

警惕页岩油气资本开支陷阱!

相关报告

- 1.《星眼：美国禁买俄油影响多大？-美国制裁俄罗斯油气点评》，2022.3.9
- 2.《卫星视角：美国对欧 LNG 出口暴增！-能源周报》，2022.2.28
- 3.《卫星视角：主要能源供需持续紧平衡！-能源周报》，2022.1.24
- 4.《浙石化二期全面投产，业绩增长将大超预期！-行业点评》，2022.1.13
- 5.《石化大转型中的重大投资机会！-石化年度策略报告》，2022.1.2

摘要

- 我们发现市场对于油气资本开支存在巨大的认知偏差，而页岩油气由于其快节奏投产的特点，长期以来受到极高的关注，目前几乎全市场都认为只要页岩油气公司增加资本开支，就能够看到产量的大幅快速增加，我们认为这个观点存在根本性的认知偏差，因为市场没有认识到当前页岩油气核心产区二叠纪盆地（自 2014 年以来，该产区产量增量在页岩油产量增量占比达 70-90%）正在面临新投产油气井的油气产量（代表新井综合资源品位）的大幅下滑，且下滑幅度同资本开支增加幅度接近，预示着页岩油气潜在增量可能出现严重低于预期的局面。
- 我们目前统计了 38 家页岩油气公司最新的资本开支指引，数据显示 2022 年总体资本开支相比 2021 年有约 25%左右的提升比例，但是同过去 2011-2014 年的高油价环境下平均 2782 亿美元/年的投资相比，存在约 47%的差距。我们需要特别提到的是，相比 2021 年每台原油钻机平均新打井产量约 1500 桶/日和天然气钻机平均新打井产量约 3300 千立方英尺/天的高生产效率时段，美国页岩油气核心产区二叠纪盆地当前的平均新打井产量下滑了约 23%（油）和约 30%（天然气）。
- 我们认为美国页岩油气新投产井的油气产量下滑主要来自于新井的综合资源品位的下滑，背后反映的是疫情过后页岩油气公司为了避免破产从而快速回收现金流过程中对品位最优区块（sweet spot, 甜点）的快速消耗，随着高品位资产的消耗，越往后期其新打井的品位持续走低是难以避免的，这将大概率导致新增资本开支需要首先对冲资产品位下滑带来的影响，在资本开支增幅显著大于品位下滑幅度之前，页岩油气潜在增量可能持续低于预期。

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenlvlu@gjzq.com.cn

风险提示

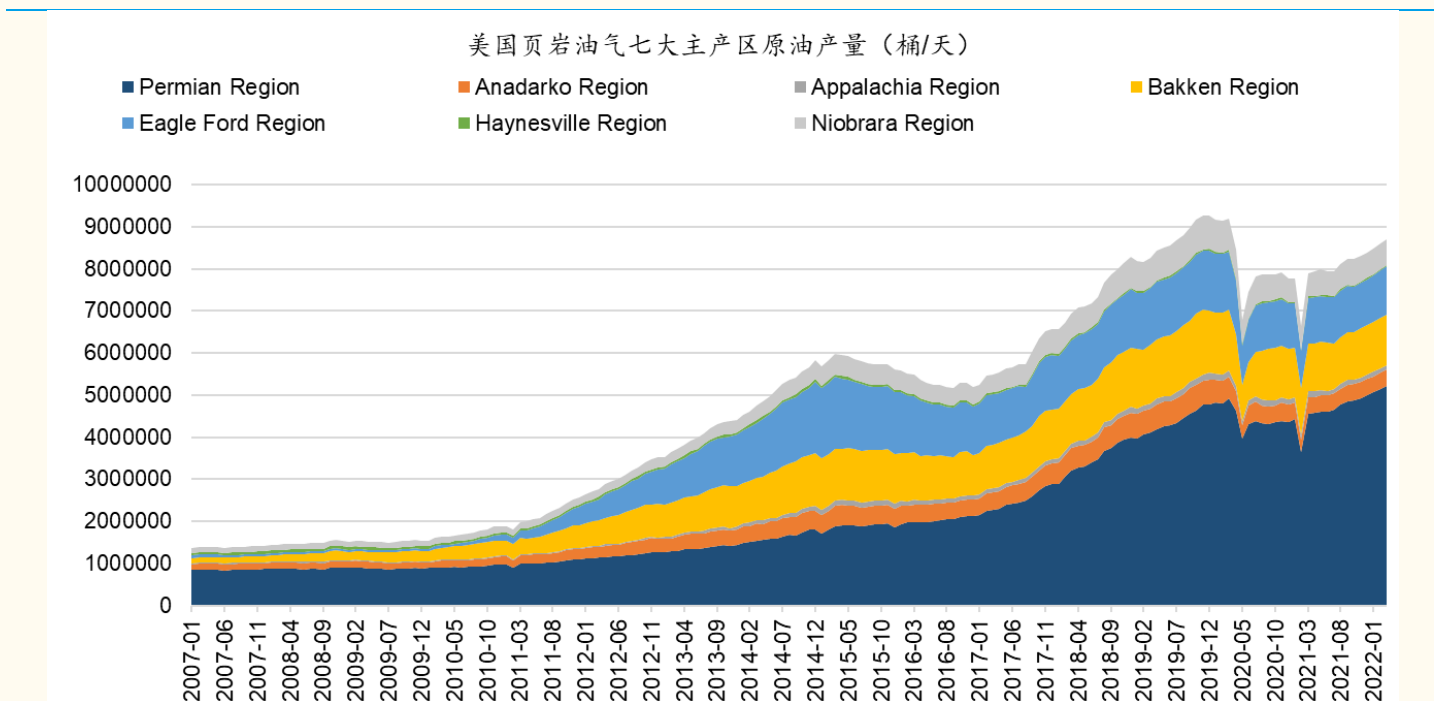
俄乌冲突升级持续扰乱全球原油市场；原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划；

1、油气资本开支或冲抵资产品位下滑，潜在增量可能持续低于预期

我们目前统计了 38 家页岩油气公司最新的资本开支指引，数据显示 2022 年总体资本开支相比 2021 年有约 25% 左右的提升比例，但是同过去 2011-2014 年的高油价环境下平均 2782 亿美元/年的投资相比，存在约 46.77% 的差距。我们需要特别提到的是，相比 2021 年每台原油钻机平均新打井产量约 1500 桶/日和天然气钻机平均新打井产量约 3300 千立方英尺/天的高生产效率时段，美国页岩油气核心产区二叠纪盆地当前的平均新打井产量下滑了约 23%（油）和约 30%（天然气）。

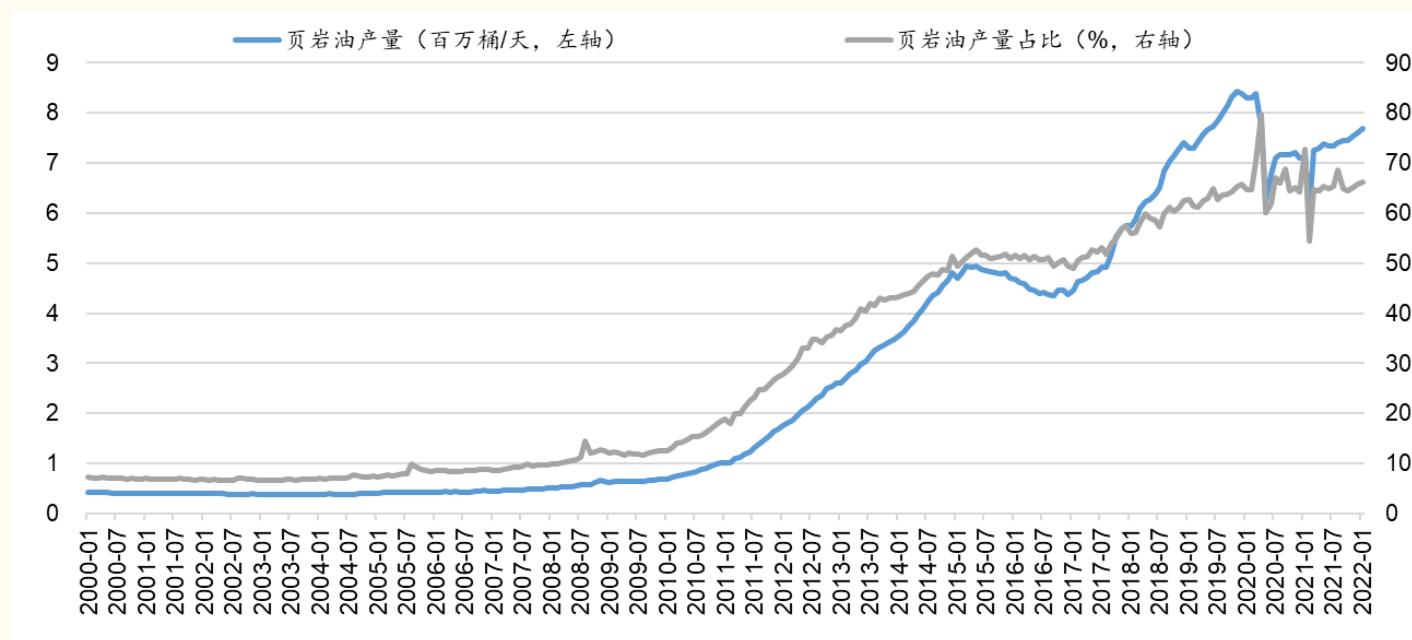
我们认为美国页岩油气新投产井的油气产量下滑主要来自于新井的综合资源品位的下滑，背后反映的是疫情过后页岩油气公司为了避免破产从而快速回收现金流过程中对品位最优区块（sweet spot，甜点）的快速消耗，随着高品位资产的消耗，越往后期其新打井的品位持续走低是难以避免的，这将大概率导致新增资本开支需要首先对冲资产品位下滑带来的影响，在资本开支增幅显著大于品位下滑幅度之前，页岩油气潜在增量可能持续低于预期。

图表 1：美国页岩油气七大产区原油产量（桶/天）



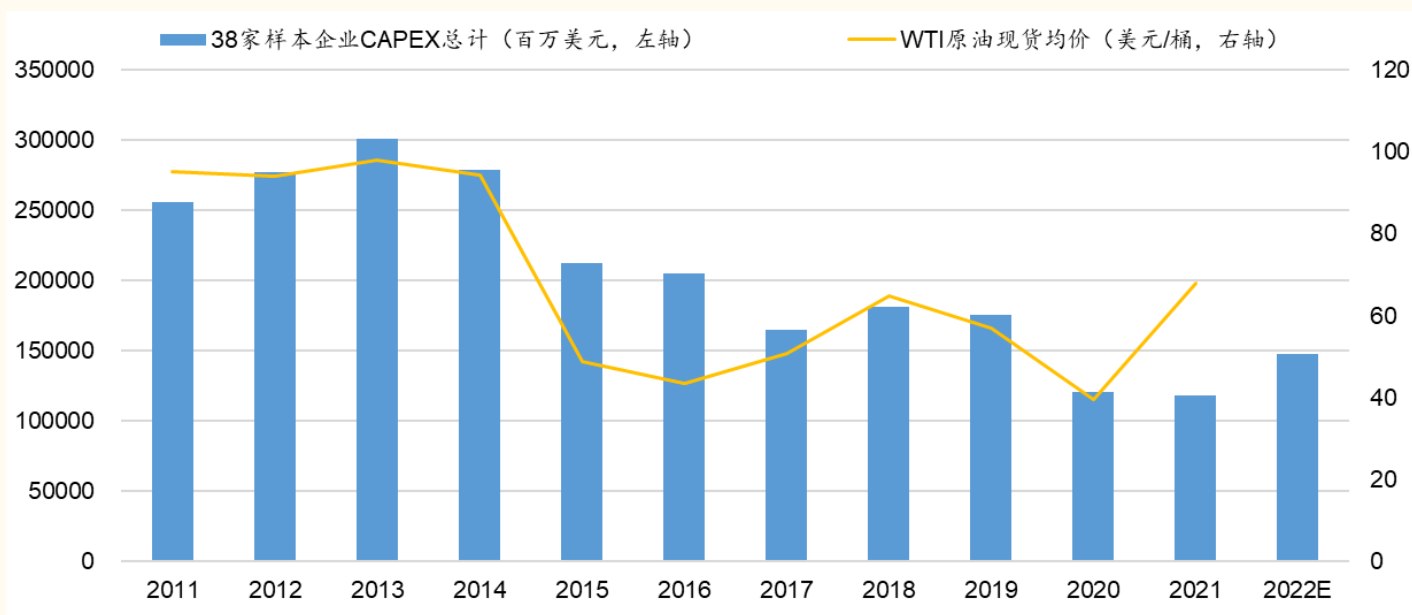
来源：EIA，国金证券研究所

图表 2：美国页岩油在全美原油产量及占比



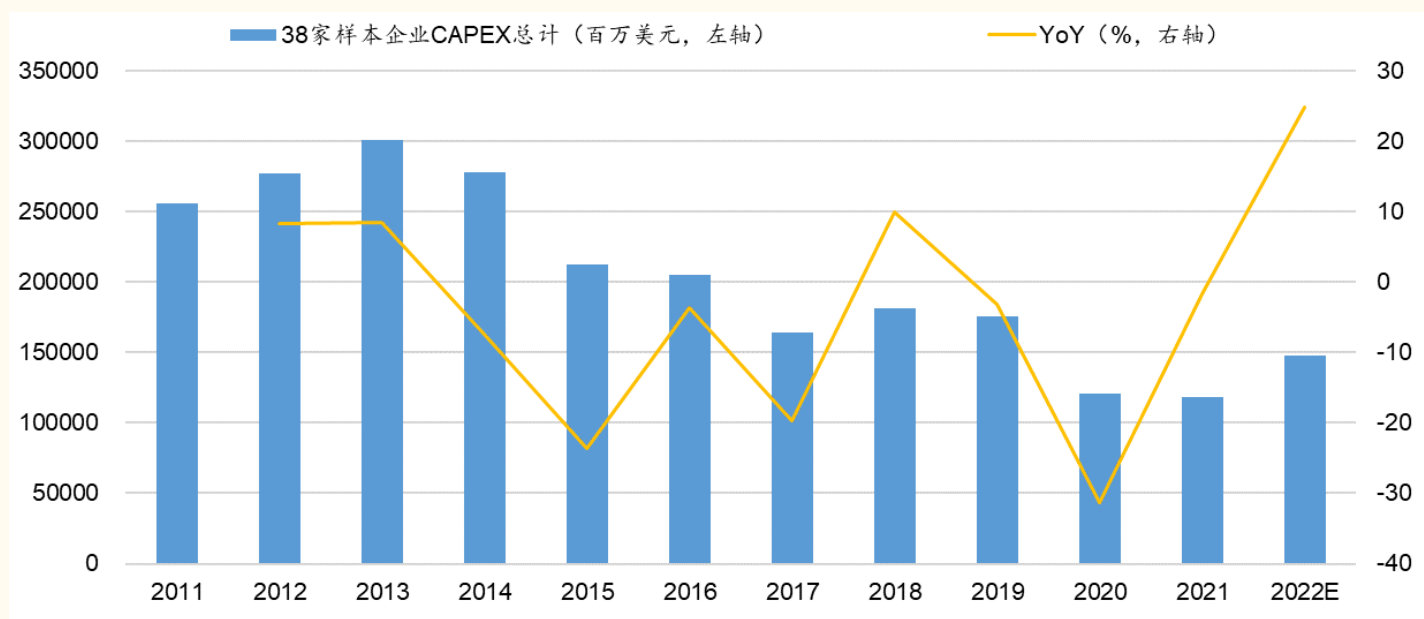
来源：EIA，国金证券研究所

图表 3：样本油气公司资本开支统计及指引与原油价格变化



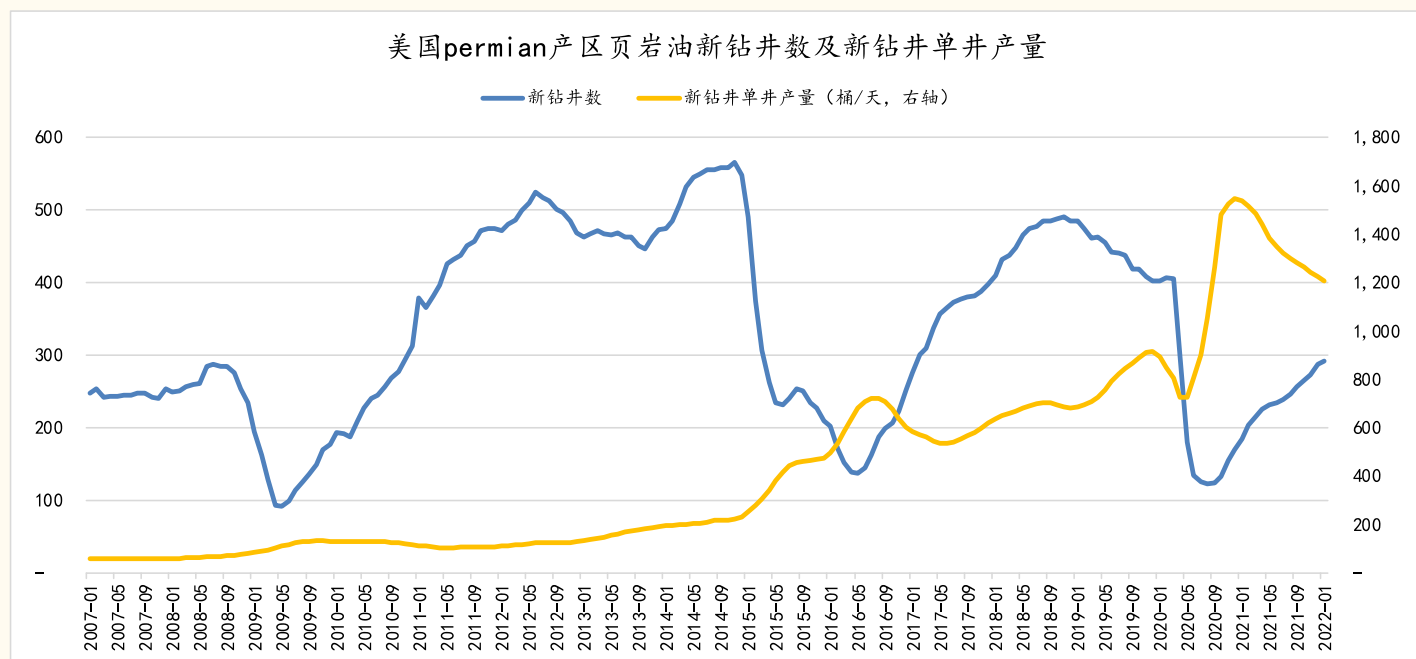
来源：各公司年报和 2022 年指引，国金证券研究所

图表 4：样本油气公司资本开支统计及指引



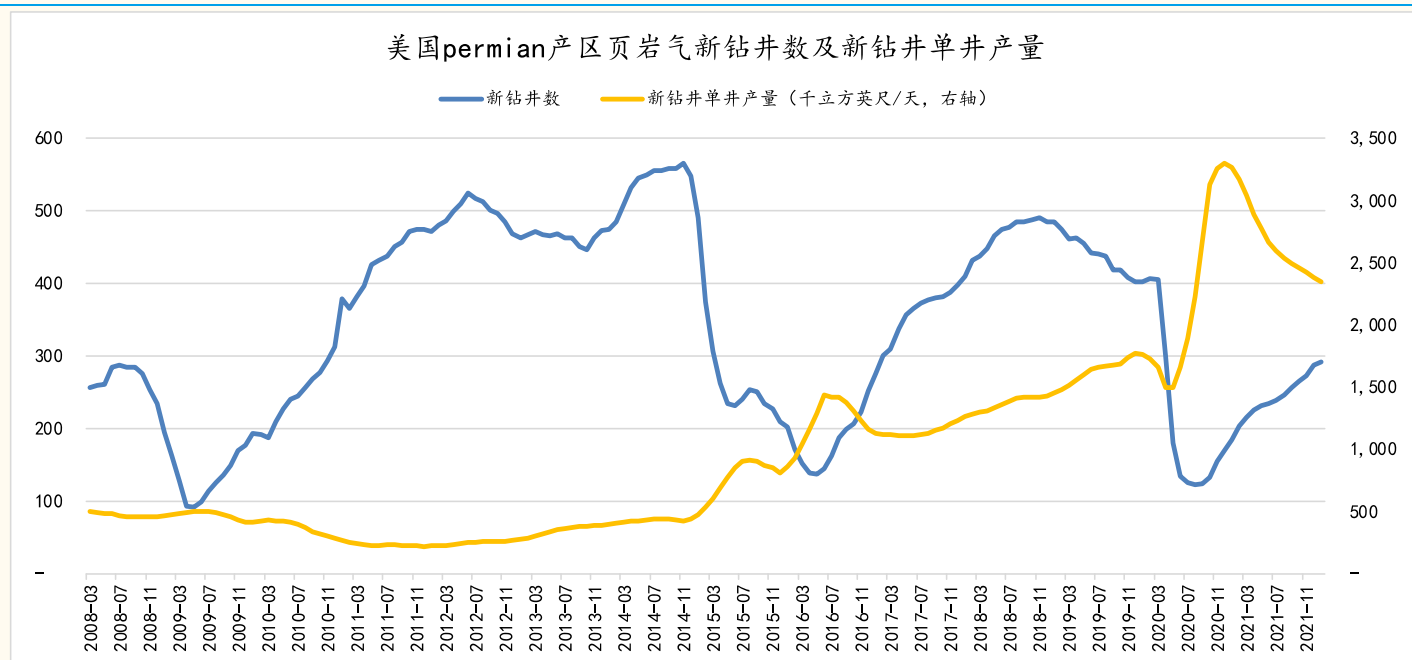
来源：各公司年报和 2022 年指引，国金证券研究所

图表 5：permian 产区原油新钻井单井产油量



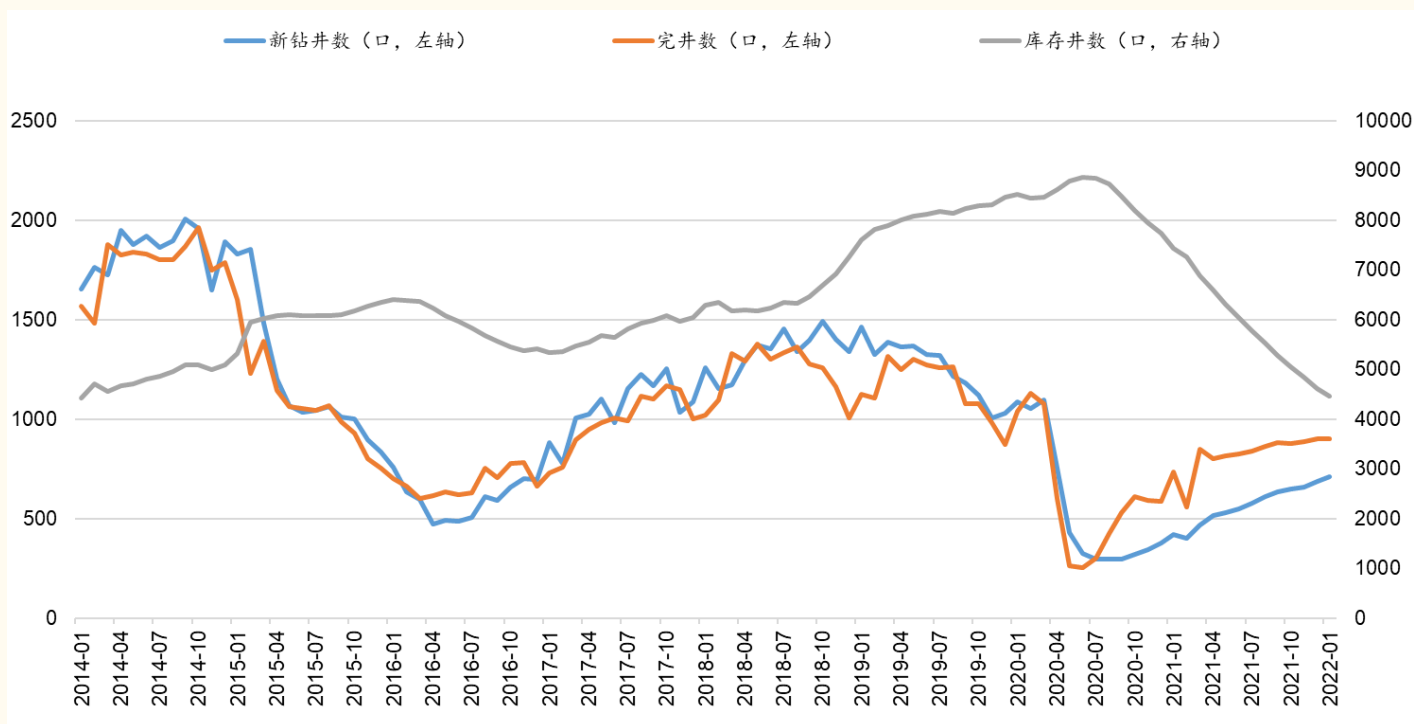
来源：EIA，国金证券研究所

图表 6: permian 产区页岩气新钻井单井产气量



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 7: 美国三类油气井数量



来源: EIA, 国金证券研究所

因此, 我们发现市场对于油气资本开支存在巨大的认知偏差, 而页岩油气由于其快节奏投产的特点, 长期以来受到极高的关注, 目前几乎全市场都认为只要页岩油气公司增加资本开支, 就能够看到产量的大幅快速增加, 我们认为这个观点存在根本性的认知偏差, 因为市场没有认识到当前页岩油气核心产区

二叠纪盆地（自 2014 年以来，该产区产量增量在页岩油产量增量占比达 70-90%）正在面临新投产油气井的油气产量（代表新井综合资源品位）的大幅下滑，且下滑幅度同资本开支增加幅度接近，预示着页岩油气潜在增量可能出现严重低于预期的局面。

2、风险提示

（1）俄乌冲突升级持续扰乱全球原油市场：俄乌冲突升级增加俄罗斯原油供应的不确定性，或持续扰乱全球原油市场；

（2）原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402