



# 石油化工行业研究

**买入（维持评级）**
**行业深度研究**

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

## 石油供给深度（二）：美国主要页岩油公司的表现与展望

### 投资逻辑

本篇报告是石油供给端系列深度的第二篇，通过对美国主要的七家页岩油龙头公司的 CAPEX、产量、储量、成本等数据的总结分析，从公司这个较为微观的层面对美国页岩油供给的历史和现状分析，并基于历史数据合理地推测未来美国页岩油的表现与展望。从各样本公司的数据分析，我们主要得出了以下的一些结论和推论：

#### 1、美国原油公司 CAPEX 跟随油价波动，近年总 CAPEX 有所下降但美国本土 CAPEX 水平及占比提升明显。

美国原油公司的 CAPEX 与原油价格高度关联，但也与公司所处的发展阶段有关，处于快速扩张期的原油公司受油价限制较小。从 CAPEX 的历史水平来看，美国原油公司在全球范围内的 CAPEX 相比于以往同油价的年份有明显的下降，但是美国本土的 CAPEX 处于历史较高水平，且本土 CAPEX 占比在页岩油革命以来迅速提升近三倍。

#### 2、美国页岩油产量增速较高，公司 CAPEX 水平对产量影响较小并不直接。

美国页岩油气产量一直处于增长趋势并且保持了较快的增速，样本公司 2017-2024 年产量 CAGR 达到 9.5%。近年来样本公司产量油气比的差异正在逐步缩小，并且大多数公司的油气比均接近 3:1 的水平，或许可以反映出美国主要页岩油产区的油气生产结构的大致水平。从 CAPEX 和产量及产量增速的数据来看，原油公司 CAPEX 水平与自身的油气产量关联性并不强，CAPEX 对产量的影响较小，CAPEX 下降并不会一定带来产量的下滑。

#### 3、公司 CAPEX 水平对油气储量直接增加量的影响更为明显，但美国原油公司储量的理论寿命下降明显。

影响公司油气资源储量增量主要是修正（Revisions）、采收率提高（Improved recovery）、购买（Purchase）和勘探开发（Extensions and discoveries），由于修正是受油价影响，采收率提高是受技术和油田地质条件影响，因此购买和勘探开发这两项是储量的直接增加量。样本公司 CAPEX 对储量直接增加量（购买+勘探开发）的影响较为明显，在 CAPEX 较低的年份公司的储量增量相应的也会有所下滑。尽管近年美国原油公司的 CAPEX 水平有所提高，但是由于产量的快速增长，原油公司储量的理论寿命下降明显，当前的 CAPEX 难以长期支撑页岩油的高产量。

#### 4、美国页岩油公司平均生产成本稳定在约 30 美元/桶，平均边际成本随油价变化较大。

由样本公司的桶油净利润和边际成本数据来看，平均边际成本会随油价变化而有所变化，根据数据推算美国页岩油盈亏平衡的边际成本区间大致在 55-65 美元/桶间，由于油气生产的弹性使得区间范围较大。

#### 5、美国页岩油长期产量或将达到顶峰以应对储量寿命压力，但是短期大规模减产趋势并不明朗，油价仍将承压。

一般来说降低产量、提高 CAPEX 以增加储量和开采较高成本的证实未开发储量这三条措施都可以缓解储量寿命的下降，但是从美国原油公司的层面来看，大幅提高 CAPEX 对公司来说较为困难，且低油价区间公司对于高开采成本的油气倾向更小，因此中长期来看页岩油的产量会达到顶峰来应对储量寿命的压力。但是短期来看美国页岩油公司大规模减产的趋势并不明朗，一方面由于当前储量仍可以支撑开采数年，另一方面由于美国页岩油公司的协同性与 OPEC 相比较差，减产对于公司来说意味着市场份额的缩水，在油价没有低到影响到原油公司的现金流的情况下，公司主动放弃份额的动力不足。因此美国页岩油的供给边际减少的变化趋势并不明确，油价中短期或将依旧承压下行。

### 投资建议

建议关注现金流健康、资产负债率较低、经营风险较低、原油生产成本优势的原油公司。

### 风险提示

地缘政治风险，原油价格大幅波动风险，宏观经济下滑导致需求不及预期风险，新能源替代传统油气能源风险，新技术带来原油成本大幅下降，地区政策带来供给端大幅变化风险等。



## 内容目录

引言.....	4
一、美国页岩油公司 CAPEX 历史支出及结构.....	4
1.1 原油公司 CAPEX 支出受原油价格影响较大.....	4
1.2 美国原油公司本土 CAPEX 水平处于历史较高位.....	5
1.3 近年“三桶油”的 CAPEX 支出同样处于历史较高水平.....	6
二、美国油气产量增长迅速，受 CAPEX 水平影响有限.....	7
2.1 近年美国页岩油公司产量迅速增长，油气结构逐步接近.....	7
2.2 油气产量及增速受 CAPEX 支出影响较弱.....	8
三、CAPEX 水平影响储量增量，美国页岩油储量寿命下滑明显.....	10
3.1 样本公司储量净增量与 CAPEX 关联较强.....	10
3.2 美国原油公司 CAPEX 水平偏低，油气资源理论寿命下滑.....	11
四、美国页岩油生产成本波动较小，短期减产趋势并不明朗.....	12
4.1 美国油气平均生产成本稳定，边际成本随油价波动.....	12
4.2 美国页岩油的趋势简析与展望.....	13
五、投资建议.....	13
六、风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1： EOG 能源 CAPEX（百万美元）与油价相关.....	4
图表 2： 康菲石油 CAPEX（百万美元）与油价相关.....	4
图表 3： 西方石油 CAPEX（百万美元）与油价相关.....	4
图表 4： 雪佛龙 CAPEX（百万美元）与油价相关.....	4
图表 5： 响尾蛇能源 CAPEX（百万美元）与油价相关较差.....	5
图表 6： 样本公司合计 CAPEX（百万美元）与油价相关.....	5
图表 7： 样本公司近二十年总 CAPEX 及美国 CAPEX 水平（百万美元）.....	5
图表 8： 康菲石油 2024 年 CAPEX（百万美元）历史最高.....	6
图表 9： 雪佛龙 2023 年 CAPEX（百万美元）历史最高.....	6
图表 10： 样本国际原油公司美国地区 CAPEX 水平及占比（百万美元）.....	6
图表 11： 中石油勘探开发 CAPEX（亿元）与油价相关.....	7
图表 12： 中石化勘探开发 CAPEX（亿元）与油价相关.....	7
图表 13： 中海油勘探开发 CAPEX（亿元）近年增长迅速.....	7
图表 14： 样本公司近年油气产量快速增长.....	8



图表 15: 样本公司油气比近年逐步接近.....	8
图表 16: 样本公司油气产量与 CAPEX (百万美元) 关联性较弱.....	9
图表 17: EOG 能源 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关.....	9
图表 18: 康菲石油 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关.....	9
图表 19: 雪佛龙 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关.....	9
图表 20: 样本公司 CAPEX (百万美元) 与合计产量增速.....	9
图表 21: EOG 能源储量净增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	10
图表 22: 埃克森美孚储量增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	10
图表 23: 戴文能源储量净增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	10
图表 24: 康菲石油储量净增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	10
图表 25: 西方石油储量净增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	11
图表 26: 雪佛龙储量净增量与 CAPEX(百万美元) 关联.....	11
图表 27: 样本公司平均储量理论寿命近年明显下降.....	11
图表 28: 中海油储量理论寿命与 CAPEX 水平 (亿元, 右轴).....	12
图表 29: 样本公司平均生产成本较为稳定.....	12
图表 30: 样本公司平均边际成本随油价变化较大.....	13



## 引言

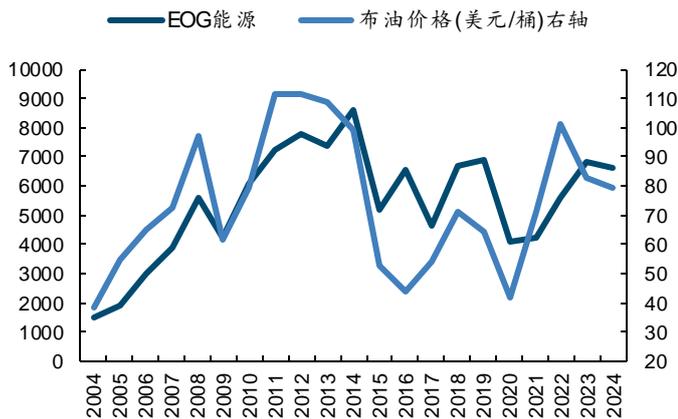
本篇报告是我们石油供给端系列深度报告的第二篇，在第一篇报告里我们提到页岩油革命后美国原油产量迅速增长，已经超过沙特成为全球最大的原油生产国，因此美国页岩油的变化会对全球原油供给格局带来较大的影响，也是研究原油供给端的重要地区之一。与第一篇报告不同，我们选取了美国七家主要的大型页岩油公司作为样本，分别是响尾蛇能源、EOG 能源、埃克森美孚、戴文能源、康菲石油、西方石油和雪佛龙，从公司这个较为微观的层面，对美国页岩油的情况进行分析，探究影响公司原油产量的因素并对未来产量变化的方向做出合理的推断。

## 一、美国页岩油公司 CAPEX 历史支出及结构

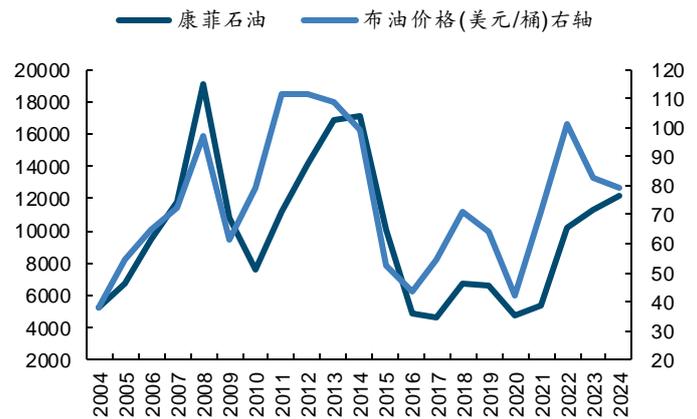
### 1.1 原油公司 CAPEX 支出受原油价格影响较大

上游油气开采业务众所周知是资本密集型的业务，从前期的地质勘探到中期的平台设施管线的建设到后期的持续开采作业，都需要很高的资本开支（CAPEX）来维持。因此从公司的层面来看，原油公司的 CAPEX 支出是一项非常重要的数据指标，可以用来衡量公司的综合实力。通过对七家样本公司历年的 CAPEX 数据的分析，我们发现对于美国原油公司历年的 CAPEX 支出，与当年的原油价格呈现出高度的关联性。这也是由于公司的 CAPEX 不论是费用化还是资本化，都会影响到公司的业绩，因此绝大多数的公司都会选择在油价较低的年份来降低 CAPEX 以稳定公司的利润水平，油价较高的年份再去加大对勘探开采的 CAPEX 支出。

图表1: EOG 能源 CAPEX (百万美元) 与油价相关



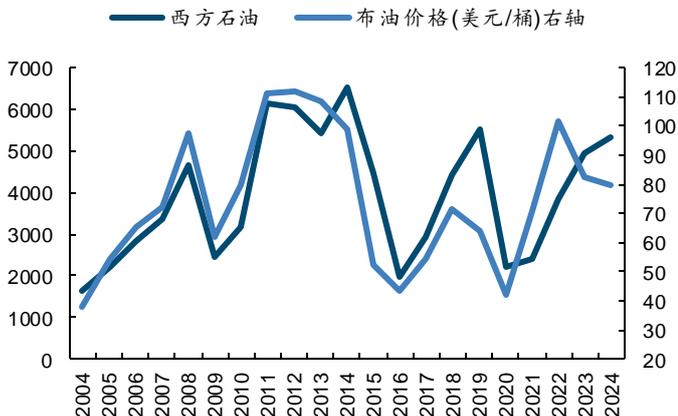
图表2: 康菲石油 CAPEX (百万美元) 与油价相关



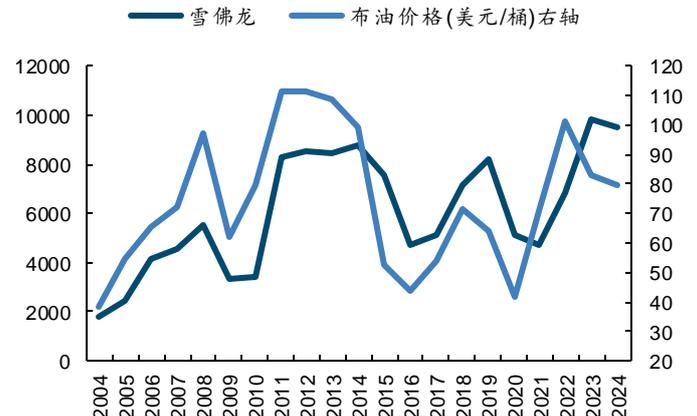
来源: EOG 能源年报、iFinD、国金证券研究所

来源: 康菲石油年报、iFinD、国金证券研究所

图表3: 西方石油 CAPEX (百万美元) 与油价相关



图表4: 雪佛龙 CAPEX (百万美元) 与油价相关



来源: 西方石油年报、iFinD、国金证券研究所

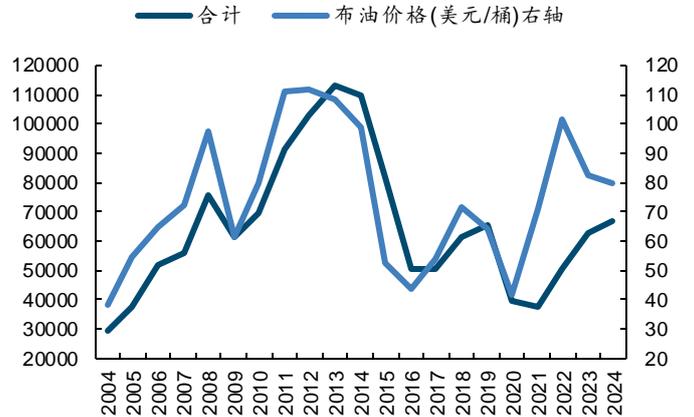
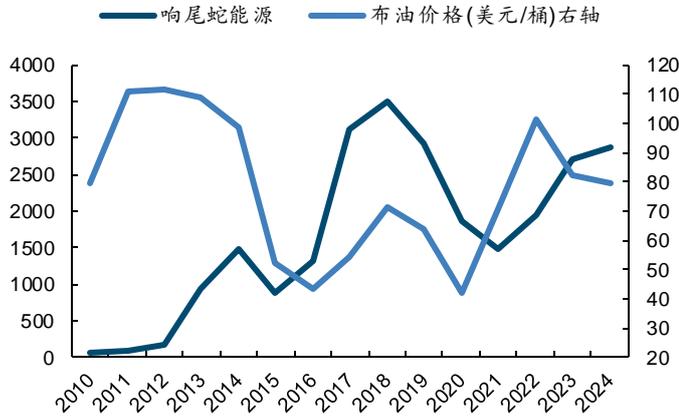
来源: 雪佛龙年报、iFinD、国金证券研究所



油价与公司 CAPEX 高度正相关这一结论在处于快速发展期的公司适用性则较差,例如响尾蛇能源 (Diamondback Energy)。这家公司成立于 2011 年,并于 2012 年在纳斯达克交易所上市,专注于收购、开发、勘探和开采主要位于西德克萨斯州二叠纪盆地的页岩油气,经过十几年的快速发展,已经成长为美国较大的页岩油公司,油气储量及产量快速攀升。公司在发展初期 CAPEX 支出水平是较低的,后续大规模加大 CAPEX 支出用于扩张公司规模,在这一时间段油价对公司 CAPEX 的限制和影响程度就相对较小。

图表5: 响尾蛇能源 CAPEX (百万美元) 与油价相关较差

图表6: 样本公司合计 CAPEX (百万美元) 与油价相关



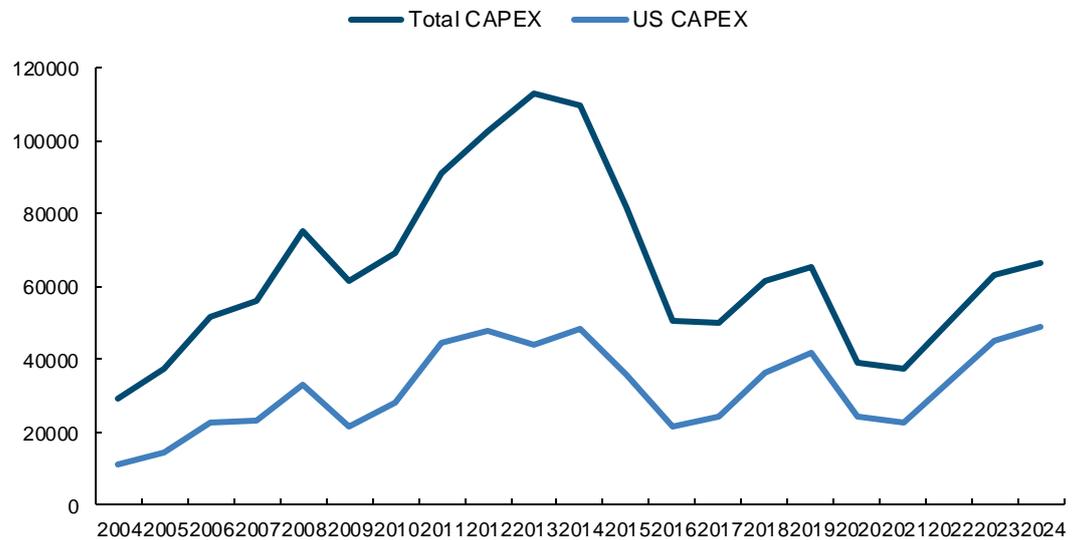
来源: 响尾蛇能源年报、iFinD、国金证券研究所

来源: 各公司公告、iFinD、国金证券研究所

### 1.2 美国原油公司本土 CAPEX 水平处于历史较高位

从样本公司 CAPEX 水平的历史演变来看,2010-2015 年间是美国原油公司资本支出水平较高的年份,近三年随着油价回升原油公司的 CAPEX 水平也随着有所提高,但是相较于高资本支出区间的 CAPEX 水平,近些年美国原油公司的总 CAPEX 支出有着十分明显的下滑。

图表7: 样本公司近二十年总 CAPEX 及美国 CAPEX 水平 (百万美元)



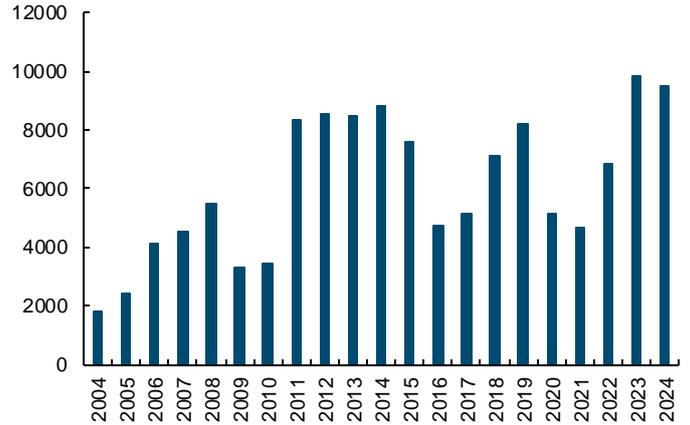
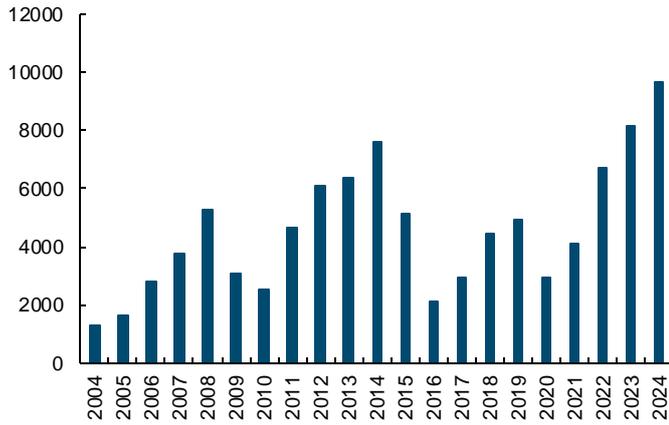
来源: 各公司公告、国金证券研究所

但是单独去看美国本土地区的 CAPEX 支出可以发现,美国本土的资本支出在 2010-2015 年间也是处于较高水平,近三年美国原油公司在本土的 CAPEX 有所回升并且基本与高资本支出区间的水平持平,一些公司在近两年的资本支出甚至超过 2010-2015 年期间达到了历史最高水平,例如康菲石油、雪佛龙。



图表8: 康菲石油 2024 年 CAPEX (百万美元) 历史最高

图表9: 雪佛龙 2023 年 CAPEX (百万美元) 历史最高

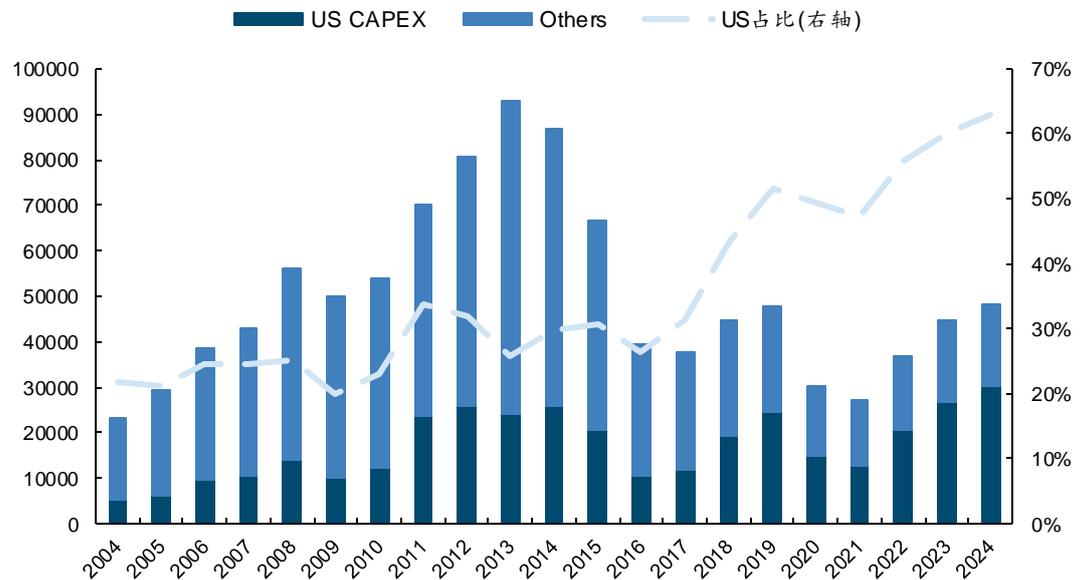


来源: 康菲石油年报、国金证券研究所

来源: 雪佛龙年报、国金证券研究所

另一方面,从拥有国际油气开采业务的原油公司来看(埃克森美孚、康菲石油、雪佛龙),尽管公司的总 CAPEX 水平近年来相比于历史有所下降,但是美国本土的 CAPEX 水平并没有明显的下降,国际原油公司在美国本土的 CAPEX 支出占比在 2016 年后有着十分明显的提高,从 2016 年的 26.3%提高至 2024 年的 63.0%,占比增长十分明显。因此总的来看,美国原油公司近年来在本土的 CAPEX 水平相比于历史并没有明显的下滑,但是国际公司在全球其他地区的 CAPEX 水平下滑较多,美国本土的 CAPEX 占比在显著提升,也从侧面反映了这些国际原油公司的战略重心从页岩油革命后便逐步放在了美国本土的页岩油上。

图表10: 样本国际原油公司美国地区 CAPEX 水平及占比 (百万美元)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

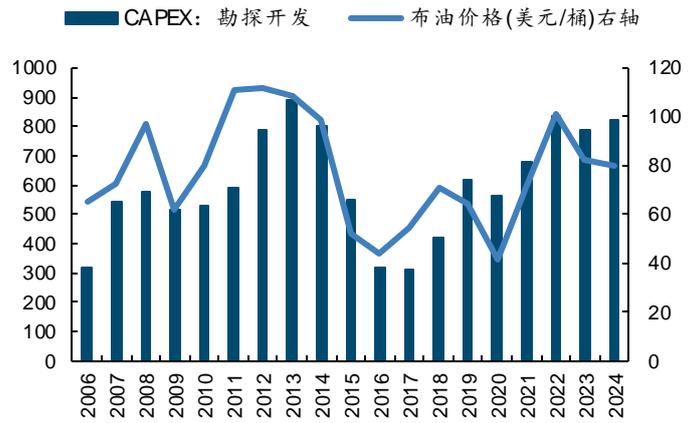
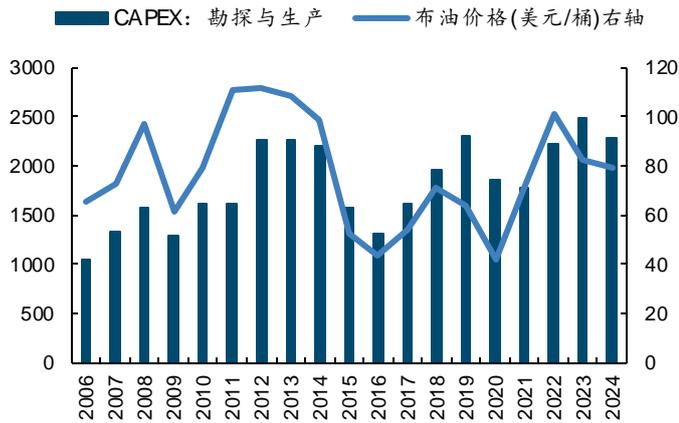
### 1.3 近年“三桶油”的 CAPEX 支出同样处于历史较高水平

对比中国“三桶油”的勘探开发 CAPEX 水平,可以发现中石油、中石化在上游勘探开发的 CAPEX 支出同样呈现出与油价保持高度相关性;而从中海油的 CAPEX 的数据我们可以发现中海油的 CAPEX 支出增长较为迅速,并且在 2016 年开始持续提高,在油价下跌的年份仍然能保持 CAPEX 的增加,因此处于快速发展的中海油,其 CAPEX 水平显示出脱离油价限制的趋势。



图表11: 中石油勘探开发 CAPEX (亿元) 与油价相关

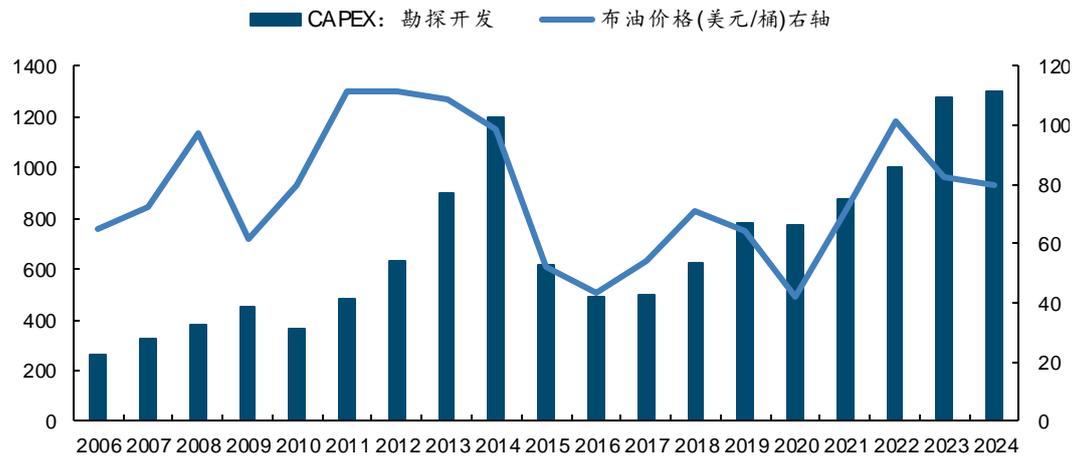
图表12: 中石化勘探开发 CAPEX (亿元) 与油价相关



来源: iFinD、国金证券研究所

来源: iFinD、国金证券研究所

图表13: 中海油勘探开发 CAPEX (亿元) 近年增长迅速



来源: iFinD、国金证券研究所

从“三桶油”的 CAPEX 支出数额和历史变化来看,近几年“三桶油”的 CAPEX 水平同样处于历史较高水平:中石油 2023 年勘探开发 CAPEX 支出 2484 亿元(折合 353 亿美元),为历史最高;中海油 2024 年勘探开发 CAPEX 支出 1302 亿元(折合 181 亿美元),为历史最高;中石化 2022 年勘探开发 CAPEX 支出 833 亿元(折合 124 亿美元),仅低于 2013 年的 888 亿元,为历史较高水平。

## 二、美国油气产量增长迅速,受 CAPEX 水平影响有限

### 2.1 近年美国页岩油公司产量迅速增长,油气结构逐步接近

从七家样本公司合计的产量数据来看,近年来美国油气产量就一直处于增长趋势并且一直保持较快的增速,样本公司 2024 年的产量增速达到了历史最高的 18%,油气当量产量达到 900 万桶/日。



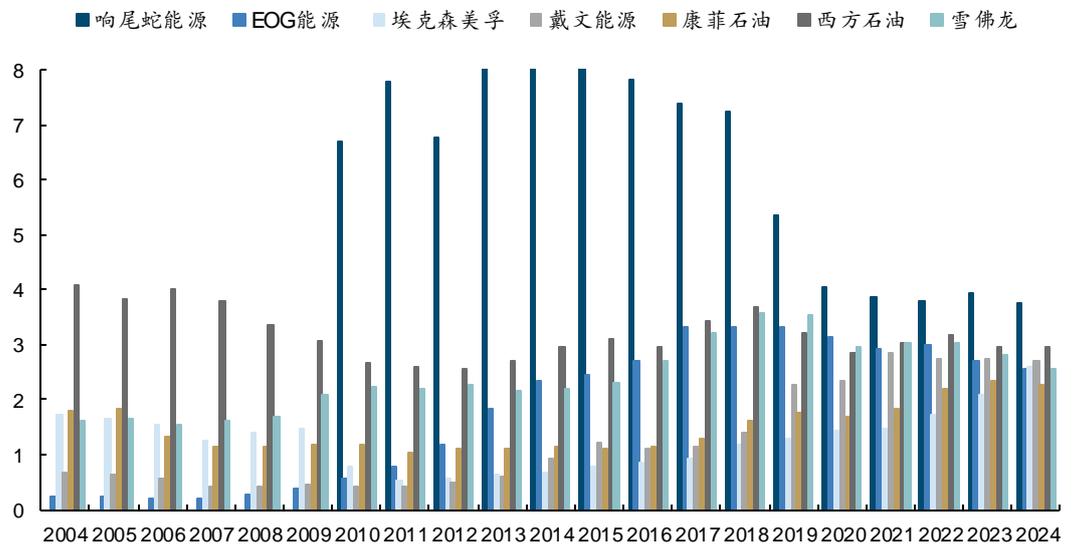
图表14: 样本公司近年油气产量快速增长



来源: 各公司公告、国金证券研究所

从油气生产结构的历史变化来看,七家样本公司在早期的油气生产结构中产量的油气比差异是较大的,像 EOG 能源、戴文能源在 21 世纪初期主要是以天然气的产量为主,油气比约为 1:4 至 1:2;而西方石油、康菲石油则是主要以液体石油的产量为主,油气比约为 2:1 至 4:1。但是随着美国页岩油革命、页岩油气产量迅速增长,样本公司的油气比正在向着更加接近的结构变化,从数据上可以明显看到公司之间油气比的差异有着明显的缩小,并且大多数的油气比均接近 3:1 这个水平。油气生产结构这一数据的变化,或许可以反映出美国主要页岩油产区油田伴生气的含量水平。

图表15: 样本公司油气比近年逐步接近



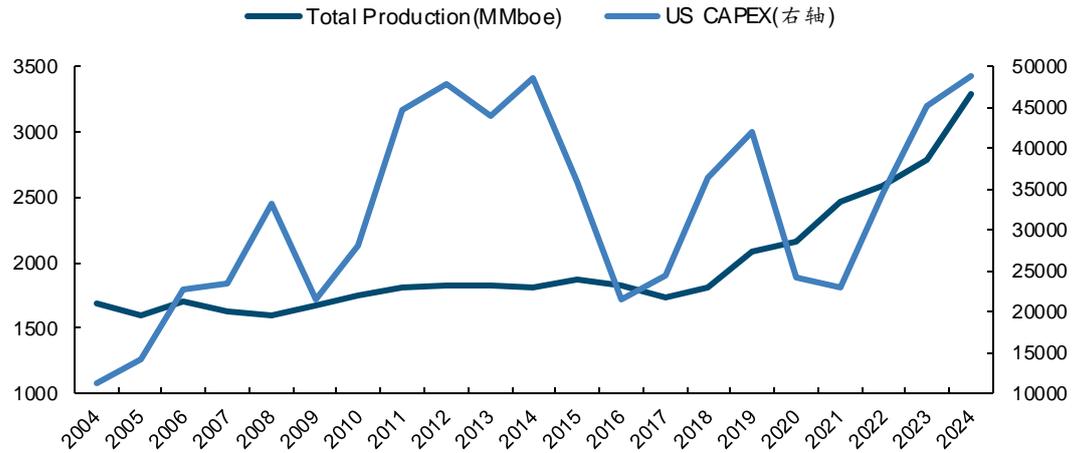
来源: 各公司公告、国金证券研究所

## 2.2 油气产量及增速受 CAPEX 支出影响较弱

美国作为全球最大的原油供给国,页岩油气产量的变化对全球原油供给端的影响较大,因此美国原油公司每年产量的边际变化量对原油供给变化的研究来说非常重要;对原油公司与产量相关的前瞻性指标的分析可以帮助我们短期产量变化做出合理的判断。但是从样本公司的数据上来看,原油公司的油气产量与 CAPEX 水平的关联性并不明显,即使 2020-2021 年 CAPEX 水平下降十分明显,样本公司的合计产量也保持了一定的增长,产量并没有出现下降的迹象。主要原因在于油气产量直接关系到原油公司的营收业绩,即使 CAPEX 受油价下跌的影响出现明显下降,公司也会尽量保持产量的稳定来保障自身的业绩以及相应的市场份额。



图表16: 样本公司油气产量与 CAPEX (百万美元) 关联性较弱

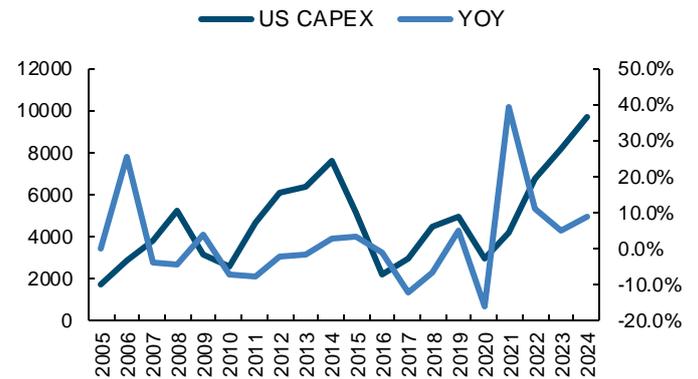
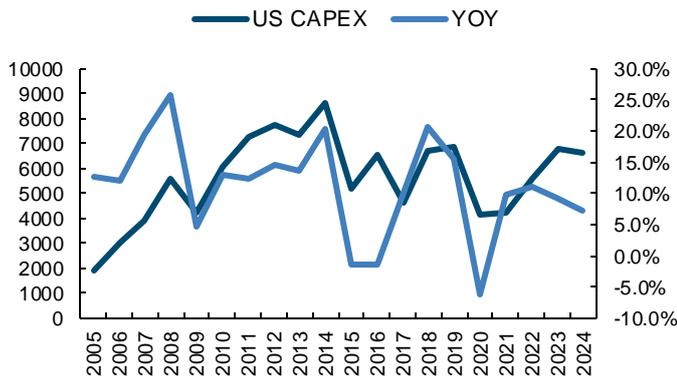


来源: 各公司公告、国金证券研究所

而对于样本公司产量增速与 CAPEX 的关联性来看,部分公司的 CAPEX 水平与其产量增速呈现一定的关联性,在部分年份当 CAPEX 下降时,产量增速也随着有所下滑。尽管从合计整体数据来看,CAPEX 与产量增速的关联性并不突出,但是相比于产量的关联性要更强,具有一定的前瞻参考意义。

图表17: EOG 能源 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关

图表18: 康菲石油 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关

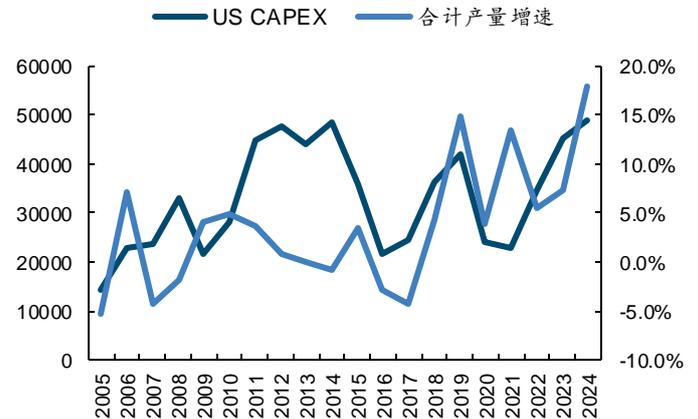
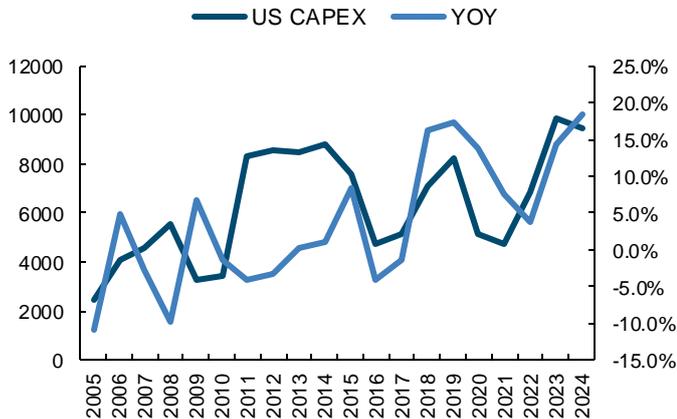


来源: EOG 能源年报、国金证券研究所

来源: 康菲石油年报、国金证券研究所

图表19: 雪佛龙 CAPEX (百万美元) 与产量增速相关

图表20: 样本公司 CAPEX (百万美元) 与合计产量增速



来源: 雪佛龙年报、国金证券研究所

来源: 各公司公告、国金证券研究所



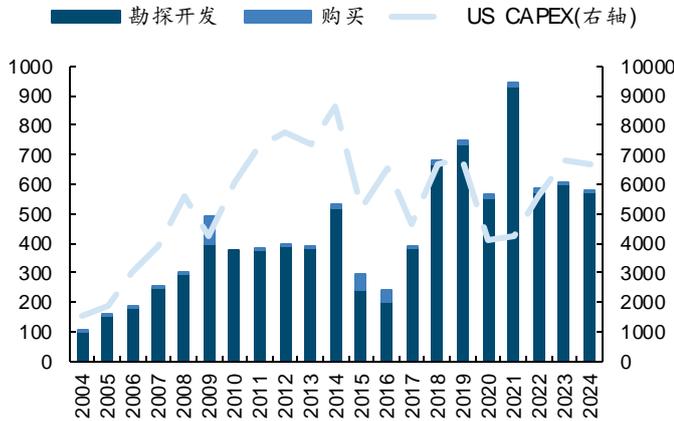
### 三、CAPEX 水平影响储量增量，美国页岩油储量寿命下滑明显

#### 3.1 样本公司储量净增量与 CAPEX 关联较强

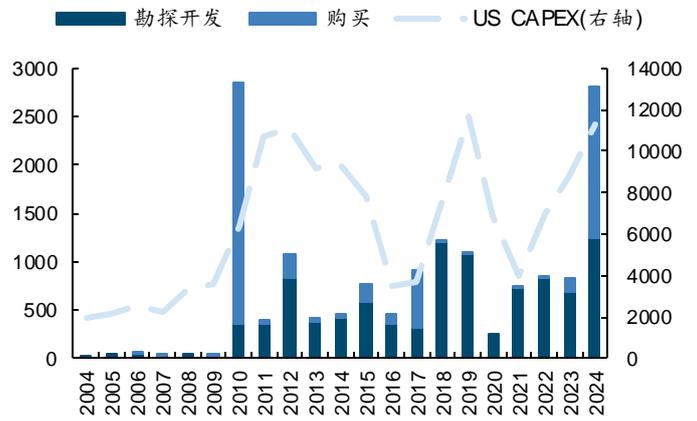
原油公司的产量及产量增速与 CAPEX 的关联性并不强，那么 CAPEX 作为一个具有前瞻性的指标，究竟会更直接地影响到原油公司的哪些指标呢？我们对原油公司油气资产的储量数据变化做了比较详细地研究分析，发现 CAPEX 与储量的净增量的关联性比较强。从原油公司披露的储量变化项来看，影响到油气资产储量变化项主要是包括修正 (Revisions)、采收率提高 (Improved recovery)、购买 (Purchase)、出售 (Sales)、勘探开发 (Extensions and discoveries) 和生产 (Production)。在这些变化项中，生产和出售是油气资产的净减少量；修正项在我们之前的成本深度报告中有提到，油价会影响到油气资产储量的评估，因此油价变化会带来储量相应的增减，原油公司需要每年根据油价对储量进行评估修正。为了剔除油价对储量变化的影响，修正项导致储量的增减不予考虑，那么储量的主要增加项为购买和勘探开发，我们将这两项储量增加项视为储量净增量。根据样本公司历年储量净增量和 CAPEX 的数据我们可以发现二者的关联性较强，CAPEX 会较大程度上影响到原油公司油气资产的储量增加量。

图表21: EOG 能源储量净增量与 CAPEX(百万美元)关联

图表22: 埃克森美孚储量增量与 CAPEX(百万美元)关联



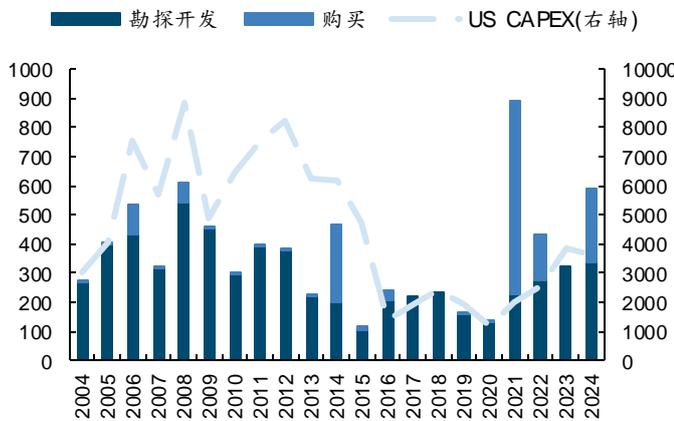
来源: EOG 能源年报、国金证券研究所



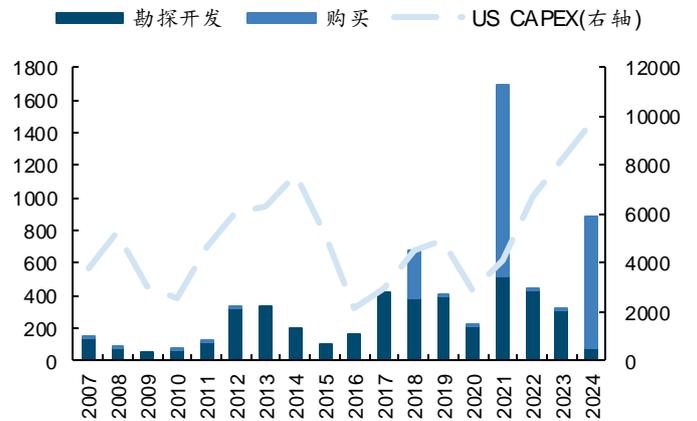
来源: 埃克森美孚年报、国金证券研究所

图表23: 戴文能源储量净增量与 CAPEX(百万美元)关联

图表24: 康菲石油储量净增量与 CAPEX(百万美元)关联



来源: 戴文能源年报、国金证券研究所

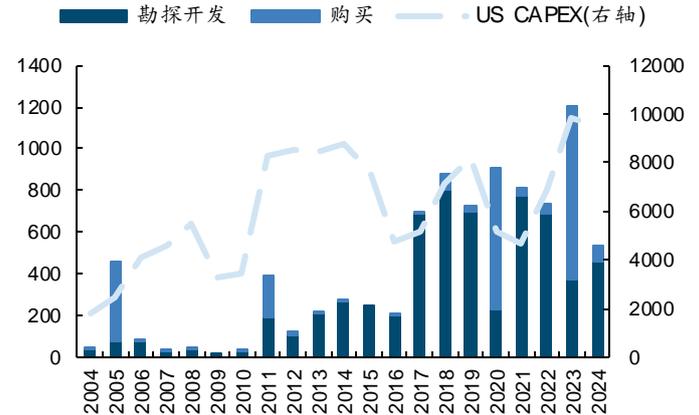
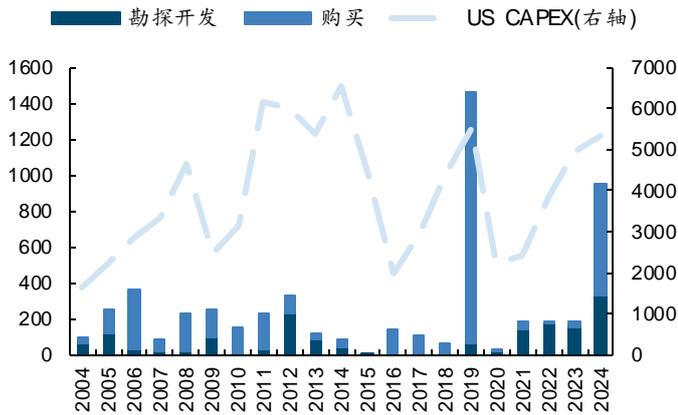


来源: 康菲石油年报、国金证券研究所



图表25: 西方石油储量净增量与 CAPEX(百万美元)关联

图表26: 雪佛龙储量净增量与 CAPEX(百万美元)关联



来源: 西方石油年报、国金证券研究所

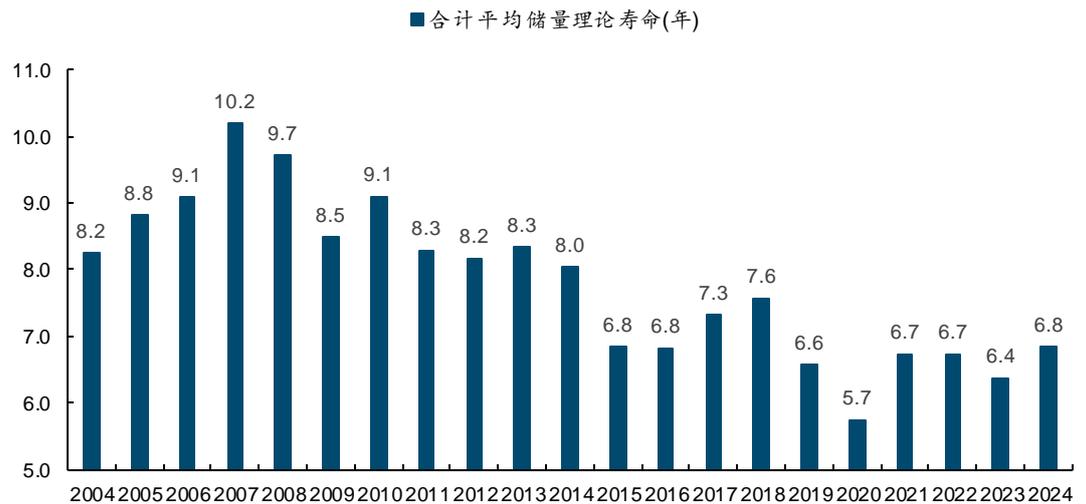
来源: 雪佛龙年报、国金证券研究所

从样本公司储量净增量的结构变化来看,近些年来美国页岩油公司的收购增量占比尤其突出,每家公司都在不同年份有着较大规模的油气资产收购。这些数据也体现了近些年美国原油公司间兴起的收并购潮流,一定程度上表明美国油气开采行业正在加速集中整合出清的趋势。

### 3.2 美国原油公司 CAPEX 水平偏低, 油气资源理论寿命下滑

从之前的数据可以看到,美国近些年的原油产量增速十分明显,处于一个快速增长期,尽管近些年美国的 CAPEX 水平有所提高,但是从储量理论寿命来看(证实已开发储量与年产量的比值),随着产量的快速增长,美国原油公司的平均理论寿命有着明显的下降,由 8-9 年的寿命下降至 6-7 年。由此可见当前美国原油公司的 CAPEX 水平带来的储量增量,并不足以支撑长期维持当前较高的产量及产量增速,尽管中短期仍可以保持高产量,但是中长期来说,对于美国原油公司如果想要可持续地进行油气资源的开采,或是降低产量来减缓储量的消耗,或是大幅提高 CAPEX 来增加公司的储量以维持高产量及储量寿命,亦或是承担较高的开采成本去开采经济性较差的证实未开发储量。

图表27: 样本公司平均储量理论寿命近年明显下降

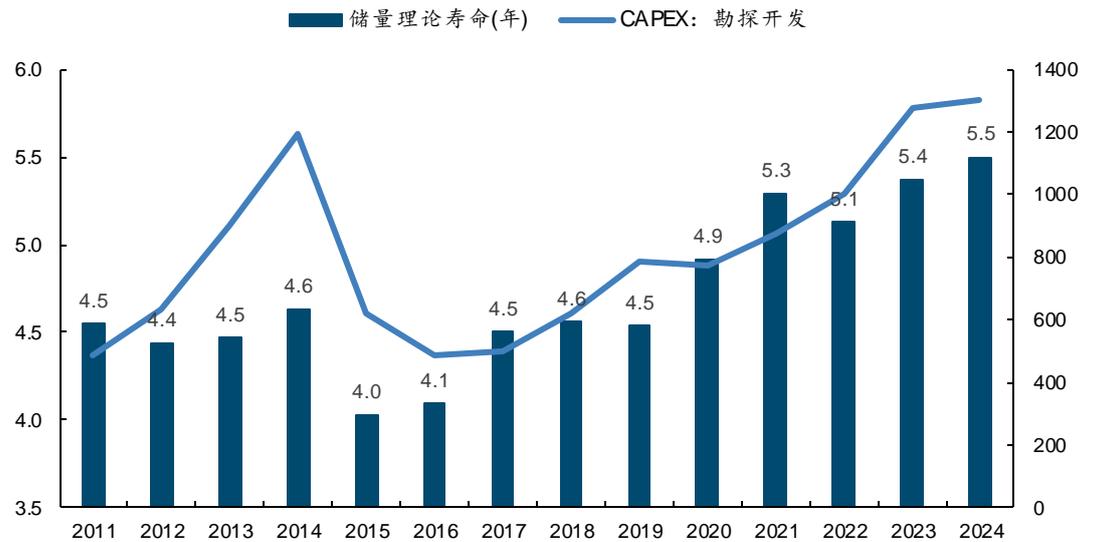


来源: 各公司公告、国金证券研究所

对比中海油的理论储量寿命的变化来看,随着近些年中海油不断加大的 CAPEX 水平,油气资源的理论寿命也有着明显的改善,增加了近一年的寿命,由此可见加大资本开支水平对提高储量、维持资源可持续开采是有效的且十分重要的。从 CAPEX 水平的实际支出额来看,美国原油公司的 CAPEX 水平与同规模的中国原油公司相比确实是明显不足的,例如与中海油年产量相近的康菲石油,其 2024 年的 CAPEX 为 97 亿美元,而中海油 2024 年 CAPEX 折合美元达 181 亿美元,是康菲石油资本支出的近两倍。从数据的比较来看也确实能够反映美国原油公司当前的 CAPEX 水平偏低,不足以长期支撑当前的产量的实际现状。



图表28：中海油储量理论寿命与 CAPEX 水平（亿元，右轴）



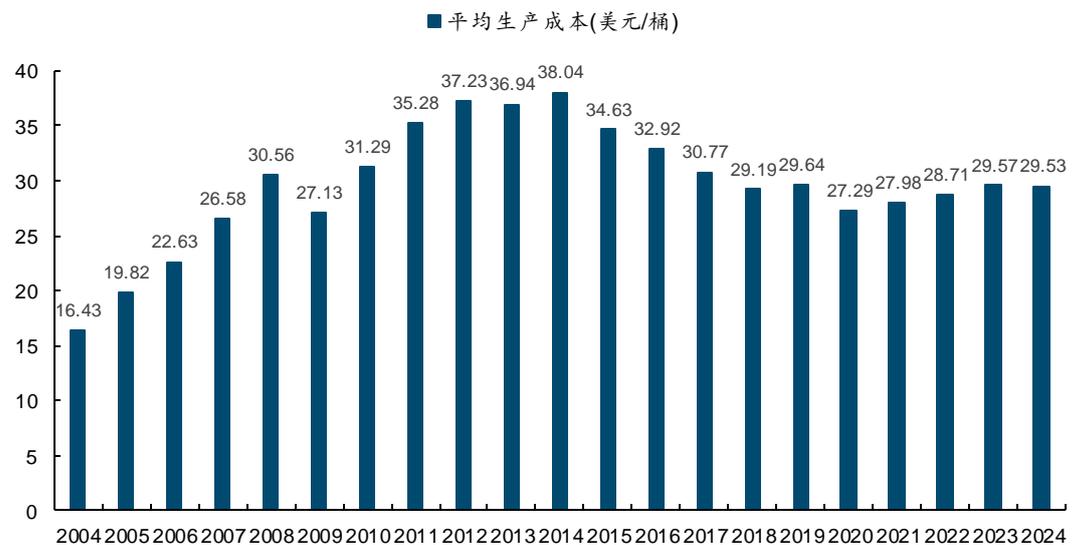
来源：中海油年报、国金证券研究所

## 四、美国页岩油生产成本波动较小，短期减产趋势并不明朗

### 4.1 美国油气平均生产成本稳定，边际成本随油价波动

由于页岩油产区的不同地段存在“甜点”与“非甜点”的区别，即油气资源富集点和非富集点，会给油气的生产成本产生一定的差异，各家公司之间的生产成本略有差别。但是从样本公司平均生产成本来看，页岩油革命后美国原油公司的生产成本较为稳定，大致处于 30 美元/桶左右。对比页岩油革命之前的常规油气的开采成本，最近美国原油开采成本的随油价变化的弹性空间明显缩小，例如同样处于低油价的 2004-2005 年，原油公司的生产成本可以压缩至十几美元每桶，而 2020 年的生产成本仍然保持接近 30 美元/桶的水平，这也反映了页岩油生产成本中刚性成本的部分明显有所提高，尽管生产成本呈现与油价同向波动的趋势，但是波动幅度不大。

图表29：样本公司平均生产成本较为稳定



来源：各公司公告、国金证券研究所

而从各公司盈亏平衡的边际成本的角度来看，样本公司的平均边际成本随油价变化的趋势更加明显，变化幅度也更大。同时从边际成本的角度来看，美国原油公司边际成本的下限



在提高，同油价水平下的桶油净利润在缩小，可能是由于页岩油的生产成本、资本成本水平都较高，必要支出比常规油气更高，这也反映出美国页岩油生产刚性成本部分相比常规油气要更高。

图表30: 样本公司平均边际成本随油价变化较大



来源: 各公司公告、iFind、国金证券研究所

#### 4.2 美国页岩油的趋势简析与展望

在之前我们提到美国原油公司的 CAPEX 支出近年有所下降，但是美国本土的 CAPEX 占比显著提升，反映了国际原油公司的战略重心在向美国本土页岩油转移。这个战略重心的转移的主要原因是随着水平钻井等技术的成熟，页岩油井从勘探到钻井开始生产的建设周期相较于常规油井有着十分明显的缩短；对于原油公司来说，页岩油井的建设周期缩短，可以在更短的时间内为公司带来新增产量和业绩的回报，投资回报周期也随着缩短，公司则更倾向于将 CAPEX 用于美国页岩油井的建设中，由此原油公司的战略重心向着本土页岩油转移。

此外对于美国原油公司面临的储量寿命下降的趋势，缓解寿命下降保持可持续开采我们提到大致有三个方向的措施，分别是降低产量、提高 CAPEX 以增加储量和开采较高成本的证实未开发储量。我们认为从公司的层面来看，想要大幅度提高 CAPEX 水平对公司来说较为困难，尤其是油价长周期走低趋势期间，同时由于低油价区间公司对于高开采成本的油气资源的倾向会更小，因此从实际的角度来看，想要缓解储量寿命下降的趋势，中长期来看未来页岩油的产量会达到顶峰来应对储量上的压力。但是短期来看美国原油公司何时大规模实施减产的动作并不明朗，因为当前的证实已开发储量（即具有经济性的、可以带来正现金流的储量）仍可以支撑原油公司以当前的产量开采数年，一方面从成本角度来看，当前油价下美国页岩油仍有微利，油价尚未跌至原油公司亏损现金流的地步；另一方面也是原油公司之间协同性的博弈，因为对于一家公司主动减产来说意味着放弃自身的部分市场份额，只有整个行业拥有较高的集中度、做到较高的协同性行动统一，才可能实现明显的减产动作。而美国市场相比于 OPEC，我们认为其更难做到协同，只有当原油公司的经营出现重大风险危机时，无法继续持续经营时，才会出现退出者，以收并购的形式对行业加以整合，这也与之前提到的近年来美国油气开采行业的收并购有着明显增多的现状相吻合。所以美国原油公司的产量、储量寿命和 CAPEX 将在长周期里逐步达到平衡。

### 五、投资建议

由于石油行业当前供给增量较多，需求增量和减产意图并不明显，2025 年国际油价或将处于下行周期，将增大原油公司的经营压力。建议关注自由现金流健康、资产负债率较低、具有较低经营风险、财务指标良好的原油公司，在长周期具有更强的竞争优势。



## 六、风险提示

- 1、**地缘政治风险**：俄乌冲突、中东地区冲突等地缘政治事件会对原油的供需格局产生影响，从而影响到国际原油价格，存在突发性的地缘政治事件风险。
- 2、**原油价格大幅波动风险**：原油价格受较多因素影响较易发生波动，未来存在原油价格大幅波动的风险。
- 3、**宏观经济下滑导致需求不及预期**：原油需求受宏观经济影响较大，宏观经济下滑会导致全球原油的需求不及预期，带来原油价格下滑的风险。
- 4、**能源转型进程加快，新能源替代传统油气能源**：当前众多国家实行低碳经济，如果未来能源转型的进程加快，新能源将更多地替代传统的油气能源，会对原油价格产生较大的风险。
- 5、**新技术带来原油成本大幅下降**：随着原油勘探开采等技术的不断改进，原油开采成本也随之有所减少。如果未来原油行业出现革命性的新技术出现，会使得原油生产成本大幅下降。
- 6、**地区政策带来供给端大幅变化风险**：产油国地区政策的调节会给国际原油供给端带来较大影响，OPEC+国家原油增产、减产计划，以及美国对进出口原油的政策法案均会影响到国际原油价格的走向。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究