



油汽行业

中国海洋石油 (883 HK)

抄底周期性股票——第一部分

Chen Guangzhi, CFA / 65 6202 1191 / guangzhi.chen@kgi.com

“周期性公司是指销售和利润以规律的方式（如果不是完全可预测的话）起起落落的公司……在一个周期性行业中，它会扩张、收缩，然后再扩张、收缩……走出衰退，进入一个充满活力的经济后，周期性企业会蓬勃发展，它们的股价往往会比中坚企业的股价上涨快得多。
——彼得·林奇 (Peter Lynch)

- 在大型石油公司中，中国海洋石油 (CNOOC, 883 HK) 是我们的首选。我们预期其 5 年平均市盈率将回升至 1.0 倍，这意味着其公允价值为 10.04 港元。这意味着总潜在增长率为 21%，包括 17% 的资本收益和 3.5% 的 2020 财年预期股息收益率。

我们在沟壑中

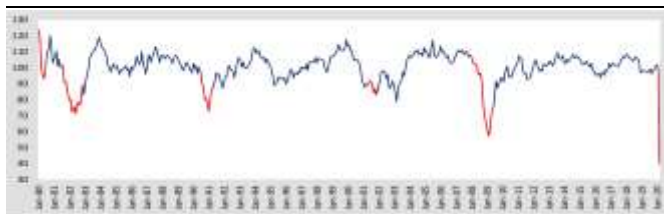
美国不仅是全球 GDP 最大的贡献者（截至 2019 年为 15.1%）并主导着全球经济，而且通过其在金融、军事和外交等领域的内外政策，对世界秩序产生了重大影响。因此，我们以美国经济和市场为基准进行分析。

在将资金投入市场之前，投资者应该对经济目前的状况有一个大体的了解。自 2020 年 3 月以来，新型冠状病毒流行病已导致全球经济衰退，其破坏性影响的涟漪效应目前仍无法测量和确定。3 月份的宏观经济数据，如 GDP 增长、非农就业数据、个人消费支出 (PCE) 和采购经理人指数 (PMI) 等，表明美国经济状况开始恶化。

根据为经济周期转折点提供早期信号的 CEIC 领先指标*，美国显然处于衰退之中。在市场经过 3 月份急剧的无差别抛售浪潮和 4 月份的快速大幅复苏后，该指标暗示经济仍未达到下行周期的底部，目前只是这次突如其来的衰退的早期阶段。这次的衰退使大多数专业和业余的市场参与者颇感意外，毕竟他们已经沉浸在自 2008 年全球金融危机后至今的长牛市周期。

根据美国过去 5 次衰退的记录，衰退通常在该指数触底两个月后结束。除标准普尔 500 指数已见底外，其余公布的指标成份表现均逊于 3 月份的水平。因此，3 月份看似已见底的市場，远早于经济的底部。换句话说，我们还没有走出周期性底部。

图 1: 美国区 CEIC 领先指标



100 是中性水平，红线是历次美国经济衰退的期间
来源: CEIC, 凯基研究

*领先指标的成分如下:

1. 房地产市场指数
2. 消费者信心指数
3. 标准普尔 500 指数
4. 采购经理人指数
5. 联邦基金利率
6. 汽车销售
7. 初请失业金人数
8. 平均工作时间
9. 产能利用率
10. 建筑许可
11. 存货发货量比
12. 新订单

经济和商业的本质主要是由供给和需求驱动的。正在采取的防疫措施，如封锁城市、限制交通和实行社交隔离，已大大减少了对非必要商品和服务的需求。因此，几乎每个行业都受到本次全球公共卫生危机的影响。然而，有一个行业受到的冲击最大，原因是人为地加剧打乱供需规律，即使在需求下降的时候也要增加供给。而这个行业就是石油！

接近石油周期的低谷

今年 3 月初，沙特阿拉伯发动了石油市场的价格战，不到一个月后，油价 (WTI) 创下历史记录跌至负值。石油供过于求的情况从未如此严重。根据国际能源署 (IEA) 的数据，全球石油需求预计在 4 月份下降近 2900 万桶/天，第二季度下降 2300 万桶/天 (同比下降 23%)，而 4 月份的石油供应量仅下降 1070 万桶/天。供需差可能在第二季度达到每日 1200 万桶以上。另一家机构——美国能源情报署 (US Energy Information Administration) 也对当前的石油市场动态持相同看法。

2016 年 1 月份，油价跌至 30 美元/桶以下 (对上一次油价在 30 美元/桶是在 2003 年 10 月份)，而今年 4 月份的过剩供应量 (1500 万桶/天) 是那时的 3 倍。在 2020 年 3 月份之前，石油市场一直维持着正常的供需动态范围。2020 年 4 月或 2020 年全年空前巨大的供需不平衡是异常值。

我们试图传递的信息是经济周期的下行可能已将油价推至谷底。负油价是一个重大事件，它向石油市场的每一个参与者发出了一个重要的信号。如果石油生产商、贸易公司和储运商等既得利益方任由这种供过于求的状况持续下去，他们在市场上的主导地位迟早会被打破。

由于整个行业的经营杠杆率很高并且处理着大量的石油交易，当价格水平徘徊在盈亏平衡点附近时，对石油价格波动的敏感性是最高的。负油价使得主要石油出口国的零和游戏变成了所有人都输的游戏。毫无疑问，石油输出国组织及其他非组织成员为什么会在 4 月份联手达成

新一轮减产协议，这与一个月前他们试图向市场注入更多石油的做法形成了鲜明对比。

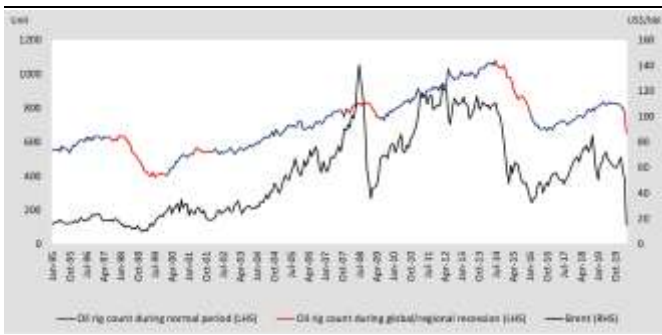
美国能源情报署预测石油市场将在第二季度恢复平衡，供过于求的状况将在 2021 年得到扭转。因此，从 4 月份开始油价将有所好转。国际石油钻井平台数量在不到两个月的时间里下降了 50%，目前低于 2016 年初的水平。闲置钻机数量的急剧增加预示着石油产量的显著下降，这有助于在短期内恢复不平衡。

图 2：世界液态能源净需求



来源：美国能源情报署，凯基研究

图 3：国际石油钻井平台数量



蓝线（左）：非衰退期石油钻井平台数量，红线（左）：衰退期石油钻井平台数量，黑线（右）：布伦特油价（美元/桶）

来源：Baker Hughes，凯基研究

保守策略：投资石油巨头

鉴于大多数投资者偏向投资熟悉的投资交易标，我们推荐大型石油公司作为石油周期投资的股票选择。

首先，这些企业集团在地理上分布广泛而且业务覆盖从上游（如勘探和生产）到下游（如石油炼制）。营运整个供应链而不是链中单一节点的业务对经济下所带来的冲击提供了一个缓冲以更好降低其负面影响。其次，大型石油公司，无论是国有的还是私有的，都拥有近乎垄断的地位；而这被认为是一条护城河。最后，它们“太大而不能倒”，因为这些企业集团是它们所在经济体中纳税最多的企业。此外，这些石油公司持有数千亿美元的债务，因此，如果它们遇到问题，政府极有可能会出手救助。

下一个问题是由于可投资的范围很窄，只有不到 10 家公司，投资者应该把资金投放一间或者数间公司。

油价贝塔系数越高，一旦油价回升，回报率就越。

石油贝塔指数衡量股票价格对石油价格变动的敏感程度。我们将在 2000 年代初到当前期间股票的月回报率与布伦

特原油价格的相应回报率进行回归得出该股票的石油贝塔系数。在 20 年的时间框架内，中国海洋石油（883 HK）、康菲石油（COP US）、中石油（857 HK）和壳牌（RDS/A 或 RDS/B US）与油价的同步波动相对较高。

图 4：主要石油公司的石油贝塔值

名字	股票代码	石油贝塔系数
英国石油公司	BP US	0.39
中国海洋石油总公司	883 HK	0.56
中国石油化工集团公司	386 HK	0.33
雪佛龙公司	CVX US	0.32
康菲石油公司	COP US	0.52
埃克森美孚公司	XOM US	0.27
中国石油有限公司	857 HK	0.47
荷兰皇家壳牌有限公司	RDS/A or RDS/B US	0.46
道达尔公司	TOT US	0.33

来源：凯基研究

用价值型股票指标比较大型石油公司

就投资风格而言，有两种（或三种）分类：价值、增长和（趋势）。考虑到石油行业已经十分成熟和完善，以及石油需求的增长与全球 GDP 低个位数增长保持一致，石油巨头是价值型股票。在经济低迷时期，重点不应放在大型石油公司的盈利能力上（预计盈利能力将大幅下降），而应放在使它们能否度过低迷周期的财务实力上。

首先，尽管这些石油巨头不可能面临威胁“持续经营”的偿付能力问题，但是偿付能力比率如利息保障比率的下降可能导致其债券的降级，而这会有碍股票价格的复苏。因为一些机构投资者有规定相应减少那些公司债券被降级的股票持仓。如下表所示，在 3 月份石油市场崩盘之前，中国海洋石油、雪佛龙和英国石油拥有最高的缓冲资金以满足流动性要求。特别是中海油，如果经济低迷持续下去，它能比其他公司更长时间地应付利息支出。

图 5：利息保障比率

	19年二季度	19年一季度	19年三季度	19年四季度	10年一季度
英国石油公司	6.5x	5.2x	4.4x	NM	NM
中国海洋石油总公司	NA	33.8x	NA	21.9x	NA
中国石油化工集团公司	5.8x	5.3x	4.4x	7.8x	NM
雪佛龙公司	14.1x	18.2x	14.8x	4.5x	15.5x
康菲石油公司	9.6x	12.1x	8.7x	9.2x	3.1x
埃克森美孚公司	13.8x	15x	14.3x	12.8x	NA
中国石油有限公司	3.8x	5.4x	3.3x	4.9x	NM
荷兰皇家壳牌有限公司	7.5x	3.9x	5.7x	1.0x	1.4x
道达尔公司	7.8x	7x	7.2x	9.3x	3.0x

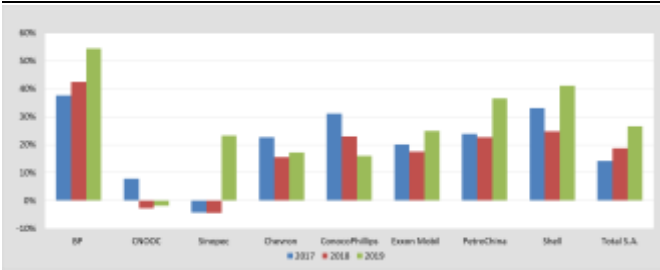
NA：未存在，NM：由于息税前收入为负值使得比值无意义

来源：Capital IQ，凯基研究

其次，在经济衰退期间能够维持派息的公司，前提是其派息的资金来自其业务的现金流，有助减少其股价出现一轮又一轮的大幅抛售。石油市场在经历了 2014 - 2015 年的暴跌后，在 2017 年和 2018 年出现了复苏的小周期。尽管这些大型石油公司的业绩表现尚未完全恢复到鼎盛时期的水平，但一些公司采取了不可持续的激进股息政策，如主要是通过发行债券来支付股息。尽管各国央行实施了零利率政策，但这并不意味着这些石油巨头的债务负担为零。公司债务增量抵消利率下降的积极影响而导致融资成本上升。只有中国海洋石油因其截至 2019 年 12 月的净现金状况和合理稳定的股息政策而脱颖而出。

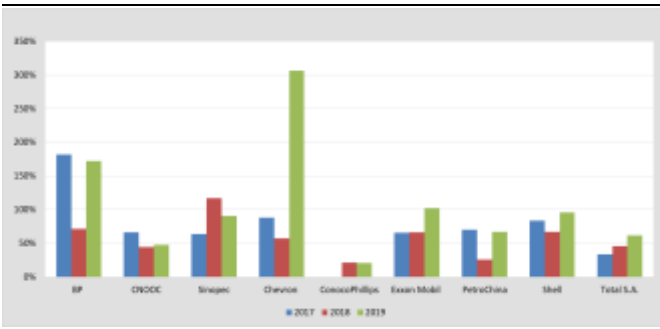
壳牌宣布今年将削减66%的股息。英国石油公司和道达尔公司没有就它们今年的股息政策发表评论。雪佛龙和埃克森美孚重申了今年的股息支付。据彭博数据，市场预计大多数石油巨头今年将削减股息。不过，我们认为，股息的长期可持续性很重要。鉴于中国海洋石油的预期净杠杆率较低，在未来派息方面，中海油可能是一个更好的选择。

图 6：净杠杆率



来源：Capital IQ，凯基研究

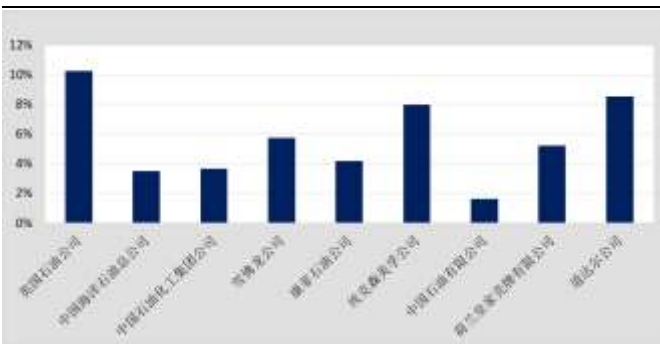
图 7：股息支付比例



康菲石油在 2017 年的每股收益为负 0.7 美元但支付股息 1.06 美元

来源：Capital IQ，凯基研究

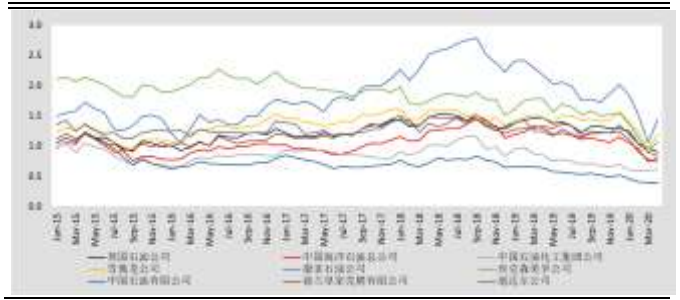
图 8：2020 年预期股息收益率



来源：彭博，凯基研究

最后，我们假设油价将在今年年底前恢复到疫情前的水平。因此，我们推荐中海油作为我们的股票选择。因为它与油价的关联度更高，资产负债表状况良好，股息政策相对合理。基于市净率的估值，我们对中海油的目标价是每股 10.04 港元的账面价值，意味着上涨空间为 19%。

图 9：市净率



来源：彭博，凯基研究

图 10：升值空间

	最新市净率	到过去5年均值的上升空间	到疫情前的上升空间
英国石油公司	0.90	36%	15%
中国海洋石油总公司	0.80	31%	19%
中国石油化工集团公司	0.61	39%	-3%
雪佛龙公司	1.19	14%	2%
康菲石油公司	1.44	26%	4%
埃克森美孚公司	1.08	70%	5%
中国石油有限公司	0.38	86%	5%
荷兰皇家壳牌有限公司	0.74	61%	22%
道达尔公司	0.83	51%	24%

来源：彭博，凯基研究

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	We take a positive view on the stock. The stock is expected to outperform the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Neutral (N)	We take a neutral view on the stock. The stock is expected to perform in line with the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Underperform (U)	We take a negative view on the stock. The stock is expected to underperform the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.

Disclaimer

This report is provided for information only and is not an offer or a solicitation to deal in securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to such securities. This report is prepared for general circulation. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before dealing in any securities mentioned in this report.

This report is confidential. This report may not be published, circulated, reproduced or distributed and/or redistributed in whole or in part by any recipient of this report to any other person without the prior written consent of KGI Securities. This report is not intended for distribution and/or redistribution, publication to or use by any person in any jurisdiction outside Singapore or any other jurisdiction as KGI Securities may determine in its absolute discretion, where the distribution, publication or use of this report would be contrary to applicable law or would subject KGI Securities and its connected persons (as defined in the Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore) to any registration, licensing or other requirements within such jurisdiction.

The information or views in the report ("Information") has been obtained or derived from sources believed by KGI Securities to be reliable. However, KGI Securities makes no representation as to the accuracy or completeness of such sources or the Information and KGI Securities accepts no liability whatsoever for any loss or damage arising from the use of or reliance on the Information. KGI Securities and its connected persons may have issued other reports expressing views different from the Information and all views expressed in all reports of KGI Securities and its connected persons are subject to change without notice. KGI Securities reserves the right to act upon or use the Information at any time, including before its publication herein.

Except as otherwise indicated below, (1) KGI Securities, its connected persons and its officers, employees and representatives may, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking, underwriting, corporate finance-related or other services for or solicit business from, the subject corporation(s) referred to in this report; (2) KGI Securities, its connected persons and its officers, employees and representatives may also, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking or other services for or solicit business from, other persons in respect of dealings in the securities referred to in this report or other investments related thereto; and (3) the officers, employees and representatives of KGI Securities may also serve on the board of directors or in trustee positions with the subject corporation(s) referred to in this report. (All of the foregoing is hereafter referred to as the "Subject Business".)

However, as of the date of this report, neither KGI Securities nor its representative(s) who produced this report (each a "research analyst"), has any proprietary position or material interest in, and KGI Securities does not make any market in, the securities which are recommended in this report.

Each research analyst of KGI Securities who produced this report hereby certifies that (1) the views expressed in this report accurately reflect his/her personal views about all of the subject corporation(s) and securities in this report; (2) the report was produced independently by him/her; (3) he/she does not carry out, whether for himself/herself or on behalf of KGI Securities or any other person, any of the Subject Business involving any of the subject corporation(s) or securities referred to in this report; and (4) he/she has not received and will not receive any compensation that is directly or indirectly related or linked to the recommendations or views expressed in this report or to any sales, trading, dealing or corporate finance advisory services or transaction in respect of the securities in this report. However, the compensation received by each such research analyst is based upon various factors, including KGI Securities' total revenues, a portion of which are generated from KGI Securities' business of dealing in securities.

Copyright 2020. KGI Securities (Singapore) Pte. Ltd. All rights reserved.