

石油化工

证券研究报告
2019年04月05日

专题：油服行业能否走出价值陷阱？

投资评级

行业评级

上次评级

中性(调低评级)

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

贾广博

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519010002

jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋

联系人

liuzidong@tfzq.com

郑小兵

联系人

zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《石油化工-行业研究简报: 烯烃月报: 烯烃单体价格分化, 上游库存创新高》
2019-03-27

2 《石油化工-行业研究简报: 天然气管道投资空间测算》
2019-03-23

3 《石油化工-行业点评: 中央决定组建国家管网公司 工程和管材需求巨大》
2019-03-19

1. 油服公司创造价值吗？

油服公司曾经创造过价值，但是近 6 年低油价时代以来表现较差。无论从 ROE 还是从股价表现上看均是如此。油公司在低油价时代，尚可以用上下游一体化平滑盈利波动，还可以通过压缩油服开支降低上游成本（近几年油公司桶油成本下降很大程度归功于此）。而油服公司则无处藏身。

2. 价值陷阱原因？

表面原因是油价处在大的下行周期，14 年高点低于 08 年，18 年高点低于 14 年。深层次原因有二：

1) 页岩油革命导致资本开支短期化。2014 到 2018 年，全球油气资本开支下降了 49%，而油气产量增长了 11%。整个产业链花了更少的钱，办了更多的事，这要“归功于”资本开支短期化。油公司重视短期现金流回报，然而从长期损伤了油气储量可采年限。

2) 过度宽松的融资环境。如我们之前很多报告里讨论过，页岩油的自由现金流并没有实质性转正过。过度宽松的融资环境，长期来看会带来供给过剩。在供给过剩的背景下，页岩油的技术进步红利，并没有使股东得到好处，而是通过低油价的形式让利给了消费者。

3. 油服能逆袭吗？

如斯伦贝谢 CEO 所说，页岩油的开发存在跑步机效应。2018 年，页岩油钻井中有 54% 用来抵消老井衰减的影响。到 2021 年，这个比例会上升到 75%。如果没有更多技术进步，很可能在 2020 年以后，原油市场需要更多常规产量增长来补充。

资本开支长期化拐点出现，常规油气投资信心有所恢复。2019 年资本开支增长点已经出现一定积极变化——从投资周期在 1 年之内页岩油气，逐渐转向投资周期在 3 年左右的常规项目，投资热点是 NOC 和海上项目。这一转变并非完全出于油价考虑，也出于对自身资产储量可采年限的考虑。未来油公司的风险偏好有没有可能进一步上升，花更多钱在风险勘探和早期项目上？或许需要油价再上一台阶且维持较长时间，来支撑油公司的信心。

4. 结论：常规油服仍处复苏初期

对于油服行业而言，尤其是非页岩的常规油服，2019 年将是需求恢复的第二年，增速仍然非常温和。只要油价维持 60 美金/桶左右的中枢区间，油公司对于储量寿命的考虑就足以支撑油服需求继续温和复苏。假如油价存在向上弹性，油服需求空间有望快速释放。

风险提示：油价暴跌风险；NOC 和海上投资不及预期的风险

内容目录

1. 油服公司创造价值吗?	3
2. 价值陷阱原因?	3
2.1. 页岩油导致资本开支短期化	4
2.2. 过度宽松的融资环境	4
3. 油服能逆袭吗? ——传统长周期资本开支增长前景	5
3.1. 存在可能性——页岩油的跑步机效应	5
3.2. 油公司会主动增加传统资本开支吗?	6
4. 结论: 上游长周期投资信心修复, 油服处于复苏初期	6

图表目录

图 1: 油服公司跑输标普 500、油公司以及油价	3
图 2: 油服公司历史 ROE (%)	3
图 3: 油公司历史 ROE (%)	3
图 4: 全球油气资本开支趋势: 17、18 年小幅回升	4
图 5: 全球油气资本开支结构: 长周期开支下降, 短周期开支上升	4
图 6: IOC (国际油公司) 储采比: 总体平稳	4
图 7: NOC (国家石油公司) 储采比: 明显下降	4
图 11: 页岩油公司储采比: 明显下降	4
图 9: 页岩油公司自由现金流长期为负	5
图 10: 页岩油债务压力并不大	5
图 11: 页岩油的跑步机效应: 需要多少新井以抵消衰减?	6

1. 油服公司创造价值吗？

答案是：油服公司曾经创造过价值，但是近 6 年低油价时代以来表现较差。

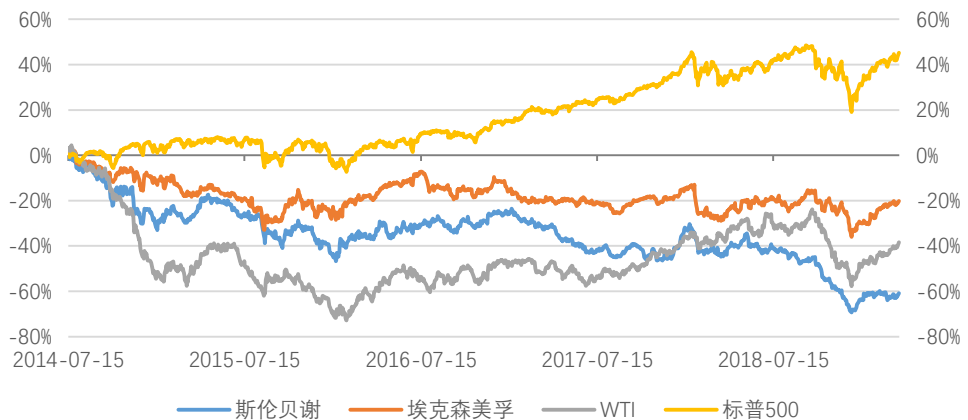
先放在更长的时间维度看。上个世纪 90 年代，标普能源指数跑输标普 500。到了 21 世纪的第一个十年，标普能源指数是跑赢标普 500 的。而 2010 年以来，标普能源指数则是显著跑输的。

2014 年以来，油公司和油服公司显著跑输标普 500。我们拿两个龙头——油公司里的埃克森美孚、油服公司里的斯伦贝谢来看。2014 年中期油价见顶以来，在标普 500 涨了 40% 的背景下，埃克森美孚、斯伦贝谢分别跌了 20%、60%，斯伦贝谢竟然还跑输了油价。

其他油服公司的表现也并不好于斯伦贝谢。哈里伯顿、国民油井、Technip、Fluor 近六年跌幅都在 40-60%不等，而重资产的 Transocean、Nabors 跌幅竟达 80%左右。

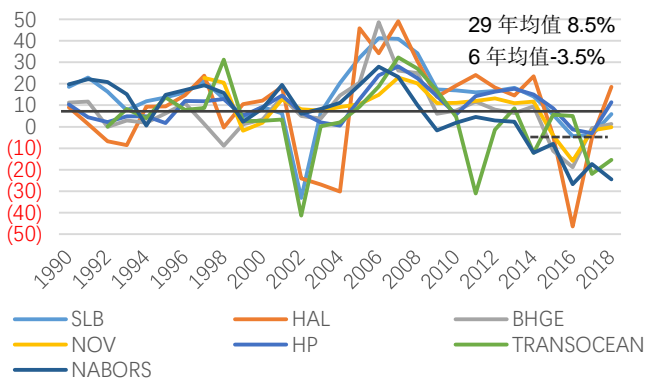
从 ROE 看，从上世纪 90 年代以来，油公司平均 ROE 有 15.5%，而油服公司只有 8.5%。近六年进入低油价时代以来，油服公司平均 ROE 是 -3.5%。油公司在低油价时代，尚可以用上下游一体化平滑盈利波动，还可以通过压缩油服开支降低上游成本（近几年油公司桶油成本下降很大程度归功于此）。而油服公司则无处藏身。

图 1：油服公司跑输标普 500、油公司以及油价



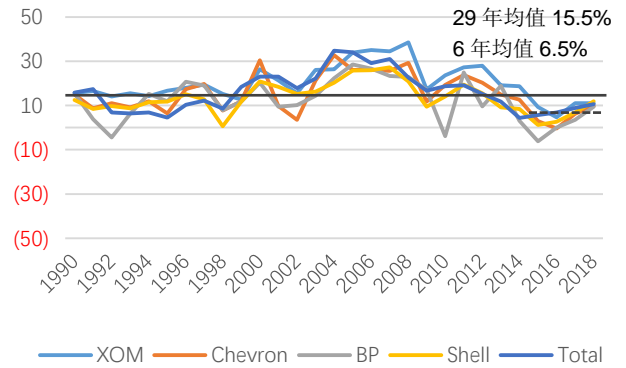
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：油服公司历史 ROE (%)



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 3：油公司历史 ROE (%)



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

2. 价值陷阱原因？

油服公司、乃至油公司，过去 6 年股价和盈利表现不尽如人意。表面原因是油价处在大的

下行周期，14 年高点低于 08 年，18 年高点低于 14 年。

深层次原因有二：页岩油技术进步、过度宽松的融资环境。

2.1. 页岩油导致资本开支短期化

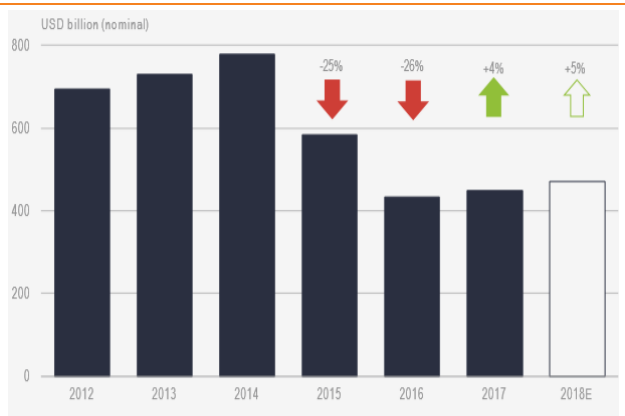
页岩油革命导致原油边际成本下降，油价中枢下移后，传统资源投资不足。

油公司的投资结构，越来越倾向于短期化，尤其是投资现金流回收快的页岩油。即使是常规油气项目，也倾向于做 brownfield 而非 greenfield 投资。海上尤其是深水项目，在过去两年几乎被抛弃。

2019 年，全球原油资本开支将继续小幅增长 5%，增速基本持平。与 2018 年页岩油支撑开支增长不同，2019 年常规油气资本开支支撑了增长，主要来自中东天然气和南美海上项目。国际石油公司（IOC）也计划增加资本开支，更多比例投向短周期的项目，包括页岩。比如，埃克森美孚和雪佛龙都把 Permian 放在重要位置上。对于常规项目，IOC 也更偏好迅速产生现金流的项目。

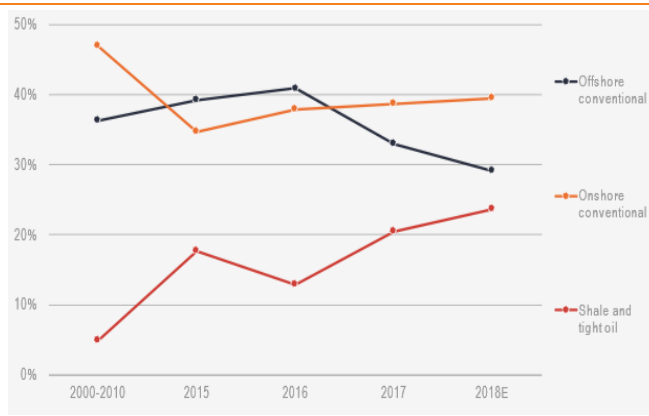
2014 到 2018 年，全球油气资本开支下降了 49%，而油气产量增长了 11%。2019 年全球油气资本开支预计接近 5000 亿美金，比 2014 年的历史高峰低了 3000 亿美金。整个产业链花了更少的钱，办了更多的事，这要“归功”于资本开支短期化。油公司重视短期现金流回报，然而从长期损伤了油气储量可采年限。

图 4：全球油气资本开支趋势：17、18 年小幅回升



资料来源：IEA，天风证券研究所

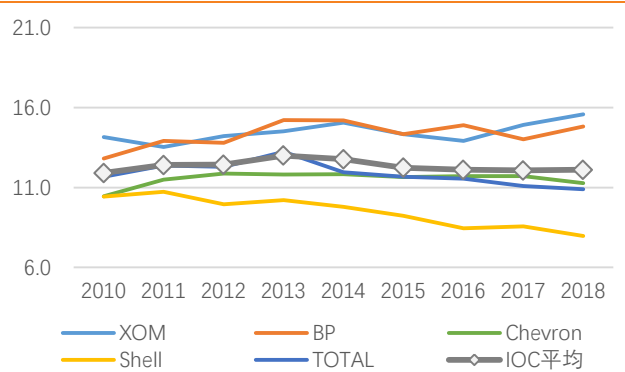
图 5：全球油气资本开支结构：长周期开支下降，短周期开支上升



资料来源：IEA，天风证券研究所

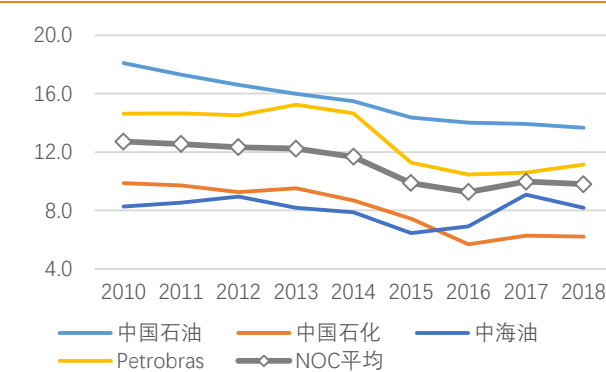
储量可采年限（储采比）整体下降。IOC 情况尚可，储量寿命从 2013 年下台阶之后基本维持平稳。NOC 和页岩油公司的储量寿命过去几年都有比较明显的下降。

图 6：IOC（国际油公司）储采比：总体平稳



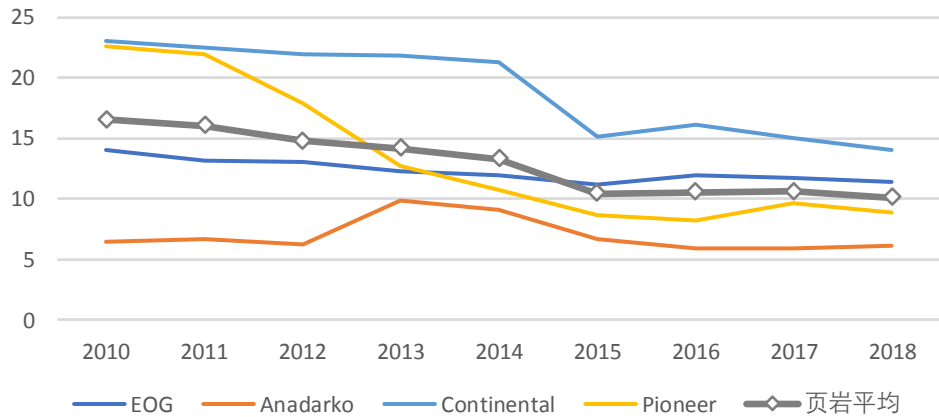
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：NOC（国家石油公司）储采比：明显下降



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：页岩油公司储采比：明显下降



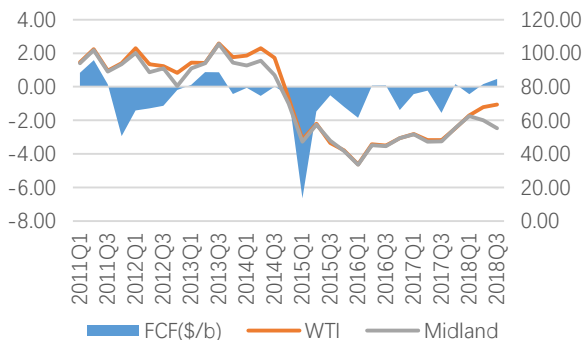
资料来源: EIA, 天风证券研究所 2019年4月以后为预测

过度宽松的融资环境

美国 10 年期国债收益率仍然处在 80 年代以来的接近最低位,且在可预见的未来也不会明显紧缩。美国能源垃圾债收益率在 2016 年一度达到过 18%。此后随着油价回升,以及页岩油成本下降,能源高息债利率下降到仅 4%左右。2018Q4 以来,虽然油价下台阶,但是货币环境整体趋于宽松,高息债利率大概率不会飙升。页岩油公司可能仍能获得相对便宜的融资。

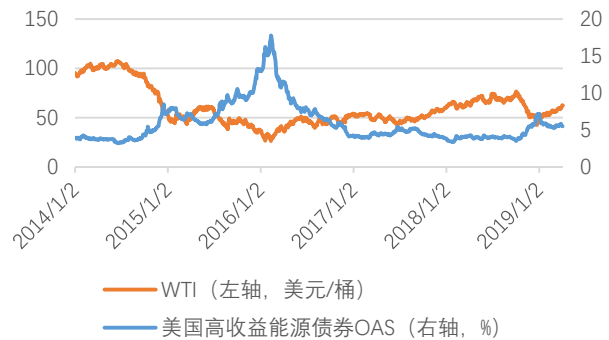
如我们之前很多报告里讨论过,页岩油的自由现金流并没有实质性转正过。过度宽松的融资环境,长期来看会带来供给过剩。在供给过剩的背景下,页岩油的技术进步红利,并没有使股东得到好处,而是通过低油价的形式让利给了消费者。

图 9: 页岩油公司自由现金流长期为负



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

图 10: 页岩油债务压力并不大



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

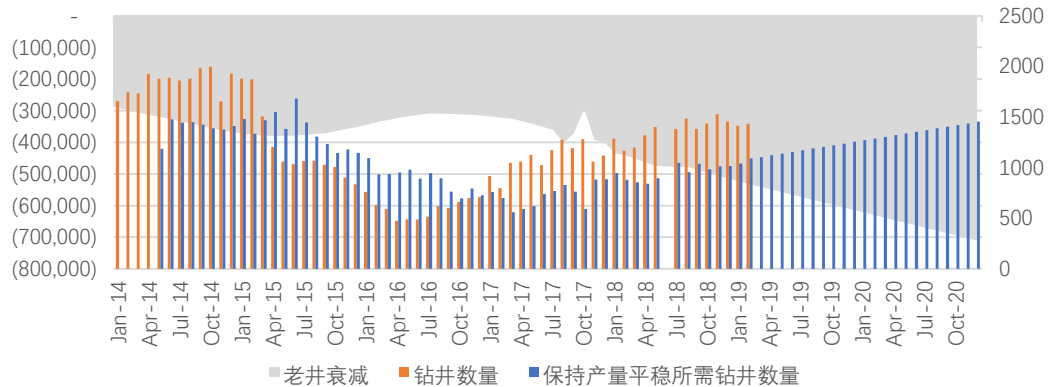
3. 油服能逆袭吗? ——传统长周期资本开支增长前景

3.1. 存在可能性——页岩油的跑步机效应

如斯伦贝谢 CEO 所说,页岩油的开发存在跑步机效应。2018 年,页岩油钻井中有 54%用来抵消老井衰减的影响。到 2021 年,这个比例会上升到 75%。除此之外,母子井的影响、甜点区域的消耗、以及水平段长度和压裂砂使用量逐渐到了瓶颈,单井产量也面临挑战。

因此,未来页岩油产量增速将会放缓,因为 DUC 的存在,大概率不会断崖。但如果没有更多技术进步,很可能在 2020 年以后,原油市场需要更多常规产量增长来补充。

图 11：页岩油的跑步机效应：需要多少新井以抵消衰减？



资料来源：EIA，天风证券研究所 2019 年 4 月以后为预测

3.2. 油公司会主动增加传统资本开支吗？

2019 年全球油气资本开支有两个亮点：一是 NOC，二是海上。

NOC：中国石油、中国石化 2019 年勘探开发分别计划增加资本开支 16%、41% 左右。中国不是个例。巴西国家石油公司计划 19-23 年均 138 亿美金资本开支，比 2018 年的 115 亿增幅 20%。墨西哥国际石油公司计划 2019 年资本开支增加 41%。NOC 资本开支普遍增加的现象，可以理解为前期资本开支不足带来储量下降，之后的自我调整。

海上：2017 年以来海上项目获批量出现增长趋势，但出现两大特征——低成本和短期化。中海油上游成本从 2014 年的 48 美金/桶下降到 2018 年约 30 美金/桶，资本开支连续低于年初规划，也与压缩单位资本开支、压油服价格有关。中海油的海上项目趋势同样也非孤例。BP 在墨西哥湾的项目，和 Equinor 在巴伦支海项目，资本开支都比此前计划砍半了。壳牌在墨西哥的 Vito 油田项目，资本开支比预计降了 70%，盈亏平衡点降到了 35 美金/桶，而且建设期短至 3 年。

4. 结论：上游长周期投资信心修复，油服处于复苏初期

尽管油公司仍然偏好短期资本开支。但 2019 年资本开支增长点已经出现一定积极变化——从投资周期在 1 年之内页岩油气，逐渐转向投资周期在 3 年左右的常规项目。这一转变并非完全出于油价考虑，也出于对自身资产储量寿命的考虑。未来油公司的风险偏好有没有可能进一步上升，花更多钱在风险勘探和早期项目上？或许需要油价再上一台阶且维持较长时间，来支撑油公司的投资信心。

对于油服行业而言，尤其是非页岩的常规油服，2018 年是需求增长的第一年，2019 年是第二年，增速非常温和。只要油价维持 60 美金/桶左右的中枢区间，油公司对于储量寿命的考虑就足以支撑油服需求继续温和复苏。假如油价存在向上弹性，油服需求空间有望快速释放。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com