



沙特阿美上市背后的博弈



受供应趋紧及地缘政治等因素扰动, 2022 年以来原油价格大涨; 布伦特油价在 2 月就已突破 100 美元/桶的大关, 3 月底现货均价已超过 110 美元。

2021 年, 沙特阿美(Saudi Aramco)出售原油均价还在 70.5 美元/桶, 2022 年一季度已升至 97.7 美元; 公司一季度季净利润达 395 亿美元, 同比增长 81.7%。

沙特阿美股价(2222:Tadawul)于 5 月创下每股 46.25 沙特里亚尔(SAR)的历史新高, 较 2020 年 3 月最低点 24.55 上涨 88%。沙特采用的是 1 美元兑换 3.75SAR 的固定汇率制, 以此计算沙特阿美市值超过 2.4 万亿美元, 一度成为全球市值最高公司, 名列苹果公司(AAPL:NASDAQ)之上。

这对于财政较为紧张的沙特阿拉伯政府实属利好! 此前, 沙特政府还于 2 月将沙特阿美 4% 股权划转至其公共投资基金(PIF), 以增强其财务状况与信用评级。

近年来, 沙特阿美从较为封闭的国有企业向更为市场化的上市公司转变, 逐步释放其价值, 背后体现着怎样的博弈?

沙特王国位于油气储量丰富的波斯湾盆地, 沙特阿美拥有全球最大的陆上和海上油田, 具有极高的原油储备和优异的原油品质。

2021 年末沙特阿美仅原油储量就达到 1932 亿桶, 当年平均每日生产原油 922 万桶, 占全球比重为 13%; 对比起来, 中石油平均每日生产原油

243 万桶，约为其 1/4 的水平。

沙特阿美的油田处于有利的陆上和浅水近海环境，独特的地质构造带来了远低于其它大型石油公司的开采成本。即使是缴纳了大量税费，公司依然拥有“印钞机”般的盈利能力，销售净利率超过 20%。

沙特阿美 2018 年的上游单位操作成本为 2.8 美元/桶，2021 年也才增加为 3 美元；公司 2018 年的上游资本支出为 4.7 美元/桶，2021 年为 4.9 美元。对比起来，2021 年中国石头的单位油气操作成本为 12.3 美元/桶，中海油则为 7.83 美元，均显著高于沙特阿美的相关成本。

2020 年，沙特阿美出售原油均价仅有 40.6 美元/桶，公司实现约 2300 亿美元总营收、490 亿美元净利润，净利率为 21.3%。随着原油价格大幅反弹，2021 年公司的总营收大幅增至约 4 千亿美元，净利润达到 1100 亿美元，对应净利率为 27.5%。

而中国石油 2021 年的总营收与沙特阿美相当，但净利润约为 180 亿美元，净利率只有 4.4%。显然，沙特阿美极高的净利率主要来自极低的采油成本。

沙特阿美的前身为成立于 1933 的阿美石油公司(Aramco)，是一家由四家石油巨头持股的美国公司。1972 年至 1980 年，沙特政府分三批赎买阿美石油公司股权，最后在 1988 年才正式完成国有化，并更名。

作为沙特的国家石油公司，长期以来沙特阿美受政府的严格控制，不

接受外部投资。

2014 年之后，国际油价的大跌给沙特带来持续财政压力，2016 年初国际油价一度跌至 26 美元。这迫使沙特政府考虑将沙特阿美上市，以获取资金对国内非石油产业投资，进行多元化经济发展。2016 年 3 月，沙特政府一度拟将沙特阿美全部股权划拨至 PIF，之后不久就启动了公司的 IPO 计划，预计将 5% 的股份对外发售。

由于 2016 年之后原油价格大幅反弹，国内政治局势趋稳，减缓了沙特政府出让股份的紧迫性。再叠加境外证券市场合规性、公司透明度等多重因素的影响，沙特阿美上市计划迟迟未能成行。

2017 年小萨勒曼成为沙特王储后，大力推动“2030 年愿景”多元化经济改革计划，沙特阿美的上市计划得以继续。

2019 年 11 月，沙特阿美宣布拟在沙特利雅得证券交易所上市，IPO 共转让发行 30 亿股，占总股本的 1.5%；其中，对个人投资者发售 0.5%，对机构投资者发售 1%。沙特阿美于 12 月 11 日以每股 32SAR(合 8.53 美元)的发行价公开募资 256 亿美元，成为全球历史上规模最大的 IPO。随后，公司又行使超额配售权增发 4.5 亿股股票。

通过沙特阿美的 IPO，沙特政府仅出让 1.73% 股权，就获得了 294 亿美元的巨额资金。

对于非上市的沙特阿美，沙特政府拥有其 100% 股权，两者间利益不

需要切分得太清晰。然而，若要上市吸引外部投资者，政府和国有企业之间就必须进行合理的利益分割，以满足投资者对回报率的诉求。

2019年9月，沙特打破了由王国能源部长兼任沙特阿美董事长的传统，任命PIF总裁Yasir al-Rumayyan兼任该职务，意在实现政府与沙特阿美的治理分离，以缓解两者间利益冲突。

例如，沙特阿美因政府管制低价在国内销售原油和成品油遭受了损失，沙特政府对此实施均等化机制(equalization mechanism)给予补偿。自2019年9月起，沙特也对天然气产品实施了均等化机制；2020年初，政府又将此机制扩展至液化石油气等产品。沙特政府还向公司每月支付4120万美元的国家成品油储备成本。

此外，沙特阿美还在“corporate citizenship”项目下履行大量社会责任，例如沙特国王世界文化中心(iThra)和沙特阿卜杜拉国王科技大学(KAUST)。2017年前，政府对部分政府指令活动会以减免税费的形式予以补偿，但2017年12月24日之后相关政府项目需要在商业的基础上进行开展。

传统上，沙特不征收个人所得税，仅要求公司就员工的回历年工资总额缴纳2.5%的宗教税(Zakat)，但对于石油公司收取的所得税率高至85%。2016年，沙特阿美的所得税费用为2552亿SAR，占3050亿SAR税前利润的比重达到83.7%。

实际上，为鼓励相关产业的发展，沙特从 2017 年就已经开始优化调整所得税率，先是将沙特阿美适用的所得税率由 85% 减少为 50%，其投资的非油气公司所得税率则下降为 20% 的一般性公司税率。当年，沙特阿美的所得税和宗教税之和占税前利润的比重就下降至 51%。

自 2018 年初开始，天然气投资活动产生的公司所得税率由此前的 30% 下降为 20%。自 2020 年初开始的五年期内，石油下游炼化等公司的所得税率又从此前的 50%-85% 下降至 20%。

显然，这些税收调整鼓励沙特阿美利用并购延伸产业链，也有利于公司在子公司层面融资引入外部投资者。2020 年 6 月，沙特阿美以 691 亿美元的代价分批付款从 PIF 收购了同在利雅得交易所上市的沙特基础工业公司 (SABIC) 70% 的股份(2010:Tadawul)，将沙特最大石化企业纳入囊中。2022 年 2 月，沙特阿美向国际投资者以 155 亿美元的对价出让了天然气管道子公司 49% 的股份。

2021 年，沙特阿美的所得税为 3552 亿 SAR，宗教税约为 20 亿 SAR，共占 7695 亿税前利润的 46.4%。可见，这一系列税率调整大大降低了沙

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43099

