

2024年08月07日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

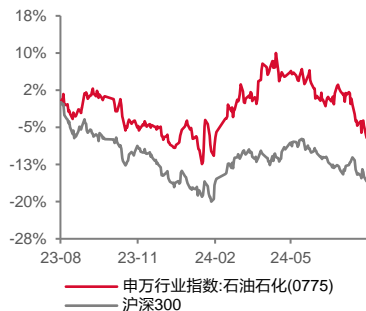
吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn



相关研究

- 1.原油紧张或触及年内高点，龙头主导的下游周期属性或将弱化——原油及聚酯产业链月报（2024年7月）
- 2.原油市场下半年展望——石油石化行业简评
- 3.原油供需走弱，聚酯及下游仍推荐一体化标的——原油及聚酯产业链月报（2024年6月）

国际油服公司加入并购大潮，看好行业整合下油服公司投资价值

——原油系列研究（十八）

投资要点：

- **国际油服公司加入并购大潮：**2024年3月28日，斯伦贝谢以3.82亿美元收购了Aker Carbon Capture（ACC）80%的股份，将其碳捕获业务与ACC合并，成立一家以碳捕获业务为重点的新合资公司；2024年4月2日，斯伦贝谢以78亿美元的全股票交易方式收购ChampionX，ChampionX是一家为陆上和海上油气生产提供化学解决方案和设备的美国油服公司；2024年6月10日，美国两大海上钻井公司Noble Corporation和Diamond Offshore宣布合并，强强联合创建一家海上钻井巨头。
- **原油价格有望继续维持中高位震荡：**2024年以来，在OPEC+联合减产、全球经济恢复、美国低库存等背景下，原油价格仍然维持相对强势。我们认为，当前OPEC+减产延长，美国钻机数持续下降以及夏季需求高峰期的到来对油价有一定利好，但同时全球成品油累库压力仍存，汽柴油裂解上行动能不足，且OPEC+决定逐步取消自愿减产，其政策更多将表现为对油价托底作用，综合来看预计2024年油价或整体前高后低，全年预计布伦特在70-90美元/桶波动，油价中枢仍有望保持中高位。
- **油服行业并购——大势所趋：**当前油价已回归中高位，全球上游资本开支逐步恢复，尤其是海上油气未来发展值得期待，2023年全球海洋油气勘探开发投资约1869.3亿美元，同比增长14.2%，占全球油气开发总投资的32.0%。全球油气业务的上游服务工作量或会出现恢复性增长，油服公司需优化资产组合提升服务能力。此外，国际油气公司逐渐采用并购油气资产替代传统的勘探开发新钻井模式，全球油气客户数量将逐步减少，定价权则将更为集中于少数大型国际石油公司手中，国际油气公司并购活动所引发的外溢效应迫使油服公司积极响应行业变化，通过重组、并购以及资产剥离等方式满足油气行业和国际石油公司的业务发展需要。
- **油服行业并购——内需所向：**对于油服公司自身而言，在油气价格高企和油气投资持续增加的形势和趋势下，现金流情况出现好转。**1）增强主业：**油服公司通过并购能有效提升主业市场地位，增强客户覆盖范围，并购也将进一步促进行业整合集中，中长期有望提升油田服务商的议价权；**2）多元发展：**国际油服公司近年来不断地通过并购等方式进军CCUS等新兴市场，不仅有助于油服公司扩展业务、提升竞争力，也反映了公司顺应全球能源格局变化的战略布局，标志着油服行业正在向整合化、规模化、技术创新、环境可持续、产业升级和多元化的方向发展。
- **投资建议：**我们预计2024年油价或整体前高后低，预计布伦特在70-90美元/桶波动。在油价中枢仍有望保持中高位背景下，一方面，全球上游资本开支不断恢复，尤其是海上油气投资增长强劲，看好未来油服公司工作量及日费率均出现恢复性增长。另一方面，对于油气行业而言，全球油气行业尤其是美国逐步从以中小增长型导向的采油商为主导的时代过渡到由大型石油公司主导的新纪元，对于油田服务商现有利润空间以及竞争格局均构成一定压力；对于油服公司自身而言，在油气价格高企和油气投资持续增加的形势和趋势下，现金流情况出现好转，同时为应对行业变化，油服公司需不断加强主业，并向产业升级和多元化方向发展。因此我们看好油服公司在行业高景气背景下的业绩保障以及在市场整合背景迫使下的业绩增量，推荐关注我国海上油服领跑公司：**中海油服、海油工程**等。
- **风险提示：**油价波动风险；全球上游勘探开发投资不及预期；国际市场竞争风险。

正文目录

1. 原油价格有望继续维持中高位震荡	4
2. 国际油服公司加入并购大潮.....	6
2.1. 斯伦贝谢先后收购 ACC 和 ChampionX	6
2.2. Noble 与 Diamond 宣布强强联合	8
3. 油服并购：大势所趋，内因所向.....	9
3.1. 全球油气市场环境向好.....	9
3.1.1. 全球上游资本开支不断恢复.....	9
3.1.2. 看好海上油气发展机遇.....	9
3.1.3. 油服公司现金流逐步好转	11
3.2. 全球油气行业处于结构性重塑新阶段	11
3.3. 并购市场为油服公司增强主业+多元发展的舞台	15
3.3.1. 增强主业——Noble 收购 Diamond 事件	15
3.3.2. 多元发展——斯伦贝谢收购 ACC 事件	17
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

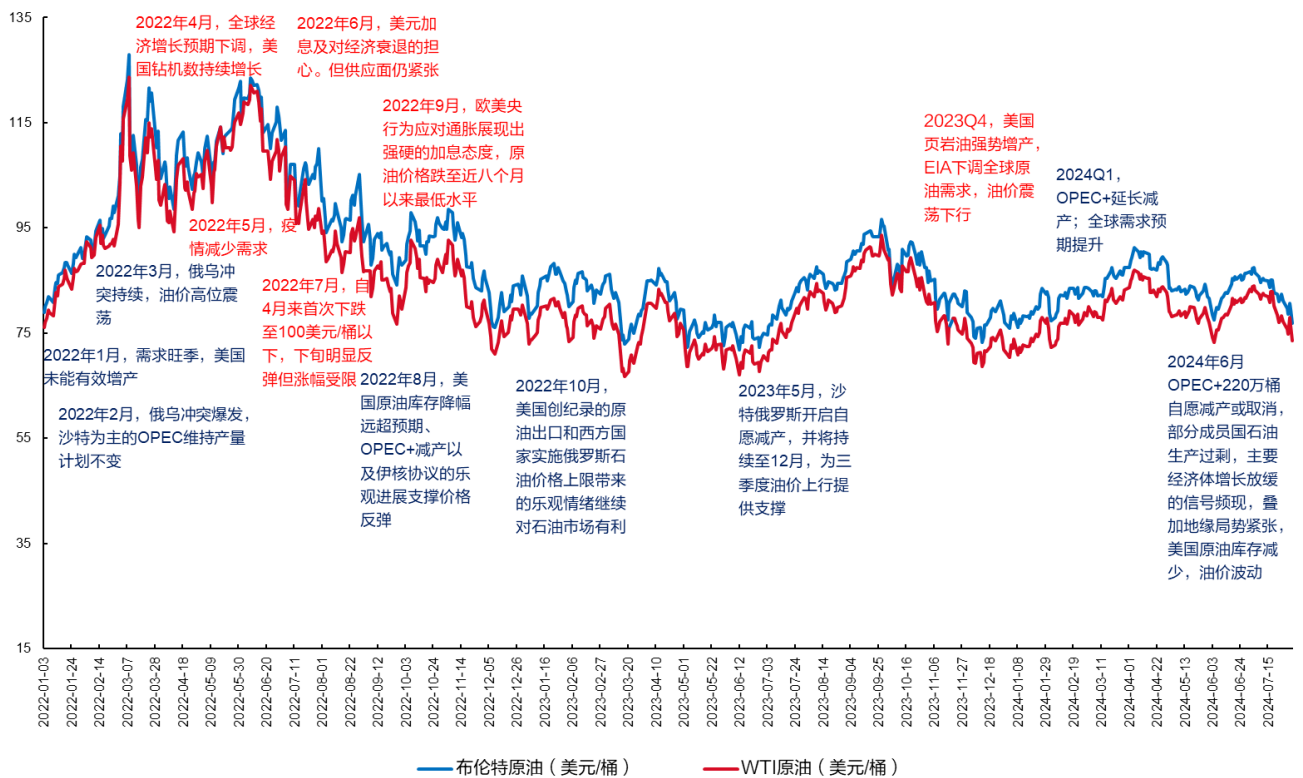
图表目录

图 1 2022 年以来油价走势	4
图 2 Aker Carbon Capture 主要发展历程	7
图 3 人工举升和油田化学品全球前八大供应商的营收情况（十亿美元）	8
图 4 Noble 近年不断并购壮大规模和实力	8
图 5 全球油气上游资本开支及增速（十亿美元）	9
图 6 全球海上钻井平台（台）	10
图 7 全球深水油气产量（万桶油当量/天）	10
图 8 国际三大油服公司经营活动现金流量净额均出现好转（十亿美元，美元/桶）	11
图 9 主要国际油公司上游资本开支及预测（十亿美元）	12
图 10 主要国际油公司勘探开支（左轴）及占比（右轴）	12
图 11 全球分地区油气上游并购情况（亿美元，美元/桶）	13
图 12 国际主要综合油公司油气产量预测（百万桶当量/天）	14
图 13 国际主要综合油公司液体产量占总产量比重（%）	14
图 14 埃克森美孚 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）	14
图 15 雪佛龙 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）	14
图 16 全球十大海上钻井承包商钻井平台数量（座）	15
图 17 Noble 和 Diamond 积压订单金额（十亿美元）	16
图 18 Noble 和 Diamond 积压订单的客户组成	16
图 19 全球半潜式钻井平台（>7500ft）平均日费（左轴）及利用率（右轴）	16
图 20 全球钻井船（>7500ft）平均日费（左轴）及利用率（右轴）	16
图 21 南亚自升式钻井平台（361-400IC）平均日费（左轴）及利用率（右轴）	17
图 22 中东自升式钻井平台（361-400IC）平均日费（左轴）及利用率（右轴）	17
图 23 CCUS 技术及碳捕集三种方式	17
图 24 CCUS 主要参与国家的政府资助	18
图 25 四大油服公司在 CCUS 市场的市场份额和主要战略伙伴	19
表 1 权威机构最新预测及观点	5
表 2 原油价格影响因素及预测	5
表 3 2023 年及 2022 年全球十大油气发现	10
表 4 2023 年以来油气行业主要并购案	12

1.原油价格有望继续维持中高位震荡

复盘 2022 年以来油价走势：2022 年以来，地缘政治冲突加大，美国页岩保持资本开支纪律，OPEC+实际增产远低于配额增长，俄罗斯受制裁或影响长期原油产量等因素利好油价的同时美元加息、经济衰退、疫情影响需求等因素利空油价，形成油价先升后降走势；2023 年，沙特、俄罗斯及其他主要 OPEC+主要产油国联合减产，对油价形成了有力的支撑。而随着委内瑞拉、伊拉克实际产量的反弹、美国页岩油强势增产、全球石油消费预期下调，油价进入震荡区间；进入 2024 年，国际油价整体维持窄幅震荡，但是在 OPEC+联合减产、全球经济恢复、美国低库存等背景下，原油价格仍然维持相对强势。2023 年布伦特原油现货均价 82.15 美元/桶，2024 年年初至今（2024.8.2）均价 83.42 美元/桶，油价保持中高位震荡。

图1 2022 年以来油价走势



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2024 年 8 月 2 日

全球原油供需走势仍相对偏紧。EIA 在 2024 年 7 月的 STEO 预测：预计布伦特油价将从 6 月的平均每桶 82 美元上升到 2024 年剩余时间的每桶 89 美元，并在 2025 年第一季度达到每桶 91 美元，2025 年全年平均为 88 美元/桶。预计市场将在 2025 年逐步恢复到适度的库存增加状态。IEA 预计今年全球石油供应量平均将增加 77 万桶/日，其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。明年全球石油供应总量可能增加 180 万桶/日，其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。

表1 权威机构最新预测及观点

机构	预测日期	油价预测	供应	需求
EIA	Jul. 9, 2024	布伦特现货 2024 下半年为 89 美元/桶, 2025 年 88 美元/桶。	2024-2025 年全球原油及液体产量分别增加 60、220 万桶/天。	2024-2025 年全球液体需求分别增长 110、180 万桶/天。
IEA	Jul. 9, 2024		2024 年全球供应量将增加 77 万桶/天, 其中非 OPEC+国家产量将增长 150 万桶/天; 2025 年全球供应预计增长 180 万桶/天。	2024-2025 年石油需求增长 97、98 万桶/天。
OPEC	Jul. 10, 2024		2024-2025 年非 DoC 液体及 DoC 的 NGL 供应分别增加 130、110 万桶/天。	2024-2025 年全球石油需求分别增加 220、180 万桶/天。
OIES	Jul. 16, 2024	布伦特原油 2024 年预计 85.4 美元/桶, 2025 年预期略上调至 78.6 美元/桶。	2024 年石油市场缺口预计为 70 万桶/天 2024-2025 年全球供应增长分别为 27、290 万桶/天。	2024-2025 年全球石油需求增长都为 140 万桶/天。
Rystad Energy	Jul. 24, 2024	预测 2024 年第三季度平均油价为 86 美元/桶, 第四季度为 89 美元/桶, 2025 年油价平均为 89 美元/桶。	2024 年下半年市场供应缺口约为 190 万桶/日, 2025 年供应过剩 150 万桶/日。	2024-2025 年全球石油需求增长分别为 112、125 万桶/天。

资料来源: EIA, IEA, OPEC, OIES, Rystad Energy, 东海证券研究所

2024 年油价或整体前高后低, 目前预计布伦特在 70-90 美元/桶之间波动。我们认为, 供给方面, OPEC+自愿减产延长至三季度, 美国钻机数持续下降将影响长期原油供给; 需求方面, 美国进入夏季需求高峰期, 但同时全球成品油累库压力仍存, 汽柴油裂解上行动能不足, 且 OPEC+将逐步取消自愿减产, 其政策更多将表现为对油价托底作用, 综合来看预计 2024 年油价或整体前高后低, 全年预计布伦特在 70-90 美元/桶波动, 油价中枢仍有望保持中高位。

表2 原油价格影响因素及预测

指标	展望	油价影响
油价判断	布伦特原油在 7 月持续震荡下行, 并跌破 80 美元/桶关口。OPEC+自愿减产延长至三季度, 美国进入夏季需求高峰期, 飓风季节对美国油井操作影响不大, 综合来看油价在 70 美元/桶仍有基本面支撑; 我们认为原油长期受需求面影响大, 但美国钻机数持续下降将影响长期原油供给, 预计布伦特多在 70-90 美元/桶之间波动。2024 年整体前高后低, 美联储降息时点存在一定回调风险。	
全球石油供应	OPEC+自愿减产延长至 2024 年 3 季度, 俄罗斯额外减产, 但 OPEC+实际产量增加, 伊朗存在增产可能, 市场整体供给偏紧。	+++
全球经济 (石油需求)	美国传统燃油消费旺季在 7 月已有明显展现, 商业原油开始进入去库周期, 季节性利好将提振需求表现。我国原油消费出现较为明显疲软, 6 月份, 我国规上工业原油加工同比下降 3.7%, 进口原油同比减少 10.7%。	+
经济周期 (利率/美元指数等)	7 月美元指数受降息预期影响整体弱势震荡, 收于 104.0, 较上月末下降-1.8%; 较去年同期上涨 2.1%。	--
通胀压力 CPI、PPI 等	6 月美国 CPI 同比上涨 3.0%, 涨幅较 5 月收窄 0.3 个百分点, 显示出通胀继续放缓的迹象。美国 6 月 PPI (所有商品) 同比上升 0.6%。	--
地缘政治	中东地缘政治不确定性增强。	--
新发现油田/剩余产能	圭亚那石油项目 Hammerhead 项目预计于 2029 年上线, 石油产量为 12 万桶/天至 18 万桶/天。OPEC+最新剩余产能 485 万桶/天。	--

钻机数及库存井	至 8 月 2 日，美国钻机数 585 台，较去年同期减少 95 台；其中采油钻机数 479 台，较去年同期减少 61 台。7 月美国石油和天然气钻机数量继续刷新两年来的最低水平。	++
炼油加工量	6 月份，我国规上工业原油加工量 5832 万吨，同比下降 3.7%。美国炼厂开工率高于去年同期。	+
全球库存	至 2024 年 7 月 26 日当周，美国原油商业库存 4.33 亿桶，较去年同期减少 672 万桶，库存比五年同期平均水平低 4.19% 左右；汽油库存 2.23 亿桶，较去年同期上升 468 万桶；馏分油库存 1.27 亿桶，较去年同期上升 969 万桶。	++
原油下游利润： RBOB-WTI 价差等	美国 RBOB 汽油期货-WTI 原油期货价差再次走低，并低于去年四季度，国内成品油价差与上月基本持平，低于去年同期。	--
制造业 PMI 指数	美国 7 月 ISM 制造业 PMI 创 8 个月以来新低，已经连续 4 个月位于萎缩区间；中国制造业 PMI 为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点。	+++
相关能源（天然气/煤炭等）	2024 年初，由于冬季气候温和，减少了用于空间供暖的天然气需求，天然气价格下跌。然而，低价减少了天然气定向钻探，导致生产商削减部分产量，我们预计 2024 年下半年美国天然气干产量将保持在 104 Bcf/天左右，接近去年 106 Bcf/天的记录。	++
期货结构/区域间套利	远月价格贴水，backwardation 结构。自去年 11 月以来，加拿大原油价格折扣已经收窄，Trans Mountain 原油管道扩建计划将于 2024 年第二季度投产。沙特提升 OSP 不及预期，反映市场回调预期。	-

资料来源：Wind, EIA, IEA, OPEC, 东海证券研究所，注：(+) 表示上调预期，(-) 表示下调预期

2. 国际油服公司加入并购大潮

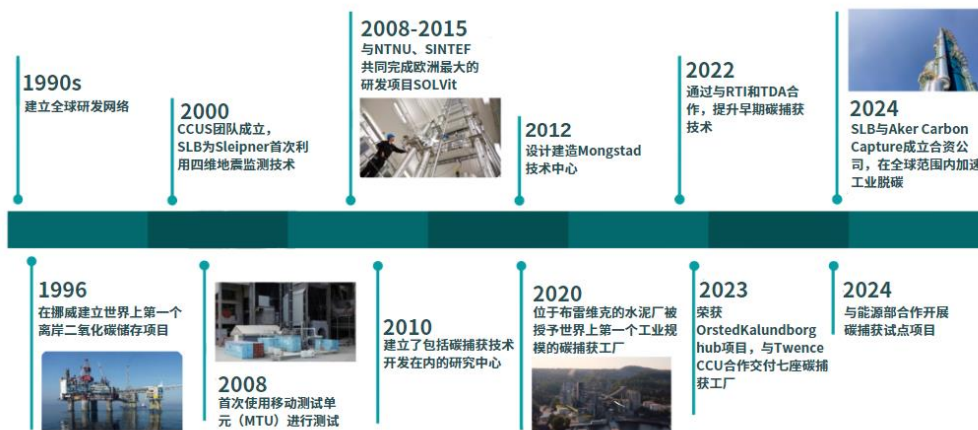
2.1. 斯伦贝谢先后收购 ACC 和 ChampionX

斯伦贝谢收购 Aker Carbon Capture 80% 股份。2024 年 3 月 28 日，斯伦贝谢以 3.82 亿美元收购了 Aker Carbon Capture (ACC) 80% 的股份，将其碳捕获业务与 ACC 合并，成立一家以碳捕获业务为重点的新合资公司。ACC 将保留新公司 20% 的股份，并附带董事会代表权、其他治理权和少数人保护权等条件。6 月 14 日，斯伦贝谢和 ACC 宣布该合资企业成立。

ACC 为挪威公开交易的纯碳捕获公司。ACC 是全球为数不多且最大的公开交易的纯碳捕集公司之一，其参与英国多个 CCUS 项目，包括 Peterhead 附近的 Acorn CCS 项目和 Storegga。同时该公司还参与了挪威的 Brevik CCS 项目、丹麦的 Ørsted Kalundborg CCS 项目和荷兰的 Twence CCU 项目。

斯伦贝谢与 ACC 技术结合，大幅加快脱碳步伐。新公司将把 ACC 基于胺的 Advanced Carbon Capture™ 碳捕获技术（包括适用于中型和大型设施的 Just Catch™ 和 Big Catch™ 模块化工厂技术，以及适用于海上燃气轮机的 ust Catch Offshore™）与斯伦贝谢的技术解决方案组合（包括非水溶剂和新兴吸附剂产品）结合起来。该公司目前正在进行七项技术安装，每年可捕获高达 100 万吨的二氧化碳排放量。

图2 Aker Carbon Capture 主要发展历程



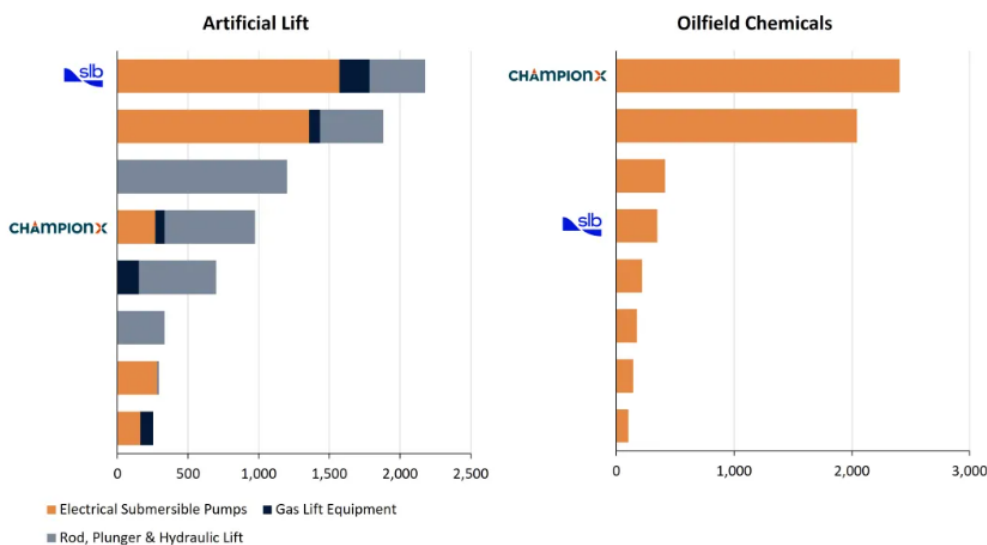
资料来源: ACC 官网, 东海证券研究所

斯伦贝谢收购 ChampionX 为其 2016 年以来最大一宗并购交易。2024 年 4 月 2 日, 斯伦贝谢以 78 亿美元的全股票交易方式收购 ChampionX, ChampionX 是一家为陆上和海上油气生产提供化学解决方案和设备的美国油服公司。根据此次并购协议条款, 每股 ChampionX 的股票将换取 0.735 股斯伦贝谢的普通股, 根据 4 月 1 日的收盘价, 这笔交易对 ChampionX 的估值约为 78 亿美元, 合每股 40.59 美元, 溢价为 14.7%。

斯伦贝谢收购 ChampionX 主要是由于后建井阶段勘探生产运营支出增长。ChampionX 工程专业知识涵盖油井全生命周期。根据 Rystad Energy 统计, 一方面 ChampionX 的大部分收入来自销售油气开采用化学品, 为全球首要供应商, 斯伦贝谢通过收购 ChampionX 极大地改变了公司在油井生命周期后期的业务, 由于预计未来几年运营支出将超过油井的资本支出, 此次并购下斯伦贝谢将有望实现更高的收入增长; 另一方面 ChampionX 人工举升业务也处全球前列, 此次收购帮助斯伦贝谢扩展人工举升技术, 从而有助于保持老井的产出。此外也将扩大斯伦贝谢为核心油气勘探生产客户群提供的产品和服务, 进一步巩固其油田服务领域的领导地位。

斯伦贝谢坚定看好此次并购下的价值创造。斯伦贝谢表示交易顺利完成 3 年内, 通过收入增长和成本节约, 公司将实现每年 4 亿美元的税前协同效应。同时斯伦贝谢指出计划在未來两年内向股东返还 70 亿美元, 将 2024 年的股东回报目标提高到 30 亿美元, 并为 2025 年的股东回报设定了 40 亿美元的目标。

图3 人工举升和油田化学品全球前八大供应商的营收情况（十亿美元）



资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

2.2.Noble 与 Diamond 宣布强强联合

Noble 与 Diamond 宣布合并。2024 年 6 月 10 日，美国两大海上钻井公司 Noble Corporation 和 Diamond Offshore 宣布合并，强强联合创建一家海上钻井巨头。Noble 公司将以股票加现金的方式收购 Diamond，交易总金额约 16 亿美元，根据交易条款，Diamond 股东每持有一股股票，将获得 Noble 的 0.2316 股股票和 5.65 美元现金，这相较 Diamond 截至 2024 年 6 月 7 日的收盘价溢价 11.4%。

Noble 近年不断并购壮大规模和实力。近年来海上钻井承包商 Noble Corporation 不断进行并购，2021 年 Noble 收购 Pacific Drilling，Pacific Drilling 的高规格超深水钻井船队进一步提升 Noble 在全球钻井领域的地位；2021 年 11 月，Noble 与 Maersk Drilling 宣布合并，合并后的公司被称为 Noble Corporation，打造一家拥有 150 多年综合经验的世界级海上钻井公司；近期 Noble 又通过并购全球 10 大钻井承包商之一 Diamond，进一步加强其在海上钻井市场的地位和竞争力。

图4 Noble 近年不断并购壮大规模和实力



资料来源：Noble 公司官网，东海证券研究所

Noble 收购 Diamond 实现海上钻井巨头的强强联合。随着 Diamond 四艘第七代钻井船和一座高规格恶劣环境半潜式钻井平台的加入，Noble 的行业地位将得到进一步加强。同时 Noble 公司指出，Diamond 的 5 座常规深水和中水钻井平台在过去三年的平均利用率超过 85%，目前拥有较高的远期合同覆盖率。在 Diamond 21 亿美元价值的积压订单和 1 亿美元的预期成本协同效应的支持下，Noble 预计该交易将有效增加其每股自由现金流，并促进公司对股东的资本回报加速增长。

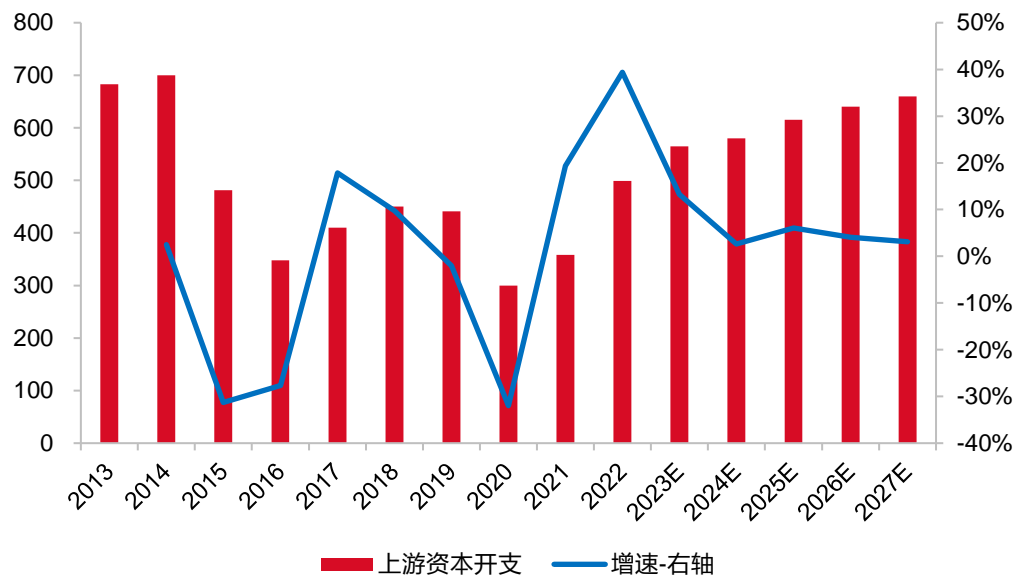
3.油服并购：大势所趋，内因所向

3.1.全球油气市场环境向好

3.1.1.全球上游资本开支不断恢复

全球上游资本开支有所恢复。从全球上游资本开支来看，分别于 2015 年及 2020 年出现大幅下滑，主要是由于油价暴跌及疫情影响。当前油价维持在中高位震荡，同时化石能源的主体能源地位被重新肯定，各国政府普遍意识到新能源替代化石能源需要一个渐进而非激进的过程。在这样的大环境下，全球上游资本开支逐步恢复，但仍较 2014 年高点存在差距，据标普全球预测，2023-2027 年全球上游资本开支 CAGR 为 4%。

图5 全球油气上游资本开支及增速（十亿美元）



资料来源：IEF，S&P Global，东海证券研究所

3.1.2.看好海上油气发展机遇

海洋油气储量大，勘探开发投资大幅增加。2022 年全球深水超深水领域共获 21 个大中型油气田发现，可采储量同比增幅达 86.42%。2022 年和 2023 年全球前十大油气发现中分别有 9 个和 6 个位于海域，均属深水-超深水油气资源，其中 2022 年 9 个深水发现保守估算 2P 可采储量合计超 73 亿桶油当量，占十大发现 2P 可采储量的 80%以上。近年来全球海洋油气勘探开发投资大幅增加，据《中国海洋能源发展报告 2023》数据，2023 年全球海洋油气勘探开发投资约为 1869.3 亿美元，同比增长 14.2%，占全球油气开发总投资的 32.0%。根据路透社预测，2027 年全球全新和现有深水油田的资本支出或将激增至 1307 亿美元。

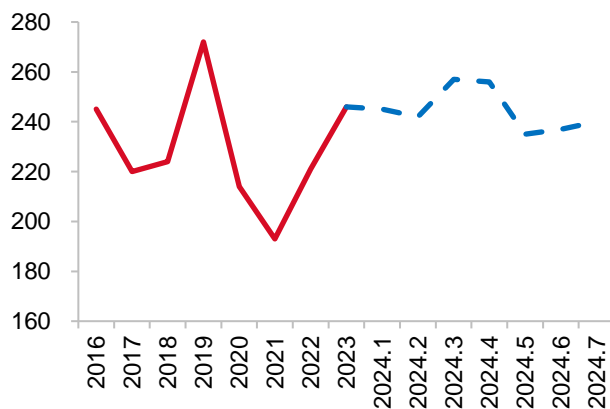
表3 2023 年及 2022 年全球十大油气发现

年份	油田名称	可采储量-石油 (亿吨)	可采储量-天然气 (亿立方)	油田性质
2022	纳米比亚 Venus 油气田	5.46	1473	超深水
	巴西 Alto de Cabo Frio NW 油气田	1.94	568	超深水
	美国 Theta West 油气田	1.92	538	陆上
	纳米比亚 Graff 油气田	0.55	963	超深水
	圭亚那 Lau Lau 油气田	0.75	170	深水
	圭亚那 Fangtooth 油气田	0.68	227	超深水
	Barreleye 油气田	0.68	170	深水
	圭亚那 Seabob 油气田	0.68	170	深水
	苏里南 Baja 油气田	0.6	236	深水
	圭亚那 Sailfin 油气田	0.61	193	深水
2023	伊朗 Shahini 气田	0.06	4360	陆上
	伊朗 Cheshmeh Shoor 气田	0.0136	1416	陆上
	印度尼西亚 Geng North 气田	0.19	793	超深水
	圭亚那 Lancetfish 油田	0.55	963	超深水
	纳米比亚 Jonker 油气田	0.45	168	超深水
	圭亚那 Fangtooth SE 油气田	0.48	79	超深水
	苏里南 Roystonea 油气田	0.38	79	深水
	土耳其 Sehit Aybuke Yalcin 油气田	0.41	42	陆上
	印度尼西亚 Layaran 气田	0.0191	496	深水
	美国 Hickory 油气田	0.1364	178	陆上

资料来源: IHS, 东海证券研究所

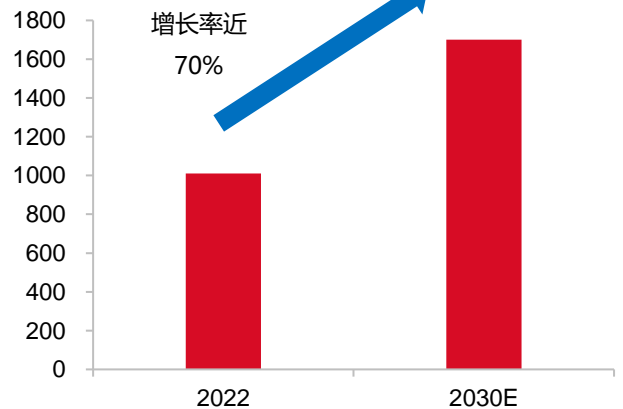
勘探力度加大, 海洋油气产量再创新高。根据 Baker Hughes 数据, 自 2021 年以来海上钻井活动逐步恢复, 2023 年全球海上钻井平台月均 246 台, 同比增长 11.31%。Rystad Energy 认为 2024 年深水-超深水探井数量将比上年增加 50 口, 占比也将由 27% 上升至 35%。勘探力度加大下产量再创新高, 《中国海洋能源发展报告 2023》公布 2023 年全球海洋原油产量约为 2760 万桶/天 (同比+1.7%); 全球海洋天然气产量为 1.2 万亿立方米 (同比+0.3%), 其中超深水石油产量同比增长 10.6%, 超深水天然气产量同比增长 15.5%, 中国石油勘探开发研究院预计未来随着深水油气产能的进一步释放, 2030 年全球深水油气产量有望突破 1700 万桶油当量/天, 较 2022 年大幅增长近 70%。

图6 全球海上钻井平台 (台)



资料来源: Baker Hughes, 东海证券研究所, 虚线为月度数据

图7 全球深水油气产量 (万桶油当量/天)

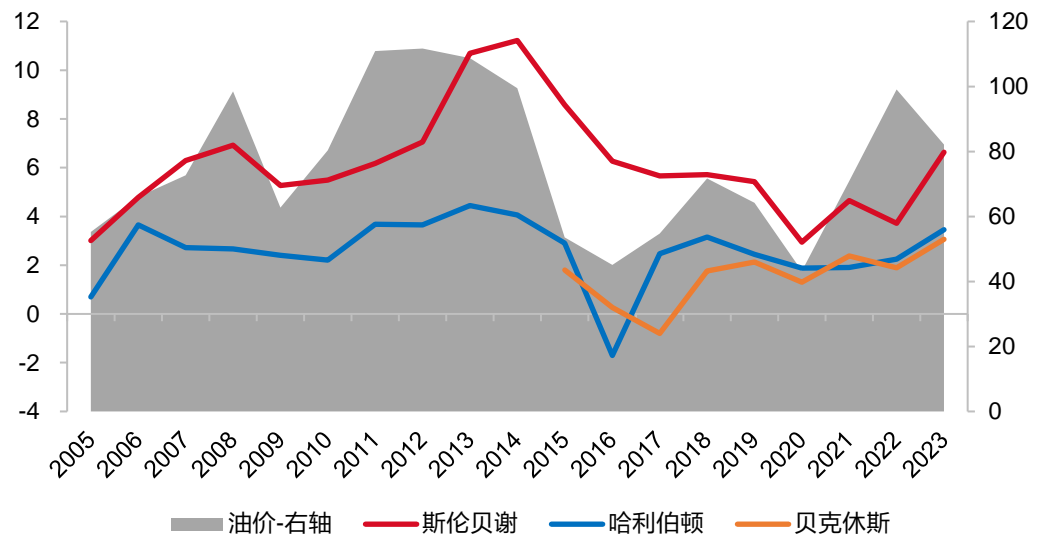


资料来源: 中国石油新闻中心, 东海证券研究所

3.1.3.油服公司现金流逐步好转

油价高企下油服公司盈利出现较大涨幅，促使形成较强扩张意愿。自2020年以来国际油气价格处于中高位运行区间，国际油服公司在油气价格高企和油气投资持续增加的形势和趋势下，现金流情况出现好转，2023年斯伦贝谢/哈里伯顿/贝克休斯经营活动现金流量净额分别同比+78.41%/+54.24%/+62.18%。利用手中充裕的资金，通过并购整合等方式持续优化资产组合、提升核心竞争力是公司投资决策的优先选项，未来预计国际油气市场和国际油气价格仍将处于景气周期内，油服公司盈利丰厚和现金流充足的基础和预期有望形成较为较强的扩张意愿。

图8 国际三大油服公司经营活动现金流量净额均出现好转（十亿美元，美元/桶）

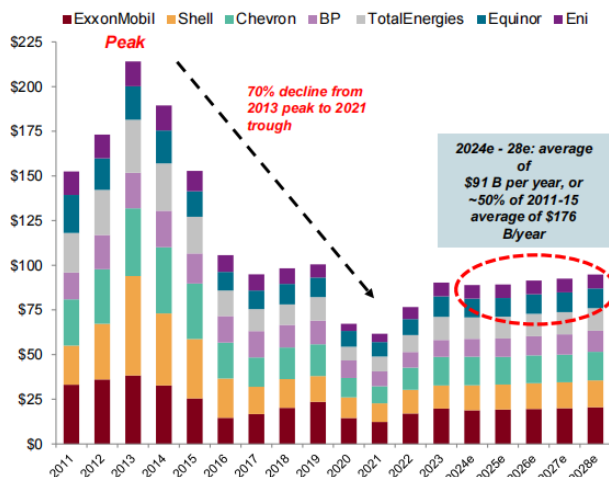


资料来源：彭博，东海证券研究所

3.2.全球油气行业处于结构性重塑新阶段

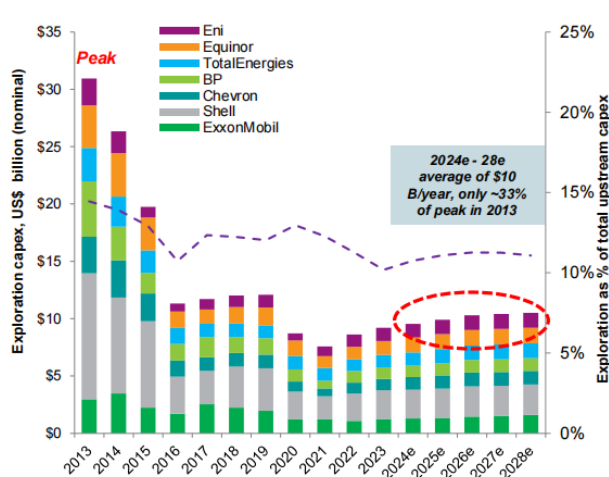
国际油公司上游资本开支仍较为谨慎。根据标普全球对埃克森美孚等7家主要国际石油公司上游资本开支的统计和预测来看，国际主要石油公司上游资本开支下降幅度更加明显，2021年低点较2013年上游资本开支下降达70%。同时标普全球预测未来国际油公司上游资本开支增长缓慢，2024-2028年平均上游资本开支预计为910亿美元（2011-2015年平均值为1760亿美元）；2024-2028年平均上游勘探开支预计为100亿美元，仅为2013年峰值的33%。

图9 主要国际油公司上游资本开支及预测（十亿美元）



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图10 主要国际油公司勘探开支（左轴）及占比（右轴）



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

国际油气行业掀起新一轮的并购热潮。2023 年以来国际油气市场再现并购热潮，大中型油气并购事件频发，呈现出以上游业务为主，向中游、下游业务领域持续演进的态势，同时并购活动趋于规模化，其中埃克森美孚并购先锋自然资源和雪佛龙并购赫斯两笔并购金额分别达 645 和 530 亿美元，均为近年来最大的石油和天然气收购案之一。这些并购交易正在实质性地改变全球石油行业的市场竞争格局。

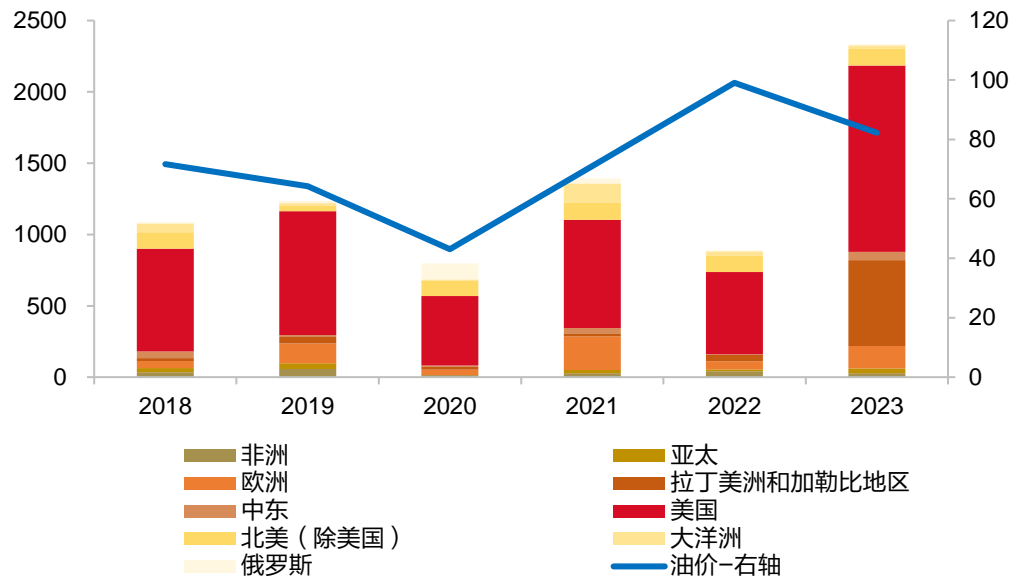
表4 2023 年以来油气行业主要并购案

时间	收购方	目标	收并购金额（亿美元）
2023.3.28	BP&ADNOC	New Med Energy	20
2023.5.14	ONEOK	Magellan	188
2023.5.22	雪佛龙	PDC 能源	76
2023.6.23	Eni	Neptune	49
2023.10.11	埃克森美孚	先锋自然资源	645
2023.10.23	雪佛龙	赫斯	530
2023.12.11	西方石油	CrownRock	120
2023.12.21	Harbour Energy	Wintershall Dea	112
2024.1.11	切萨皮克	西南能源	74
2024.1.4	阿帕奇石油	卡隆石油	45
2024.2.13	响尾蛇能源	Endeavor Energy Resources	260
2024.3.11	殷拓能源	Equitrans Midstream	55
2024.5.30	康菲石油	马拉松石油	225

资料来源：各公司官网，Reuters，中国石化新闻网等，东海证券研究所

全球油气上游交易趋于活跃。2023 年全球油气上游并购交易数量为 201 笔，较上年同比-7.37%；交易金额达 2335 亿美元，较上年同比+163%，创历史新高，其中美国并购交易金额最高，占比超 50%。此外，2023 年 31 起油气上游并购交易超过 10 亿美元、4 起超过 100 亿美元。国际石油公司之间的大额并购、超级并购数量已经接近 2012 年至 2014 年间创造的历史峰值水平。2024 年 Q1 已公开披露的收并购交易达 550 亿美元，远高于 2023 年同期约 145 亿美元的交易支出，接近过去 5 年季度平均水平的 1.7 倍，油气上游并购活跃度有望持续。

图11 全球分地区油气上游并购情况（亿美元，美元/桶）



资料来源：CNKI，Wood Mackenzie，Wind，东海证券研究所

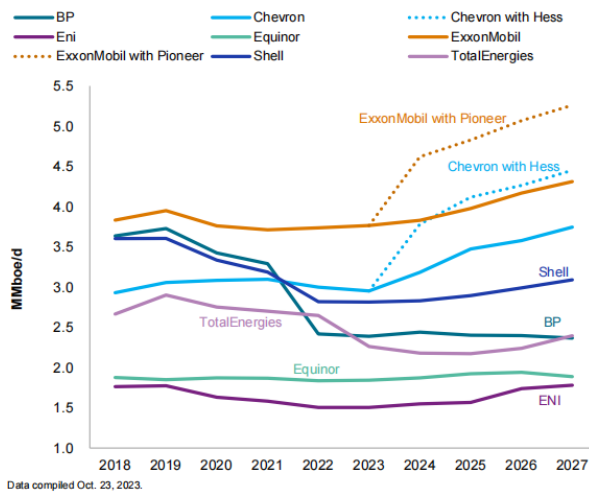
全球油气上游并购热潮主要是考虑以下几个方面：

1) 油价：自俄乌冲突爆发以来，国际油价持续在高位波动，布伦特油价保持在均价 70 美元/桶以上，甚至触及 120 美元/桶的高点。这种情况下，油气业务的短期盈利能力依然非常强劲，促使石油企业重新将业务重心转向油气生产，也使油公司经营状况明显改善，积累大量现金，具备开展油气资产并购活动的的能力；

2) 油公司经营模式：此前国际上石油公司现金流使用分配时序是先基于发展的使用，后基于股东满意度的分配；自 2019 年第四季度开始则是注重满足股东的利益，在确保资产负债率健康的前提下再决策新增投资。2023 年五大国际石油公司（埃克森美孚、BP、壳牌、雪佛龙和道达尔能源）股票回购和股息支付合计支出 1108 亿美元现金，较 2022 年创纪录水平（1096 亿美元）再度增长。此外，全球多数大型油气区块开采已到达产量曲线拐点，优质区块所剩不多，而新的勘探开发面临很大不确定性。因此近年来油气公司尤其是国际石油公司普遍坚守资本纪律，控制资本支出，开展并购活动获得优质油气资产成为大型国际石油公司增储上产的捷径。

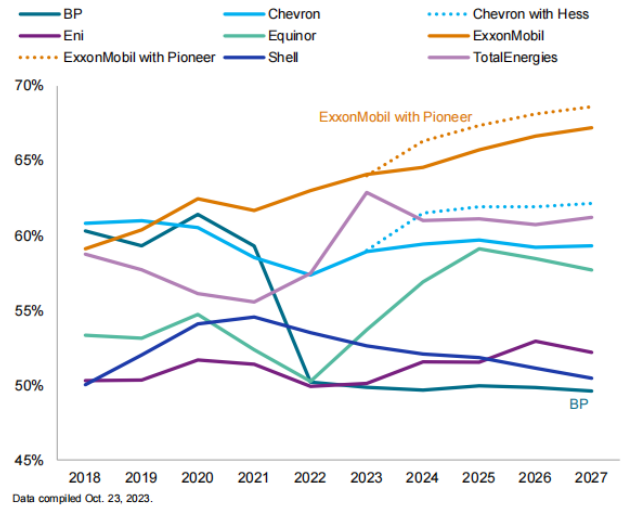
3) 并购下协同效应：油气公司通过并购整合获得优质油气资产、共享优势技术和管理的先进经验提升资本效率、剥离整合优化后的非核心资产，降本增效实现规模经济和协同效应。从埃克森美孚和雪佛龙的并购事件来看，埃克森美孚通过并购先锋自然资源，将大量美国二叠纪盆地油气资源纳入囊中，使自己的储量替换率从近十年的平均值 42% 提升至 170%；雪佛龙意图通过并购赫斯，获得近十年全球最大的油气发现——拉美圭亚那油田 30% 的权益，储量替换率提升至 115%，同时获得圭亚那海外石油勘探项目的 30% 股权和 46.5 万英亩的巴肯页岩油项目。根据标普全球预测，埃克森美孚和雪佛龙在并购后油气产量将大幅提升，远超其余国际综合油气公司。同时埃克森美孚和雪佛龙在分别并购先锋自然资源、赫斯和 PDC 能源后的 1P 储量每桶油当量的重置成本均低于并购前，表明通过并购增加储备具备成本效益。

图12 国际主要综合油公司油气产量预测（百万桶当量/天）



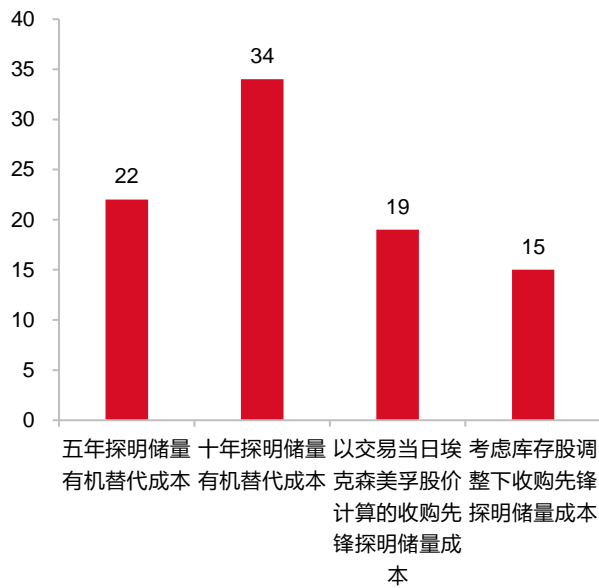
资料来源：标普全球，东海证券研究所

图13 国际主要综合油公司液体产量占总产量比重（%）



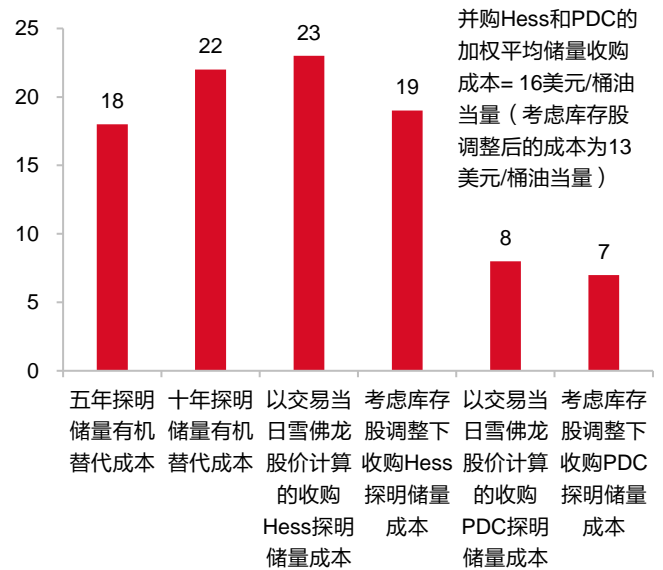
资料来源：标普全球，东海证券研究所

图14 埃克森美孚 1P 储量有机替代成本(美元/桶油当量)



资料来源：标普全球，东海证券研究所，注：五年为 2018-2022 年；十年为 2012-2022 年

图15 雪佛龙 1P 储量有机替代成本（美元/桶油当量）



资料来源：标普全球，东海证券研究所，注：五年为 2018-2022 年；十年为 2012-2022 年

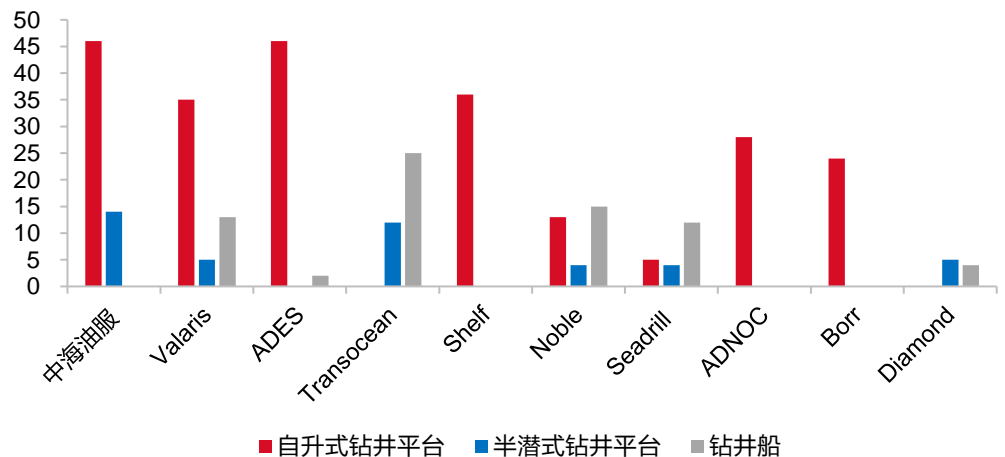
油服公司需积极应对国际油气结构性重塑阶段。1) 随着国际油气行业重新聚焦油气发展、重视国家能源安全以及对前期激进的能源转型战略的调整校正，国际油气业务的上游服务工作量或会出现恢复性增长，油服公司需优化资产组合提升服务能力；2) 国际油气公司逐渐采用并购油气资产替代传统的勘探开发新钻井模式，全球油气行业尤其是美国逐步从以中小增长型导向的采油商为主导的时代过渡到由大型石油公司主导的新纪元，全球油气客户数量将逐步减少，定价权则将更为集中于少数大型国际石油公司手中，对于油田服务商现有利润空间以及竞争格局均构成一定压力。因此国际油气公司并购活动所引发的外溢效应迫使油服公司积极响应行业变化，通过重组、并购以及资产剥离等方式满足油气行业和国际石油公司的业务发展需要。

3.3. 并购市场为油服公司增强本业+多元发展的舞台

3.3.1. 增强本业——Noble 收购 Diamond 事件

Noble 合并后的实体钻井平台数量激增。Noble 和 Diamond 均位于全球十大海上钻井承包商中，其中 Noble 位列第 6 名，Diamond 位列第 10 名。通过此次并购，Noble 获得 4 艘第七代钻井船，并涉足恶劣环境浮动钻井平台领域，并购后合计拥有 41 台钻机（包括 19 艘超深水钻井船、5 座恶劣环境半潜式钻井平台、4 座超深水半潜式钻井平台和 13 座自升式钻井平台），成为全球四大钻井平台承包商、并超过 Valaris 成为半潜钻井平台船队规模仅次于 Transocean 第二大的公司。

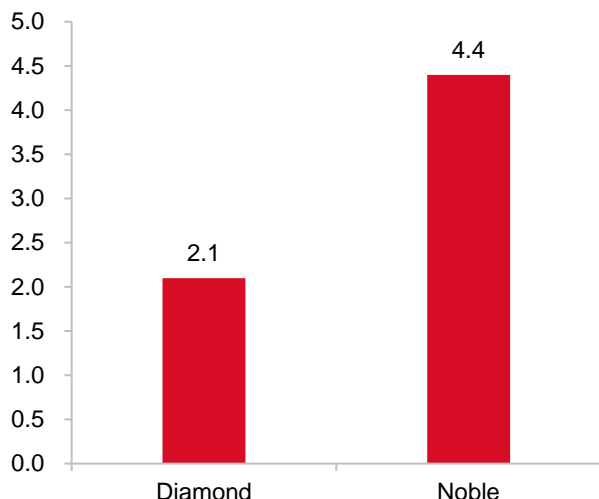
图16 全球十大海上钻井承包商钻井平台数量（座）



资料来源：各公司官网，东海证券研究所，注：中海油服数据截至 2023 年底，其余截至 2024Q1

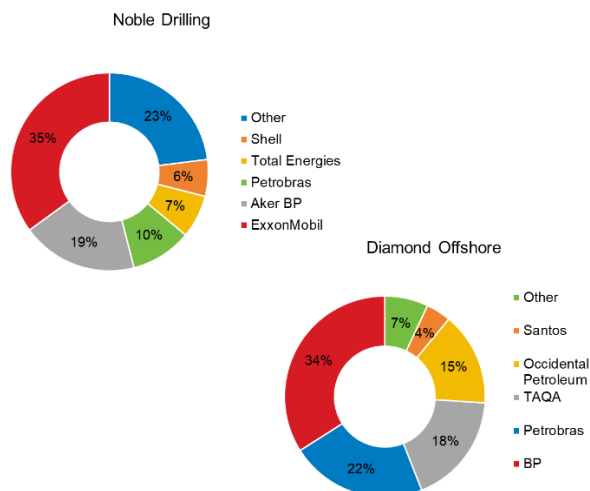
此次收购也增强了 Noble 客户覆盖范围。一方面在 Diamond 价值 21 亿美元的积压订单下，合并主体合计积压订单价值达 65 亿美元，预计会对公司业绩及现金流有即时体现；另一方面，根据 Rystad Energy 数据，Noble 主要客户为埃克森美孚（35%）、Aker BP（19%）和巴西石油公司（10%）；Diamond 主要客户则为 BP（34%）、巴西石油公司（22%）和 TAQA（18%）。Diamond 80% 的在手合同客户并不是 Noble 的客户，因此此次并购扩大了 Noble 对 BP 和西方石油公司等大型公司的覆盖范围，加深了 Noble 与巴西石油公司的长期合作关系，抓住进入英国和澳大利亚市场的机会，也加强了在墨西哥湾的竞争地位。

图17 Noble 和 Diamond 积压订单金额 (十亿美元)



资料来源: 公司官网, 东海证券研究所, 截至 2024.6.10

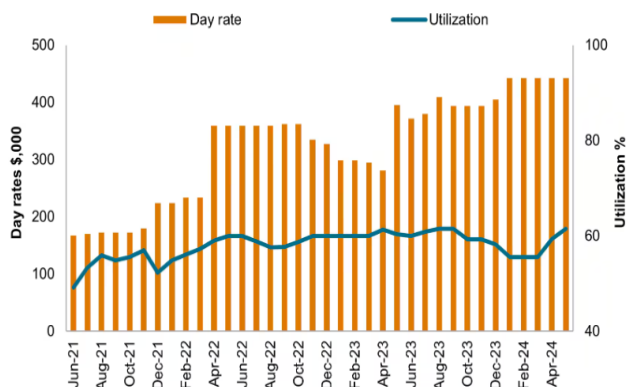
图18 Noble 和 Diamond 积压订单的客户组成



资料来源: Rystad Energy, 东海证券研究所

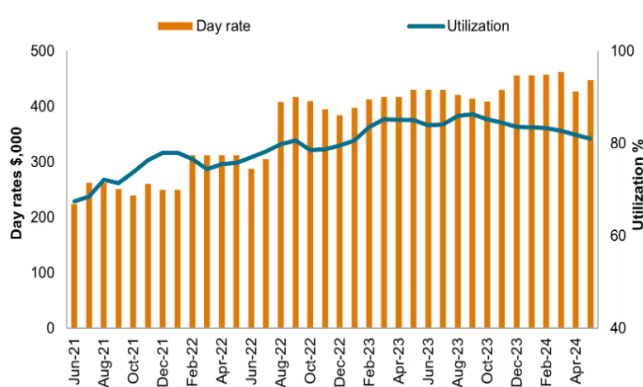
油服公司并购下有望支撑日费率。自 2023 年以来自升式平台及半潜式平台日费率逐步回升, 当前海上钻井活动的增加导致市场对于钻井平台尤其是半潜式钻井平台需求抬升, 而近年来船东新增钻机意愿偏弱, 通过并购进一步将钻井平台集中至少数钻井承包商手中, 同时也加大其余钻井承包商的竞争压力, 促使行业进一步整合集中, 中长期内有望提升钻井承包商的议价权, 支撑钻井平台日费率。

图19 全球半潜式钻井平台 (> 7500ft) 平均日费 (左轴) 及利用率 (右轴)



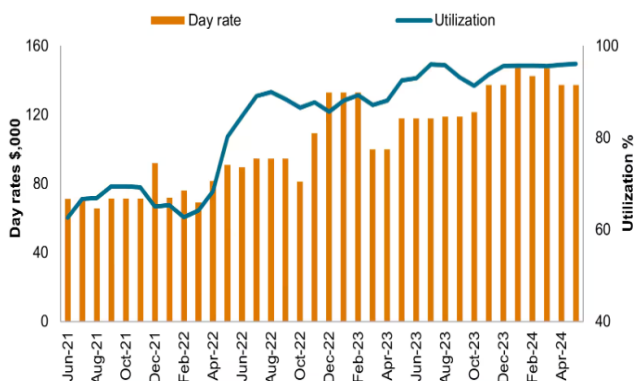
资料来源: S&P Global, 东海证券研究所

图20 全球钻井船 (> 7500ft) 平均日费 (左轴) 及利用率 (右轴)



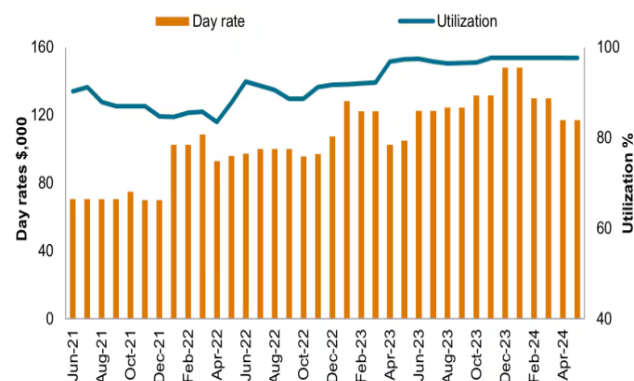
资料来源: S&P Global, 东海证券研究所

图21 南亚自升式钻井平台(361-400IC)平均日费(左轴)及利用率(右轴)



资料来源: S&P Global, 东海证券研究所

图22 中东自升式钻井平台(361-400IC)平均日费(左轴)及利用率(右轴)



资料来源: S&P Global, 东海证券研究所

3.3.2. 多元发展——斯伦贝谢收购 ACC 事件

CCUS 技术是油气行业能源转型的必选项。CCUS (碳捕集、利用与封存)是指将大型发电厂、钢铁厂、化工厂等排放源产生的二氧化碳收集起来,用各种方法储存以避免其排放到大气中,并且加以合理利用的一种技术。它包括二氧化碳捕集、运输、封存和使用,可以使单位发电碳排放减少 85%至 90%。油气公司在 CCUS 的地质评价、捕集、输送、利用和封存等方面具有特殊优势,油气工程技术服务企业可以提供 CCUS 所需的气体分离、地质分析、钻井、监测等方面技术,同时碳捕集技术可以显著提高近枯竭油田的产能,有可能将油田的使用寿命延长几十年。

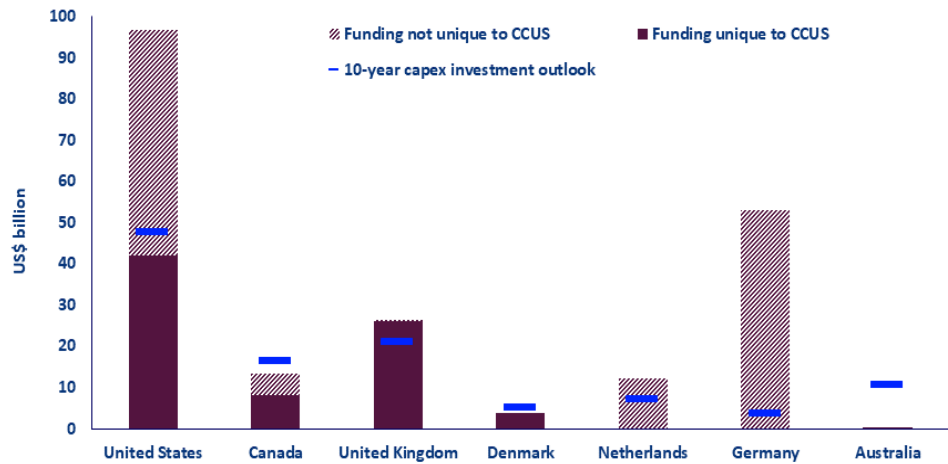
图23 CCUS 技术及碳捕集三种方式



资料来源: CNKI, 东海证券研究所

主要国家政府对 CCUS 的支持达 800 亿美元。在全球积极响应碳中和计划的大背景下，Wood Mackenzie 预测未来十年 CCUS 将为全球带来 1960 亿美元的投资机会，大约 70% 的投资将在北美和欧洲，其中近一半与二氧化碳捕获有关。美国、英国、加拿大、丹麦和澳大利亚在内的参与 CCUS 的主要国家已宣布为该项技术提供专项政府资金累计金额约为 800 亿美元，其中美国（50%）、英国（33%）和加拿大（10%）占比较大，发展势头强劲。

图24 CCUS 主要参与国家的政府资助

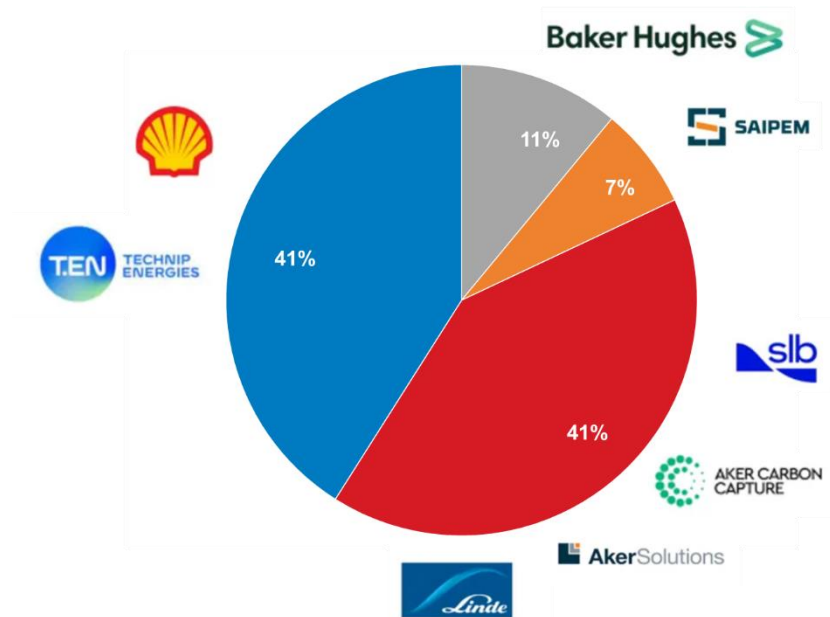


资料来源：Wood Mackenzie，东海证券研究所

国际油服公司积极通过并购合作方式参与 CCUS 市场。随着全球对气候变化和环境保护的关注度不断提高，CCUS 技术作为降低碳排放的重要手段，油服行业也关注到了这一前景广阔的市场。**1) 斯伦贝谢：**斯伦贝谢是重要的 CCUS 技术领导者，已参与全球 120 多个 CCUS 项目并服务于油气行业以外的工业脱碳项目。2022 年 10 月，斯伦贝谢和林德公司就 CCUS 项目达成战略合作，以加快工业和能源部门的脱碳解决方案；2024 年 3 月，斯伦贝谢宣布收购 ACC 80% 的股份，并将自身的碳捕集业务与 Aker 碳捕集公司合并，以支持大规模工业脱碳的加速。据 Rystad Energy 数据，斯伦贝谢及其主要战略合作伙伴在 CCUS 的市场份额占四大油服公司的 41%。**2) 贝克休斯：**2019 年底，贝克休斯正式从 GE 独立出来，并且提出自身的碳减排目标。2020 年 3 月，贝克休斯收购了 3C (Compact Carbon Capture) 公司，进一步扩展和补充了其 CCUS 的相关技术，并将其用于处理化石燃料发电厂、燃气轮机、工业应用和水泥行业的烟气；2021 年 3 月与 SRI International 签订全球独家许可协议，使用 SRI 的创新混合盐工艺 (MSP) 捕获二氧化碳；2023 年 1 月，获得了马来西亚海洋与重型工程的合同，向马来西亚国家石油公司位于沙捞越近海的 Kasawari 海上碳捕获与存储 (CCS) 项目提供二氧化碳压缩设备这一关键技术，该项目预计将成为世界上最大的海上碳捕获与存储设施。

国际油服公司不断地通过并购等方式合作不仅有助于其扩展业务、提升竞争力，也反映了公司顺应全球能源格局变化的战略布局，标志着油服行业正在向整合化、规模化、技术创新、环境可持续、产业升级和多元化的方向发展。

图25 四大油服公司在 CCUS 市场的市场份额和主要战略伙伴



资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

4.投资建议

我们预计 2024 年油价或整体前高后低，预计布伦特在 70-90 美元/桶波动。在油价中枢仍有望保持中高位背景下，一方面，全球上游资本开支不断恢复，尤其是海上油气投资增长强劲，看好未来油服公司工作量及日费率均出现恢复性增长。另一方面，对于油气行业而言，全球油气行业尤其是美国逐步从以中小增长型导向的采油商为主导的时代过渡到由大型石油公司主导的新纪元，对于油田服务商现有利润空间以及竞争格局均构成一定压力；对于油服公司自身而言，在油气价格高企和油气投资持续增加的形势和趋势下，现金流情况出现好转，同时为应对行业变化，油服公司需不断加强主业，并向产业升级和多元化方向发展。因此我们看好油服公司在行业高景气背景下的业绩保障以及市场整合背景迫使下的业绩增量，推荐关注我国海上油服领跑公司：**中海油服、海油工程**等。

5.风险提示

- 1) 油价波动风险：未来原油供需出现变化，或对油价造成波动，从而影响海上油气生产景气度；
- 2) 全球上游勘探开发投资不及预期：当前全球上游资本支出逐步恢复，部分国家仍较为谨慎，若投资不及预期，则会对油服公司工作量造成不利影响；
- 3) 国际市场竞争风险：国际油服公司接连的并购或会使国内油服公司面临强大的竞争压力，若未积极应对或会影响国外业务量。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089