

# 油气开采

证券研究报告  
2023 年 05 月 01 日

## 页岩油资本开支保持纪律，石油行业不再“内卷”

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

### 2023 页岩油资本开支仍旧保持刚性

据统计 13 家页岩油公司对于 2023 年油气资本开支指引仍保持审慎态度，资本开支预计同比+27%，较 2022 年增速放缓。

### 现金流分配策略：债务减轻，或进一步提高分红回购比例

2023 年，随着债务压力缓解，页岩油公司更多的现金流或通过分红与回购方式流向股东，还债的优先级靠后，再投资比例或进一步下降。

### 通胀挤占有效资本开支

考虑通胀、原材料及油服成本上涨等因素，我们预计有效的资本开支可能达不到该增速，如果按照 10%的通胀因素，有效的资本开支增长将仅 17%左右。

### 美国页岩油产量实际增速有限

2023 年页岩油公司产量规划增速下滑。在长期投资不足情况下，公司层面可能会有更多页岩油并购交易，但对于整个原油的供给或没有太大的贡献。

### 石油行业停止“内卷”，油价中枢长期或回到 80 美金左右

石油行业在 2021 年 ESG 约束提升之后，迎来了竞争格局改善。我们认为，新的油价中枢有望回升到 80 美金/桶左右。

**油公司估值修复**，从财务指标上来自两个方面：1) 油价中枢抬升带来的利润和经营现金流增加；2) 分红回购比例提升带来的股东回报大幅提升。

**风险提示**：全球经济衰退，原油需求不及预期的风险；欧美对俄能源制裁放松，原油供给大幅增加的风险。

### 行业走势图



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《石油石化-行业专题研究:三桶油国际对标,如何提估值?》 2023-04-12
- 2 《石油石化-行业专题研究:“石油人民币”时代,有哪些投资主线?》 2023-04-01
- 3 《石油石化-行业专题研究:能源央企估值修复逻辑》 2023-03-07

## 内容目录

1. 油价维持高位，2023 页岩油资本开支仍显刚性.....	3
2. 现金流分配策略：债务减轻，或进一步提高分红回购比例.....	3
3. 通胀挤占有效资本开支.....	5
4. 美国页岩油产量实际增速有限.....	5
5. 石油行业停止“内卷”，油价中枢长期或回到 80 美金左右.....	7
6. 风险因素.....	7

## 图表目录

图 1：历年前五大页岩油公司现金流分配.....	3
图 2：2022 年前五大页岩油公司经营现金流分配.....	3
图 3：前五大页岩油公司再投资比例（CAPEX/经营现金流）.....	4
图 4：前五大页岩油公司资产负债率（%）.....	4
图 5：2022 年西方石油现金流分配优先事项.....	4
图 6：2023 年西方石油现金流分配优先事项.....	4
图 7：西方石油资本开支增加考虑通胀影响.....	5
图 8：美国油气行业岗位数量.....	6
图 9：达拉斯联储能源调查：商业活动指数.....	6
图 10：新钻井单井产量（桶/井）.....	7
图 11：前五大页岩油公司季度产量（Mboed）.....	7
图 12：页岩油公司经营模型改善，带来的油公司估值修复逻辑.....	7
表 1：页岩油公司资本开支数据及 2023 年指引（单位：百万美元）.....	3
表 2：页岩油公司产量数据及 2023 年指引（单位：百万桶油当量）.....	6

## 1. 油价维持高位，2023 页岩油资本开支仍显刚性

2023 页岩油资本开支增速走缓。大页岩油公司 CAPEX 增速略有放缓，小页岩油公司 CAPEX 增速明显降低。

2022 年，油价高位震荡的格局下，据统计十三家页岩油公司的全年资本开支实际增速为 48%，高于年初对于全年的资本开支规划增速 34%。2023 年，各公司对于油气资本开支指引仍然保持审慎的态度，资本开支规划增速下降至 27%。

其中前五大页岩油企业除了 EOG 能源、Diamondback 的 CAPEX 增速略微提高外，其余三家增速保持平稳甚至有明显放缓。比较有意思的是小页岩油公司 2023 年资本开支增速大幅放缓，远不及 2022 年，可能是 2022 年现金流用于收购资产，因此 2023 年表现较为乏力。

表 1：页岩油公司资本开支数据及 2023 年指引（单位：百万美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2021+	2022+	2023+
EOG Resources	5809	5972	3318	3900	4607	5800~6200	18%	18%	26%~35%
Occidental Petroleum	8892	8914	2054	2900	4497	5400~6200	41%	55%	20%~38%
Pioneer Natural Resources	6086	4857	2234	3070	3819	4600~4950	37%	24%	20%~30%
Diamondback Energy	3583	3427	1804	1520	1940	2500~2700	-16%	28%	29%~39%
Marathon Oil	2125	2561	1119	1000	1480	1900~2000	-11%	48%	28%~35%
Bonanza Creek Energy	1581	1155	329	410	914.1	725~825	25%	123%	21%~-10%
Callon Petroleum	1441	1048	503	344	998	1000	-32%	190%	0
Whiting Petroleum	836	800	263	240	720.7	825~865	-9%	200%	14%~20%
Talos Energy	309	502	421	355	455.5	650~675	-16%	28%	43%~48%
Earthstone Energy	154	211	68	85	530.6	725~775	25%	524%	37%~46%
Centennial Resource Dev.	944	887	302	322	779.4	1250~1450	6%	142%	60%~86%
Magnolia Oil & Gas	183	441	188	275	459.8	490~520	46%	67%	7%~13%
Denbury Inc.	339	262	116	160	429	510	38%	168%	19%
<b>Total</b>	<b>32,282</b>	<b>31,037</b>	<b>12,719</b>	<b>14,529</b>	<b>21,630</b>		<b>15%</b>	<b>48%</b>	<b>27%</b>

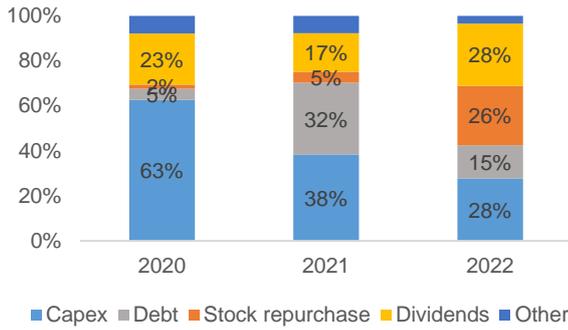
资料来源：bloomberg, Oil-Weighted E&Ps' 2021 Capex, Nick Cacchione, Oil & Gas Financial Analytics, LLC, 各公司公告, 天风证券研究所（注：2022 年 9 月 1 日 CDEV 与 Colgate 合并成立 Permian Resources）

## 2. 现金流分配策略：债务减轻，或进一步提高分红回购比例

受益于油价高位，页岩油公司获得优秀的现金流回报。前五大页岩油公司 2022 年现金流分配策略为重点优先还债，大力通过分红回购方式回报股东。2022 年回购与分红占经营现金流占比分别达到 26%、28%，显著高于 2021 年的占比（5%、17%）；CAPEX 占比持续下滑，2022 年占比约 28%（2021 年为 38%）。

图 1：历年前五大页岩油公司现金流分配

图 2：2022 年前五大页岩油公司经营现金流分配



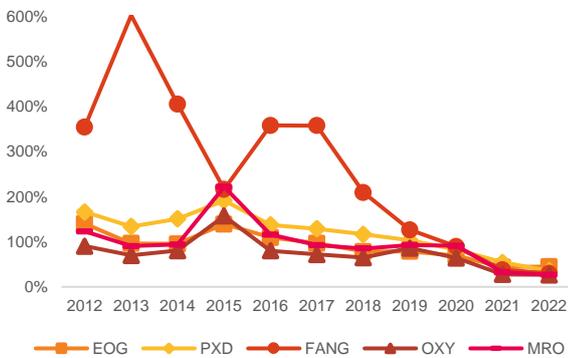
资料来源：RBN，天风证券研究所



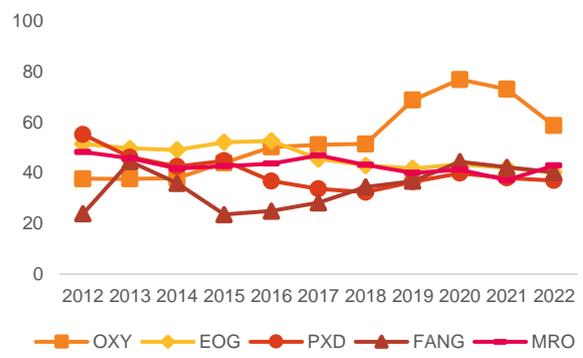
资料来源：RBN，天风证券研究所

图 3：前五大页岩油公司再投资比例（CAPEX/经营现金流）

图 4：前五大页岩油公司资产负债率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计这一现金流分配策略或持续，而且预计债务压力的缓解，更多的现金流分配或通过分红与回购的方式流向股东，现金流用于还债的优先级靠后，再投资比例或进一步下降。

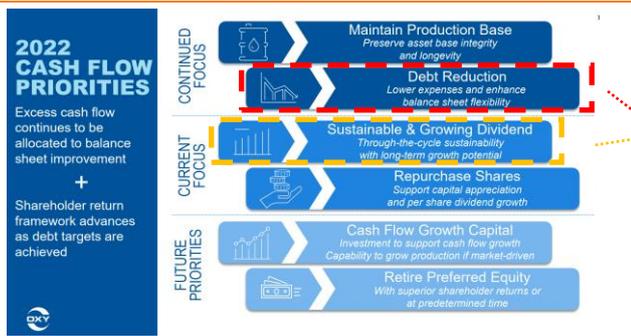
EOG 公司在 2023 年初宣布：仍然延续之前的现金流分配策略，优先用于稳定的分红增长，每年保证至少 60%自由现金流返还给股东，其次再是资产负债表的优化；Diamondback 预计 2023 年 75%的自由现金流返回给股东，继续通过分红、回购方式回报股东。先锋能源 2022 年预计 >95%的自由现金流通过分红和回购方式返回给股东，其中每股股息 26 美金，回购 16.5 亿美金；预计 2023 年继续维持该策略。

马拉松石油 2023 年预算优先考虑自由现金流向股东，延续股东回报优先的现金流分配策略。2022 年已将 55% 的经营现金流返还给股东，大大超过 40% 的承诺。股东总分配额达 30 亿美元，分红收益率为 17%。2023 年保证至少 40%的经营现金流回报给股东。

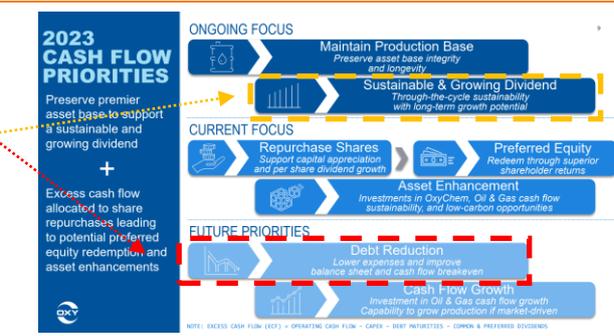
**西方石油债务减轻，重拾“高分红”标签。**2019 年收购阿纳达科、大幅举债之前，西方石油在五大页岩油公司当中分红最多；收购事件导致公司资产负债率高达 79%，因此过去几年公司重点还债，2022 年公司现金流优先用于还债，还债 >105 亿美金，每年减少利息费用 >4 亿美金，资产负债率降低到 59%，负债压力明显减缓。因此 2023 年公司现金流分配优先级排序中，在保障稳产的前提下，重点是“提高分红”；同时当下专注股票回购，“还债”优先级靠后。

图 5：2022 年西方石油现金流分配优先事项

图 6：2023 年西方石油现金流分配优先事项



资料来源：西方石油 2022 年一季度业绩报告，天风证券研究所



资料来源：西方石油 2022 年四季度业绩报告，天风证券研究所

### 3. 通胀挤占有效资本开支

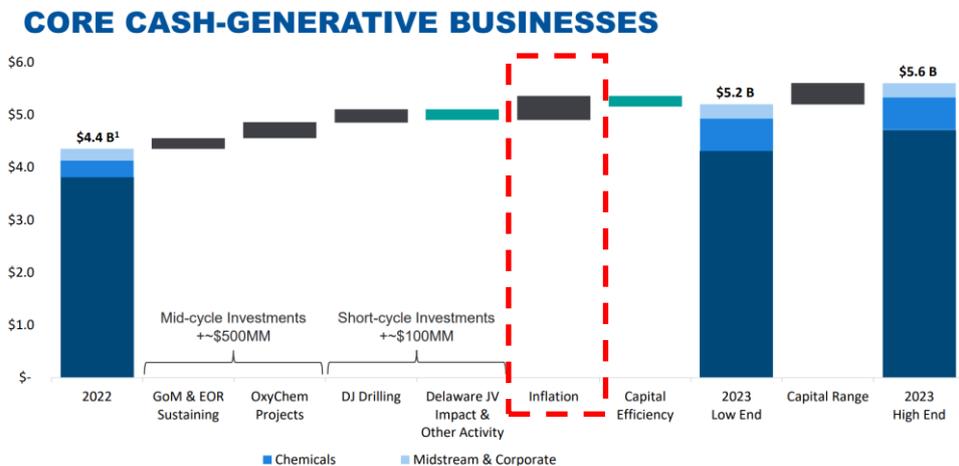
虽统计的 13 家页岩油公司 2023 年资本开支增速+27%，但考虑通胀、原材料以及油服成本上涨等因素，我们预计实际有效的资本开支可能达不到该增速，实际工作量可能远达不到预期水平。

西方石油在 2022Q4 电话会议说到预计 2023 年通胀将继续成为页岩油行业面临的挑战，同时注意到 2023 年资本开支上涨约 10 亿美金（区间为 8-12 亿美金），而其中考虑覆盖通胀带来的资本支出上行就有 4.7 亿美金，占比约 47%。

EOG 表示，2023 年管材成本、钻井平台和压裂船队的日费率同比增长也是成本增加的主要因素，今年公司将通胀考虑在内，预计成本或增加 10%。PXD 也在资本开支预算中考虑了 10%的通胀压力。

如果按照 10%的通胀因素，实际有效的资本开支增长将只有 17%左右。

图 7：西方石油资本开支增加考虑通胀影响



资料来源：西方石油公告，天风证券研究所

### 4. 美国页岩油产量实际增速有限

通过十三家页岩油公司指引数据统计，2022 年产量同比增长 11%，2023 年预计同比+6%，增速明显下滑。可能原因为：前五大页岩油公司大多提出以稳产为目的投入资本开支，资本开支增速出现明显下滑。据达拉斯联储报告显示：2022 年天然气价格的突然下跌显著改变页岩油公司 2023 年的经营重心，策略从产量增长转向保持利润率。

同样我们看到，2022 年小页岩油公司的产量增长非常积极，然而 2023 年其产量规划增速大打折扣。比如 Earthstone Energy 2022 年实际产量增速同比+239%，2023 年规划增速同比仅 23%~33%，几乎为 2022 年的 1/10；Whiting Petroleum 2022 年产量同比+98%，2023 年产量规划同比-2%~2%，可见小页岩油公司增产开始乏力，我们认为主要是 2022 年小页岩油公司的产量增长或更多来自于收购并购直接注入的产量增长，比如 Earthstone Energy

2022 年完成三大重大资产收购，总计超过 20 亿美金，三个资产均注入公司，使得公司 Q4 产量增幅近 250%。2023 年马拉松石油公司是五家油公司中产量增长幅度最大的一家（12%~18%），这主要也是由 2022 年底收购的 Ensign 所贡献。

在长期投资不足的情况下，在公司层面可能会有更多的页岩油并购交易，但这些收购带来的产量注入增长，对于整个原油的供给增量可能没有太大的贡献，这可能也是为什么我们统计的 13 家页岩油公司去年产量同比+11%，而实际美国原油产量增速近 5.6%的原因，因此根据统计的 2023 年产量增速规划 6%，我们预计真实的产量增速可能明显不及这一数字。

表 2：页岩油公司产量数据及 2023 年指引（单位：百万桶油当量）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2021+	2022+	2023+
Occidental Petroleum	483	521	484	431	426	419.8~438	-13%	-1%	-1%~3%
EOG Resources	265	301	286	299	332	344.6~375.1	4%	11%	4%~13%
Pioneer Natural Resources	172	193	193	198	237	244.6~255.5	17%	20%	3%~8%
Diamondback Energy	132	135	140	163	141	157~160.6	-5%	-14%	11%~14%
Marathon Oil	153	151	140	124	125	140.5~147.8	-10%	1%	12%~18%
Whiting Petroleum	47	46	36	31	62	60.4~62.8	-9%	98%	-2%~2%
Bonanza Creek Energy	44	54	53	46	62	58.4~62.1	-26%	36%	-6%~0%
Callon Petroleum	34	40	37	33	38	38~39.1	-15%	15%	0%~3%
Magnolia Oil & Gas	18	24	23	24	28	30.25	5%	14%	10%
Earthstone Energy	4	5	6	8	29	35~38	55%	239%	23%~33%
Centennial Resource Dev.	22	28	25	22	58	59.1	-12%	166%	2%
Talos Energy	17	19	20	24	22	26.3~27.7	19%	-9%	21%~28%
Denbury Inc.	22	21	19	18	17	16.8~17.9	-3%	-6%	-2%~5%
<b>Total</b>	<b>1412</b>	<b>1537</b>	<b>1460</b>	<b>1420</b>	<b>1575</b>		<b>-4%</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>

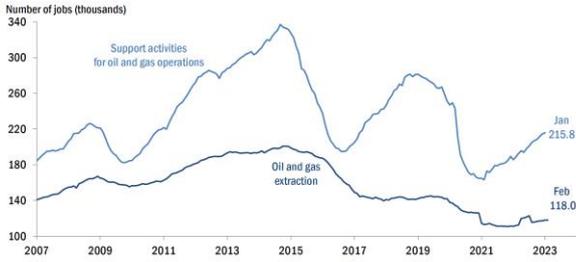
资料来源：bloomberg, Oil-Weighted E&P's 2021 Capex, Nick Cacchione, Oil & Gas Financial Analytics, LLC, 各公司公告, 天风证券研究所

Dallas 联储能源报告，据 E&P 公司的高管表示油气产量的增长速度低于 2022Q4。我们分析 2023 年美国页岩油产量增长持续受限的原因：

- 1) **资本开支保持刚性乃长期矛盾。**尽管油价中枢已抬升至 80 美金左右，美国页岩油公司资本开支仍旧保持刚性，并且再投资比例保持低位，重点将现金流回报股东。
- 2) **劳动力不足。**截止 2023.2 月油气行业的岗位数量仍不及 2007 年的水平，处于历史低位，油气行业的周期性以及当下人们追捧新能源行业，都使工人难以留在这一行业，也使新人难以进入。同时 EOG 表示二叠纪盆地或看到更多的服务劳动力紧张。
- 3) **通胀压力持续影响。**几家主流页岩油公司都表示，预计 2023 年通胀将继续成为页岩油行业面临的挑战。
- 4) **页岩油资源衰减的可能性。**我们注意到七大页岩油产区的新井单井产量均已出现下滑。此外据康菲 CEO Ryan Lance 和其他页岩油老板最近几个月曾表示，二叠纪最适合钻探的土地到 2020 年底可能已经耗尽。

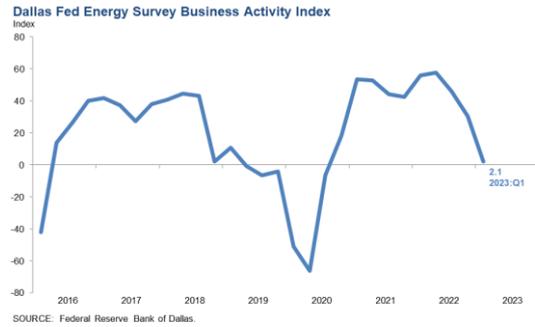
图 8：美国油气行业岗位数量

图 9：达拉斯联储能源调查：商业活动指数



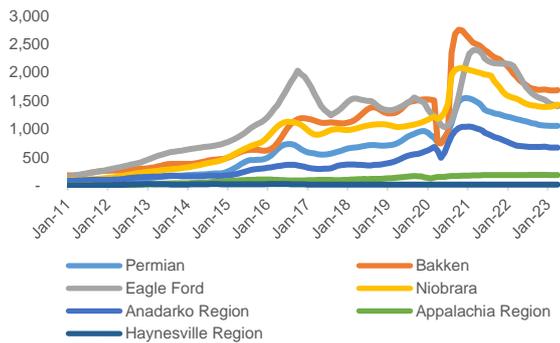
资料来源：达拉斯联储，天风证券研究所

图 10：新钻井单井产量（桶/井）

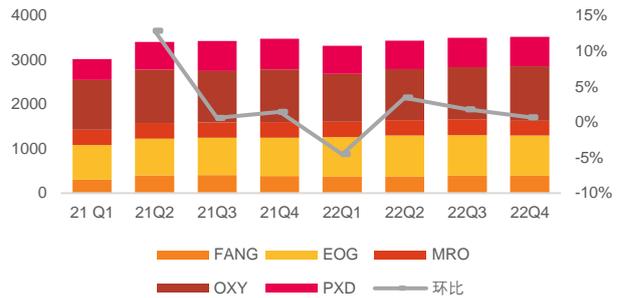


资料来源：达拉斯联储，天风证券研究所

图 11：前五大页岩油公司季度产量（Mboed）



资料来源：EIA，天风证券研究所



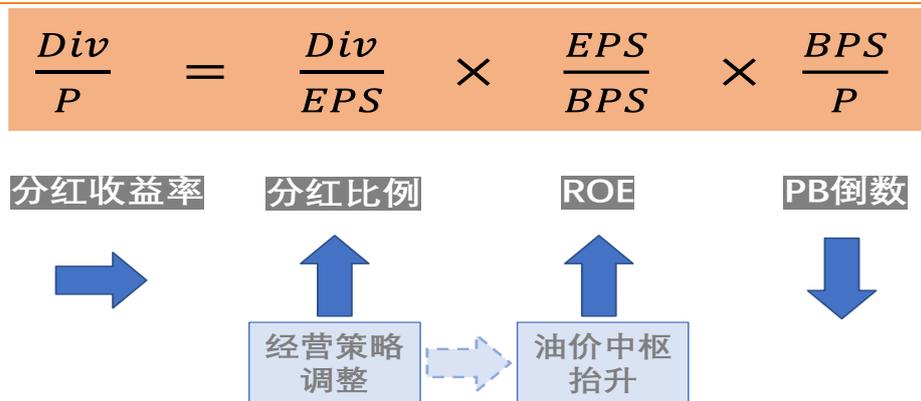
资料来源：各公司业绩报告，天风证券研究所

## 5. 石油行业停止“内卷”，油价中枢长期或回到 80 美金左右

石油行业在 2021 年 ESG 约束提升之后，迎来了竞争格局改善。当页岩油的产量增长不再能够覆盖全球的需求增加，且页岩油的供给弹性大幅削弱，石油市场的供给边际再度回到了 OPEC，那么定价权也再度回到了 OPEC 手中。我们认为，新的油价中枢有望回升到 80 美金/桶左右。

油公司估值修复，从财务指标上来自两个方面：1) 油价中枢抬升带来的利润和经营现金流增加；2) 分红回购比例提升带来的股东回报大幅提升。

图 12：页岩油公司经营模型改善，带来的油公司估值修复逻辑



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 风险因素

- 1) 全球经济衰退，原油需求不及预期的风险；
- 2) 欧美对俄能源制裁放松，原油供给大幅增加的风险。

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com