

油價愈低 大油企愈值博



國際視野
Gavekal Dragonomics
資深經濟師
潘迪藍

我相信，最遲在本世紀中葉，油價將會下跌至最低點。如果這個預測沒有錯，那麼未來幾十年的最佳投資對象將會是BP、殼牌（Shell）、埃克森（Exxon）、雪佛龍（Chevron）、ENI和Total等巨型跨國石油公司的股票。

這些油公司的共通點是，它們過去多年已經花費數以萬億美元來完成很多勘探工作，所以它們有能力盡快從手上的油田開採出大量石油及銷售出去。但為什麼低油價時將會是投資在這些公司的更好時機？因為這些油公司的股東將會知道，石油注定會成為一種價值不高的「滯留資產」（Stranded Asset），就好像動力煤（Thermal Coal）般。（「滯留資產」，是指因為經濟增長、轉型和創新而出現意外或過早貶值的資產。）

石油巨擘將被迫變現回饋股東

所以，他們將會迫使油公司的管理層停止浪費資金進行大包圍式的勘探，改為盡快開採現成的油田，以及向股東派發因此所產生的巨額現金流。有兩種方法可以衡量石油巨擘變現的巨大投資機會。

第一種方法，是以現時的价格，簡單地比較它們的石化燃料儲備，以及它們相對保守的市值。第二種方法是參考另一個產生大量現金流的行業的經驗，而該行業也是在所有人都知道其產品定價會走下坡時，才成為首選的投資機會。

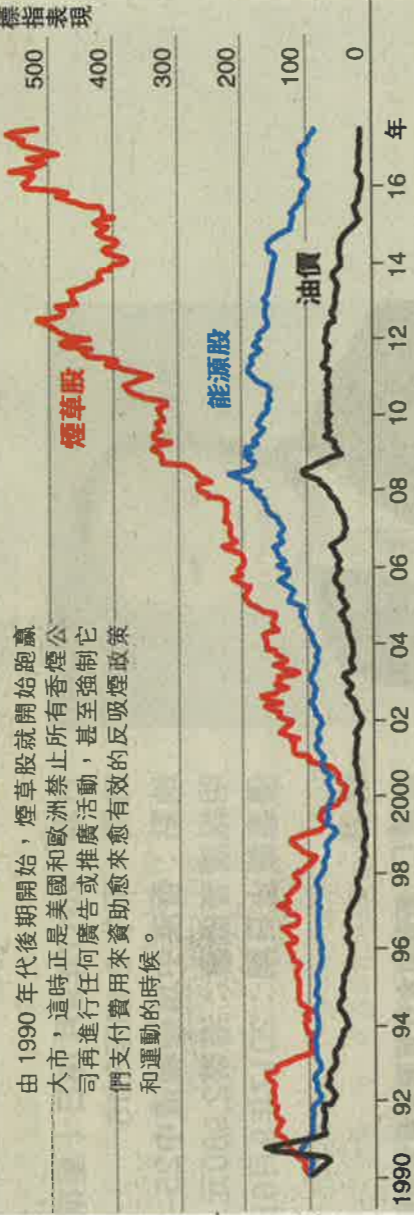
想知道煙草公司當年為了股東的利益，怎樣被迫變現，可以看看附圖。

由1990年代後期開始，煙草股就開始跑贏大市，其升幅是標準普爾500指數整體的5倍。這時正是美國和歐洲禁止所有香煙公司再進行任何廣告或推廣活動，甚至強制它們支付費用來資助愈來愈有效的反吸煙政策和運動的時候。因此，由1996年起的10年間，是全球減少使用煙草的第一個快速進展期。

煙草公司90年代後省開支增派息

誠然，煙草公司繼續在很多新興經濟體內鼓吹吸煙成癮。由2009年到2014年，香煙的全球銷量只是微不足道地下跌。然而，這個跌幅偏小，也是因為期間中國

註：設1990年1月為基點100



油價低迷 石油巨頭或如煙草股般大漲

由1990年代後期開始，煙草股就開始跑贏大市，這時正是美國和歐洲禁止所有香煙公司再進行任何廣告或推廣活動，甚至強制它們支付費用來資助愈來愈有效的反吸煙政策和運動的時候。

當油價變低時，油企的股東將迫使油公司管理層停止浪費資金進行大包圍式的勘探，改為盡快開採現成的油田，以及向股東派發因此所產生的巨額現金流。圖為美國得州石油平台。（法新社）



大陸的人口仍然在增長。吸煙的長遠結果是悲涼的，這正是為什麼煙草公司一直減少吸引新煙民的廣告和宣傳開支，反而派發愈來愈多的股息，並且成為引人注目的有利可圖投資選擇。

未來幾年，環球石油巨擘將會開始一個類似的有利可圖的自動變現過程。以BP為例，該公司目前的市值大約是1100億美元。由於它有大約400億美元的債務，這意味其企業價值大約是1500億美元。然而，其已探明的石油蘊藏量是103億桶，若以每桶油價50美元計算，其價值超過5000億美元。此外，它還有430億立方呎的天然氣，價值大約1200億美元。

BP石油蘊藏價值 遠超公司市值

私募基金投資者是否能夠集資1500億美元來全面收購BP？這看來是完全有可能的。但是，他們是否可以用現時的市價6200億美元來賣掉BP的已探明石油和天然氣蘊藏量？相信不能。

然而，假設有人成功以2000億美元全面收購BP，

然後停止新的勘探工作；再以現時油價的一半，即是每桶大約25美元（殼牌去年收購BG集團的30億桶石油蘊藏量，也是用這個價錢），來賣出現有的已探明石油和天然氣蘊藏量，即是收回大約3100億美元。

那麼，他最終仍然可以取得大約1000億美元的純利，即時就變得比微軟創辦人蓋茨還要富有。這還未計算，他可以照辦煮碗，使用同一方法來變現殼牌、雪佛龍甚至埃克森等其他石油巨擘。

但是，如果油價下跌至遠低於每桶50美元，令到無法以每桶25美元賣出油公司的已探明蘊藏量，那又如何？

抵消這個風險的方法是，在石油股持長倉的同時，在原油持相等的短倉作為對沖。這個組合拳在過去25年都成效顯著，由1992年至今，帶來超過4倍的回報（見圖）。

當然，以往表現不一定代表了未來的結果。未來幾年，油價下跌與能源股上漲之間的差異，有可能比以往更大。