

高油价持续下公司业绩弹性和预期差显著

新潮能源 (600777)

简评

公司为A股稀缺的纯海外油气资产标的，高油价延续下业绩弹性和预期差显著

公司主要经营主体为美国子公司 Surge Energy，位于美国页岩油主产区 Permian 盆地(二叠纪盆地)，2022 年 Q1 油气产量为 4.88 万桶/天。作为 A 股稀缺的纯海外油气标的，随着原油价格大涨后维持高位，公司有望迎来业绩收获期及估值重塑，市场预期差显著。

综合以下因素，公司二季度业绩环比有望显著增长：(1) 今年 Q2 的 WTI 现货均价环比+13.9 美元/桶；(2) 油价从单边大涨转为高位震荡后公司套保端有望逐步减亏；(3) 公司油气开发为纯海外资产经营，受益于人民币贬值。

当油价维持在高位震荡时，公司套保端有望逐步减亏

作为银行贷款的必要条件，美国页岩油企业普遍进行套期保值操作。理论上而言，由于套保端相当于在衍生品市场进行卖空操作，当国际原油价格单边大幅上涨时将面临较大损失。从历史数据来看，美国页岩油企业的套保损益和当季首尾原油期货价格变动情况呈现非常显著的负相关性。因此，今年一季度 WTI 原油期货单边大涨，公司承受的套保端亏损较大，而二季度总体为偏强震荡，公司套保端有望减亏。展望下半年，若油价维持高位，则随着公司实现油价逐步向现货收敛，业绩改善弹性显著。

历史资本回报率低下及碳中和愿景约束，叠加供应链等问题扰动，页岩油扩产进度偏慢，公司有望享受油气高景气延续红利

历史回报率低下和碳中和愿景制约了美国页岩油企业做长期大幅扩产的意愿，而在短中期内的增产行动亦受到未来政策不确定性、供应链问题和劳动力短缺等影响而进度偏慢，因此本轮油气景气下供应端增量弹性较为有限，在需求端显著受损前仍将维持高景气，公司有望逐步享受到高油价红利。

盈利预测和估值：

预计 2022-2024 年归母净利润为 26.15、30.41、32.39 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.45、0.48 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

全球原油需求下滑；OPEC 或美国页岩油增产超预期；公司违规担保诉讼判决结果不利。

首次评级

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 07 月 12 日

当前股价：2.74 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.69/19.12	41.24/37.5	81.46/84.68

12 月最高/最低价 (元) 3.36/1.48

总股本 (万股) 680,049.58

流通 A 股 (万股) 623,207.83

总市值 (亿元) 186.33

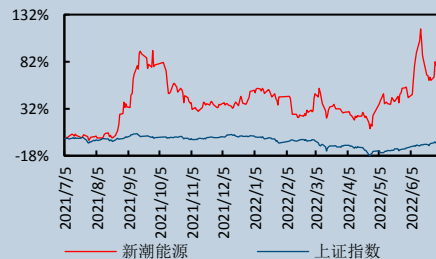
流通市值 (亿元) 170.76

近 3 月日均成交量 (万股) 33,342.82

主要股东

宁波国阳光股权投资中心(有限合伙) 6.39%

股价表现

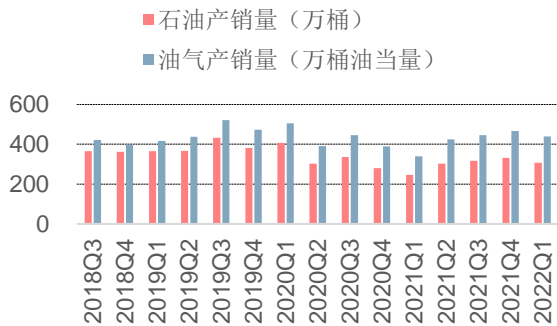


相关研究报告

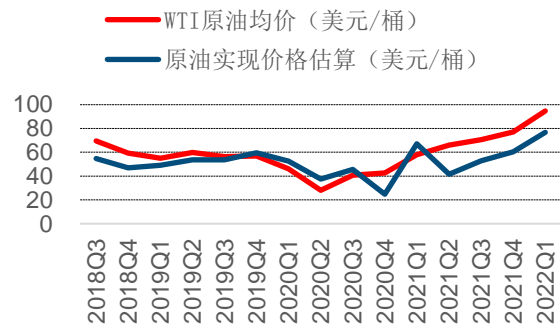
公司为二叠纪盆地的页岩油企业，含油率和储采比居于领先地位

公司 99.5% 为境外资产，经营主体为位于美国的间接全资子公司 Surge Energy，下属间接全资子公司包括 Moss Creek Resources，主要经营位于 Howard 和 Borden 的油田资产。公司 2021 年油气产量为 4.60 万桶/天，2022 年 Q1 为 4.88 万桶/天。2021 年报披露的 1P 储量为 3.15 亿桶，且其中约 52% 为已探明、已开发、在生产油气储量（PDP）。根据中国石化新闻网转引美国油价网在 5 月中旬的报道，Surge Energy 预计今年公司产量增速为 12%。

我们此处选取与公司产区和体量接近的六家美国页岩油上市公司与公司进行比较，包括 SM ENERGY、卡隆石油、MATADOR RESOURCES、LAREDO PETROLEUM、百年资源开发和 EARTHSTONE ENERGY。公司与可比公司相比，油气储量和产量属于中等水平，但储采比和含油率均属于领先水平。由于美国天然气的经济价值一般低于原油，因此含油率高对页岩油企业来说是重要优势。

图表1：新潮能源原油和油气总产销量变动


资料来源：Wind，中信建投

图表2：新潮能源实现油价估算和 WTI 油价对比


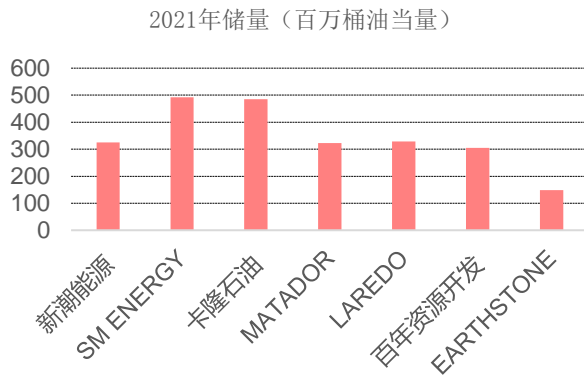
资料来源：Wind，中信建投

图表3：新潮能源和可比公司产量和油价市值弹性

证券代码	公司简称	总市值 (亿美元)	22Q1 总产量 (万桶/天)	22Q1 石油产量 (万桶/d)	油价市值弹性 (万桶/亿美元)
600777.SH	新潮能源	27.83	4.88	3.42	44.81
SM.N	SM ENERGY	41.53	15.35	7.06	62.06
CPE.N	卡隆石油	24.23	10.27	6.37	95.94
MTDR.N	MATADOR RESOURCES	55.24	9.39	5.26	34.75
LPL.N	LAREDO PETROLEUM	11.92	8.51	3.91	119.86
CDEV.O	百年资源开发	17.04	6.14	3.19	68.38
ESTE.N	EARTHSTONE ENERGY	15.38	3.55	1.53	36.22

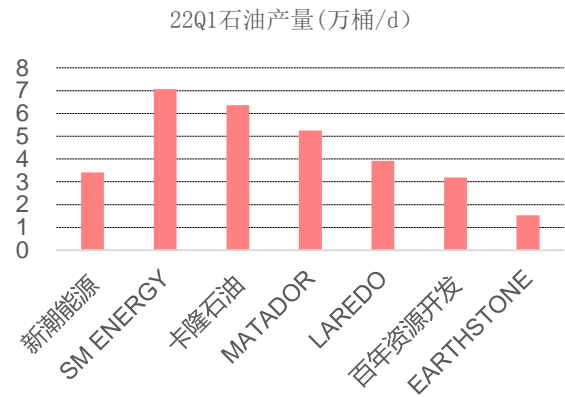
资料来源：公司公告，中信建投

图表4：新潮能源和可比公司 2021 年储量



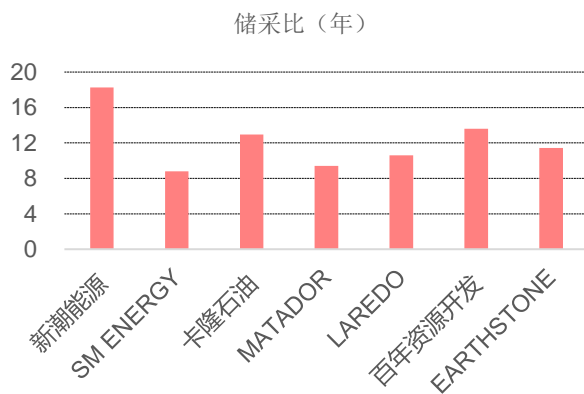
资料来源：Wind，中信建投

图表5：新潮能源和可比公司 2022 年 Q1 原油产量



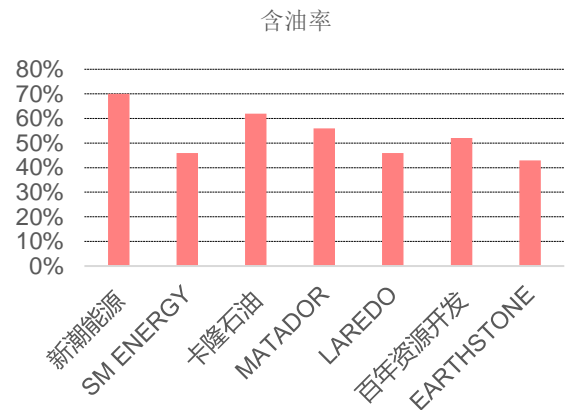
资料来源：Wind，中信建投

图表6：新潮能源和可比公司储采比



资料来源：Wind，中信建投

图表7：新潮能源和可比公司含油率



资料来源：Wind，中信建投

当油价维持在高位震荡时，公司套保端有望逐步减亏

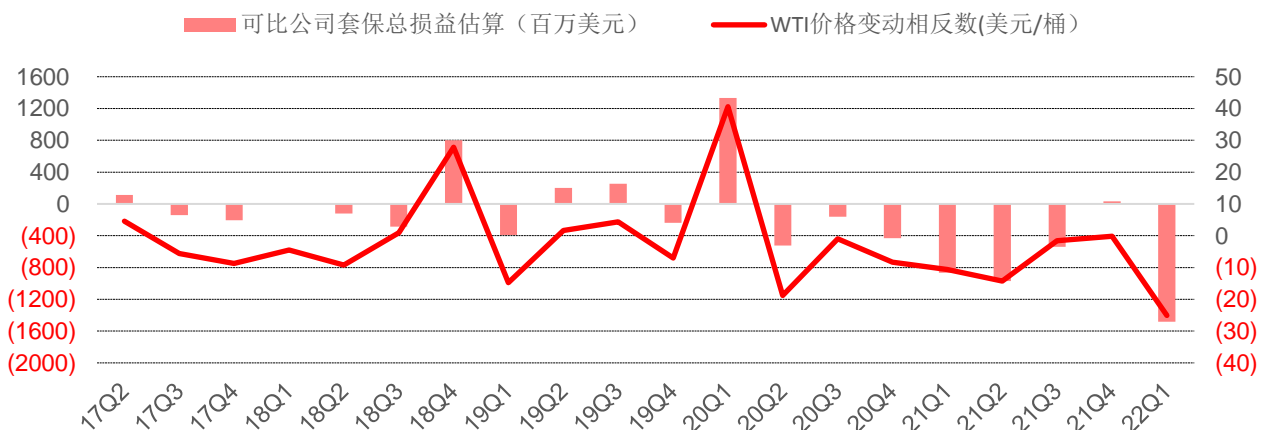
作为银行贷款的前置条件，美国页岩油企业会对预计未来 12 个月 PDP 产量的 50% 和未来 13-24 个月 PDP 的 25% 进行套期保值处理。PDP 指 Proved Developed Producing，即已探明已开发在产原油储量，可认为 PDP 就是企业预期的实际产量。公司的套保操作由美国的间接全资子公司 Surge Energy 及其下属公司的专业运营团队负责。公司 2017 年曾公告最主要的孙公司 MossCreek 与美国富国银行签订的贷款协议规定，MossCreek 必须在每次重新与银行洽谈贷款额度的时点前（一般为每个季度）保证在未来 24 个月内有 50% 的已探明已开发在产原油储量（PDP）被套期保值。公司董事会要求其根据原油价格走势及银行的要求对原油进行滚动循环的套期保值业务，套期保值规模总量不得少于上述时间区间内 MossCreek 的 PDP 的 50%、不得超出上述时间区间内 MossCreek 的 PDP 的 90%。

由于实际套保中会运用互换、期权等多种衍生品工具，而且会根据预期情况对套保比例和定价参数进行调节，因此很难准确预估公司的套保端损益。尽管如此，从套保原理和历史数据出发，我们可以得到结论：页岩油企业的套保损益和当期原油期货价格的变动情况呈现良好的负相关关系。

美国页岩油企业主要是进行油气的卖出套保操作，其原理即锁定远期售价或获得锁定远期售价的权利，因此不管具体工具如何复杂，实质即套保端在衍生品市场上对原油价格进行了做空操作。同时由于页岩油企业是对未来 1 年及 2 年的 PDP 按照比例进行套保，因此相当于最终的实现油价落后于实际油价。综合而言，套保端损益在理论上会与当期油价变动呈现反向关系，并且套保的效果使得在原油上涨行情中，公司的实现油价会落后于实际油价走势。如果未来油价较长时间维持在高位区间震荡，则公司实现油价有望逐步向震荡区间收敛。

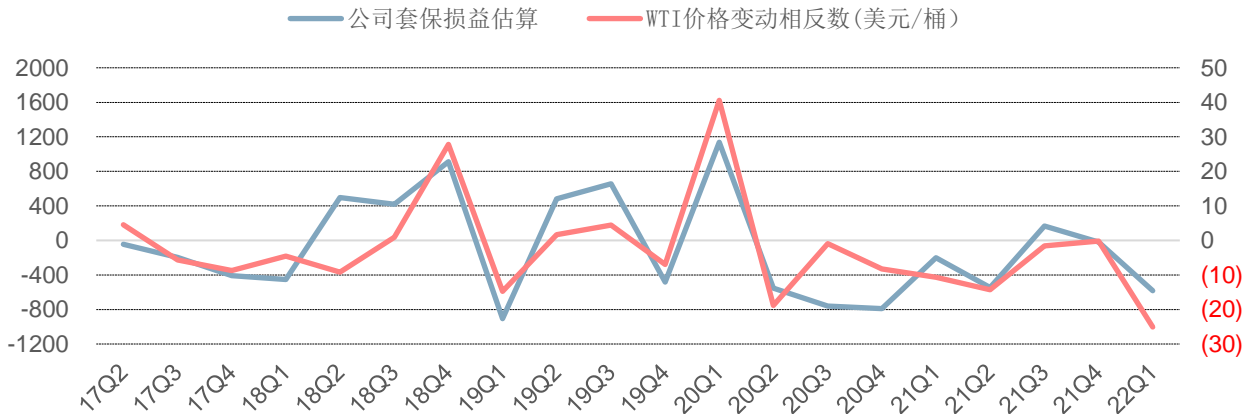
同时公司和可比公司的历史数据也可以证明以上结论。我们选取了上述六家与公司体量接近的美国页岩油企业进行分析，其总体套保损益估算值与 WTI 原油价格变动的关系如图表 7 所示，可见负相关关系十分稳定。就每个套保期而言，如果采用的会计分类不同，套保对当期损益影响有所不同。当使用公允价值套期时，未平仓合约的损益波动也将计入公允价值变动损益，从而影响当期利润。而采用现金流量套期时，已实现部分影响当期收入，未平仓合约将计入其他综合收益，不影响当期利润。公司在 2020 年逐步将套保会计处理由前者切换至后者，因为我们简单采用公允价值变动损益加上其他综合收益来估计公司历史的总体套保损益。如图表 8 所示，除个别季度公允价值变动有别的因素扰动外，公司套保损益也与油价变动呈现良好负相关性。

图表8：新潮能源可比公司套保损益估算值和 WTI 原油价格变动幅度呈现显著的负相关关系



资料来源：公司公告，Wind，中信建投

图表9：新潮能源套保损益（估算值）和 WTI 原油价格变动总体也呈现负相关关系



资料来源：公司公告，Wind，中信建投

油气行业历史资本回报率低下叠加碳中和愿景约束，美国页岩油扩产意愿和进度偏慢，公司有望享受油气高景气延续红利

美国页岩油行业过去十年的发展可谓命途多舛。即使不考虑 2020 年新冠疫情的极端情形，其资本回报率依然非常低下。例如新潮能源的六家可比公司 2011-2021 年（剔除 2020 年）平均 roe 为-20%至 9%（均值为-2%），2015-2021 年（剔除 2020 年）平均 roe 为-42%至 4%（均值为-11%）。即使是美国页岩油龙头企业，以西方石油、EOG 能源、先锋自然资源、DIAMONDBACK、马拉松石油、戴文能源和赫斯为例，其 2011-2021 年（剔除 2020 年）平均 roe 也仅有-4%至 8%（均值为 2%），2015-2021 年（剔除 2020 年）平均 roe 为-13%至 6%（均值为-3%）。

不仅是历史资本回报率低下，页岩油企业在新冠疫情冲击后还面临较大的债务压力，因此 2021 年以来页岩油行业的普遍战略是管控资本支出及保证现金流。这也可以解释为何 2021 年下半年油价大涨后美国页岩油产量增速迟迟不及预期。展望未来，由于碳中和愿景和新能源发展的潮流仍然是市场对远期的共识，因此油气行业做长期且巨额的资本开支意愿不足，更倾向于在资产负债表允许的范围内小幅投资维持产量或实现产量修复。即使这一规划也受到多种因素的扰动而进度偏慢。根据美国达拉斯联储的最新的能源行业调研报告显示，未来政策的不确定性、供应链问题（油田管材、水泥、燃料等等）及劳动力短缺（钻井工人、卡车司机）等仍在持续拖累页岩油产量的增长进度。

因此我们有理由认为，本轮原油景气下供应端的增量弹性较低，在全球原油需求发生显著下滑前，油价仍然有望维持高位震荡格局，公司有望享受油气高景气延续的红利。

图表10：新潮能源和可比公司 2011-2021 年 ROE 变动情况（注：公司 2017 年转型成为油气开发企业，之前数据无可比性）

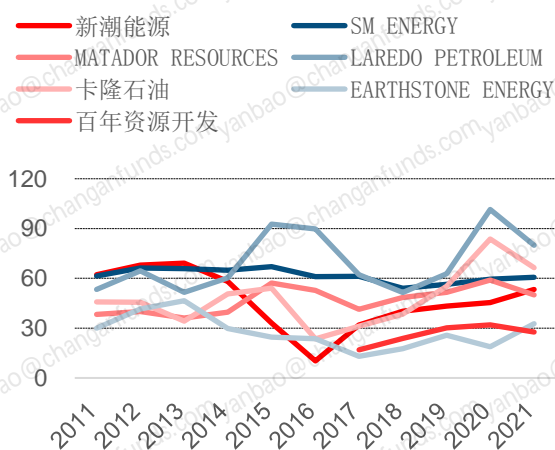
证券简称	2011-2021 平均 (剔除 2020)	2015-2021 平均 (剔除 2020)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新潮能源									4	4	7	(19)	3
SM ENERGY	1	(8)	16	(4)	11	34	(22)	(35)	(7)	19	(7)	(32)	2
MATADOR RESOURCES	(3)	(7)	(4)	(10)	10	15	(100)	(17)	14	19	5	(38)	37
LAREDO PETROLEUM	(20)	(42)	18	8	11	19	(261)	(167)	116	33	(34)	(213)	59
卡隆石油	9	(3)	97	1	2	11	(60)	(9)	7	14	2	(129)	28
EARTHSTONE ENERGY	(2)	(9)	20	9	18	(17)	(45)	(25)	(5)	14	0	(4)	8
百年资源开发	4	4							3	7	0	(23)	5

资料来源：Wind，中信建投

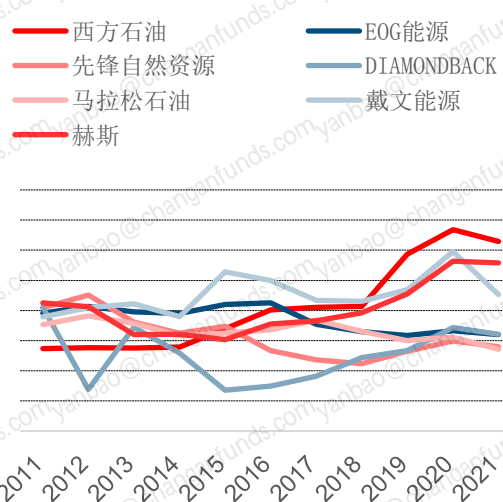
图表11：美国页岩油代表性企业 2011-2021 年 ROE 变动情况

证券简称	2011-2021 平均 (剔除 2020)	2015-2021 平均 (剔除 2020)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
西方石油	5	1	19	12	14	2	(26)	(3)	6	20	(2)	(56)	5
EOG 能源	8	6	10	4	15	18	(30)	(8)	17	19	13	(3)	8
先锋自然资源	4	4	17	3	(14)	12	(3)	(6)	8	8	6	(2)	4
DIAMONDBACK	2	1		(12)	8	15	(30)	(6)	11	9	2	(41)	2
马拉松石油	1	(7)	14	9	9	15	(11)	(12)	(39)	9	4	(13)	1
戴文能源	(4)	(11)	23	(1)	(0)	8	(101)	(51)	12	33	(5)	(62)	(4)
赫斯	(3)	(13)	10	10	22	10	(15)	(36)	(32)	(3)	(4)	(44)	(3)

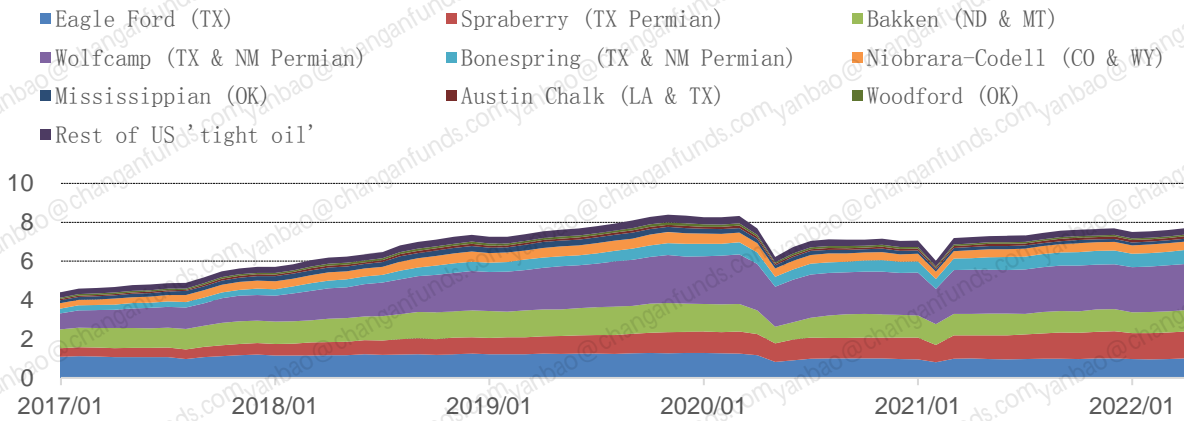
资料来源：Wind，中信建投

图表12：新潮能源和可比公司资产负债率（%）


资料来源：Wind，中信建投

图表13：美国页岩油代表性企业资产负债率（%）


资料来源：Wind，中信建投

图14： EIA 发布的美国各主要产区的页岩油产量估计（百万桶/天）仍然低于疫情前水平


资料来源：EIA，中信建投

盈利预测与估值：

核心假设：原油价格维持高位，公司 2022-2024 年实现油价为 87、95、95 美元/桶。

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 26.15、30.41、32.39 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.45、0.48 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图15： 盈利预测与估值

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,144	4,821	8,272	9,655	9,735
增长率(%)	-31.7	16.4	71.6	16.7	0.8
净利润(百万元)	-2,656	365	2,615	3,041	3,239
增长率(%)	-346.5	-113.7	616.1	16.3	6.5
毛利率(%)	26.9	49.5	68.0	71.2	71.4
净利率(%)	-64.1	7.6	31.6	31.5	33.3
ROE(%)	-21.4	3.0	17.6	17.0	15.4
EPS(摊薄/元)	-0.39	0.05	0.38	0.45	0.48
P/E(倍)	-5.6	40.6	5.7	4.9	4.6
P/B(倍)	1.19	1.21	1.00	0.83	0.70

资料来源：Wind，中信建投



分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊：复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖聚氨酯、煤炭和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
		行业评级	强于大市
中性	相对涨幅-10-10%之间		
弱于大市	相对跌幅 10%以上		

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk