，但与直觉相反的是对于企业股息率呈现负偏好。同时储采比和净资产负债率在拟合中的统计显著性较低，尽管二者的系数都为负数。

对于偏上游分组，显然多因素拟合的结果并不统计学显著。由于小市值公司影响市值的隐性因素更多，各项财务指标也较为异质化，故在偏上游分组中我们剔除了部分市值较小的企业，重新进行线性拟合。

表5 选取样本公司及参数 2

	原油储量 (亿桶)	天然气储量 (Tcf)	储量 (亿 桶油当量)	产量 (万桶 油当量/天)	产油气比 (万桶 /Bcf)	储采比 (年)	净资产负债 率 (%)	股息率 (%)	市值 (亿美 元)
Woodside	9.46	16.02	37.57	50.99	7.72	20.19	0.59	2.84	402.03
ConocoPhillips	44.71	13.26	67.58	182.60	39.34	10.14	0.94	4.04	1378.22
Marathon oil	9.65	2.13	13.20	40.50	38.37	8.93	0.75	2.12	563.32
EOG Resources	30.10	8.93	44.98	98.48	40.89	12.51	0.56	4.18	705.32
Devon Energy	12.86	3.18	18.17	65.80	45.73	7.57	1.02	4.86	290.24
Occidental Petroleum	29.23	6.35	39.82	122.20	51.28	8.93	1.45	1.27	525.67
Petrobras	92.10	9.98	109.21	274.80	72.06	10.89	1.75	10.81	568.59
中国海油	48.42	9.19	67.80	185.76	64.12	10.00	0.51	5.44	1400.00

资料来源：Bloomberg、Wind、各公司公告，东海证券研究所，市值截至 2023/12/31

表6 偏上游分组拟合结果 2

Cap=a+b·R _o +c·R _g +d·P _o /P _g +e·R/P+f·D/E+g·DYP							
R ²	a	b	c	d	e	f	g
0.968	2035(2.01)	16(1.12)	69(1.40)	-3(-0.18)	-110(-2.37)	-802(-3.11)	-76(-1.31)
P 值	0.29	0.46	0.39	0.89	0.25	0.20	0.42

资料来源：东海证券研究所

注：括号内为 t 值

重新选取样本进行拟合后，可以看到获得了较好的拟合结果。但根据 T 检验和 P 值可得知统计显著性仍然相对较低，不过我们仍然可以定性地了解对于偏上游的大型油气公司各项参数与市值的关系。从结果可知，市场同样对油气储量展现出正偏好，但对于储采比和净资产负债率呈现负偏好，这里我们认为原因是市场预期公司实现更高的油气产量以获得更大

的现金流。同时净资产负债率的系数为负，表明市场预期公司拥有更强的偿债能力。而对于股息率同样未体现出统计显著性。

1.3. 结论与小结

构建油气公司的市值模型的影响因素众多，在此次分析中，我们通过选取同一时间点的公司的储量、产量等数据进行回归分析，进而规避了时间及油价的影响——随着油价的波动及日常的市场交易行为，公司市值确实会发生一定变动，但各公司市值间的相对位置不会发生显著变化，除非发生 BP 剥离俄油资产之类的重大事件，因为公司的探明储量的发现和开发是一个相对缓慢且连续的过程。

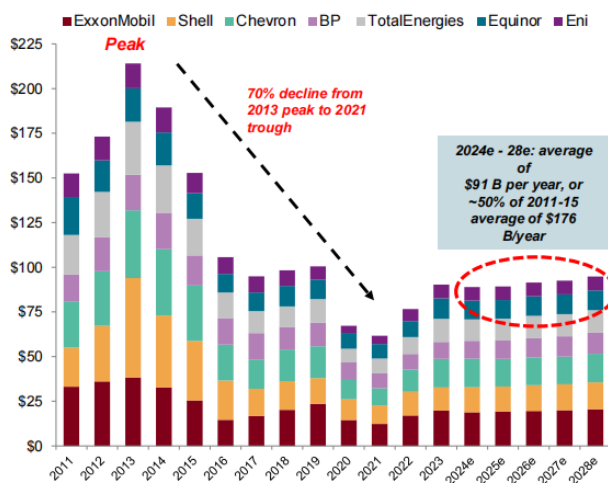
影响公司市值的因素很多，包括生产成本、收益、管理质量和勘探潜力等，但其中存在大量因素无法被量化。尤其在市值偏小的公司中，未披露的因素限制了回归模型的拟合结果。但同样的，我们可以认为这些非量化因素仅在具有显著性时才与公司市值相关。在大多数情况下，因拟合结果统计显著性差，故排除这些因素不会对模型结果产生明显的影响。

由于主要油气公司数量有限，多因素模型的使用可能过度拟合。对于一体化油气公司，模型的拟合度较为良好，但一些关键系数并未单独表现出明显的统计显著性，总体而言原油的产量和储量占绝对性因素。对于偏上游的油气公司，模型拟合度偏弱，总体而言油气的储量和产量、以及净资产负债率对于模型的贡献较大。然而，只要系数共同显著，回归方程仍然可以具备一定的参考价值。回归模型的目的是估计市场价值，而不一定关心每个控制变量的直接显著性。

2. 全球油气行业处于结构性重塑新阶段

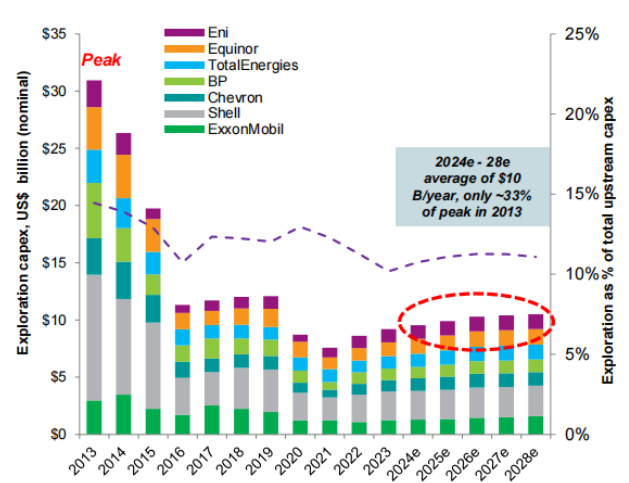
国际油公司上游资本开支仍较为谨慎。根据标普全球对埃克森美孚等 7 家主要国际石油公司上游资本开支的统计和预测来看，国际主要石油公司上游资本开支下降幅度更加明显，2021 年低点较 2013 年上游资本开支下降达 70%。同时标普全球预测未来国际油公司上游资本开支增长缓慢，2024-2028 年平均上游资本开支预计为 910 亿美元（2011-2015 年平均值为 1760 亿美元）；2024-2028 年平均上游勘探开支预计为 100 亿美元，仅为 2013 年峰值的 33%。

图1 主要国际油公司上游资本开支及预测（十亿美元）



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图2 主要国际油公司勘探开支（左轴）及占比（右轴）



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

国际油气行业掀起新一轮的并购热潮。2023 年以来国际油气市场再现并购热潮，大中型油气并购事件频发，呈现出以上游业务为主，向中游、下游业务领域持续演进的态势，同

时并购活动趋于规模化，其中埃克森美孚并购先锋自然资源和雪佛龙并购赫斯两笔并购金额分别达 645 和 530 亿美元，均为近年来最大的石油和天然气收购案之一。这些并购交易正在实质性地改变全球石油行业的市场竞争格局。

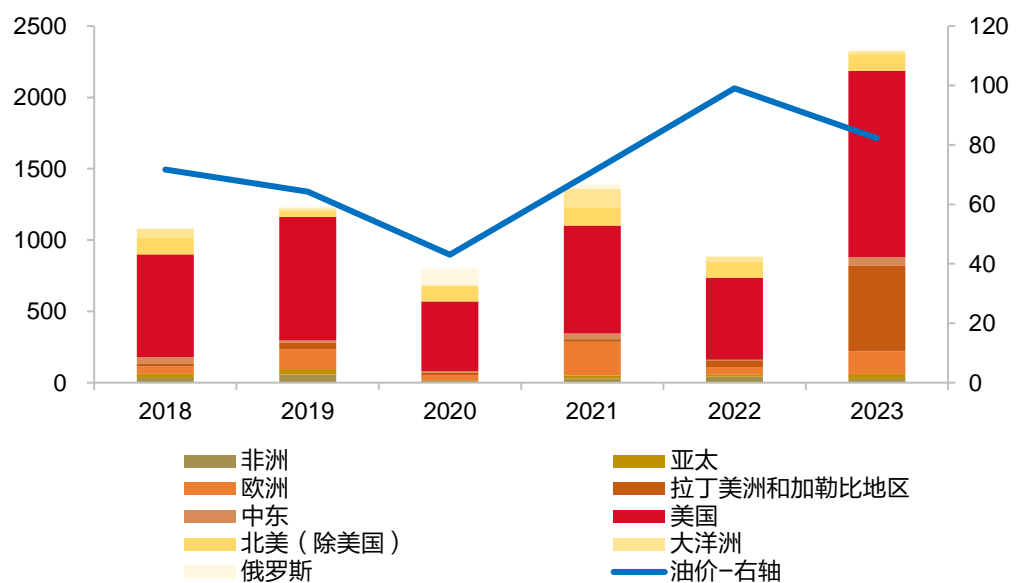
表7 2023 年以来油气行业主要并购案

时间	收购方	目标	收并购金额（亿美元）
2023.3.28	BP&ADNOC	New Med Energy	20
2023.5.14	ONEOK	Magellan	188
2023.5.22	雪佛龙	PDC 能源	76
2023.6.23	Eni	Neptune	49
2023.10.11	埃克森美孚	先锋自然资源	645
2023.10.23	雪佛龙	赫斯	530
2023.12.11	西方石油	CrownRock	120
2023.12.21	Harbour Energy	Wintershall Dea	112
2024.1.11	切萨皮克	西南能源	74
2024.1.4	阿帕奇石油	卡隆石油	45
2024.2.13	响尾蛇能源	Endeavor Energy Resources	260
2024.3.11	殷拓能源	Equitrans Midstream	55
2024.5.30	康菲石油	马拉松石油	225

资料来源：各公司官网，Reuters，中国石化新闻网等，东海证券研究所

全球油气上游交易趋于活跃。2023 年全球油气上游并购交易数量为 201 笔，较上年同比-7.37%；交易金额达 2335 亿美元，较上年同比+163%，创历史新高，其中美国并购交易金额最高，占比超 50%。此外，2023 年 31 起油气上游并购交易超过 10 亿美元、4 起超过 100 亿美元。国际石油公司之间的大额并购、超级并购数量已经接近 2012 年至 2014 年间创造的历史峰值水平。2024 年 Q1 已公开披露的收并购交易达 550 亿美元，远高于 2023 年同期约 145 亿美元的交易支出，接近过去 5 年季度平均水平的 1.7 倍，油气上游并购活跃度有望持续。

图3 全球分地区油气上游并购情况（亿美元，美元/桶）



资料来源：CNKI，Wood Mackenzie，Wind，东海证券研究所

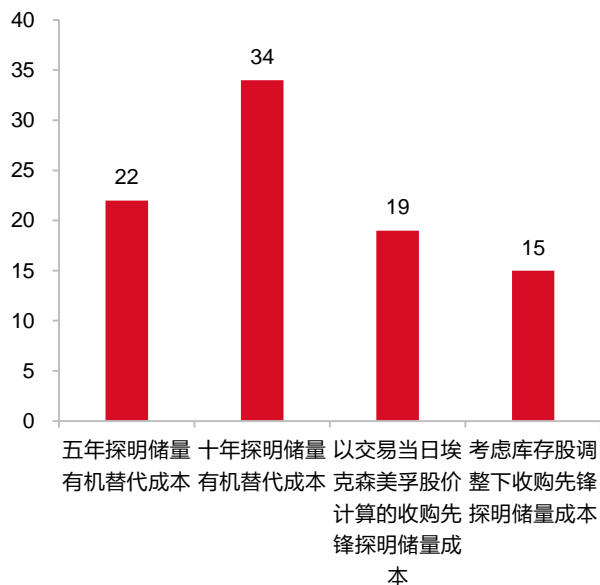
全球油气上游并购热潮主要是考虑以下几个方面：

1) 油价：自俄乌冲突爆发以来，国际油价持续在高位波动，布伦特油价保持在均价 70 美元/桶以上，甚至触及 120 美元/桶的高点。这种情况下，油气业务的短期盈利能力依然非常强劲，促使石油企业重新将业务重心转向油气生产，也使油公司经营状况明显改善，积累大量现金，具备开展油气资产并购活动的能力；

2) 油公司经营模式：此前国际上市石油公司现金流使用分配时序是先基于发展的使用，后基于股东满意度的分配；自 2019 年第四季度开始则是注重满足股东的利益，在确保资产负债率健康的前提下再决策新增投资。2023 年五大国际石油公司（埃克森美孚、BP、壳牌、雪佛龙和道达尔能源）股票回购和股息支付合计支出 1108 亿美元现金，较 2022 年创纪录水平（1096 亿美元）再度增长。此外，全球多数大型油气区块开采已到达产量曲线拐点，优质区块所剩不多，而新的勘探开发面临很大不确定性。因此近年来油气公司尤其是国际石油公司普遍坚守资本纪律，控制资本支出，开展并购活动获得优质油气资产成为大型国际石油公司增储上产的捷径。

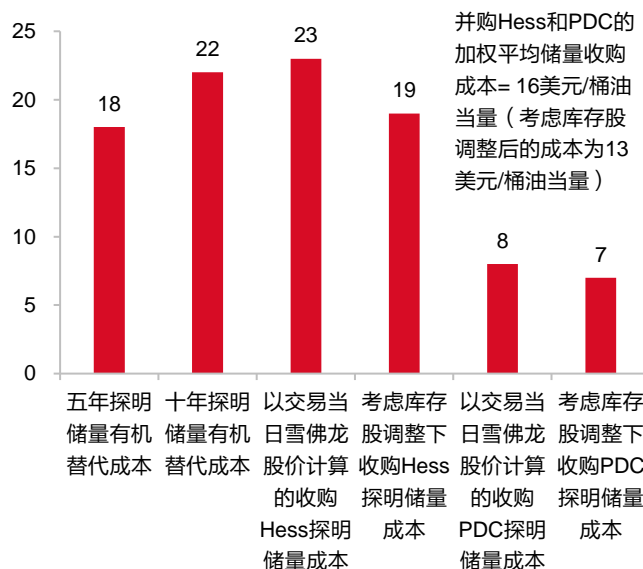
3) 并购下协同效应：油气公司通过并购整合获得优质油气资产、共享优势技术和管理的先进经验提升资本效率、剥离整合优化后的非核心资产，降本增效实现规模经济和协同效应。从埃克森美孚和雪佛龙的并购事件来看，埃克森美孚通过并购先锋自然资源，将大量美国二叠纪盆地油气资源纳入囊中，使自己的储量替换率从近十年的平均值 42% 提升至 170%；雪佛龙意图通过并购赫斯，获得近十年全球最大的油气发现——拉美圭亚那油田 30% 的权益，储量替换率提升至 115%，同时获得圭亚那海外石油勘探项目的 30% 股权和 46.5 万英亩的巴肯页岩油项目。根据标普全球预测，埃克森美孚和雪佛龙在并购后油气产量将大幅提升，远超其余国际综合油气公司。同时埃克森美孚和雪佛龙在分别并购先锋自然资源、赫斯和 PDC 能源后的 1P 储量每桶油当量的重置成本均低于并购前，表明通过并购增加储备具备成本效益。

图4 埃克森美孚 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）



资料来源：标普全球，东海证券研究所，注：五年为 2018-2022 年；十年为 2012-2022 年

图5 雪佛龙 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）



资料来源：标普全球，东海证券研究所，注：五年为 2018-2022 年；十年为 2012-2022 年

3.原油价格有望继续维持中高位震荡

全球原油供需走势仍相对偏紧。EIA 在 2024 年 9 月的 STEO 预测:布伦特现货 2024Q4 平均 82 美元/桶, 2025 年平均 84 美元/桶。预计市场将在 2025 年逐步恢复到适度的库存增加状态。IEA 预计今年全球石油供应量平均将增加 66 万桶/日, 其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。明年全球石油供应总量可能增加 210 万桶/日, 其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。

表8 权威机构最新预测及观点

机构	预测日期	油价预测	供应	需求
EIA	Sep. 10, 2024	布伦特现货 2024Q4 平均 82 美元/桶, 2025 年平均 84 美元/桶。	2024-2025 年全球原油及液体产量分别增加 31、241 万桶/天。	2024-2025 年全球液体需求分别增长 90、150 万桶/天。
IEA	Sep. 12, 2024		2024 年全球供应量将增加 66 万桶/天, 其中非 OPEC+ 国家产量将增长 150 万桶/天; 2025 年全球供应预计增长 210 万桶/天。	2024-2025 年石油需求增长 90、95 万桶/天。
OPEC	Sep. 10, 2024		2024-2025 年非 DoC 液体及 DoC 的 NGL 供应分别增加 130、120 万桶/天。	2024-2025 年全球石油需求分别增加 200、170 万桶/天。
OIES	Sep. 18, 2024	布伦特原油 2024 年预计 82.3 美元/桶, 2025 年预期下调至 77.1 美元/桶。	2024 年石油市场缺口预计为 78 万桶/天 2024-2025 年全球供应增长分别为 41、260 万桶/天。	2024-2025 年全球石油需求增长都为 130 万桶/天。
Rystad Energy	Sep. 4, 2024	预测 2024 年第三季度平均油价为 82 美元/桶, 第四季度为 87 美元/桶, 2025 年油价平均为 85 美元/桶。	2024 年市场供应缺口约为 55 万桶/日, 2025 年供应过剩 190 万桶/日。	2024-2025 年全球石油需求增长分别为 88.5、366 万桶/天。

资料来源: EIA, IEA, OPEC, OIES, Rystad Energy, 东海证券研究所

短期内油价在 65 美元/桶仍有支撑, 目前预计布伦特在 60-90 美元/桶之间波动。9 月布伦特原油一度跌破 70 美元/桶附近持续震荡, 月底收于 76.93 美元/桶。OPEC+ 国家增强减产履约, 补偿协议逐步落实, 并延长 220 万桶额外减产至 11 月底。但沙特于 9 月 26 日宣布放弃 100 美元/桶目标价格并准备增产。综合来看, 我们下调油价短期支撑至 65 美元/桶; 我们认为原油长期受需求面影响大, 但美国钻机数持续下降将影响长期原油供给, 随着美联储在今年剩余时间进一步降息, 原油一定回调风险增加; 预计今年全年布伦特油价在 60-90 美元/桶波动。

表9 原油价格影响因素及预测

指标	展望	油价影响
油价判断	9 月布伦特原油一度跌破 70 美元/桶附近持续震荡, 月底收于 76.93 美元/桶。OPEC+ 国家增强减产履约, 补偿协议逐步落实, 并延长 220 万桶额外减产至 11 月底。但沙特于 9 月 26 日宣布放弃 100 美元/桶目标价格并准备增产。综合来看, 我们下调油价短期支撑至 65 美元/桶; 我们认为原油长期受需求面影响大, 但美国钻机数持续下降将影响长期原油供给, 随着美联储在今年剩余时间进一步降息, 原油一定回调风险增加; 预计今年全年布伦特油价在 60-90 美元/桶波动。	
全球石油供应	伊拉克、哈萨克斯坦执行 OPEC+ 补偿协议, 原油出口降低; OPEC+ 延长 220 万桶的额外减产至 11 月底; 沙特计划增产; 台风影响美国墨西哥湾原油生产。	++
全球经济 (石油需求)	美国汽油消费走强, 商业原油开始进入去库周期。我国原油消费出现较为明显的疲软, 7 月份, 我国规上工业原油加工同比下降 6.1%, 进口原油同比减少 3.1%。	-

经济周期 (利率/美元指数等)	美联储超预期降息 50 个基点, 9 月美元指数震荡下行, 9 月 26 日收于 100.56, 较上月末下降 0.32%; 较去年同期下降 5.76%。	---
通胀压力 CPI、PPI 等	8 月美国 CPI 同比增长 2.5%, 与上月有所收缩, 8 月 PPI (所有商品) 同比下降 0.80%, 逆转前几月的趋势。	--
地缘政治	中东地缘政治不确定性增强、中美摩擦逐步升级。	++
新发现油田/剩余产能	Johan Castberg 油田预计将于今年四季度投产, 日产能为 22 万桶, 并将有助于启动下一个巴伦支油田开发项目 Wisting; OPEC+最新剩余产能 457 万桶/天。	-
钻机数及库存井	至 9 月 20 日, 美国钻机数 588 台, 较去年同期减少 42 台; 其中采油钻机数 488 台, 较去年同期减少 19 台。9 月美国石油和天然气钻机数量较上月略微提升, 但仍处于历史低位。	++
炼油加工量	8 月份, 我国规上工业原油加工量同比下降 6.2%, 进口原油同比下降 7.0%。美国炼厂开工率高于去年同期。	+
全球库存	至 2024 年 9 月 20 日当周, 美国原油商业库存 4.13 亿桶, 较去年同期减少 325 万桶, 库存比五年同期平均水平低 5.05%左右; 汽油库存 2.04 亿桶, 较去年同期减少 1610 万桶; 馏分油库存 1.23 亿桶, 较去年同期上升 286 万桶。	++
原油下游利润: RBOB-WTI 价差等	美国 RBOB 汽油期货-WTI 原油期货价差走低, 并低于过去 20 年的历史平均水平, 国内成品油价差持续改善。	-
制造业 PMI 指数	美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2%, 较上月有所改善, 已经连续 5 个月位于萎缩区间; 中国制造业 PMI 为 49.1%, 比上月下降 0.3 个百分点。	---
相关能源 (天然气/煤炭等)	预计 10 月天然气价格保持平稳, 但在 2025 年有所上涨, 主要原因为美国天然气产能与 LNG 出口液化能力脱节。预计 2024 年下半年美国天然气干产量将保持在 104 Bcf/天左右, 接近去年 106 Bcf/天的记录。	++
期货结构/区域间套利	远月价格贴水, backwardation 结构。自去年 11 月以来, 加拿大原油价格折扣已经收窄, Trans Mountain 原油管道扩建计划将于 2024 年第二季度投产。沙特提升 OSP 不及预期, 反映市场回调预期。	-

资料来源: Wind, EIA, IEA, OPEC, 东海证券研究所

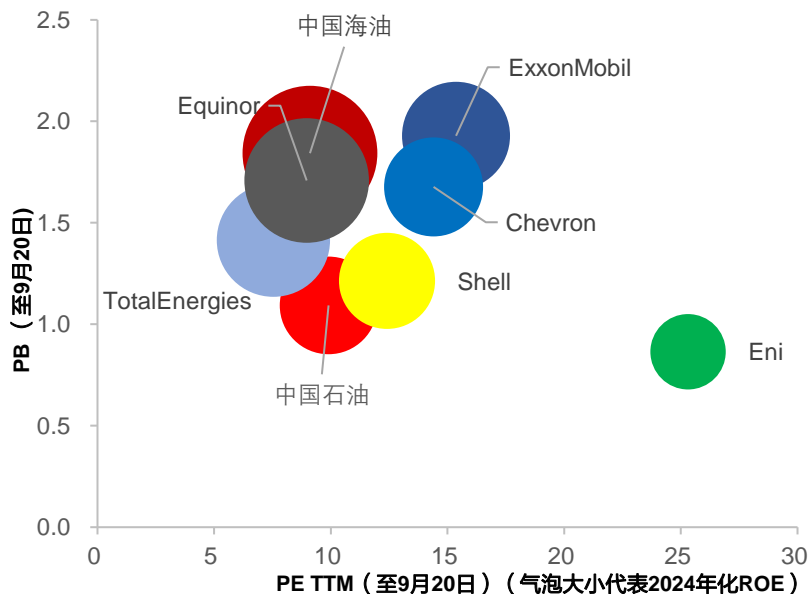
4.对标国际, 我国主要油气公司估值偏低

国内油气资源开采主要由国企进行, 这里我们主要讨论上游属性偏重的中国石油和中国海油。相对于海外一流企业的发展历程, 我们认为公司的估值与盈利能力、业绩稳定性、ROE 的波动、分红、资源储量价值、公司治理以及可持续发展等因素相关。相对于国际石油石化巨头, 我们从企业估值与提升空间给予如下判断。

我们从 PB-ROE、资产储量价值等角度, 将中国石油与世界一流对标。其公司的 PB 明显低估, 主要参考包括: 资产偏重 (仍有分红空间), 人员占比过高, 承担的社会责任较重等:

- 1、公司的资产质量提升, 但承担的社会责任较重。其油气储量、重资产及净资产等均与 ExxonMobil 相当, 但是 ROE 低于 ExxonMobil, 主要是由于承担了较大的税金和资源税, 且员工数量较多。
- 2、公司的产业链一体化优势。参考国际的石油石化巨头, 在炼油-化工品业务的占比逐渐下降, 国内的下游产品市场优势有利于公司产业链的盈利稳定性。其中: BP 逐渐剥离下游化工品业务, Chevron 的化工主要由与 Phillips66 合资的 CPChem 运行等。

图6 中国石油、中国海油与世界一流油气公司 PB-PE 及 ROE 对标



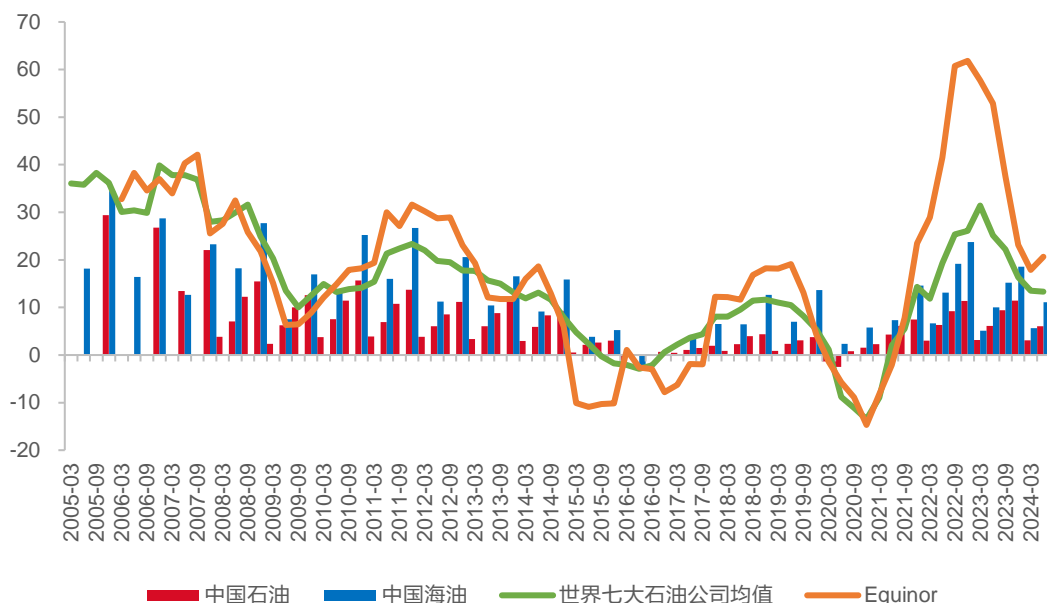
资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.1.国内主要油气公司 ROE 相对稳定

中国石油同时进行资源开采销售和炼化产品的生产和销售,整体收入结构上与国际七大石油公司更为接近。但值得注意的是,公司的 ROE 的稳定性要显著高于国外对标公司,尤其 2015~2016 年期间海外石油公司 ROE 均值为负,中国石油 ROE 同样下行甚至略有跌至负值,但能够迅速修正,抗风险能力凸显。此外,2020 年中国石油及中国石化将主要油气管道、部分储气库等资产出售予国家管网集团,分别获得投资收益 469 亿元及 377 亿元,因此当年盈利为正。2023 年以来国际油价有所下行,国际油气公司 ROE 出现快速下行,而公司通过上下游风险分摊及上游资产调整(油价高位开发高成本区块摊薄后续成本、出售亏损油气资产),仍然实现 ROE 同比稳中有升。

中国海油业务集中在油气资源的勘探与销售,故在油气价格快速上涨的阶段 ROE 表现较好。中国海油 ROE 显著高于中国石油,基本接近但国际七大石油公司的平均水平,但显著低于 Equinor 的 ROE。

图7 中国石油与 ROE 与世界七大石油公司均值对比 (%)

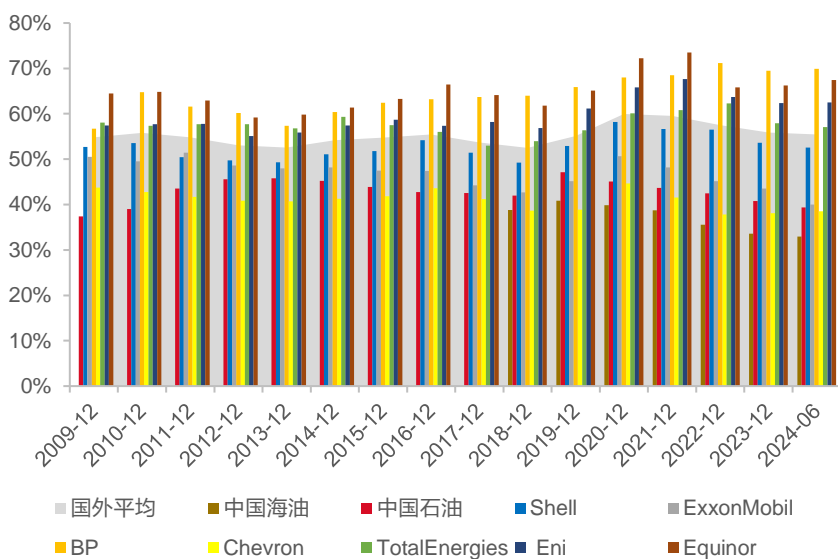


资料来源: Wind、Bloomberg, 东海证券研究所

4.2.国内主要油气公司 PB 相对偏低

从资产负债率来看, 中国石油与中国海油低于国际七大石油公司。2018 年以来, 中国石油和中国海油的资产负债率与国际七大石油公司平均水平都有所提升, 但在 2019 年末始负债率改善速度远远快于国际水平, 主要得益于国内开启上市国企改革, 两公司逐步注重改善“一利五率”。截至 2024 年二季度, 国际七大石油公司资产负债率分别为: Shell(52.58%)、ExxonMobil (40.03%)、BP (69.93%)、Chevron (38.51%)、TotalEnergies (57.05%)、Eni (62.51%)、Equinor (67.42%), 均值为 55.44%。而中国石油和中国海油的资产负债率则仅仅只有 39.38%和 32.96%, 低于我们选取的所有国际七大石油公司对标标的。

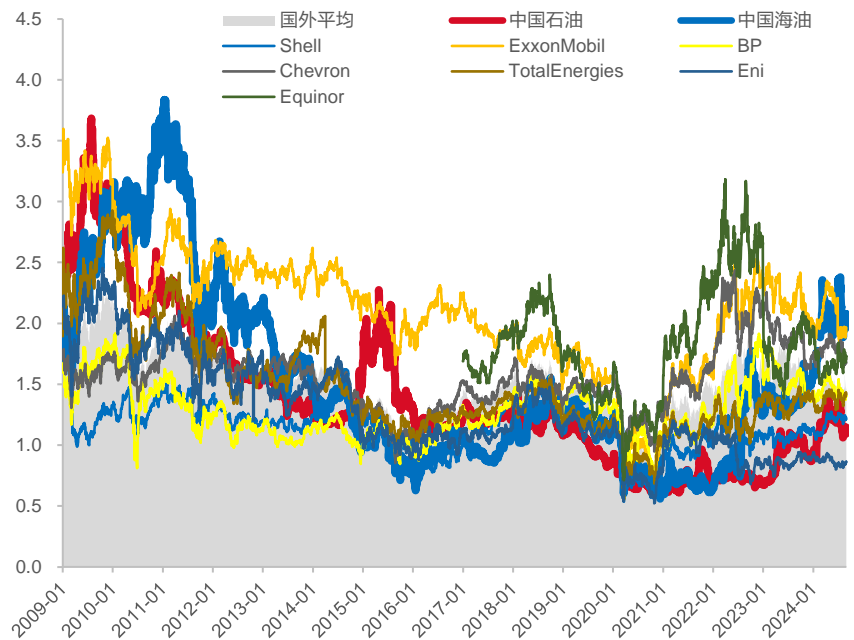
图8 资产负债率与世界七大石油公司均值对比 (%)



资料来源: Wind、Bloomberg, 东海证券研究所

从 PB 值来看，2021 年以来中国石油估值水平也相对较低。截至 2024 年 8 月 29 日，国际七大石油公司 PB 均值为 1.32，最低值为 0.86。而中国石油 PB 值为 1.09，处于偏低位置。中国海油 PB 达到 2.00，高于平均水平且高于 Equinor 的 1.71。

图9 中国石油、中国海油 PB 与世界七大石油公司均值对比

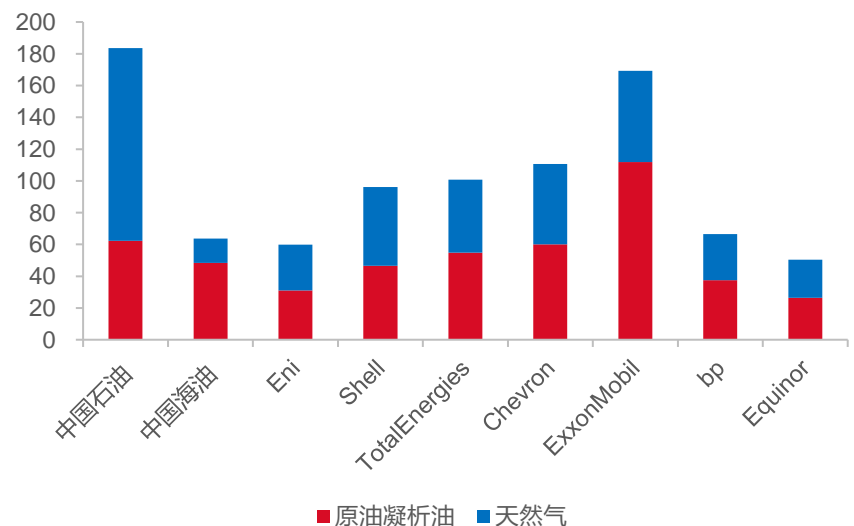


资料来源：Wind、Bloomberg，东海证券研究所

4.3.对标油气储备，中国石油估值较低

从油气储备来看，截至 2023 年中国石油的油气储量达到了 183.51 亿桶油当量，相比 ExxonMobil 的 169.28 亿桶油当量仍略胜一筹，属于世界一流水平。中国海油的原油探明储量达到 48.42 亿桶，天然气储量则明显偏低，仅为 15.32 亿桶油当量。

图10 中国石油油气储备与世界七大石油公司对比（百万桶油当量）

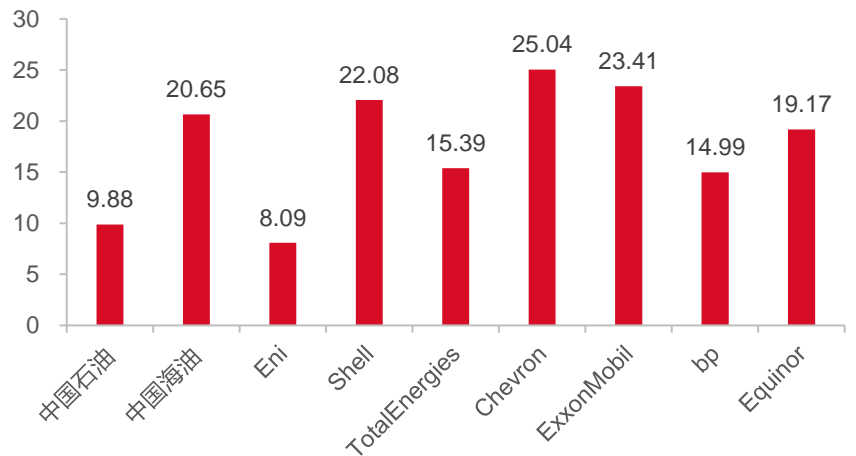


资料来源：各公司年报，东海证券研究所

油气储备角度，中国石油估值较低。为了粗略地衡量资本市场对于油气储量定价水平，我们采用“市值/储量”进行对比。不难看出，指标的差异首先指出了企业内生性的区别：炼化产品能够赋予更高的附加值，故同时经营炼化和下游化工业务的企业一般可以获得更高的

“市值/储量”估值。ExxonMobil 和 Chevron 作为上下游产业链一体化公司，享有较高的“市值/储量”估值水平，而业务结构类似的中国石油则明显被低估。中国海油方面估值比较合理，未来随着进一步增储上产，公司市值有望持续提升。

图11 公司市值/油气储备与世界七大石油公司对比（美元/桶油当量）

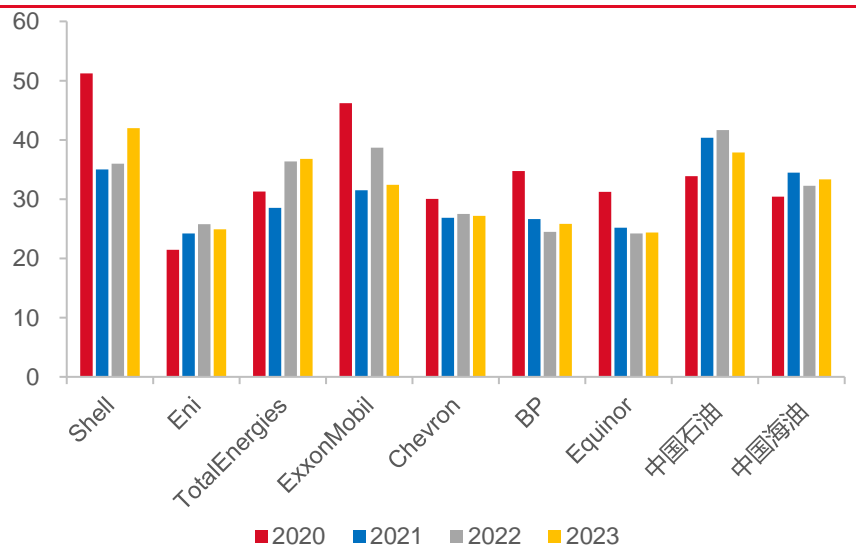


资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所，截至 2023 年 12 月 31 日

油气开采成本角度，中国石油成本较高，但为陆地油气条件限制所决定的。近年来，我国石化上游勘探业务不断走出国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。公司 2023 年桶油完全开采成本约为 53 美元/桶，国际上处于偏高位置，但这同时也是公司油气资源集中在陆地所决定的。经过天然气加权计算后，公司桶油当量成本约为 38 美元/桶，在对比标的中相对偏高。我国的桶油主要成本主要包括五项，分别为作业费用、折旧折耗及摊销、弃置费、销售及管理费用、所得税以外其他税金（在我国以资源税为主）。其中作业费用和折旧与摊销为桶油主要成本的关键，影响因素包括地理位置、人工费用、采油技术、运输费用等。随着公司对海外资产开发程度加深、与中东等地区合作愈加紧密、国内非常规油气成本摊薄，公司有望继续降低桶油成本。

中国海油的开采成本相对较低，与国际水平相比也处于相对平均的位置。公司的核心开采区域位于渤海、南海西部、南海东部和东海，多为我国优质海上油田聚集区域，故公司占据一定的成本优势。今两年成本有所上升，主要系增储上产政策驱动公司持续开发新区块油田，随后续成本摊薄，公司同样有望降低开采成本。

图12 中国石油完全当量桶油成本与世界七大石油公司对比（美元/桶油当量）

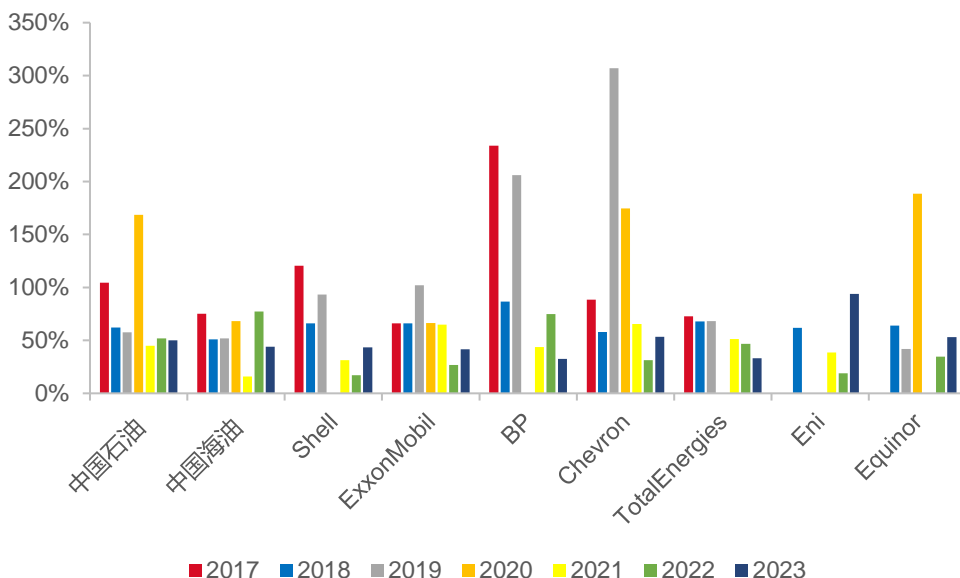


资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所

4.4.对标分红，国内公司分红比例良好

对比过去 7 年的分红比例，可以看到中国石油分红比例良好，与国际水平基本持平。公司近 7 年的平均分红比例为 77.05%。相比之下全球七大石油公司 7 年平均分红比例则为 Shell(61.92%)、ExxonMobil(61.95%)、BP(112.93%)、Chevron(111.14%)、TotalEnergies (56.63%)、Eni (53.34%)、Equinor (76.42%)。中国海油 2023 年分红比例为 43.89%，近 7 年平均 54.76%，与全球七大石油公司相比偏低。

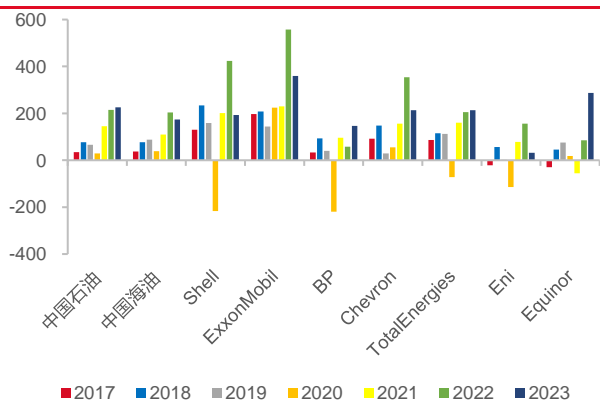
图13 中国石油与世界七大石油公司分红比例 (%)



资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所
注：公司净利润为负年份数据已剔除

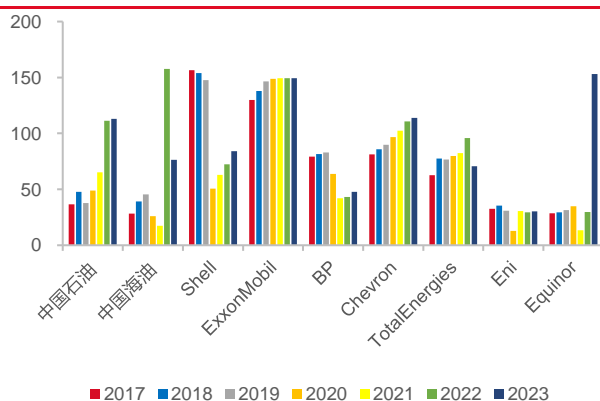
对比归母净利润和现金分红总额，中国石油及中国海油的优势在于稳定性更高，但即便净利润为亏损，世界七大石油公司也坚持分红并保持相当的金额。中国石油及中国海油的分红虽然也较为稳定，但是分红总额较低，相对 Shell、ExxonMobil 等外企存在一定差距。此外，2020 年中国石油及中国石化将主要油气管道、部分储气库等资产出售予国家管网集团，分别获得投资收益 469 亿元及 377 亿元，因此当年盈利为正。此外，中国海油营收组成单一，上游属性更强，分红随油价波动更加明显。2022 年中国海油全年分红总额达到 160 亿美元，同比增长 800%以上，2023 年则受油价回调影响，分红总额下降至 76 亿美元。

图14 公司归母净利润对比 (亿美元)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

图15 公司现金分红总额对比 (亿美元)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

5.投资建议

根据数据拟合结果，即便是一体化油气公司，影响市值的主要因素仍然是公司的油气储备水平及原油产量，其他因素则并不具备统计显著性。横向对比，我国上市石化企业资源储量和产能具备国际竞争力，中国石油及中国海油的油气探明储备和炼化产能均为国际靠前水平；开采成本近年来也有所改善，基本与国际水平持平，未来有望进一步改善；但两家公司ROE长期偏低导致企业估值受损，低于七大国际石油公司的平均水平，且PB估值处于较低水平；两家分红比例良好，与国际水平基本持平，但是分红总额较低。

建议关注：（1）资源储备水平良好；（2）炼油产能领先；（3）开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油。

6.风险提示

1) 宏观经济波动和油价下行风险：宏观经济波动或将影响全球油气需求，进而油价存在下行风险，继而影响上游资产定价，并影响公司油气开采业务营收；

2) 地缘政治不稳定风险：近期中东地区地缘政治存不稳定因素，或会对全球油气供需产生影响，进而导致国际能源价格产生剧烈波动，导致公司成本产生大幅波动；

3) 海外业务发展不及预期：国际地缘政治不稳、国际油气价格大幅波动、通胀持续上行等因素或导致公司海外油气业务开展不及预期；

4) 在建产能投放不及预期：由于政策限制、国内需求增长放缓等因素，公司在建产能释放或不及预期，进而影响公司盈利。

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：200125

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